

证券研究报告•个股深度报告

渣打集团（2888.HK）：趋势强、潜力大、估值低、逻辑顺

分析师：马鲲鹏

makunpeng@csc.com.cn

SAC 编号：

S1440521060001

SFC 中央编号：BIZ759

分析师：李晨

lichenbj@csc.com.cn

SAC 编号：

S1440521060002

SFC 中央编号：BSJ178

发布日期：2025年3月25日

核心观点

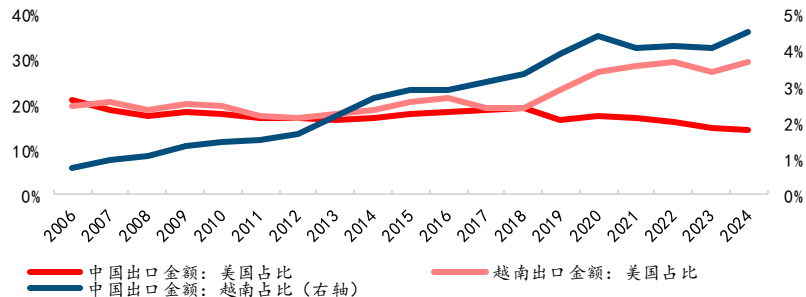
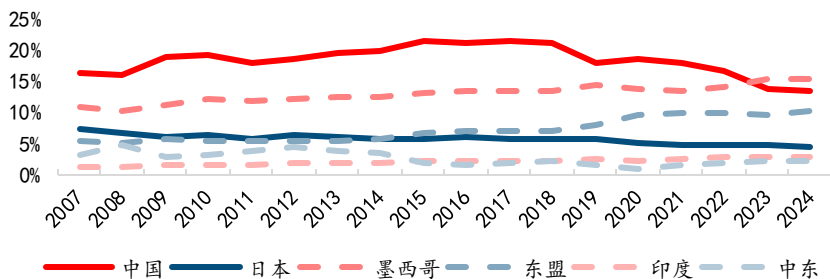
- **核心观点：**渣打继续重申积极的业绩指引，2023-26年，预计营收CAGR 5%-7%，ROTE从10%趋势性提升至13%，此后还有进一步向上空间，营收和ROTE的强劲趋势在全球性银行中非常突出。此外，考虑税率和成本上的潜在优化空间，ROTE还有额外提升潜力。2024-26年股东回报当前指引80亿美元，预计有望超额完成，分红+回购综合回报率超10%，高回报优势显著。渣打是当前国际产业链再平衡和零售富裕客群资产全球配置的核心受益银行，交易银行+财富管理双轮驱动，偏低的估值与积极的业绩预期并不匹配，当前是极佳配置时机。
- **渣打集团业绩表现优异，持续超预期，2025-2026年业绩指引保持积极。**渣打2025-2026年的业绩指引保持积极：2023-2026年营收CAGR为5%-7%。营业成本指引2026年不超过123亿美元，成本收入比继续下降。中长期信用成本保持30-35bps，短期内信用成本仍有望低于30bps。此外，未来有效所得税率仍有压降空间。在营收增长强劲、成本压降、信用成本稳定的情况下，2026年ROTE目标为13%，预计渣打能够游刃有余的达成业绩目标。
- **非息收入占比高，叠加资产负债结构优化和利率对冲工具平滑降息影响，营收受利率影响的敏感性相对小：**公司净利息收入和非息收入各占50%，非息收入占比相对同业更高，营收受利率周期的影响更小。利率对冲工具平滑下，降息对净利息收入的影响已明显收窄，同时渣打资产负债结构优化也有助于净息差趋势保持平稳。非息收入方面，交易银行、金融市场以及财富管理等优势业务贡献强劲增量，非息收入占比有望进一步提高，贡献稳定的增量。
- **有效所得税率有优化空间，有助于ROTE的提升。**渣打近年来所得税率长期保持25%-30%左右的水平，相对高于国际银行同业。主要原因在于目前渣打各项主要经营成本记在了英国总部。但由于渣打英国地区利润持续为负，不产生税收。这种情况下，经营成本对税收产生的节约效应被浪费。未来渣打将分摊细化税收等各项成本至各条线，有助于继续优化各条线精细化管理水平，进一步提升银行整体盈利能力。静态测试下，有效所得税率下降1pct，能够提升ROTE约0.2pct。若渣打未来有效所得税率下降至25%左右，ROTE能够提供近1pct。
- **全球供应链重构及企业出海大趋势下，渣打交易银行业务具备布局广泛、业务能力强，客群积累深厚等优势，能够为跨国企业拓展供应链提供背书，是其他本地银行同业难以跨越的护城河：**渣打全球网络对贸易链几乎全覆盖（唯一全部覆盖东盟十国的全球性银行），且核心市场经营时间悠久，与客户展业范围契合度高，将深度受益于全球产业的转移与重构。展望未来，交易银行将进一步加强对大型跨境客户的关注，公司设立中期目标如下：跨境对公业务收入在整体对公收入的占比提高至70%（目前61%）；金融机构客户收入占比提高至60%（目前51%）。
- **2024-2029年财富管理业务收入CAGR保持在双位数。**渣打财富管理业务趋势持续向好，主要得益于强劲的富裕客户数增长和AUM流入。目前渣打国际客户数32.5万户，目标在2026年提高至37.5万户，即2025-2026年的年均增速达7%左右。此外，渣打预计2024-2026年短期内国际及富裕客户新增资金800亿美元，2025-2029年新增资金合计2000亿美元。目前来看，全球资产配置、跨境理财需求日益旺盛，渣打富裕客户数和AUM规模持续高速增长，能够长期的为财富管理业务带来新增量，预计2024-2029年财富管理收入CAGR能保持在双位数。
- **2024-2026年股东回报指引保持80亿美元，预计有望超额完成。**渣打集团2024-2026年股东回报指引保持在80亿美元，且DPS逐步提高。预计2024-2026年股东回报有望超额完成。一方面，目前CET1保持在14.2%的较高水平，超过公司13%-14%的合意CET1目标区间。另一方面，目前2024-2026确定的股东回报总额已达49亿美元。假设2025、2026年每年均保持9亿美元左右分红和25亿美元回购，三年合计股东回报应在90-100亿美元，因此预计股东回报指引有望超额完成。以当前股价计算，预计2025年渣打股息率为2.5%，分红+回购综合回报率为10.3%。
- **投资建议：**渣打兼具极强的基本面成长性和持续增长的红利属性，成长、红利兼备，估值在全球性银行尚处低位。当前公司交易于0.72倍2025年PB；0.84倍2025年PTB，基于成长性逻辑和未来持续向上的ROTE趋势，给予1.0倍2025年PB、1.2倍2025年PTB的目标估值，对应目标价169元。

- 一、宏观背景
- 二、渣打集团最新情况更新
 - （一）基本情况
 - （二）交易银行与金融市场业务
 - （三）零售业务
 - （四）基本面更新
- 三、盈利预测及核心观点

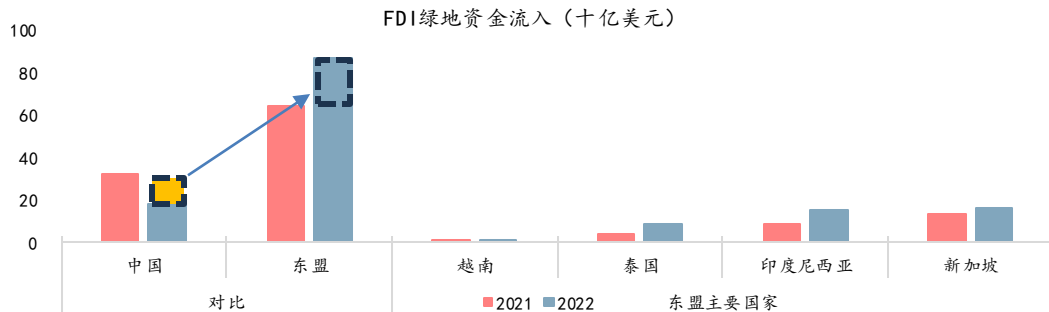
1.1 第五次产业转移：由中国内地向东南亚、中东、墨西哥等新兴市场

- 产业出海和“中国+1”是当前世界产业格局中的一大新趋势。东南亚、中东、墨西哥也是中国企业出海的主要方向，其中东盟的替代效应、或中转站效应尤为显著，贸易链由过去的“中国——美国”向“中国——东盟——美国”演变。

图表：美国进口额占比：中国下降，墨西哥、东盟、中东等上升 图表：东盟对中国出口的中转站效应显著



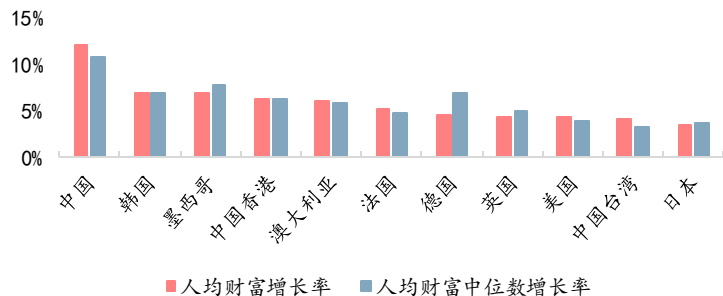
图表：绿地投资（新增海外直接投资）：东盟对中国的替代效应



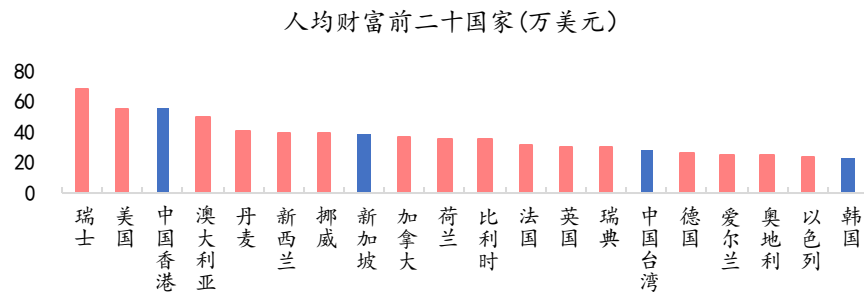
1.2 全球财富持续增长，未来增长点集中在亚洲新兴经济体

- 未来全球财富增长点集中在亚洲新兴经济体。从人均财富增长率来看，中国、韩国、墨西哥、中国香港等新兴经济体已明显超过英美法德等老牌经济强国。

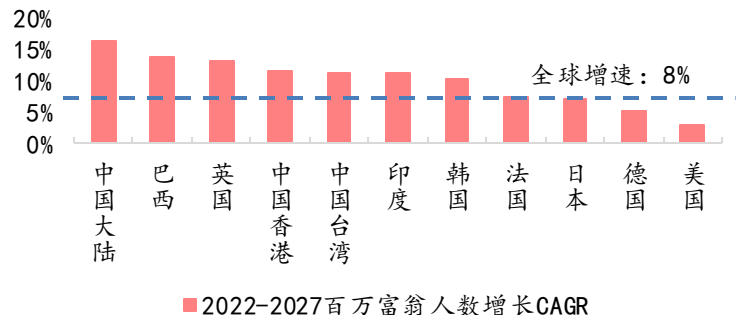
图表：中国、中国香港等地区人均财富增长最快



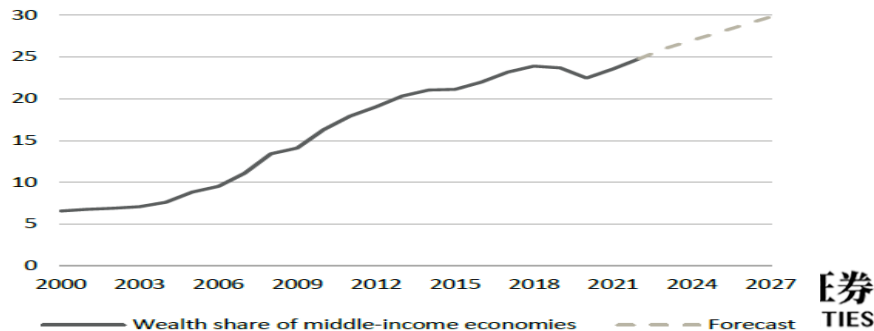
图表：“亚洲四小龙”已全部进入全球人均财富前二十的国家



图表：未来5年内新兴经济体百万富翁将超过全球平均



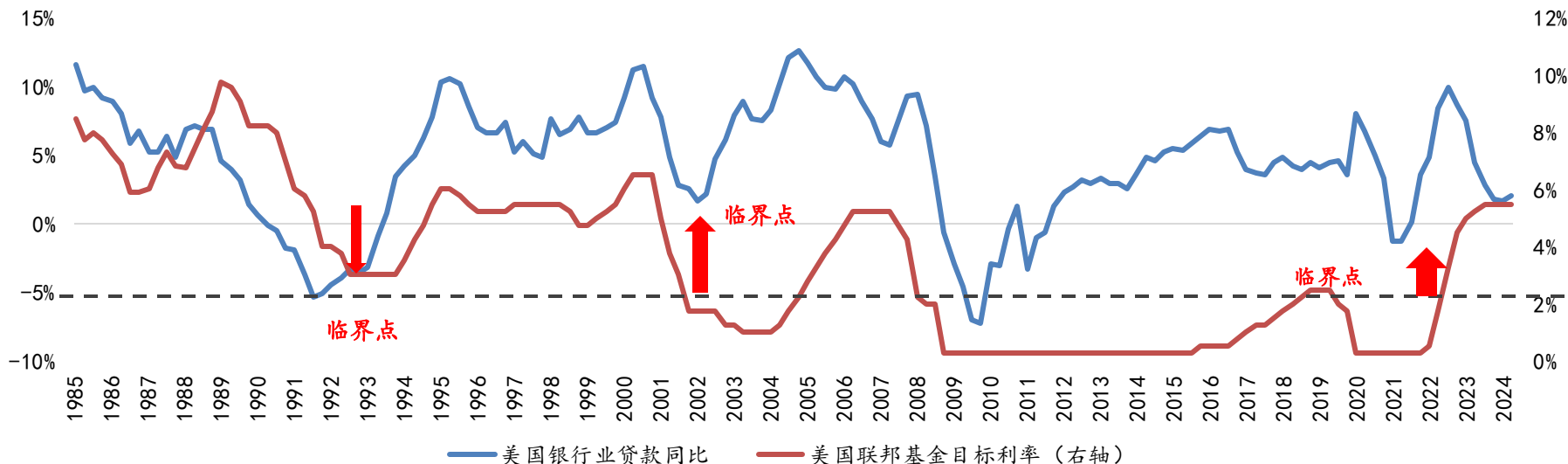
图表：到2027年，中等收入经济体的财富占比将提高至30%



1.3 展望未来，本轮降息周期是回归合理利率环境的过程，3%-4%的中性政策预期对银行最有利

- ◆ 本轮降息周期相对更高的中性利率将为全球银行经营提供一个理想环境，我们预计未来全球银行（汇丰、渣打）的经营环境将显著好于上一个十年，若中性政策利率如期稳定在3%-4%左右，则将是汇丰、渣打最理想的经营环境：对于银行而言，利率并非越高越好，一个合理的政策利率中枢(3%-4%)意味着充足的贷款定价和投资收益空间，旺盛的信贷需求和蓬勃的企业经营活力，以及更加优良的资产质量水平。
- ◆ 一方面，在CPI控制在2%左右的水平下，期限溢价50-100bps，是企业 and 银行都能接受的合理信贷利率，这种利率水平下，企业有充足的借款需求和经营活力，同时存款成本压降后银行也有一定盈利空间，双方供求意愿达到均衡。从历史复盘来看，3%-4%左右的利率水平是美国银行业信贷规模增长的明显分界点，当利率水平下降或回升至3%-4%左右时，此前持续下滑的信贷增速一般会很快出现拐点，并进入上行区间。另一方面，合理的利率环境能够带来较好的投资收益空间和稳定的资本市场环境，银行业的财富管理非息收入将获得更大的成长空间，从而有力支撑银行业营收增长。

图：3%的政策利率是美国信贷增速的明显分界点，政策利率跨越3%往往意味着信贷增速拐点



目录

- 一、宏观背景
- 二、渣打集团最新情况更新
 - （一）基本情况
 - （二）交易银行与金融市场业务
 - （三）零售业务
 - （四）基本面更新
- 三、盈利预测及核心观点

