

营收利润大超预期， 关税政策影响有限

核心观点

汇丰控股 1Q25 营收、利润大超预期。息差季度环比改善，非息收入增长强劲，交易银行外汇业务、财富管理业务是核心增长引擎。资产质量基本稳定，内房对资产质量影响已十分有限。展望未来，汇丰保持 2025-2027 年 15%左右的 ROTE 指引不变。关税政策对汇丰基本面影响较小，中资企业出海和全球产业链重构大逻辑非但没有因美国关税政策而弱化和停滞，反而会被强化和加速。在日趋碎片化、割裂化的全球化 2.0 时代，汇丰是国际产业链重构、亚洲富裕零售客群资产全球配置大趋势的核心受益银行。分红率稳定保持 50%水平，高 ROTE+高股息优势明确，配置价值显著。

事件

4月29日，汇丰控股披露 25 年一季报：1Q25 营业收入 176.49 亿美元，剔除重大事项后（下同）同比增速 4.2%。归母净利润 73.24 亿美元，同比增速 12.7%。1Q25 不良率季度环比上升 5bps 至 2.46%；信用成本同比上升 7bps 至 0.37%。1Q25 每股分红 0.1 美元，每股现金回报（分红+回购）0.21 美元。

简评

1、营收超预期，非息收入增长持续强劲。汇丰控股 1Q25 实现营收 176.49 亿美元，超出市场一致预期（166.7 亿美元）。剔除去年同期因出售加拿大及阿根廷业务产生的一次性收入影响后，同比增速为 4.2%，较 2024 年有所提速。具体来看，银行账簿净利息收入（Banking NII）106 亿美元，同比下降 5.9%。主要是相对高息环境下信贷需求并未明显修复，平均生息资产规模仍保持稳定。而净息差因美联储利率下行而同比下降 4bps。银行账簿非息收入同比高增 24%，有力贡献营收。其中交易银行、财富管理、投资银行业务分别同比增长 10%、21%、36%。交易银行外汇业务和财富管理业务增长持续强劲。投行业务高增主要受益于强劲的机构融资需求，以及宏观经济前景不确定导致的市场波动加剧下股票衍生品收入增长。

利润显著超预期，信用成本稳定，营业成本管控有力。汇丰 1Q25 税前利润 94.84 亿美元，明显超出市场一致预期（78.3 亿美元）；剔除重大项目影响后同比增长 8.9%。归属普通股股东净利润 69.32 亿美元，超出市场一致预期（56.4 亿美元），剔除重大项目影响后同比增长 11%。利润表现超预期一方面得益于较好的营收增长，另一方面，汇丰在信用成本和营业成本方面管控有力。1Q25 信用成本小幅上升 7bps 至 0.37%，仍在 30-40bps 区间。剔除重大项目后营业成本同比下降 2.4%，组织架构调整带来的成本节约逐步显现。1Q25 ROTE 同比上升 2pct 至 18.4%，显著超预期。

汇丰控股 (0005. 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：2025 年 04 月 30 日

当前股价：88.35 港元

目标价格 6 个月：110 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
-1.23/4.83	10.51/1.69	36.03/11.34
12 月最高/最低价（港元）		92.05/62.05
总股本（万股）		1,767,311.00
流通 H 股（万股）		1,767,311.00
总市值（亿港元）		0.00
流通市值（亿港元）		15,774.91
近 3 月日均成交量（万）		2720.90
主要股东		
Black Rock, Inc.		9.00%

股价表现



相关研究报告

【中信建投银行】汇丰控股
25.03.13 (0005):15%左右 ROTE 穿越周期，优质红利属性显著

展望未来，关税政策对汇丰基本面影响有限，汇丰继续保持 2025-2027 年 15%左右的 ROTE 指引不变，体现了对自身优异业绩趋势可持续性的信心。由于 4 月特朗普关税政策落地，市场出于对全球经济衰退和全球产业链重构趋势受阻的悲观预期，担忧汇丰基本面会受到一定影响，从而不利于 ROTE 目标的实现。根据汇丰最新披露，关税政策对汇丰基本面影响十分有限：1) 合理悲观假设下，关税政策对汇丰的营业收入影响仅在小个位数左右；2) 全球经济悲观假设下，ECL 会增加 0.5bn 美元。静态测算对 ROTE 的影响仅有 0.2pct。业绩指引上，汇丰依然保持 2025 年及中长期业绩指引不变。中长期目标中，贷款增长仍将逐步提升至 5%左右的中个位数水平，财富管理中收保持双位数增长，信用成本长期处于 30-40bps 的稳定区间。目前来看，资产负债结构改善助力息差企稳、交易银行、财富管理等核心增量业务增长保持强劲，都将助力汇丰抵御接下来的利率下行周期和关税政策扰动，汇丰继续保持 15%左右的 ROTE 中双位数水平趋势明确，确定性高。