2.1.1 渣打股权结构、管理层

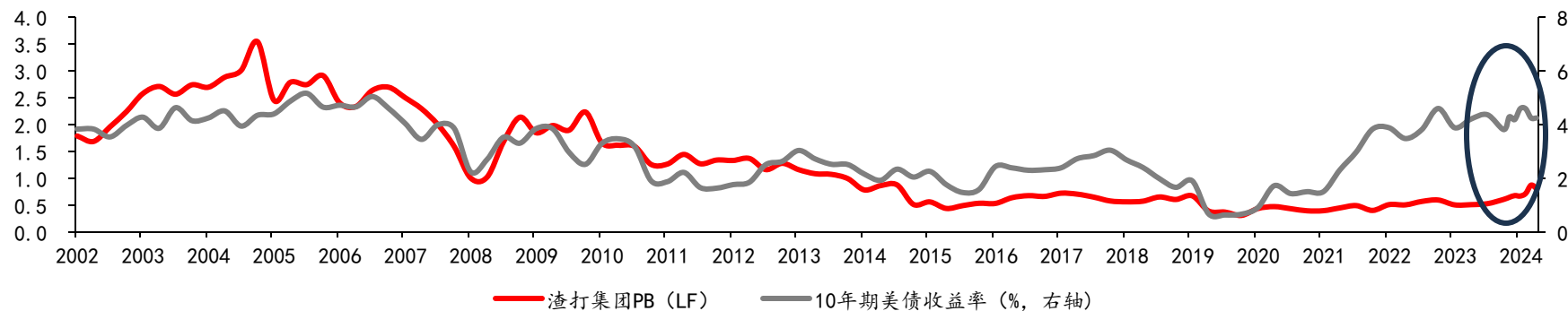
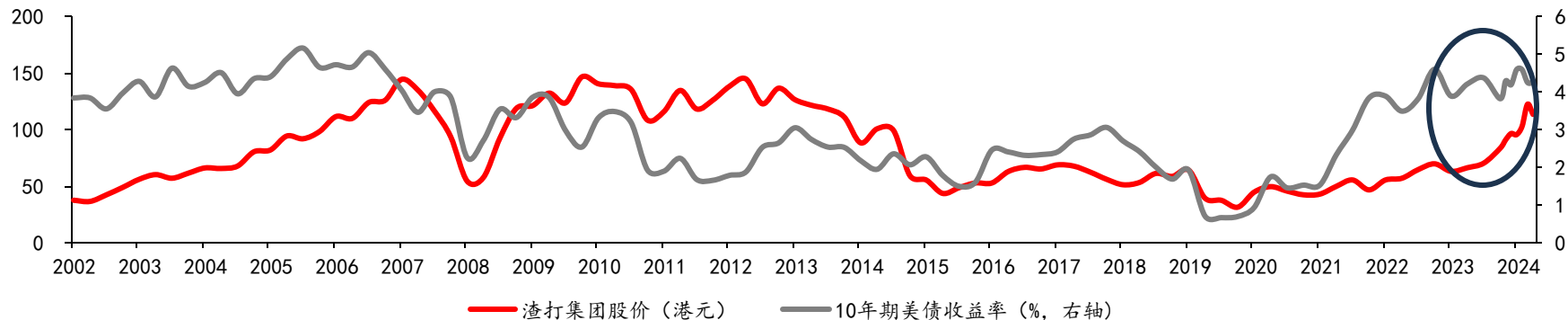
- 渣打集团股权结构分散，均为长期财务投资者，淡马锡持股比例达17.3%。截止目前，淡马锡、贝莱德、领航集团、Capital持股比例在5%以上。截止目前，渣打南下资金持股比例仅为0.3%。
- 渣打管理层核心为集团主席、CEO和CFO，其余董事会成员都是独立董事。2025年5月Maria Ramos将接任集团主席职务，新集团主席上任，对公司业绩和股价有一定诉求。且管理公司发展方向的CEO不变，对公司战略不会产生影响。Maria 在担任国际企业非执行董事及主席方面拥有丰富经验，且对新兴及发展中国家的营运拥有深厚见地。CEO为Bill Winters，曾任摩根大通投资银行联合首席执行官，2015年加入渣打任CEO，目前已管理渣打业务10年，经验丰富，战略发展方向清晰，对公司股价的诉求较强。

渣打集团股权结构	持股比例 (%)
淡马锡	17.28%
贝莱德	6.72%
Capital	6.02%
领航集团	5.38%
施罗德	2.98%
挪威中央银行	2.77%
美国富达投资集团 (FMR)	2.63%
英杰华集团	1.93%
普徕仕	1.75%
合计	47.46%

渣打集团主要管理层				
姓名	职务	年龄	任职日期	履历
Dr José Viñals	董事长	69	2016/12	国际货币基金组织 (IMF) 的金融顾问兼货币和资本市场部主任，曾为经济学家和斯坦福大学教员，后任西班牙中央银行副行长。
Maria Ramos	(拟) 董事长	65	2025/5	“国际 30 人小组” (Group of Thirty) 成员，历峰集团非执行董事。Maria 在担任国际企业非执行董事及主席方面拥有丰富经验，且对新兴及发展中国家的营运拥有深厚见地。2021年1月加入渣打集团董事会担任独立非执行董事，并于2022年被任命为董事会风险委员会主席及高级独立董事。
Bill Winters	首席执行官	62	2015/6	摩根大通高管之一，曾任摩根大通投资银行联合首席执行官。英国银行业独立委员会委员，英国议会银行标准委员会顾问，曾获大英帝国勋章
Diego De Giorgi	首席财务官	53	2024/1	曾在高盛工作18年，担任股票资本市场集团和金融机构集团的领导职务，后任全球投资银行部的首席运营官。后在美银美林 (Bank of America Merrill Lynch) 工作六年，任全球投资银行业务主管。

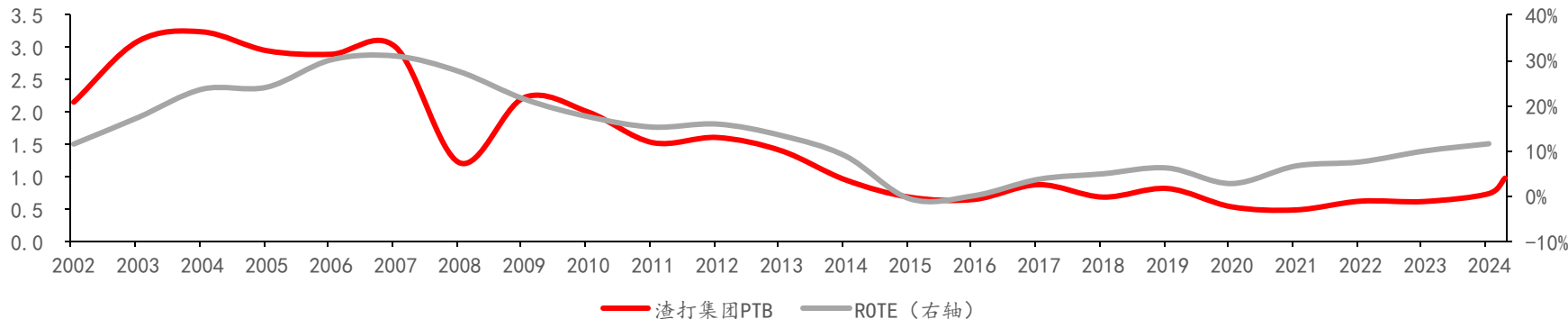
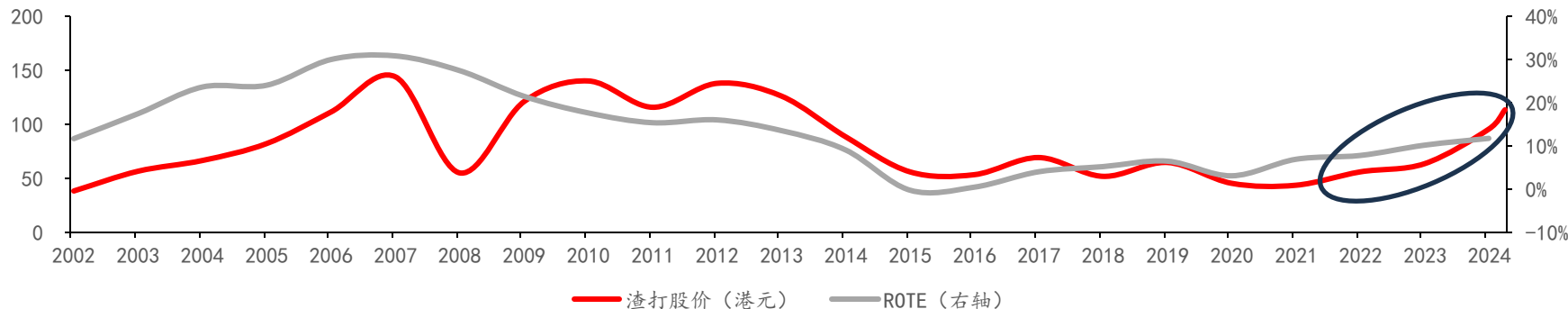
2.1.2 渣打股价复盘：与全球宏观经济趋势预期和自身业绩趋势相关，2023年以来业绩持续超预期，走出独立行情，但估值尚处低位

- 渣打估值主要受两方面因素影响：一是全球宏观经济预期趋势，可以盯10年期美债收益率。渣打股价走势表现与全球经济预期趋势和美联储政策相关性较强。

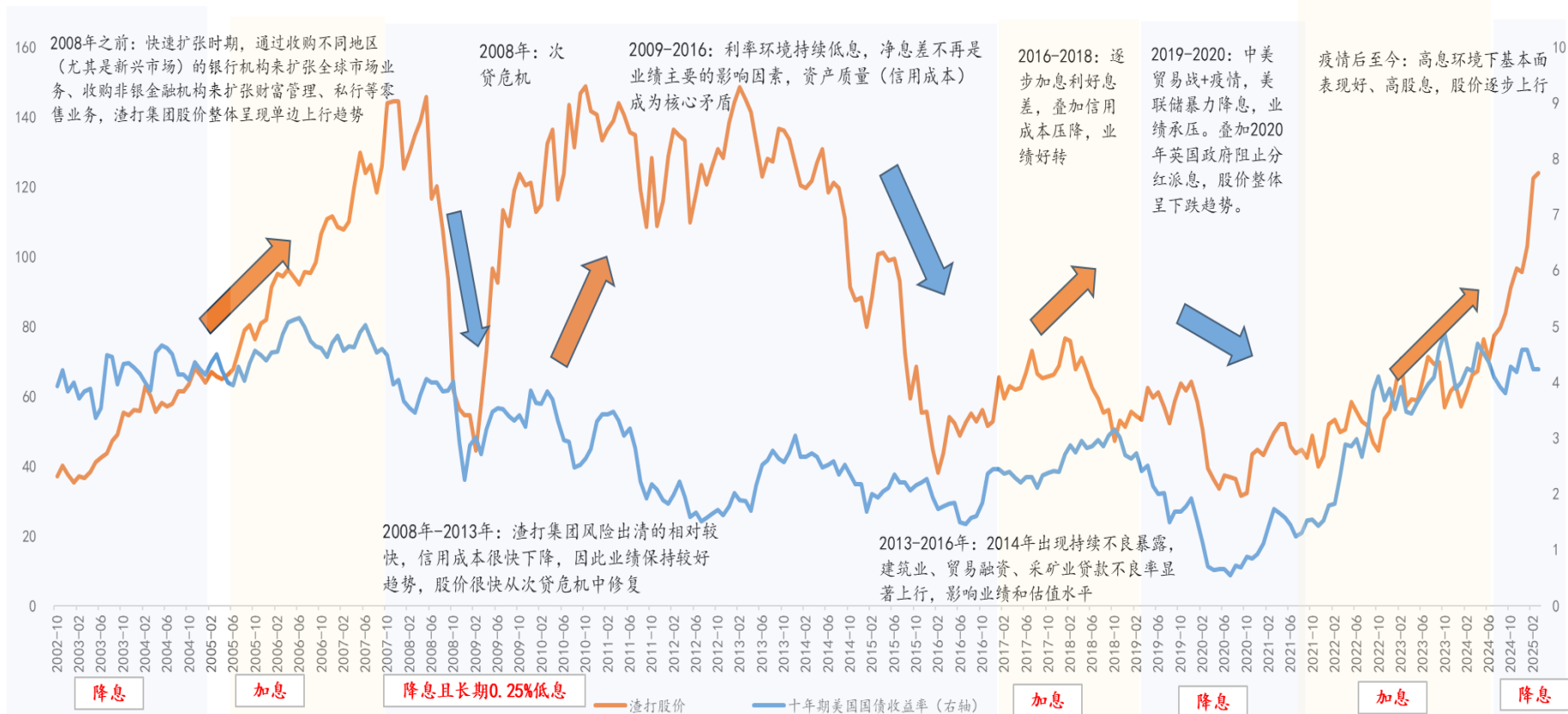


2.1.2 渣打股价复盘：与全球宏观经济趋势预期和自身业绩趋势相关，2023年以来业绩持续超预期，走出独立行情，但估值尚处低位

- 渣打估值主要受两方面因素影响：二是当下的业绩表现是否符合预期。符合预期情况下估值平稳修复，超预期估值有进一步提升空间。考虑到渣打市场一致预期引导明确，因此是否符合预期较好判断。23年以来，渣打由于业绩超预期支撑下走出独立行情，但当前估值尚处于历史低位。

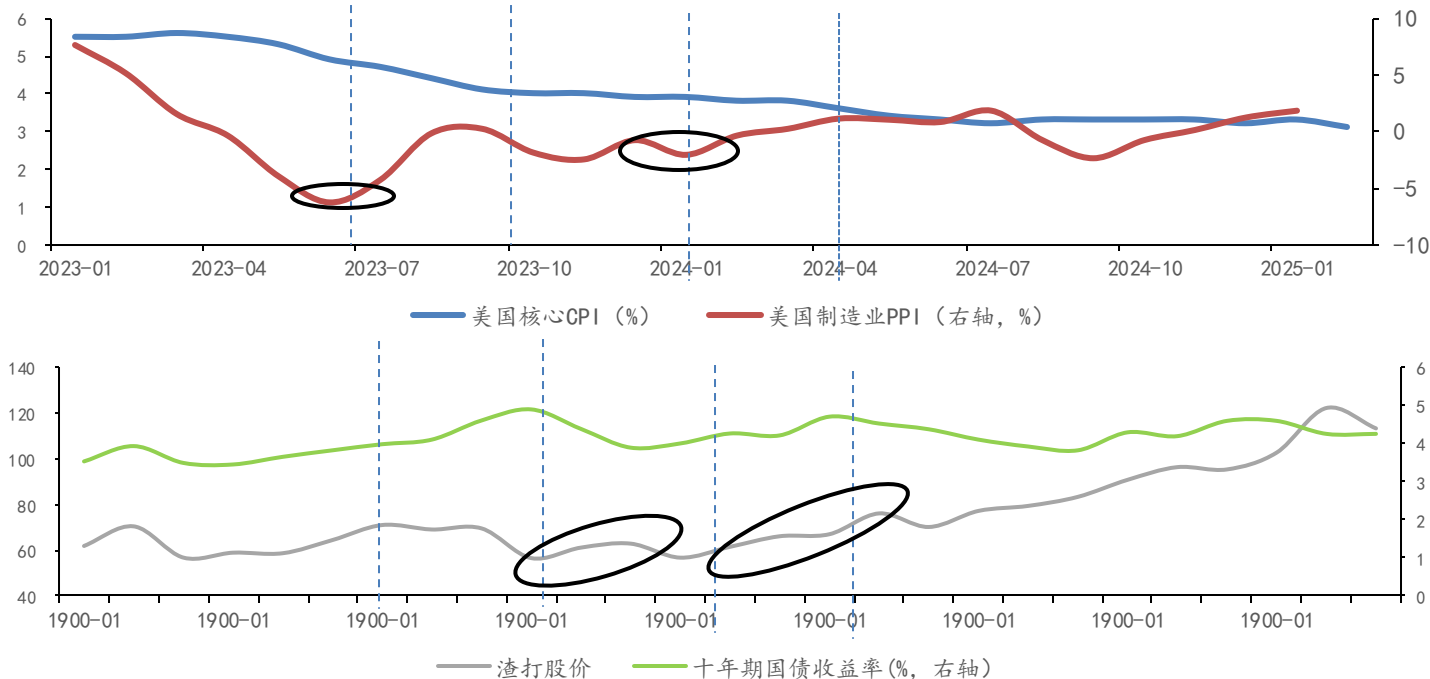


2.1.2 渣打股价复盘：主要历史事件及利率环境一览



2.1.2 短期内，因政策因素导致市场对全球经济衰退产生过度担忧，估值回调是较好的配置时机

- 目前来看，全球经济未见实质性的明显衰退趋势，美国经济韧性仍强，短期内因特朗普政策而产生扰动，不必过度担忧出现全球经济衰退的“悲观情形”。总体上看，特朗普政策短期内对美国经济环境产生一定冲击，但整体上仍在趋向于温和的、渐进的平稳趋势。即使在关税政策实施下，美国作为全球第一大经济体和全球最大的进口国，很难短期内就实现自产自销。从全球宏观经济的角度，当前的国际经济环境已经出现了重大变化，碎片化和割裂化的全球供应链、主要经济体对AI人工智能、机器人和清洁能源等新技术的大规模投资都意味着更大的长期通胀压力，从而指向更高的终端均衡利率水平，不必过度担忧出现全球经济衰退和利率突然下行到绝对低位的情形。
- 从过去两年来看，每次因政策或经济指标不及预期的扰动，而产生的对经济衰退的过度担忧都会在短期内引起渣打股价回调，但随着担忧缓解，以及渣打长期强劲的基本面趋势，股价往往会很快再次回升。短期内对全球经济衰退的过度担忧导致股价超调，随着对全球经济正确预期的回归，渣打基本面+股东回报优势明确，当前是极佳配置时机。



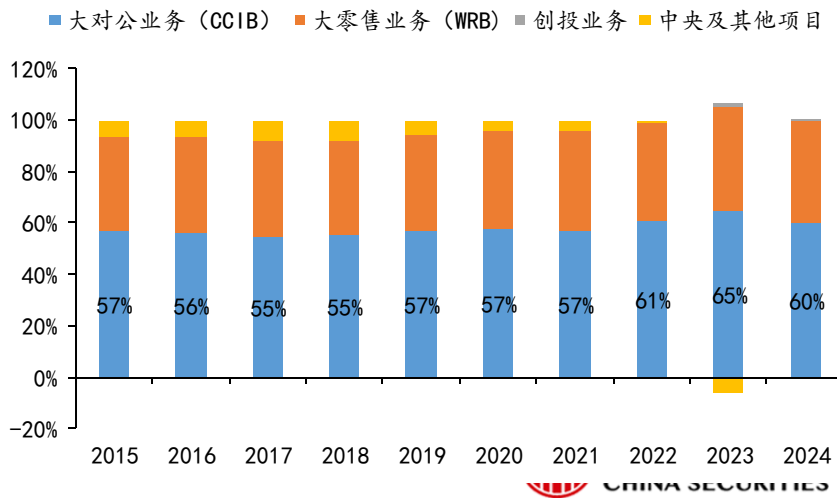
2.1.3 对公聚焦跨境业务+金融机构，零售聚焦富裕客群+财富管理

- 组织架构历经变革，逐步成为三大部门格局（对公条线相当于汇丰CMB+GB&M的合并）。2021年，渣打银行将原先的企业与机构银行、商业银行重新合并，组成了现在的企业、商业及机构银行（Corporate, Commercial & Institutional Banking），而原有的私人银行、零售银行部门则被合并成为了个人、私人及中小企业银行（Consumer, Private & Business Banking）；2022年，渣打银行新设创投业务部门（Ventures）。2024年3月，企业、商业银行及机构银行再次重组，新部门被命名为企业及投资银行。此外，在本次组织架构重组过程中，渣打集团将区域层面部门从结构中删除，各条线经营效率实现提升。

图表：渣打银行自2002年后业务板块

时间	业务条线变动				
2002	Wholesale Banking		Consumer Banking		
2014	Coporate & Institutional Banking	Commerci al Banking	Private Banking	Retail Banking	
2021	Corporate, Commercial & Institutional Banking		Consumer, Private & Business Banking		
2022	Corporate, Commercial & Institutional Banking		Consumer, Private & Business Banking		Ventures
2024	Corporate & Investment Banking		Consumer, Private & Business Banking		Ventures

图表：各部门收入结构，渣打银行对公收入占比相对更高



2.1.3 对公聚焦跨境业务+金融机构，零售聚焦富裕客群+财富管理

- 对公条线（CIB）主要是交易银行、金融市场业务，核心受益于全球供应链转移和中国企业出海的大逻辑。客户上更注重跨国大企业。对公条线主要由三项业务组成，分别是交易服务（Transaction Services）、全球银行（Global Banking）和全球金融市场业务（Global Markets），其中交易服务和环球银行可以统称为交易银行业务。业务收入上看，渣打集团2024年全球交易银行（Transaction Services+Global Banking）收入同比增长2%，全球金融市场业务（Global Markets）同比大幅增长13%。交易银行、金融市场业务占总营收比重分别为43%、18%，合计占比保持60%左右水平。
- 零售条线核心增量是财富管理业务，信用卡、按揭贷款收入保持稳定增长。财富管理收入2024-2029年CAGR保持双位数。零售条线主要包含财富管理业务、按揭贷款、信用卡贷款收入。目前财富管理收入增长较快，同比高增28%，持续保持20%以上增长，是零售条线的核心增量。目前财富管理占总营收比重提高至13%。此外，按揭、信用卡收入保持0%左右的小个位数稳定收入。

图表：渣打银行按业务板块划分收入情况

（百万美元）	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	环比	同比	FY23	FY24	同比
CIB	2,581	3,115	2,876	2,887	2,940	2%	14%	11,218	11,818	5%
交易服务(Transaction Services)	1,647	1,603	1,593	1,572	1,666	6%	1%	6,470	6,434	-1%
环球银行业务(Global Banking)	400	472	488	475	500	5%	25%	1,705	1,935	13%
环球市场(Global Markets)	534	1041	796	840	773	-8%	45%	3,049	3,450	13%
WRB	1701	1917	1955	2040	1904	-7%	12%	7,106	7,816	10%
财富方案业务(Wealth Solutions)	412	616	618	693	561	-19%	36%	1,944	2,488	28%
信用卡及私人贷款以及其他无抵押贷款(CCPL & Other Unsecured Lending)	259	260	270	281	270	-4%	4%	1,068	1,081	1%
存款(Deposits)	951	917	917	950	990	4%	4%	3,621	3,774	4%
按揭及其他有抵押贷款(Mortgages & Other Secured Lending)	57	103	124	100	68	-32%	19%	400	395	-1%
Ventures	32	32	48	43	60	40%	88%	156	183	17%
C&O	-290	88	-73	-66	-70	6%	-76%	-1,102	-121	-89%

2.1.4 对公聚焦跨境业务+金融机构，零售聚焦富裕客群+财富管理

图：渣打主要战略：继续做大全球交易银行和大财富管理业务，对公聚焦跨境业务+金融机构，零售聚焦富裕客群+财富管理

对公业务：进一步加强对大型跨境客户的关注

- 交易银行的跨境业务为核心发展方向，且收入相对本地业务收入更高，更具性价比。设立目标如下：
- 跨境对公业务收入在整体对公收入的占比提高至70%（目前61%）：
- 金融机构客户收入占比提高至60%（目前51%）。

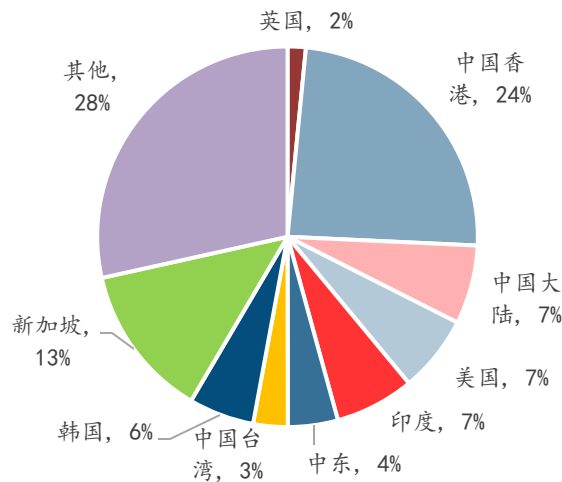
零售业务：注重富裕人群，减少部分长尾的大众零售业务

- 更加重视富裕客户的财富管理需求，同时重塑大众客群业务，适当出售不经济的业务和产品，设立目标如下：
- 未来五年要在富裕客户服务上投资15亿美元，增加财富客群客户经理50%，力求富裕客户每年增长35万户。
- 2024-2029年财富管理收入CAGR保持双位数增长

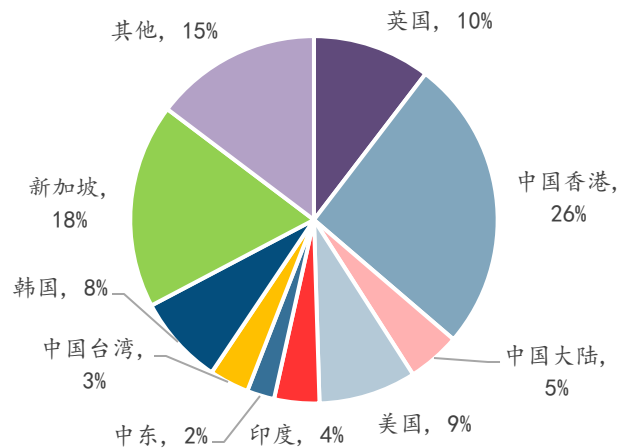
2.1.5 渣打区域分布

- 营收分布：渣打区域分布较为分散，中国香港、新加坡为基础市场，分别占比24%、13%。中国大陆、美国、墨西哥、印度、韩国占比在7%左右，中东和中国台湾占比在5%上下，英国区域仅占比2%
- 贷款分布：中国香港、新加坡分别占26%、18%，为主要信贷投放区域。此外英国、美国、韩国贷款占比在10%左右，韩国区域贷款以平台消费贷为主。印度、中东、中国台湾贷款占比在5%以下。
- 币种分布：各主要币种分布较为均匀，分散汇率风险。美元敞口占比最高，为19%，港币、韩元、印元、欧元、人民币占比分别为13%、12%、11%、10%、10%。

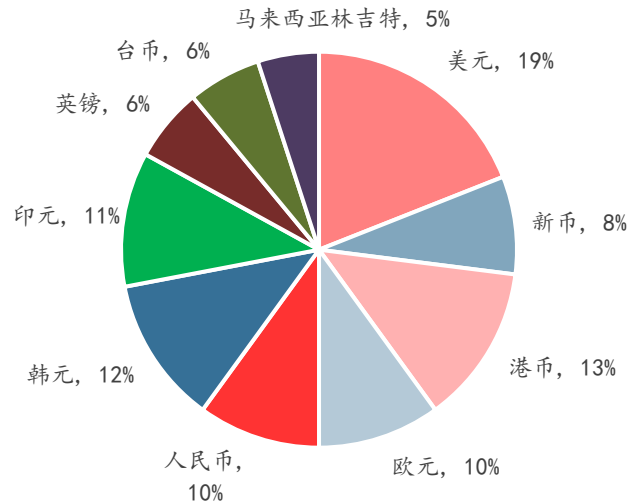
图表：渣打营收分布



图表：渣打贷款分布



图表：渣打风险加权资产币种分布

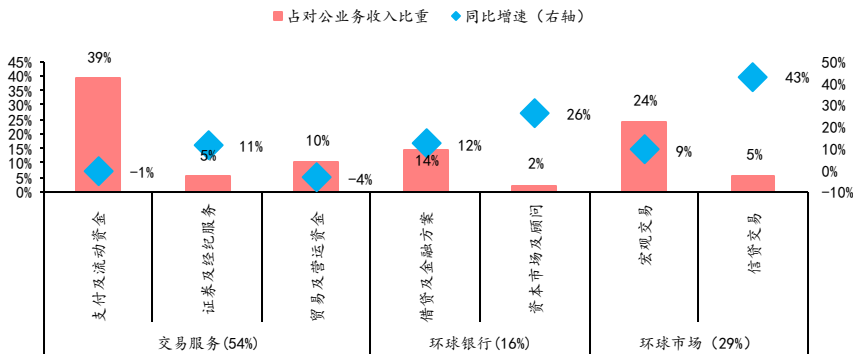


- 一、宏观背景
- 二、渣打集团最新情况更新
 - (一) 基本情况
 - (二) 对公业务：交易银行收入趋势向好，金融市场业务能力出众
 - (三) 零售业务
 - (四) 基本面更新
- 三、盈利预测及核心观点

2.2.1 渣打集团大对公业务（交易银行&金融市场）最新情况

- 渣打对公业务中，交易服务收入占对公业务比重55%，主要是交易银行业务。环球银行及环球市场业务分别占比16%、29%，以金融市场业务为主。
- 交易服务收入包含支付及流动资金（现金管理）、证券服务、贸易及营运资金三项，占比分别为39%、5%、11%，同比变化-1%、11%、-4%。业务量和信贷规模的增长逐步对此利率下行的影响。证券服务得益于托管、资金和主要经纪费率增加，收益率增强。
- 环球银行及环球市场业务均实现较快增长，主要贡献非息收入。环球银行业务增长主要得益于强劲的潜在交易量下银团贷款规模和发起分销量的大幅提高，收入中一半以上是利息收入。环球市场业务主要得益于海外宏观环境波动和特朗普上台后带来的政治不确定性下，外汇交易量和信用交易等FICC业务量的增加。

图表：渣打集团交易银行&金融市场占对公收入比重



图表：渣打集团交易银行&金融市场收入情况

(百万美元)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	环比	同比	FY23	FY24	同比
交易服务 (Transaction Services)	1659	1615	1605	1,585	1,679	6%	1%	6,518	6,484	-1%
支付及流动资金 (Payments and Liquidity)	1207	1161	1139	1,112	1,193	7%	-1%	4,645	4,605	-1%
证券及主要经纪服务 (Securities Services)	140	141	153	156	161	3%	15%	550	611	11%
贸易及营运资金 (Trade & Working Capital)	312	313	313	317	325	3%	4%	1323	1268	-4%
环球银行业务 (Global Banking)	400	472	488	475	500	5%	25%	1705	1935	13%
借贷及金融方案 (Lending & Financial Solutions)	358	414	422	407	434	7%	21%	1500	1677	12%
资本市场及顾问 (Capital Market & Advisory)	42	58	66	68	66	-3%	57%	205	258	26%
环球市场 (Global Markets)	534	1041	796	840	773	-8%	45%	3049	3450	13%
宏观交易 (Macro Trading)	463	884	631	683	654	-4%	41%	2620	2852	9%
信贷交易 (Credit Trading)	92	167	165	174	138	-21%	50%	451	644	43%
估值及其他调整 (Valuation & Other Adj)	-21	-10	0	-17	-19	na	na	-22	-46	109%

2.2.2 渣打交易银行核心优势

- （一）覆盖区域广、经营基础深厚：渣打全球网络对贸易链几乎全覆盖，且核心市场经营时间悠久，与客户展业范围契合度高，将深度受益于全球产业的转移与重构
- 渣打集团业务已覆盖53多个国家，为大约120个市场的客户提供服务。此外，渣打是中国香港发钞行之一，同时在新加坡具有唯一一家eSRFB地位（与本地银行同等待遇的外资银行）
- 渣打是全球性银行中唯一一家东盟十国全覆盖的银行，更在中东布局深厚，是中东历史最悠久的银行。渣打业务覆盖21个亚洲市场，包括东盟全部10个市场；也是南亚最大的国际银行之一。同时还是中东地区历史最悠久的银行之一，积累深厚。对于中资企业出海而言，是业务范围契合度最高的银行之一，符合产能向东南亚转移的供应链转移趋势和“一带一路”的新贸易合作趋势。

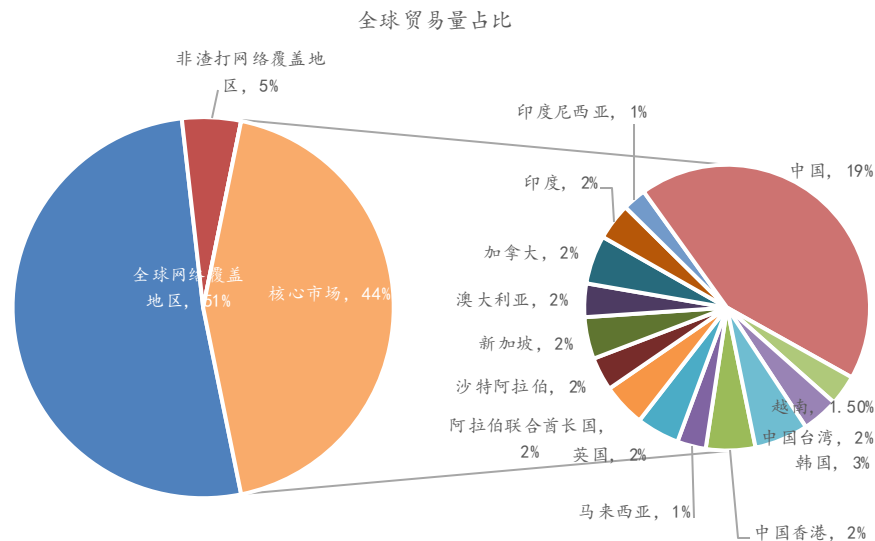
图表：渣打银行全球网络布局



2.2.2 渣打交易银行核心优势

- （一）覆盖区域广：渣打全球网络对贸易链几乎全覆盖，与客户展业范围契合度高，将深度受益于全球产业的转移与重构
- 渣打集团的全球网络能覆盖全球95%的贸易量，其中核心市场占比44%，全球网络覆盖的地区贸易量占比达51%，相对汇丰覆盖面更广。