2、非息收入表现显著超预期，交易银行外汇业务、财富管理业务是核心增长引擎：

(1) 交易银行非息收入同比 10%高增，汇率波动性提升带动外汇业务强劲增长。1Q25 汇丰控股交易银行非息收入 28.5 亿元，同比增长 10%，季度环比增长 13%，趋势向好。交易银行非息收入占总营收比重为 16%，占非息收入比重为 40%。具体业务来看，1Q25 全球贸易金融 (GTS) 收入同比下降 1%，季度环比增长 4%，全球支付及现金管理业务 (GPS) 同比下降 3%，季度环比下降 2%。全球贸易金融和全球支付管理业务收入同比下降主要是因为去年同期出售阿根廷和加拿大业务产生的减少，如果去掉这部分影响，GTS 和 GPS 分别同比增长 3%、6%。主要得益于日益增长的贸易相关业务量（一季度关税政策并未出现），贸易贷款规模、现金管理需求仍保持稳定较快增长，以量补价的趋势明显。证券服务 (SS) 保持 5%的稳定同比增长，主要因托管规模的稳定扩大和证券经纪业务量的增长。外汇业务 (FX) 收入同比大幅增长 19%，季度环比增长 25%。主要是特朗普上台后一系列政策导致市场担忧，外汇波动性明显上升，开展外汇期货、掉期等相关业务量和客户显著增多。

展望未来，关税政策对汇丰交易银行业务的影响既是挑战，也有机遇。只要中资企业出海和全球产业链重构的长期大逻辑不变，预计汇丰交易银行业务仍能保持稳定增长，持续贡献营收增量。从业务角度来看，关税政策不利于贸易贷款，因此对全球贸易金融业务有最直接负面影响。全球支付管理主要通过获取低成本存款和现金管理业务中收赚取收益，只要全球资金仍在流动，受关税政策影响较小。证券服务业务主要和资本市场和资金托管量有关，不受关税政策直接影响。外汇业务方面，关税政策引起的汇率波动性增加，反而导致外汇业务量有显著提升，利好外汇业务收入。宏观层面来看，在不确定的关税预期下，中资企业加速出海、已出海企业加快多元化自身供应链结构、国际企业进一步推动自身产业链分散化布局，才是企业应对风险的正确策略。中资企业出海和全球产业链重构的长期大逻辑非但没有弱化和停滞，反倒是得到了强化和加速。因此汇丰交易银行业务受益于产业链重构的大逻辑没有改变，预计未来收入能够保持稳定增长。

(2) 1Q25 财富管理业务保持 20%以上高增。同时新增客群数量再创新高，后劲十足，预计能够长期保持稳定的双位数增长。1Q25 汇丰财富管理非息收入达 22.9 亿美元，同比大幅增长 21%，季度环比增长 30%。财富管理业务非息收入目前占总营收比重 13%，占非息收入比重 32%。具体来看，代销理财、私行、保险及资产管理分别同比增长 29%、33%、11%、6%。理财、私行及保险业务收入的大幅提高主要得益于亚洲地区强劲增长的客群带来的旺盛经纪业务和交易量。即使开年以来全球资本市场动荡的背景下，中等收入客群的跨境理财的需求并未减弱，1Q25 香港地区新增客户数高达 30.1 万户，较去年同期的高点继续大幅多增 13.3 万户。庞大的新增客群带来了 220 亿美元的新增客户资产，其中 160 亿美元来自亚洲。由于新客对于理财产品的需求具有滞后性，一般新开户后都更偏好存款产品，而后才会向高能级客群逐步升级，因此新增客户数可以视为财富管理收入的先行指标，在新增客户数保持强劲高增的情况下，预计汇丰财富管理收入能够长期实现稳定双位数增长。

3、息差季度环比改善，资产负债结构改善+结构性对公工具能够逐步平滑降息影响。汇丰 1Q25 净息差为 1.59%，季度环比回升 5bps，同比小幅下降 4bps。若剔除交易账簿的资金成本影响，1Q25 汇丰 Banking NIM 为 2%，季度环比下降 7bps，同比下降 11bps。1Q25 净息差同比下降主要是受美联储降息环境的影响，资产端利率开始逐步下行。但同时负债端成本的优化使净息差降幅明显收窄，并实现季度环比回升。随着降息周期开启，存款定期化趋势得到缓解，香港地区客户定期存款占比已连续四个季度持平于 39%而未继续上升。CASA 等低成本存款重定价快，有利于缓解负债成本压力。此外，结构性对冲工具继续平滑息差波动，有力托底息差。截至 1Q25，

公司结构性对冲名义规模 5410 亿美元，较 2024 年末增加 120 亿美元。结构性对冲平均期限 3.1 年，能够完全覆盖降息周期，2025、2026 年分别有 750、1000 亿美元的对冲工具到期再投资，平均利率水平均为 2.8%，2027 年有 1000 亿美元再投资，平均利率水平为 3.4%。展望 2025 年，汇丰预计关税政策扰动下会使全球信贷需求保持当前偏弱的趋势，预计全年信贷规模基本保持稳定。关税政策后市场对 2025 年美联储降幅幅度预期有所提升，汇丰也跟随市场曲线将 2025 年最终利率水平下调至 3.6% 左右。但汇丰通过资产端压降部分低收益国库券资产，负债端持续优化存款结构，以及利率对冲工具的托底，能够一定程度上对冲掉利率下行压力。因此汇丰 2025 年银行账簿净利息收入的指引依然保持 420 亿美元不变。

资产两端来看，香港信贷需求仍有待改善，亚洲地区交易银行贷款和英国按揭贡献主要增量。存款保持稳定增长。1Q25 贷款规模 9548 亿美元，同比增长 1.1%，季度环比增长 1.5%。其中香港地区贷款规模季度环比下降 20 亿美元，信贷需求仍疲软；英国地区贷款规模季度环比提高 20 亿美元，主要是按揭贷款增量贡献。CIB 部门季度环比新增 70 亿美元贷款，主要是亚洲地区交易银行贡献。零售部门新增 20 亿贷款，主要是部分地区信用卡增量。1Q25 存款规模季度环比增长 0.7%，同比增长 6.1% 至 1.666 万亿美元，保持稳定增长。主要是零售业务中的私行存款增长 50 亿美元贡献，但对公存款因年初开工的季节性回流因素，季度环比下降 120 亿美元。

4、信用成本同比小幅上升，主要是关税政策影响全球经济下主动小幅增加拨备计提。公司维持 30-40bps 信用成本指引不变。1Q25 汇丰拨备计提为 8.76 亿美元，同比增长 22%，主要是增加了 1.5 亿美元针对全球经济不确定性提高而计提的拨备，信用成本率（年化）为 0.37%，季度环比下降 20bps，同比增长 7bps。1Q25 不良率季度环比上升 5bps 至 2.46%；拨备覆盖率季度小幅上升 0.1pct 至 49.3%，资产质量基本保持稳定。国内房地产、香港房地产对汇丰资产质量的影响已十分有限。根据汇丰披露，中国大陆商业地产 1Q25 产生的信用成本已微乎其微。1Q25 香港房地产仅产生 1 亿美元的信用成本，主要仍是现金流压力导致的还款压力，公司出于审慎原则提前计提拨备。客户以大集团为主，资产质量情况保持稳定。目前公司未见明显潜在风险敞口，即使在全球经济悲观预期假设下，ECL 也仅需多计提 0.5bn，因此公司基本延续 30-40bps 的长期信用成本指引不变。

5、二季度宣布 30 亿回购符合预期，高股息价值依然显著。汇丰 1Q25 每股分红 0.1 美元，每股现金回报（分红+回购）0.21 美元。二季度每股分红保持 0.1 美元，同时宣布 30 亿回购，均与去年同期持平，符合预期。展望 2025 年，公司指引将继续保持 50% 的分红比例，当前股价计算，预计 2025 年现金股息率仍有 6.3% 左右，相对于港股内资大行具备比较优势。回购方面，目前公司核心一级资本充足率为 14.7%，预计二季度回购注销完成后，汇丰的核心一级资本充足率将回落至 14%-14.5% 的目标区间。考虑到汇丰资本管理的优先级为“分红>扩表>回购”，预计汇丰未来将综合考虑业绩和业务拓展需求，在满足业务需求的前提下持续释放股东回报。若按照 2025 年开展 80 亿美元回购计算，当前股价对应 2025 年综合回报率仍在 10% 以上，高股息价值显著。