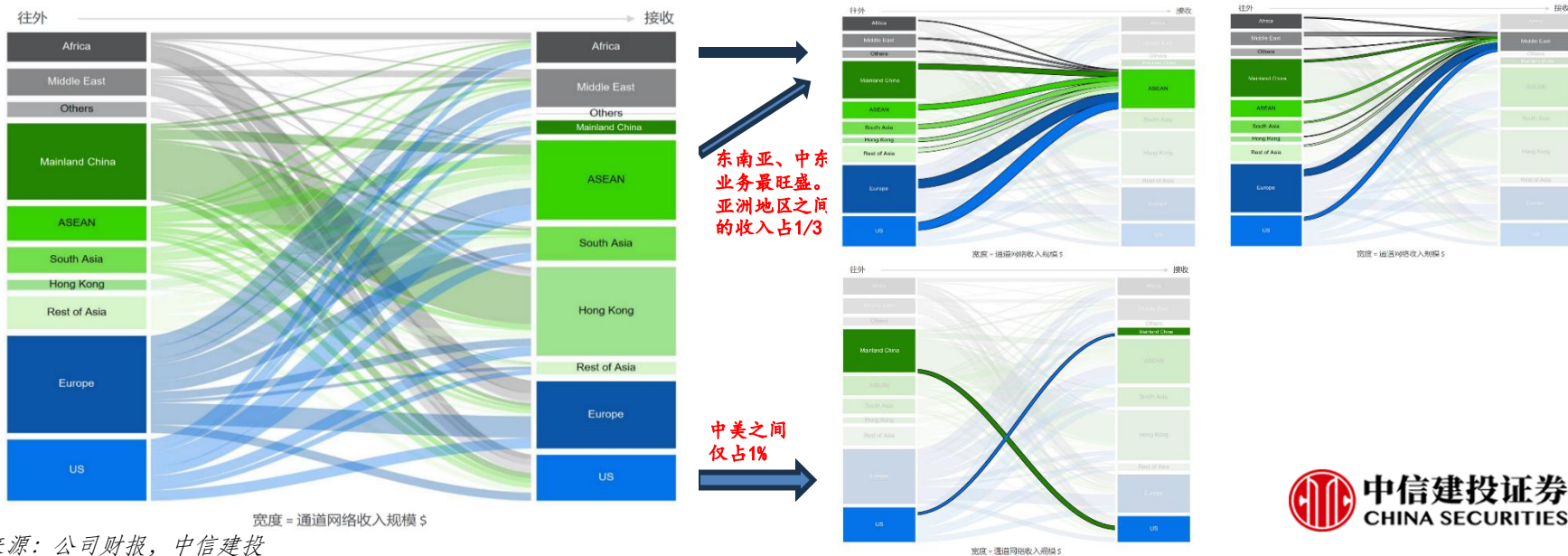
图表：渣打集团的全球网络能覆盖全球95%的贸易量，其中核心市场占比44%



2.2.2 渣打交易银行核心优势

- (二) 渣打集团交易银行跨境业务摆布更加分散，全球供应链的再度分散和复杂化对渣打跨境业务的增长将更有力：
- 受益于渣打广泛的全球布局，渣打交易银行业务收入分布比分散，仅7个跨境市场的年均收入超过1亿美元，集中度不高，受关税政策的影响反而小。
- 目前跨境（cross-border）业务比较火热的链条主要是亚洲内部（中国大陆、中国香港、东盟、印度等等）以及欧美到亚洲。渣打集团有1/3的跨境收入来自于亚洲国家间的跨境业务，主要集中在东南亚、印度与中国之间（约20%的跨境业务目的地为东南亚）
- 中东地区作为中国一带一路和东西方桥梁地区，跨境业务增长也非常迅速
- 中美之间的跨境业务占比仅2%，占全部对公业务收入占比仅1%。

图表：渣打集团主要跨境业务收入区域占比情况（线条越大，代表的交易银行业务量和收入越大，左侧为出口国，右侧为进口国）



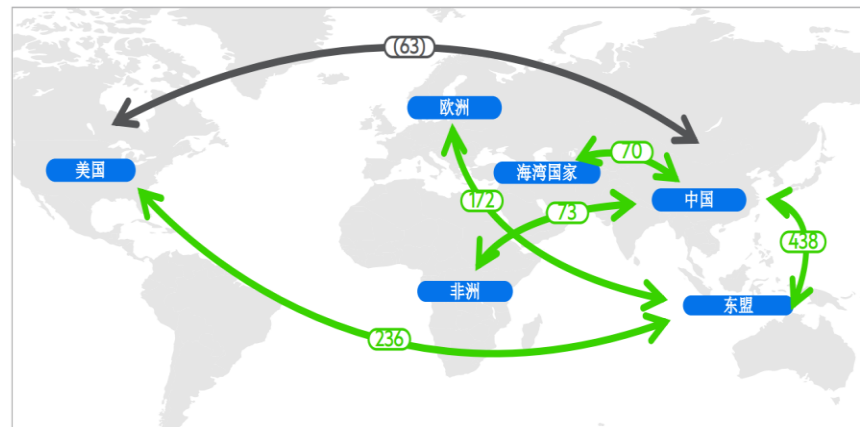
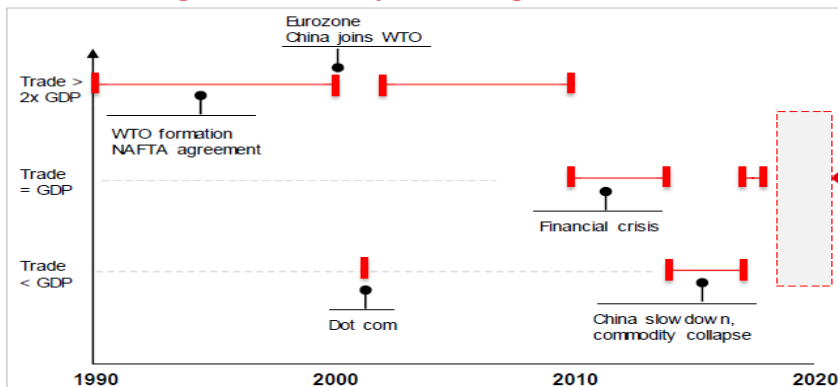
2.2.2 如何展望未来全球贸易情况和交易银行趋势？

- 预计未来几年全球贸易增长速度与全球GDP增长速度基本持平。在全球经济未见明显衰退的情况下，持续增长的贸易规模和资金流量能够带动交易银行业务量稳定增长，从而“以量补价”实现交易银行收入增长。
- 贸易量增长率一般是GDP增长率的倍数，GDP指标可以作为判断贸易量趋势的窗口性指标：根据汇丰、渣打总结归纳和海外系统性研究，贸易量增长率一般是GDP增长率的倍数。当全球经济趋势向好，如上两次产业链转移发生时、中国加入WTO后、欧元区成立后，贸易量增长率一般是GDP的2-3倍。而在出现金融危机或者全球经济大范围衰退的情况下，全球贸易量增长基本与GDP增长趋同或者甚至小于GDP增长。在当前特朗普加征关税政策、贸易链更复杂的国际形式之下，预计未来一段时间全球贸易增长或基本全球GDP增长持平。
- 渣打的核心市场既是全球产业转移的主要目的地，也是未来几年贸易量和经济增长最快的地区。根据渣打预测，2021-2031年中国与东盟、东盟与美国、东盟与欧洲将是贸易量增长的主要跨境业务链条，同时中国与中东、非洲之间业务量也将逐步增长。而中美之间因关税增长、贸易战的影响贸易量将减少。因此，东南亚、印度、中东等渣打交易银行业务量增长趋势应好于全球GDP增长，通过非息收入高增对冲利率下行压力，实现稳定的交易银行增长。

图表：贸易量增长一般是GDP增长的倍数

图表：渣打判断2021-2031年全球贸易量增长趋势（十亿美元）

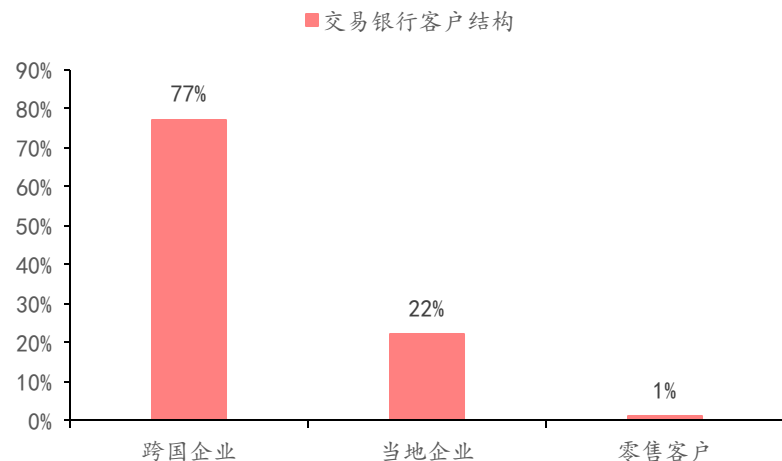
Trade volume growth as a multiple of GDP growth¹



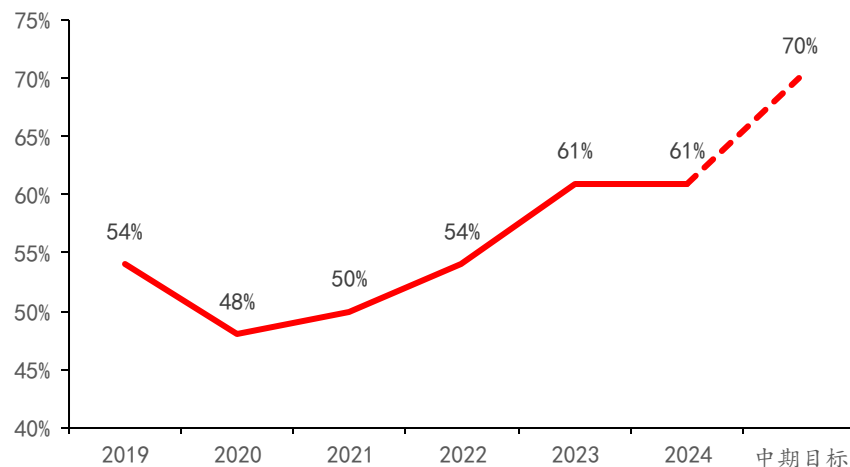
2.2.2 渣打交易银行核心优势

- （三）战略上更聚焦大型、跨国企业以及金融机构业务，收入水平高，抗风险能力强。
- 跨境客户业务的离岸收入水平要高于本土业务：渣打交易银行客户结构中更注重跨国大型企业，跨国大企业的占比达77%。在未来更加负责的全球贸易局势中，跨国大企业的业务风险抵御能力更强。渣打离岸业务的创收能力基本是在岸业务的两倍，更具性价比。因此渣打跨境业务收入占对公收入占比不断提升，由2020年的50%左右逐步提升至2024年的61%，公司中期目标为跨境对公业务收入在整体对公收入的占比提高至70%。

图表：渣打银行交易银行业务主要以大型跨国企业为主



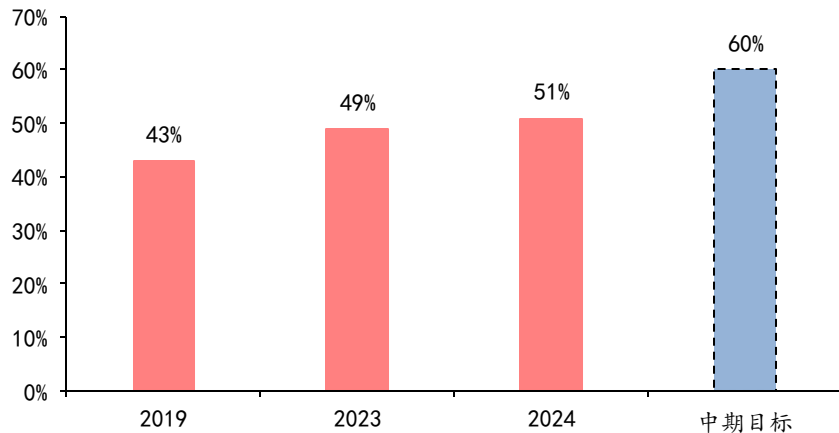
图表：渣打跨境业务收入占对公收入占比不断提升，目标70%



2.2.2 渣打交易银行核心优势

- （三）战略上更聚焦大型、跨国企业以及金融机构业务，收入水平高，抗风险能力强。
- 金融机构相关业务渣打能力更成熟，风险更小：渣打凭借广泛的同业朋友圈和较强的金融服务能力，在金融机构相关业务上能力更加成熟，与多家国际知名资产管理机构达成长期合作，从而获得稳定的收入贡献。
- 渣打对公业务收入中金融机构客户收入占比已由2019年的43%逐步提高到51%，公司中期目标为金融机构客户收入占比提高至60%。

图表：渣打金融机构客户收入占对公收入占比目标60%



2.2.2 渣打交易银行核心优势

- （四）产品种类多、业务专业能力强，交易银行客户形成的“渣打朋友圈”是客户的强大背书
- 渣打集团通过全球网络长期深耕，在主要的贸易流目的地都积累了大量的企业客群，可以帮助拓展海外市场的客户快速打入其供应链上下游，是出海企业最佳的金融服务商人选：
- 渣打集团交易银行业务本身聚焦全球大企业，同时产品和业务种类丰富，能够为供应链核心企业提供全方位、一体化的服务，“成为渣打的客户”本身就是一家企业经营能力和地位的强大背书。以中资企业出海为例，对于一家刚刚出海的中国企业而言，对海外供应链上下游企业不熟悉，对当地税收、法律法规不熟悉，对当地用人、用工制度不熟悉。这时候就急需一家在海外有丰富经营经验、具备广泛的供应链上下游资源甚至和当地政府关系亲密的金融机构来帮助其尽快融入海外市场，而这时候渣打这类国际性银行无疑是最好的选择，也是其他同业短期内难以复制的护城河。

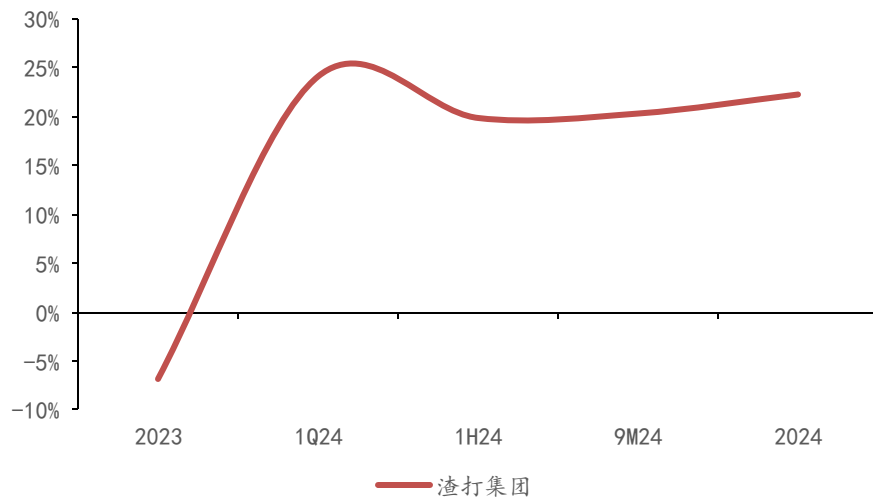
图表：渣打集团交易银行和金融市场产品服务较为全面

Our products and services		
Financial Markets		Transaction Banking
• Macro, commodities and credit trading	• Debt capital markets and leveraged finance	• Cash management
• Financing and securities services	• Project and export finance	• Trade finance
• Sales and structuring		• Working capital

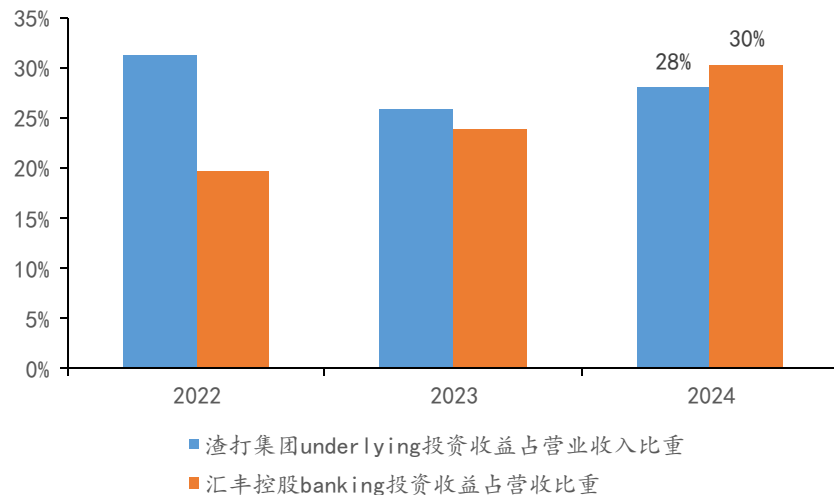
2.2.3 渣打金融市场业务优势：流量收入为主，收益更稳定

- 受益于近年来的持续高息环境，2022-2024年渣打实现了较好的投资收益。从趋势来看，2024年渣打银行账簿投资收益保持逐季稳定的20%以上高增。渣打的金融市场业务收入表现较好，主要是以流量收入（Flow Income）为主，流量收入主要和客户做背对背交易，不赌方向，因此收益上更加稳定。
- 银行账簿下（考虑负债成本的“净投资收益”），渣打、汇丰的投资收益占比均在30%左右。

图表：渣打银行账簿投资收益实现20%以上较好增长



图表：渣打、汇丰在银行账簿下，投资收益占比均为30%左右



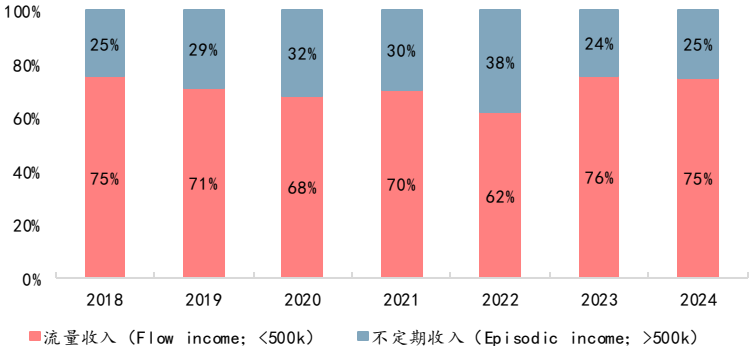
2.2.3 渣打金融市场业务优势：流量收入为主，收益更稳定

- 渣打的金融市场业务收入表现较好，主要是以流量收入（Flow Income）为主，和客户做背对背交易，不赌方向：
- 流量业务收入，即小于50万美元的小额收入，主要为通过流动性及敞口管理所获得的收入，符合风险对冲、支付相关、期限较短的特征。不定期收入（Episodic Income）定义为大于50万美元的较大额收入，主要为通过久期管理、项目获得的收入，具备长周期、保险相关、风险敞口较大等特征。相较于不定期收入，流量收入具备短期回收、风险更低的特点。
- 目前渣打集团7成全球金融市场业务都是流量业务收入，因此能够贡献稳定的非息收入。

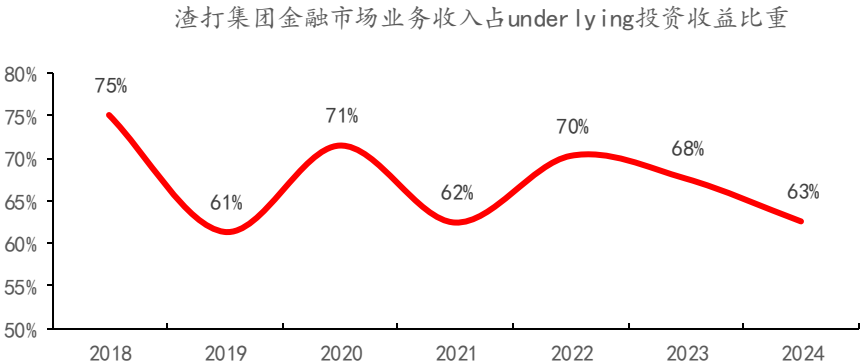
图表：不定期收入及流量收入的定义及特征

	定义	特征	产品
不定期收入	久期、项目及市场驱动	保险相关	交易架构
		兼并收购	贷款或债券担保
		长周期	过桥贷款
	收入大于50万美元	规模较大的市场、存在信用风险	总收入互换
流量收入	流动性及敞口管理	逐日盯市、公开风险变动	信用挂钩票据
			货币互换
		数字化	远期/无本金交割远期产品/现货/期权
		极具竞争力	收益增值产品
	收入小于50万美元	程序化	存款及回购
		对冲	大宗商品对冲
		付款相关	证券服务
		期限较短	贷款及债券担保
		现金流对冲	

图表：渣打集团全球金融市场中流量业务收入占比75%



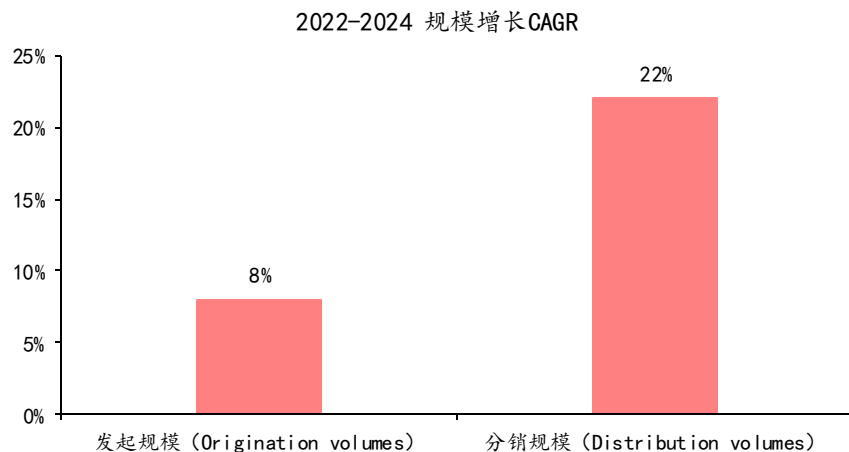
图表：渣打集团全球金融市场稳定贡献60%多投资收益



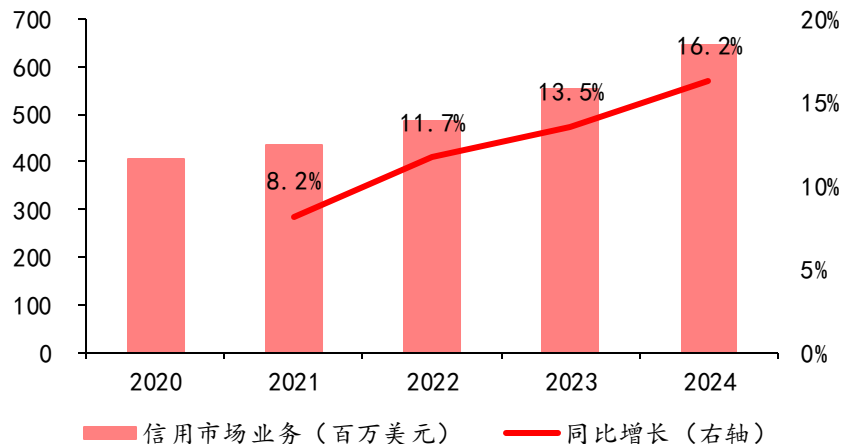
2.2.3 渣打金融市场业务优势：流量收入为主，收益更稳定

- O2D模式驱动业务增长，信用市场业务最为受益。发起-分销模式（originate to distribute）是由发起-持有模式（originate to hold）演化而来的，即由发行并持有贷款的模式转化为发行贷款并将其入池分销的模式，在这种模式驱动下，渣打集团的回款周期明显变短，回款速率明显加快，为渣打银行金融市场业务带来了更多的收入。通过构建对于金融机构客户极具吸引力的资产池，金融机构客户对渣打银行的业绩贡献，尤其是对公司业务条线的业绩贡献显著上升，收入结构更为多元。
- 目前渣打发起-分销的比例基本上是1:4-1:5，即自身持有20%-25%，分销出去75%-80%。

图表：2022-2024年发起规模增长CAGR为15%，分销规模CAGR为22%



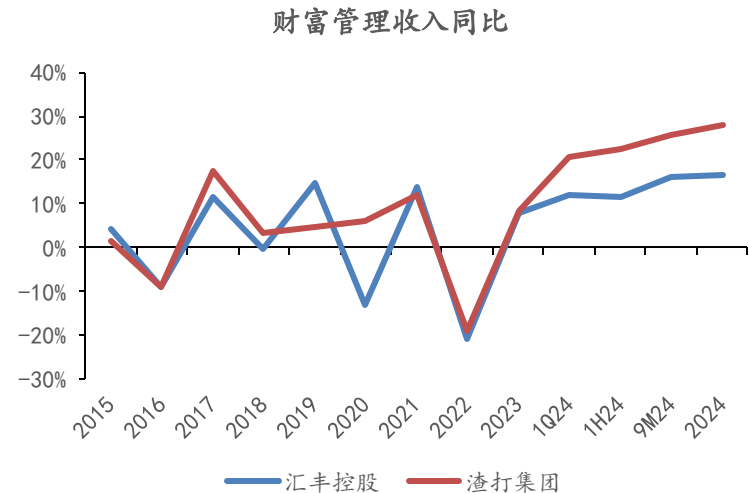
图表：信用市场业务在O2D模式的拉动下增速逐年提高



- 一、宏观背景：
- 二、渣打集团最新情况更新
 - （一）基本情况
 - （二）交易银行与金融市场业务
 - （三）零售业务：2024-2029年财富管理业务收入CAGR双位数
 - （四）基本面更新
- 三、盈利预测及核心观点

2.3 渣打财富管理业务增长十分强劲，未来保持双位数增长指引

- 渣打2024年财富管理业务收入实现同比近30%的增长，指引2024-2029年财富业务收入CAGR将保持在双位数。
- 2024年渣打集团财富管理业务同比大幅增长28%，其中投资产品和保险分别同比增长35%、13%。财富管理业务趋势持续向好，主要得益于强劲的富裕客户数增长和AUM流入。2024年全年新增26.5万户富裕客群，平均每季度新增约6.7万名富裕客户。2024年净新增资金440亿美元，同比大幅高增66%。渣打指引2024-2029年财富业务收入CAGR将保持在双位数



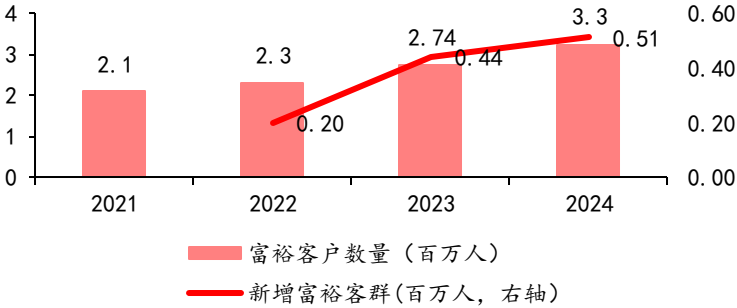
资料来源：公司财报，中信建投

渣打集团财富管理收入情况										
(百万美元)	4Q 23	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	环比	同比	FY23	FY24	同比
财富方案业务 (Wealth Solutions)	412	616	618	694	562	-19%	36%	1944	2490	28%
投资产品 (Investment Products)	298	424	444	507	452	-11%	52%	1,357	1,827	35%
银行保险 (Bancassurance)	114	192	174	187	110	-41%	-4%	587	663	13%
汇丰控股财富管理收入情况										
(百万美元)	4Q 23	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	环比	同比	FY23	FY24	同比
财富管理收入	1674	2181	2147	2,346	2,062	-12%	23%	7,513	8,736	16%
其中：非息收入	1294	1783	1751	1,949	1,647	-15%	27%	6,339	7,130	12%
分销 (Investment distribution)	537	701	704	744	703	-6%	31%	2,419	2,852	18%
私行 (Global Private Banking)	257	375	354	372	318	-15%	24%	1,095	1,419	30%
保险 (Life insurance)	302	486	466	581	388	-33%	28%	1,542	1,921	25%
资管 (Asset management)	330	331	324	363	349	-4%	6%	1,283	1,367	7%

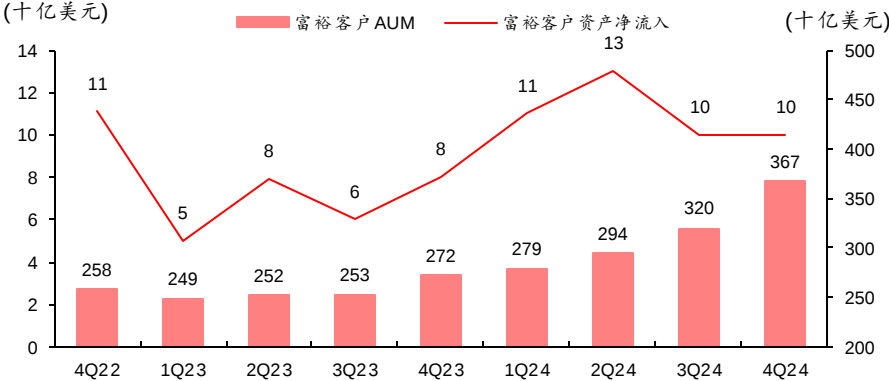
2.3.2 渣打集团：独特的品牌优势，聚焦富裕客户

- 渣打财富管理业务趋势持续向好，主要得益于强劲的富裕客户数增长和AUM流入。2024年全年新增51万户富裕客群，平均每季度新增约10万多名富裕客户。2024年净新增资金440亿美元，同比大幅高增66%。富裕客群资金流入情况来看，一般是存款产品和理财产品各占一半。
- 此外，2024年仍有29.5万客群实现升级，国际客户数同比增长18%至32.5万户。

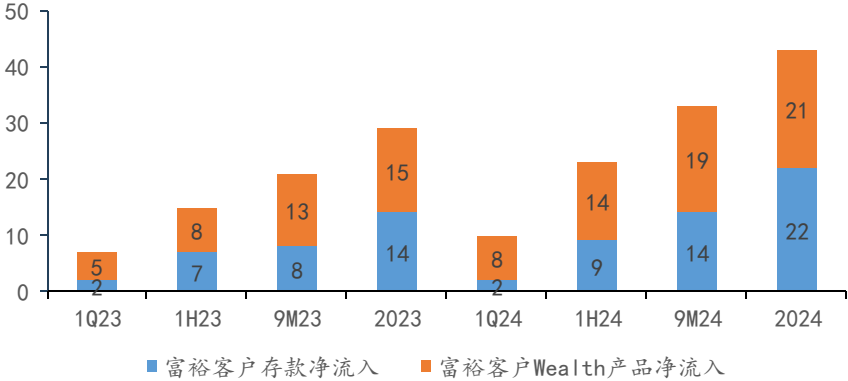
图表：渣打目前富裕客户数330万人，24年新增50多万人



图表：富裕客户能够稳定持续的带来新增AUM，2024年财富客户AUM大幅同比上涨35%至3670亿美元



图表：富裕客户资金流入：一般存款产品和理财产品各占一半



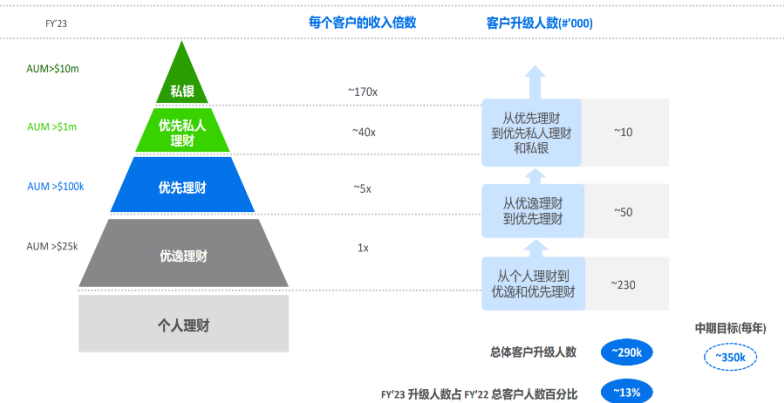
2.3.2 渣打集团：独特的品牌优势，聚焦富裕客户

- 渣打财富管理客群情况：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。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%。
- 渣打集团财富管理收入费率稳定。富裕客户产品收入中存款占比最大（57%），保险、金融市场、资金产品增长最快，收入占比分别为13%、19%、9%。渣打集团富裕客群财富管理收入/平均总财富AUM的费率水平基本维持在1.4%的稳定水平。
- 渣打长周期培养富裕客户，近一半富裕客群由长尾客群升级而来：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。

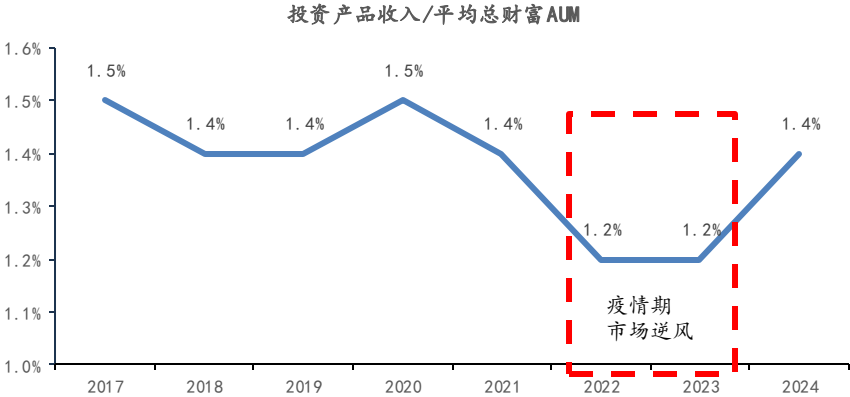
图表：渣打集团富裕客户收入产品分布

(百万美元)	9M24收入	占比	同比
存款及其他产品	2,294	57%	6%
银行保险	507	13%	19%
金融市场产品	774	19%	37%
投资资金	346	9%	42%
其他理财产品	98	2%	9%
合计	4,020	100%	15%

图表：渣打集团富裕客群分级情况



图表：渣打集团富裕客户财富管理收入费率保持1.4%左右



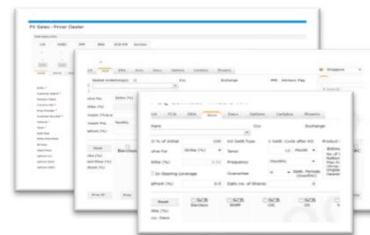
2.3.2 渣打集团：独特的品牌优势，聚焦富裕客户

- 渣打集团全平台代销，自身没有理财和资管子公司，完全出于客户的角度推荐理财产品。
- 渣打集团财富管理业务采取开放式的框架，即自身没有理财和资管公司，完全代销其他金融机构的理财、基金、保险、结构性产品等等。且完全出于客户收益的角度推荐理财产品，优先与全球著名的、赢率较高的金融机构合作，比如摩根大通资管、PIMCO、Amundi，以及黑石、Apollo等知名另类投资机构。
- 渣打集团具备强大的股票交易能力和经纪平台，能实时获得多个交易对手具有竞争力和量身定制的价格。

图表：渣打集团代销产品开放式架构主要合作伙伴

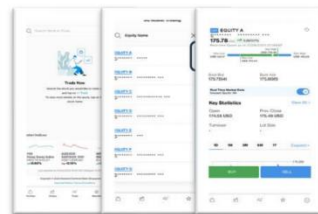
图表：渣打集团能实时获得多个交易对手具有竞争力和量身定制的价格

合作伙伴样本



实时定价

- 11 股票结构性票据发行机构
- 10 股票衍生品交易对手
- 13 外汇衍生品交易对手
- 50+ 债券交易对手



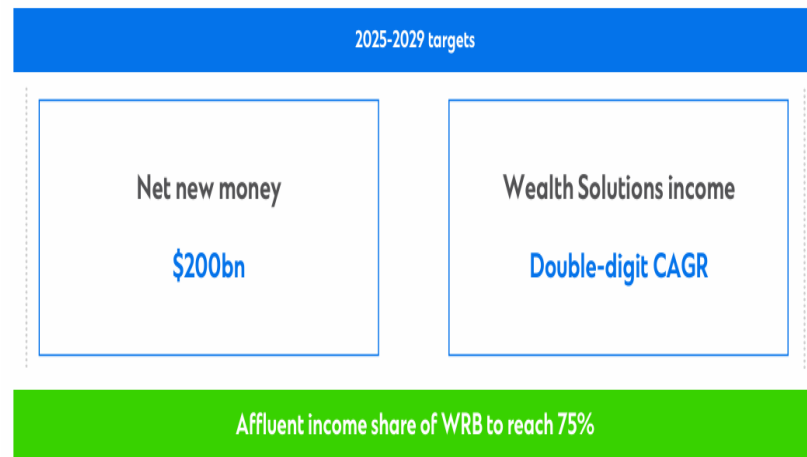
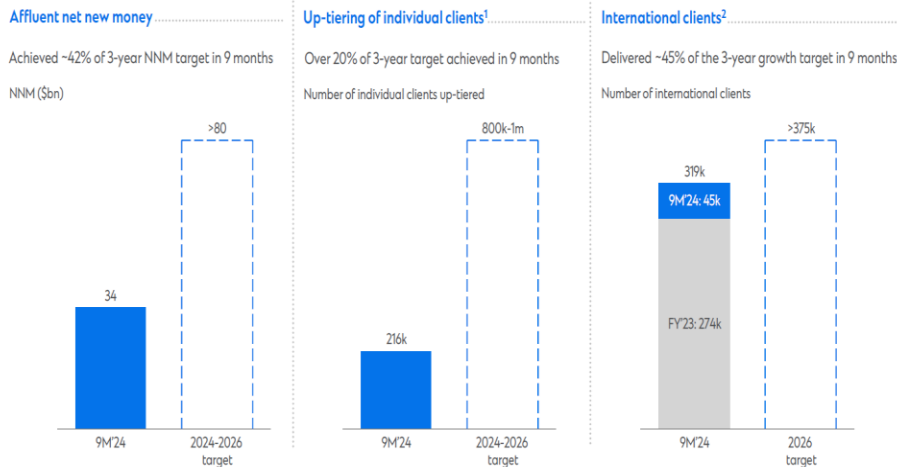
股票交易能力

- 18 家经纪商覆盖 33 个全球交易所
- 香港、新加坡、台湾、马来西亚、阿联酋、印度以及私人银行客户的在线交易

2.3.2 渣打集团：独特的品牌优势，聚焦富裕客户

- **财富客群2024-2026增长目标：**1)渣打预计到2026年将有80-100万客户实现客户等级的上迁。2)国际客户数同比增长18%至32.5万户，渣打目标在2026年提高至37.5万户，即2025-2026年的年均增速达7%左右。3)渣打预计2024-2026年国际及富裕客户新增资金800亿美元。
- **财富管理业务2025-2029目标：**1) 净新增资金2000亿美元；2) 财富管理收入实现CAGR双位数增长；3) 富裕客户收入占WRB条线收入达到75%

图表：渣打集团财富管理业务目标：



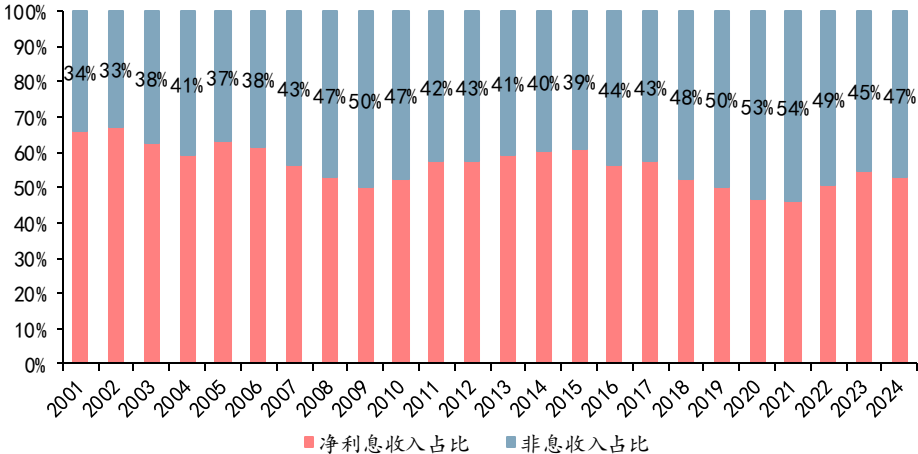
目录

- 一、宏观背景：
- 二、渣打集团最新情况更新
 - （一）基本情况
 - （二）交易银行与金融市场业务
 - （三）零售业务
 - （四）基本面更新：营业收入对利率敏感性继续降低；房地产敞口持续压降，信用成本稳定；有效所得税率有下降空间。
- 三、盈利预测及核心观点

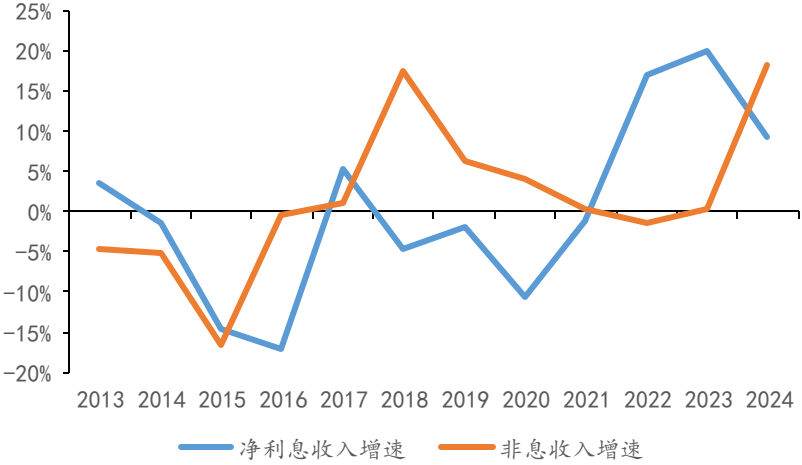
2.4 渣打营收中净利息收入、非息收入各占50%，非息收入占比更高

- Underlying口径下，公司净利息收入和非息收入基本各占50%，非息收入占比相对同业更高，营收受利率周期的影响更小。
- 渣打集团非息收入占比高，叠加资产负债结构优化和利率对冲工具平滑降息影响，营收受利率影响的敏感性相对更小：公司净利息收入和非息收入各占50%，非息收入占比相对同业更高。净利息收入方面，利率对冲工具平滑下，降息对净利息收入的影响已明显收窄，同时渣打资产负债结构优化也有助于净息差趋势保持平稳。非息收入方面，交易银行、金融市场以及财富管理等优势业务贡献强劲增量，非息收入占比有望进一步提高，贡献稳定的增量。
- 交易银行&金融市场、财富管理双轮驱动下，非息收入保持较快增长，非息收入占比有望进一步提高。

图表：渣打非息收入占比逐步由30%提高至50%，处于行业较高水平



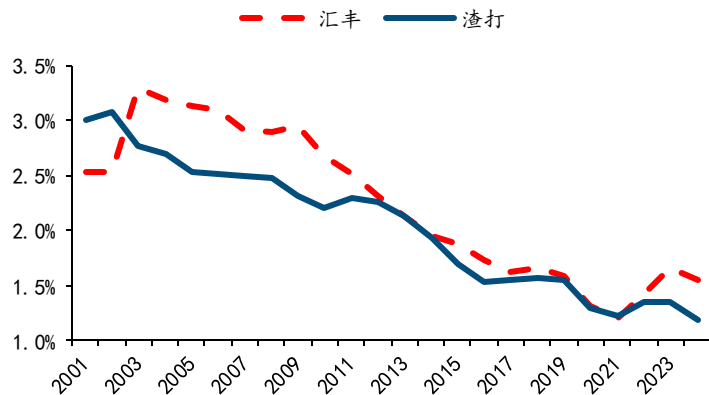
图表：降息环境下非息收入实现更好增长，交易银行、财富管理双轮驱动下，非息收入占比可以进一步提高



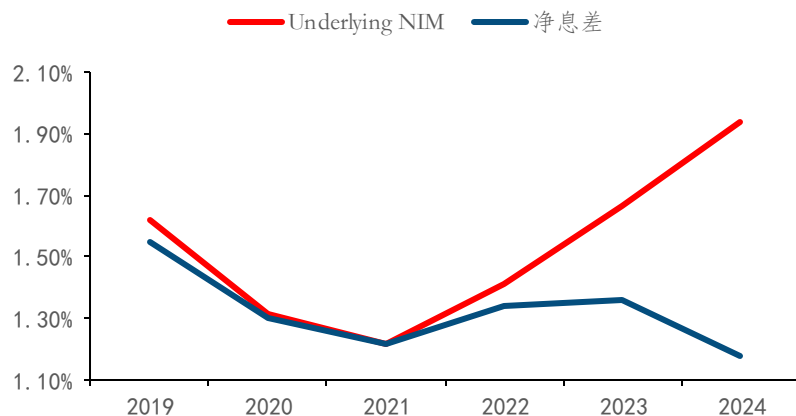
2.4 净利息收入：降息影响已通过利率对冲大幅弱化

- 净利息收入主要受净息差波动影响，信贷投放中长期保持小个位数稳定增长。
- 净息差方面，4Q24渣打集团银行账簿净息差为2.12%，季度环比大幅提高17bps，同比上升42bps，2024年银行账簿净息差为1.94%，较9M24提高6bps，同比提高27bps。主要得益于利率对冲工具的平滑作用和低收益资产的压降。
- 资产端来看，2024年生息资产收益率为5.17%，同比上升41bps。负债端来看，2024年计息负债成本为3.98%，同比大幅上升38bps。趋势上来看，存款定期化趋势随着降息周期缓解有所改善，渣打最大的四个市场零售业务条线CASA占比季度环比上升2pct至53%，对公业务条线CASA占比季度环比上升3pct至65%，渣打存款“pass-through rate”有明显上行，存款结构的优化将有助于渣打集团在降息周期中保持更好的净息差趋势。

图表：2024年渣打净息差1.18%，略低于汇丰



图表：渣打Underlying NIM：支出端扣除金融市场内部FTP成本

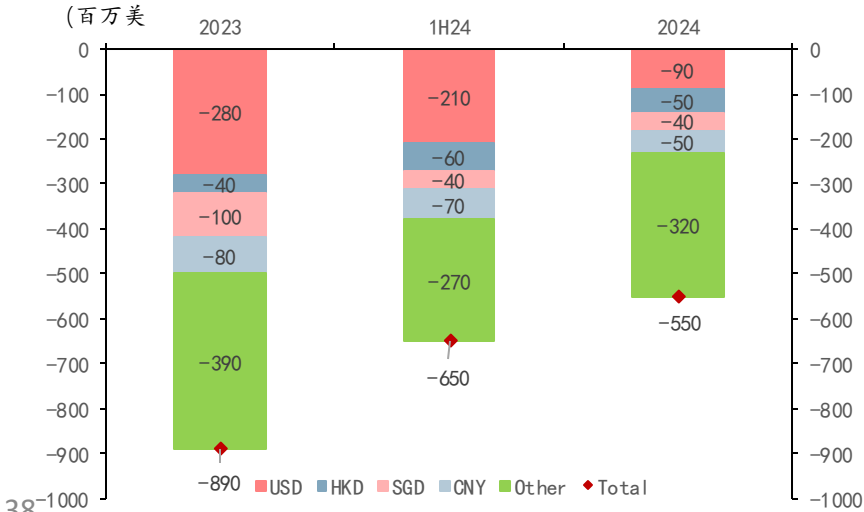


2.4 净利息收入：降息影响已通过利率对冲大幅弱化

- 从BankingNII的趋势上来看，未来可能的降息影响已被渣打通过利率对冲大幅弱化。
- 根据渣打集团自身的测算，在假设当年降息100bps的情况下，其NII受到的负面影响已经从2021年预测的15.4亿美元下降至5.5亿美元，降息的影响已大幅收窄64%。以2024年平均生息资产计算，降息100bps对净息差的影响为10bps。
- 利率对冲工具规模上，截至2024年末渣打利率对冲规模增长至640亿美元，平均期限为3年，平均利率水平为3.5%。预计25年对冲工具规模将进一步增长至750亿美元。随着利率对冲工具规模的提高，降息对净利息收入的影响在不断收窄。从Hedge规模的Cover程度来看，2021年hedge占总资产比重2%，当年降息100bps对NIM的影响是24bps，2024年hege占总资产比重是8%，降息100bps对NIM的影响是10bps。

图表：降息100bps对渣打净利息收入影响（按不同币种分类）：2024年仅产生5.5亿美元的负面影响，同比减少38%

图表：2024年渣打集团结构性对冲工具规模640亿美元，预计25年将增长至750亿美元



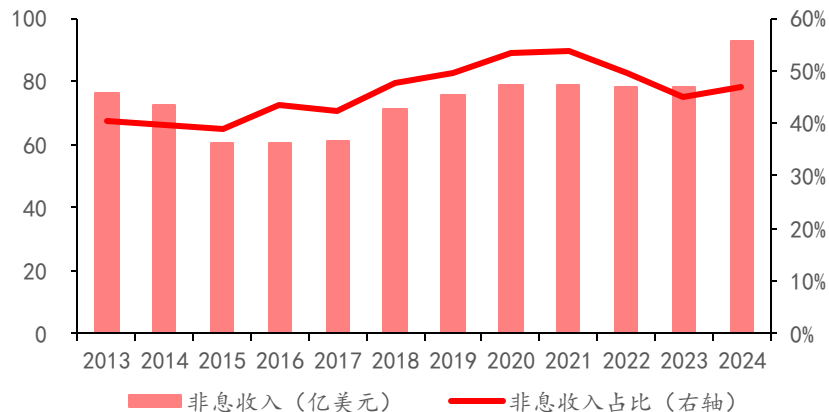
(十亿美元)	利率对冲工具规模 (structural hedging)	占总资产比重	平均年限	平均利率
2021	19	2%	4.4	1.1%
2023	47	6%	2.9	3.1%
2024	64	8%	3	3.5%
2025E	75	9%	—	—

资料来源：公司财报，中信建投

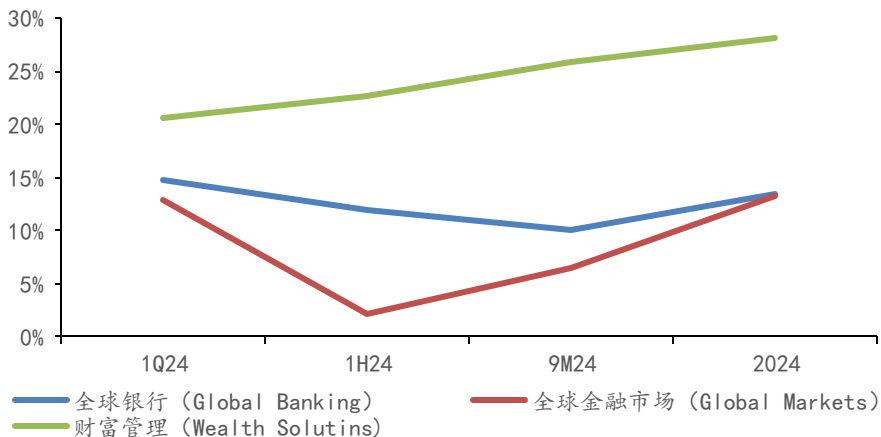
2.4 交易银行非息、财富管理及金融市场业务是非息收入核心增量

- 交易银行非息、财富管理及金融市场业务是渣打非息收入核心增量。
- 2024年非息收入同比增长18.3%，占总营收比重47%。目前来看，渣打的非息收入主要增量来源于三部分，一方面是交易银行业务中的全球银行条线。全球银行条线中非息收入占比近一半，主要是银团贷款和发起分销带来的手续费收入贡献。2024年全球银行业务同比增长13%。在利率下行的背景下，全球银行的非息收入增长应该更快。第二部分是全球金融市场业务，主要是外汇、信用交易等FICC业务带来的非息收入，特朗普上台后全球贸易和资本市场不确定性增加，外汇等金融市场业务量有明显增长，2024年同比增长13%。第三部分为财富管理业务，旺盛的跨境理财需求下，财富管理业务实现28%高增，且增速逐季提升。

图表：渣打非息收入近10年CAGR为2.5%，非息收入占比平均水平为46%左右

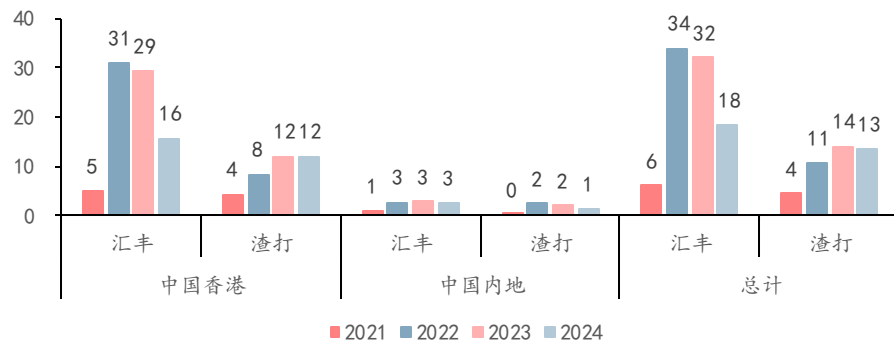
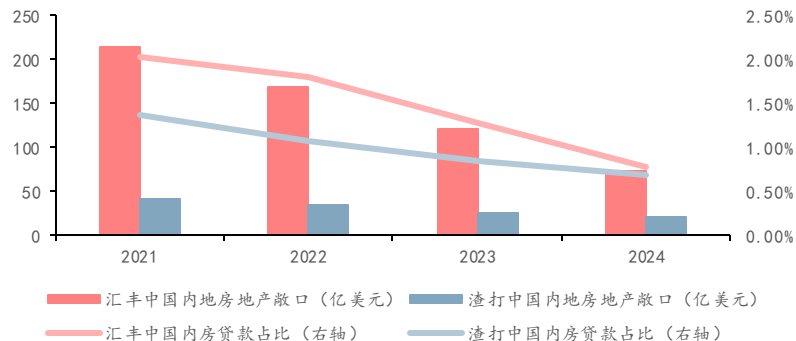


图表：全球银行（交易银行的一部分）、金融市场、财富管理业务是非息收入核心增量，增速均在10%以上



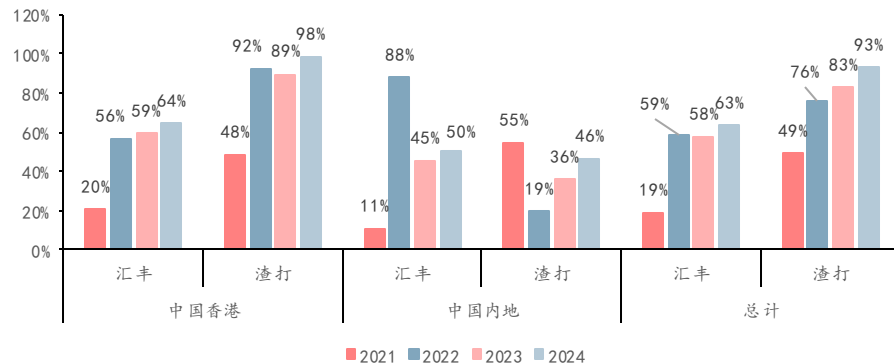
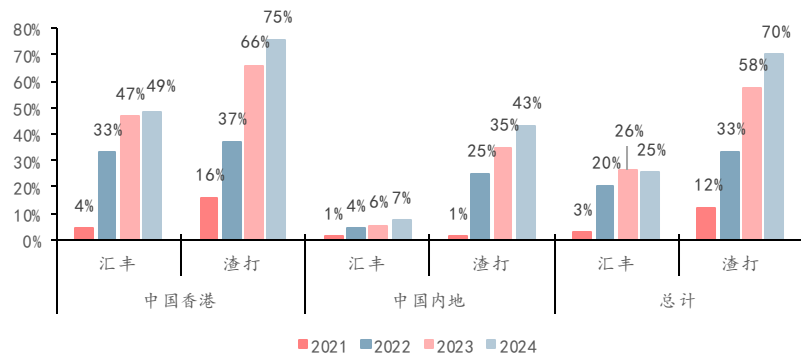
2.4 资产质量：中国商业地产压降并加大拨备计提

图表：渣打中国商业房地产贷款占总贷款比重已压降至0.7% 图表：不良贷款余额：渣打内房不良贷款敞口逐步见顶回落



图表：不良率：渣打中国内房不良率整体高于汇丰

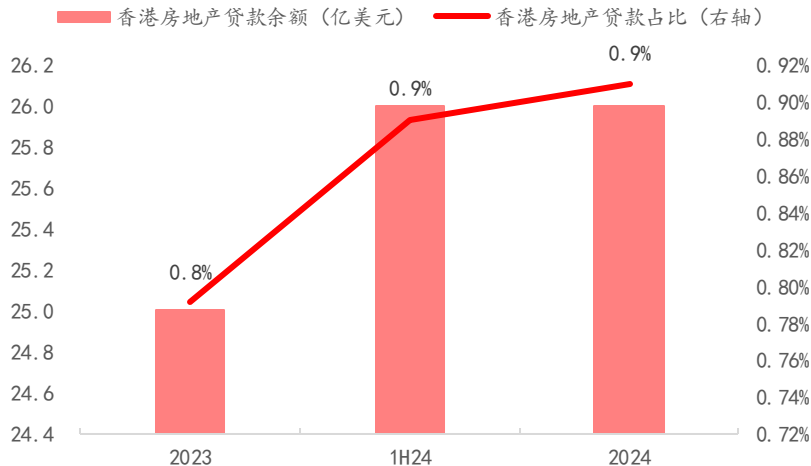
图表：拨备覆盖率：近年来渣打对中国商业地产的拨备计提保持较大力度



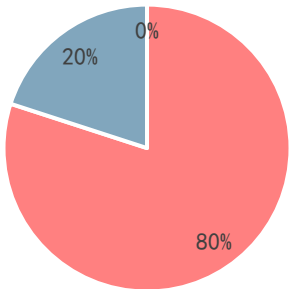
2.4 资产质量：渣打集团香港本土房地产业务敞口低，风险小

- 渣打集团香港本地房地产敞口为26亿美元，占总贷款比重不足1%，占香港本地贷款的3%。渣打集团香港本地房地产敞口中，26亿美元中有82%是有抵押品担保的，且平均LTV不足40%。三阶段类资产占比为0%，资产质量极为优异，对信用成本影响极小。
- 客户结构上看，大部分香港房地产客户都是头部地产企业或者多元化商业集团，资产负债表质量高；中小型香港地产开发商和豪华住宅行业敞口有限。办公楼相关的商业房地产贷款仅占10%左右，且目前资产质量优异。

图表：渣打集团：2024年香港本土房地产贷款余额仅26亿美元 图表：渣打集团：三阶段贷款占比0%，二阶段贷款占比20%



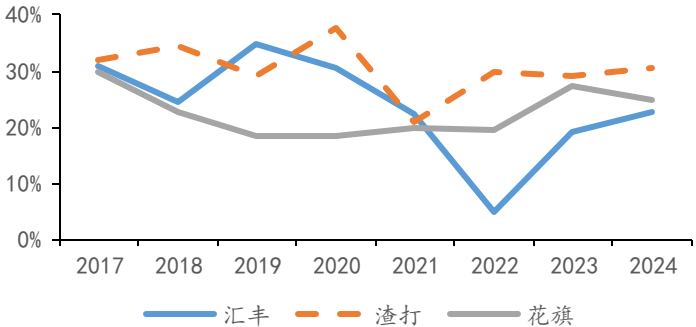
一阶段
二阶段
三阶段



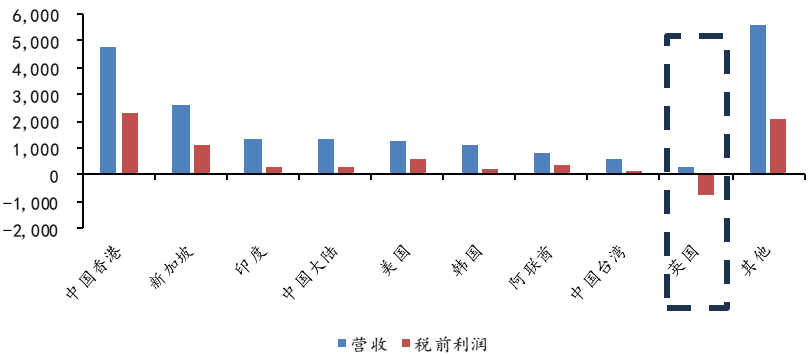
2.4 有效所得税率有优化空间，有助于ROTE的提升

- 渣打集团近年来所得税率长期保持25%-30%左右的水平，相对高于渣打、花旗等国际银行同业。主要原因在于目前渣打利率对冲工具等各项主要经营成本记在了英国总部。但由于渣打在英国地区本身业务少、营收较小，叠加英国地区低迷的经济环境，渣打英国地区近几年利润持续为负，不产生税收。这种情况下，利率对冲工具的成本原本能对税收产生的节约效应被浪费掉了。
- 税收等各项成本有望分摊细化至各条线，有助于继续优化各条线精细化管理水平，进一步提升银行整体盈利能力。未来渣打将通过配置策略的优化，能够把这部分成本转移到各业务条线，从而获得税收节约。一方面目前有效所得税率仍有进一步压降空间，有助于利润的直接改善。另一方面成本重新分摊到各业务条线后，对各业务条线的考核由税前利润转变为税后利润，有助于推动各条线成本节约，从而提升盈利能力。
- 静态测试下，有效所得税率下降1pct，能够提升ROTE约0.2pct。若渣打未来有效所得税率下降至25%左右，ROTE能够提供近1pct。

图表：渣打集团有效所得税率长期高于同业，有改善空间



图表：渣打hedge等各项经营成本大部分记在英国总部，但英国收入低、利润为负，hedge等各项经营成本的节税效应被浪费



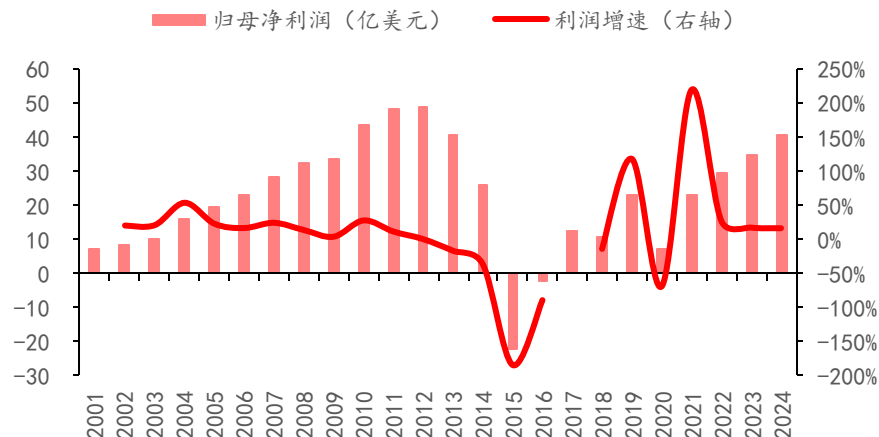
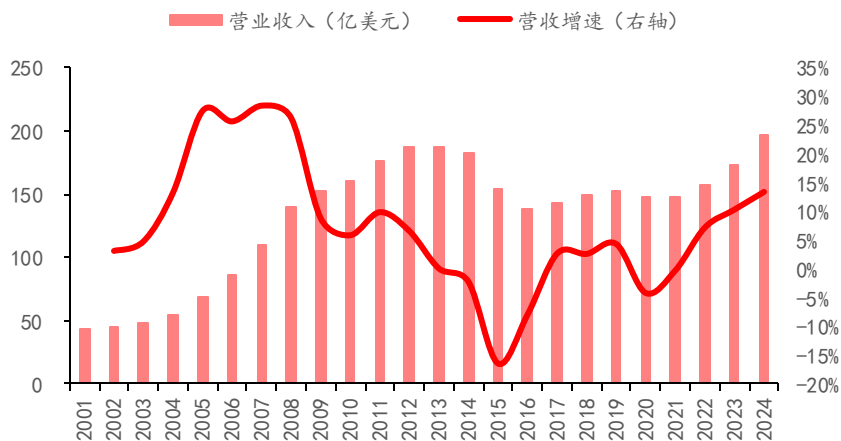
图表：静态测算下，有效所得税率下降1pct，ROTE提升0.2pct

ROTE拆分	2024	有效税率下降1pct	变化 (pct)	有效税率下降至22%	变化 (pct)
营业收入	2.36%	2.36%	—	2.36%	—
营业成本	-1.41%	-1.41%	—	-1.41%	—
信用成本	-0.07%	-0.07%	—	-0.07%	—
税收	-0.25%	-0.24%	0.01	-0.20%	0.03
其他	-0.15%	-0.15%	—	-0.16%	—
ROAA	0.48%	0.49%	0.01	0.52%	0.03
少数股东权益	-0.05%	-0.05%	—	-0.05%	—
杠杆率	27	27	—	27	—
ROTE	11.7%	11.9%	0.22	12.6%	0.9

2.4 基本面财务分析：营收、利润

- 2024年渣打集团调整一次性因素后营收（Underlying income）196.96亿美元，同比增长13.3%，较9M24继续提高2pct，超出市场一致预期2%。
- 利润保持20%高增，业绩趋势强劲，符合预期。ROTE继续上行至11.7%。2024年渣打集团税前利润（Underlying PBT）68.11亿美元，同比增长20%，业绩增长保持强劲，基本符合市场一致预期。渣打利润增速较前三季度有所放缓，主要在于四季度一笔软件资产产生的营业成本和资产减值的一次性因素影响，而信用成本基本保持稳定。
- 短期来看，渣打保持2025年营收增速低于5%-7%增长区间的指引。目前趋势来看，或有超预期空间。中长期来看，渣打保持2026年ROTE目标13%不变，预计能够游刃有余的达成业绩目标。

图表： 2024年渣打营业收入196.96亿美元，2018-24CAGR为4.7% 图表： 2024年渣打利润40.5亿美元，2018-23CAGR为25.1%



2.4 ROTE拆分：2026年达到13%的ROTE目标确定性高

- **ROTE持续上行，2026年达到13%的业绩目标确定性高：** 营收保持稳定增长，信用成本稳定下利润双位数释放，公司ROTE能够持续上行，2026年实现13%业绩目标。
- 1) 2025年美联储降息幅度符合预期，同时负债端存款CASA占比提高，叠加利率对冲工具hedge的平滑作用，预计净息差降幅有限。
- 2) 中收方面，财富管理收入趋势强劲，新增客户和新增AUM同业中增速最快，2024-2029年财富管理CAGR有望维持双位数增长；
- 3) 其他非息收入方面，公司金融市场业务能力强，如果市场波动性提高，流量收入会持续提升。其他非息能保持10%左右较快增长。
- 4) 渣打净利息收入、非息收入各占50%，在净利息收入稳定、非息收入双位数增长情况下，营收有望实现小个位数增长，表现优于同业。
- 5) 营业成本在成本管控策略下继续改善，成本收入比继续下降。有效所得税率有进一步优化空间
- 6) 资产质量保持稳定，内房敞口不断压降，信用成本预计变化不大。公司目前无明显潜在风险敞口，公司指引中长期ECL为30-35bps，预计2025年仍将低于30bps，有超预期空间。

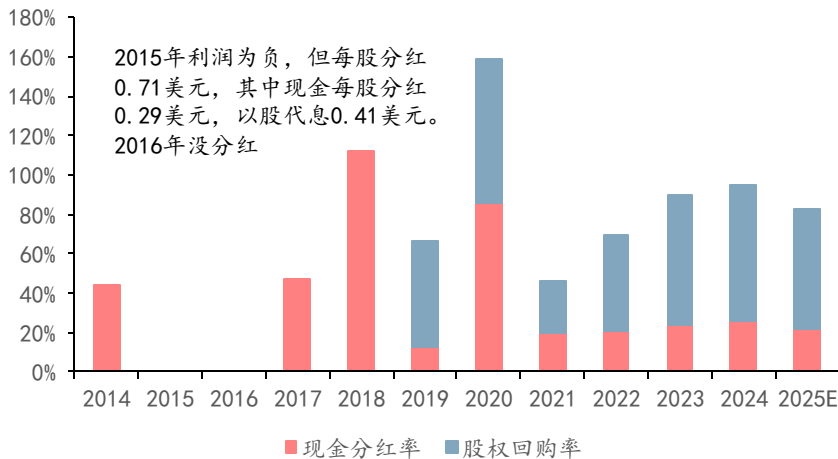
图表：渣打集团ROTE拆分：2017年业绩转正后，ROTE稳步上行，非息收入贡献持续提升

渣打ROTE贡献拆分	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
净利息收入	1.57%	1.38%	1.21%	1.25%	1.16%	1.09%	0.91%	0.84%	0.97%	1.16%	1.25%
非息收入	1.03%	0.88%	0.93%	0.93%	1.05%	1.07%	1.04%	0.98%	0.95%	0.95%	1.11%
营业支出	-1.53%	-1.53%	-1.55%	-1.54%	-1.55%	-1.48%	-1.34%	-1.28%	-1.26%	-1.36%	-1.41%
信用成本	-0.31%	-0.59%	-0.37%	-0.18%	-0.11%	-0.13%	-0.30%	-0.03%	-0.10%	-0.06%	-0.07%
税收	-0.22%	-0.10%	-0.09%	-0.18%	-0.21%	-0.19%	-0.11%	-0.13%	-0.17%	-0.20%	-0.24%
其他	-0.01%	-0.04%	-0.07%	0.03%	0.03%	0.05%	0.01%	0.00%	0.02%	-0.01%	-0.08%
ROAA	0.54%	0.00%	0.06%	0.31%	0.37%	0.42%	0.21%	0.38%	0.40%	0.49%	0.57%
少数股东权益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
杠杆率	17.1	910.9	5.6	12.8	14.0	15.4	14.5	17.9	19.2	20.6	20.7
ROTE (underlying)	9.00%	-0.40%	0.30%	3.90%	5.10%	6.38%	2.96%	6.82%	7.71%	10.11%	11.70%

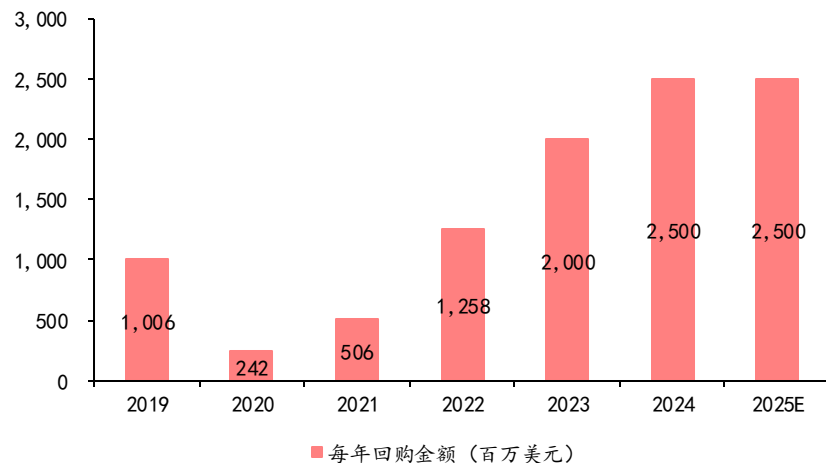
2.4 渣打股东回报：2024-2026年股东回报指引80亿美元，预计有望超额完成

- 2024-2026年股东回报指引保持80亿美元，预计有望超额完成。渣打集团2024-2026年股东回报指引保持在80亿美元，且DPS逐步提高。预计2024-2026年股东回报有望超额完成。一方面，目前CET1保持在14.2%的较高水平，超过公司13%-14%的合意CET1目标区间。另一方面，渣打2024年分红+回购的综合股东回报已达34亿美元，叠加已经宣布的15亿元回购，目前确定的股东回报总额已达49亿美元。假设2025、2026年每年均保持9亿美元左右分红和25亿美元回购，三年合计股东回报应在90-100亿美元，因此预计股东回报指引有望超额完成。

图表：渣打集团分红情况：通过现金分红、回购等方式，近几年回购比例更高



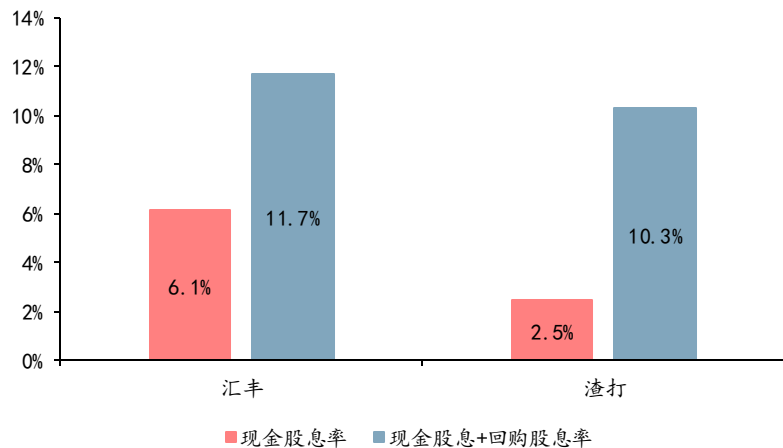
图表：2020年至今，渣打集团回购金额逐年提高，预计25年能够维持24年回购水平



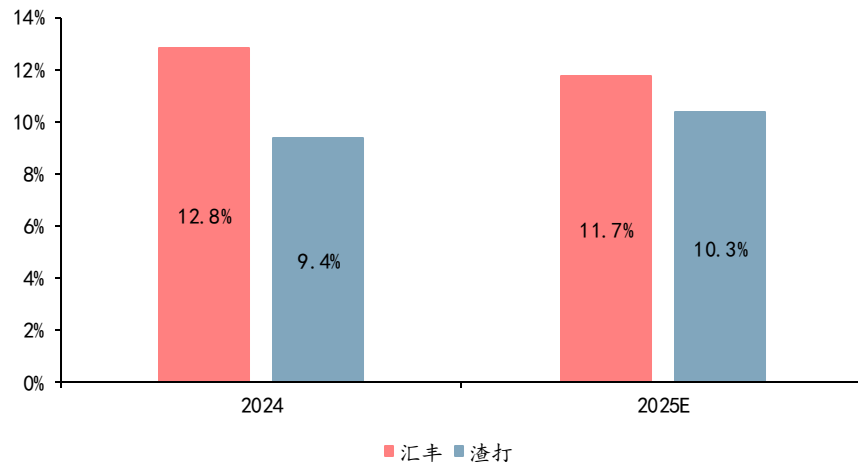
2.4 汇丰、渣打分红率、股息率对比

- 汇丰控股和渣打集团对分红率的指引：汇丰明确在剔除重大项目影响后，2025年现金分红率水平保持在50%左右。渣打表示会持续提升DPS水平，在2024-2026年计划累计给予股东回报至少80亿美元。
- 以当前股价计算，我们预计2025年渣打的现金股息率分别为2.5%。股东综合回报率（现金+回购）分别为10.3%。

图表：汇丰、渣打2024年股东综合回报率对比（收盘价日期：2025/3/25）



图表：汇丰、渣打2025E股东综合回报率对比（收盘价日期：2025/3/25）



2.4 渣打业绩指引

图表：渣打业绩指引

	2025 guidance	2026 guidance
Income	2025 growth expected to be below 5-7% range¹	5-7% CAGR in 2023-2026^{2,3} currently tracking towards upper end of the range
Expenses ⁵	Positive income-to-cost jaws excluding the two notables¹	- Positive income-to-cost jaws in each year excluding the two notables¹ - Expenses to be below \$12.3bn⁴, including the ~\$0.2bn impact of deposit insurance reclassification and ~\$0.1bn UK bank levy - Expense saves of ~\$1.5bn and cost to achieve of no more than \$1.5bn from Fit for Growth programme
Cost of risk	Continue to expect loan-loss rate to normalise towards the historical through-the-cycle 30-35bps range	
Assets and RWA	- Low single-digit percentage growth in underlying L&A to customers and RWA - Basel 3.1 day-1 impact expected to be close to neutral	
Capital	- Continue to operate dynamically within the full 13-14% CET1 ratio target range - Plan to return at least \$8bn to shareholders (2024-2026) - Continue to increase full-year dividend per share over time	
RoTE	RoTE approaching 13% in 2026 and to progress thereafter	

目录

- 一、宏观背景
- 二、渣打集团最新情况更新
 - （一）基本情况
 - （二）交易银行与金融市场业务
 - （三）零售业务
 - （四）基本面更新
- 三、盈利预测及核心观点

3.1 核心观点

- **渣打集团业绩表现优异，持续超预期，2025-2026年业绩指引保持积极。**渣打2025-2026年的业绩指引保持积极：2023-2026年营收CAGR为5%-7%。营业成本指引2026年不超过123亿美元，成本收入比继续下降。中长期信用成本保持30-35bps，短期内信用成本仍有望低于30bps。此外，未来有效所得税率仍有压降空间。在营收增长强劲、成本压降、信用成本稳定的情况下，2026年ROTE目标为13%，预计渣打能够游刃有余的达成业绩目标。
- **非息收入占比高，叠加资产负债结构优化和利率对冲工具平滑降息影响，营收受利率影响的敏感性相对小：**公司净利息收入和非息收入各占50%，非息收入占比相对同业更高，营收受利率周期的影响更小。利率对冲工具平滑下，降息对净利息收入的影响已明显收窄，同时渣打资产负债结构优化也有助于净息差趋势保持平稳。非息收入方面，交易银行、金融市场以及财富管理等优势业务贡献强劲增量，非息收入占比有望进一步提高，贡献稳定的增量。
- **有效所得税率有优化空间，有助于ROTE的提升。**渣打近年来所得税率长期保持25%-30%左右的水平，相对高于国际银行同业。主要原因在于目前渣打各项主要经营成本记在了英国总部。但由于渣打英国地区利润持续为负，不产生税收。这种情况下，经营成本对税收产生的节约效应被浪费。未来渣打将分摊细化税收等各项成本至各条线，有助于继续优化各条线精细化管理水平，进一步提升银行整体盈利能力。静态测试下，有效所得税率下降1pct，能够提升ROTE约0.2pct。若渣打未来有效所得税率下降至25%左右，ROTE能够提供近1pct。
- **全球供应链重构及企业出海大趋势下，渣打交易银行业务具备布局广泛、业务能力强，客群积累深厚等优势，能够为跨国企业拓展供应链提供背书，是其他本地银行同业难以跨越的护城河：**渣打全球网络对贸易链几乎全覆盖（唯一全部覆盖东盟十国的全球性银行），且核心市场经营时间悠久，与客户展业范围契合度高，将深度受益于全球产业的转移与重构。展望未来，交易银行将进一步加强对于大型跨境客户的关注，公司设立中期目标如下：跨境对公业务收入在整体对公收入的占比提高至70%（目前61%）；金融机构客户收入占比提高至60%（目前51%）。
- **2024-2029年财富管理业务收入CAGR保持在双位数。**渣打财富管理业务趋势持续向好，主要得益于强劲的富裕客户数增长和AUM流入。目前渣打国际客户数32.5万户，目标在2026年提高至37.5万户，即2025-2026年的年均增速达7%左右。此外，渣打预计2024-2026年短期内国际及富裕客户新增资金800亿美元，2025-2029年新增资金合计2000亿美元。目前来看，全球资产配置、跨境理财需求日益旺盛，渣打富裕客户数和AUM规模持续高速增长，能够长期的为财富管理业务带来新增量，预计2024-2029年财富管理收入CAGR能保持在双位数。
- **2024-2026年股东回报指引保持80亿美元，预计有望超额完成。**渣打集团2024-2026年股东回报指引保持在80亿美元，且DPS逐步提高。预计2024-2026年股东回报有望超额完成。一方面，目前CET1保持在14.2%的较高水平，超过公司13%-14%的合意CET1目标区间。另一方面，目前2024-2026确定的股东回报总额已达49亿美元。假设2025、2026年每年均保持9亿美元左右分红和25亿美元回购，三年合计股东回报应在90-100亿美元，因此预计股东回报指引有望超额完成。以当前股价计算，预计2025年渣打股息率为2.5%，分红+回购综合回报率为10.3%。
- **投资建议：**渣打继续重申积极的业绩指引，2023-26年，预计营收CAGR 5%-7%，ROTE从10%趋势性提升至13%，此后还有进一步向上空间，营收和ROTE的强劲趋势在全球性银行中非常突出。此外，考虑税率和成本上的潜在优化空间，ROTE还有额外提升潜力。2024-26年股东回报当前指引80亿美元，预计有望超额完成，分红+回购综合回报率超10%，高回报优势显著。渣打是当前国际产业链再平衡和零售富裕客群资产全球配置的核心受益银行，交易银行+财富管理双轮驱动，偏低的估值与积极的业绩预期并不匹配，当前是极佳配置时机。**当前公司交易于0.72倍2025年PB；0.84倍2025年PTB，基于成长性逻辑和未来持续向上的ROTE趋势，给予1.0倍2025年PB、1.2倍2025年PTB的目标估值，对应目标价169元。**

3.2 盈利预测

- 展望未来，渣打2025-2026年的业绩指引基本不变，2023-2026年营收CAGR为5%-7%，2026年ROTE目标为13%，预计渣打能够游刃有余的达成业绩目标，且2025年业绩表现仍有超预期空间。股东回报方面，1H25宣布15亿美元回购超预期。2024-2026年股东回报指引保持80亿美元，预计有望超额完成，分红+回购综合回报率有望保持10%以上。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2025-27年营收增速分别为3.5%、4.5%、4.8%；税前利润增速为10.1%、10.3%、10.3%；ROTE为12.5%、13.2%、14%。
- 当前公司交易于0.72倍2025年PB；0.84倍2025年PTB，基于成长性逻辑和未来持续向上的ROTE趋势，给予1.0倍2025年PB、1.2倍2025年PTB的目标估值，对应目标价169元。

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	18,019	19,543	20,212	21,125	22,134
营业收入增长率	10.3%	13.3%	3.5%	4.5%	4.8%
税前净利润（百万美元）	5,678	6,811	7,500	8,272	9,126
税前净利润增长率	22.2%	20.0%	10.1%	10.3%	10.3%
归母净利润（百万美元）	3,469	4,050	4,557	5,132	5,771
归母净利润增长率	17.7%	16.7%	12.5%	12.6%	12.5%
EPS（美元）	1.29	1.68	2.13	2.66	3.35
BVPS（美元）	16.29	17.81	20.87	24.73	29.78
TNAV / sh（美元）	13.93	15.41	18.03	21.37	25.73
PE	11.7	8.9	7.1	5.7	4.5
PB	0.93	0.85	0.72	0.61	0.51
PTB	1.08	0.98	0.84	0.71	0.59

风险提示

- (1) 美联储降息幅度或时间超预期，导致对交易银行收入趋势测算不准确。
- (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，影响渣打集团资产质量，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) 渣打集团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。

分析师介绍

马鲲鹏：英国杜伦大学金融与投资学硕士，金融组组长、银行业首席分析师（董事总经理），14年卖方金融行业研究经验，对银行业研究有深刻认识和丰富经验，在新财富、水晶球等最佳分析师评选中多年位居前列。

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，2017-2022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：中国人民大学金融学学士，新加坡国立大学理学硕士，银行业研究助理。

邮箱：wangxinyu@csc.com.cn

刘子健：上海财经大学金融学学士、硕士，银行业研究助理。

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述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告中所述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) 5613-5088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：(8621) 6882-1612
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：charlene.liu@csc.hk