6、投资建议：汇丰控股 1Q25 营收、利润大超预期。息差季度环比改善，资产负债结构改善+结构性对公工具能够逐步平滑降息影响。非息收入增长强劲，显著超预期，交易银行外汇业务、财富管理业务是核心增长引擎。资产质量基本稳定，国内房地产、香港房地产对汇丰资产质量的影响已十分有限。展望未来，关税政策对汇丰基本面影响较小，对营业收入影响仅在小个位数，悲观预期下对信用成本影响仅在 5 亿美元左右。汇丰继续保持 2025-2027 年 15% 左右的 ROTE 指引不变，体现了对自身优异业绩趋势可持续性的信心。汇丰在 2025 年继续保持 50% 的分红比例，叠加稳定的回购节奏，当前股价对应现金股息率、综合回报率仍能分别保持 6%、10% 以上，高股息价值依然显著。

长期来看，3% 的终端政策利率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，以及更优良的资产质量水平，汇丰作为优质的全球性银行将处于较为理想的经营环境。此外，中资企业出海和全球产业链重构大逻辑非但没有因美国关税政策而弱化和停滞，反而会被强化和加速。在日趋碎片化、割裂化的全球化 2.0 时代，汇丰在重点区域布局广阔，是国际产业链重构大环境中的核心受益银行，同时还受益于亚洲富裕零售客群资产全球配置的大趋势。汇丰高 ROTE+高股息优势明确，配置价值显著。预计 2025-2027 年营收增速分别为 -0.4%、3.1%、3.4%，归属普通股股东净利润增速 -8%、12%、5%。预计 2025-27 年 ROTE 保持在 15% 上下，在业绩的有力支撑下，分红水平稳健可持续。当前估值 1.15 倍 2025 年 PB，1.2 倍 2025 年 PTB，目标估值 1.4 倍 2025 年 PB（1.5 倍 P/TB），对应目标价 110 元，维持买入评级和银行板块首推。

7、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。

表 1:汇丰控股盈利预测简表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	66,058	65,854	65,619	67,645	69,964
营业收入增长率	30.5%	-0.3%	-0.4%	3.1%	3.4%
归属普通股股东净利润 （百万美元）	22,432	22,917	21,041	23,451	24,530
归属普通股股东净利润增长率	56.4%	2.2%	-8.2%	11.5%	4.6%
ROTE	15%	16%	16%	15%	15%
EPS（美元）	1.22	1.31	1.42	1.46	1.59
BVPS（美元）	8.82	9.26	9.82	10.58	11.38
PE	9.3	8.6	8.0	7.7	7.1
PB	1.28	1.22	1.15	1.07	1.00

资料来源：公司财报，中信建投证券

图 1:汇丰控股银行账簿营收组成

Management view of revenue(\$m, Original FX rates)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	环比	同比
Banking NII	11,266	10,938	10,867	10,904	10,599	-3%	-6%
Fee and other income	5,754	5,763	6,342	5,600	7,141	28%	24%
Wholesale transaction banking	2,597	2,629	2,674	2,533	2,851	13%	10%
GTS	379	355	364	362	375	4%	-1%
GPS	559	558	565	554	545	-2%	-3%
FX	1,347	1,388	1,425	1,285	1,602	25%	19%
SS	312	328	320	332	329	-1%	5%
Wealth	1,893	1,848	2,060	1,758	2,290	30%	21%
Investment distribution	701	704	744	703	902	28%	29%
Insurance	486	466	581	388	541	39%	11%
Asset management	331	324	363	349	350	0%	6%
Private Banking	375	354	372	318	497	56%	33%
Investment Banking, Debt and Equity Markets	932	673	808	735	1,268	73%	36%
Retail Banking	319	368	351	333	302	-9%	-5%
Wholesale Credit and Lending	237	214	235	226	223	-1%	-6%
Other	-224	31	214	15	207	1280%	-192%
Revenue excluding notable items	17,020	16,701	17,209	16,504	17,740	7%	4%
notable items	3,732	-161	-211	-4,940	-91	-98%	-102%
Revenue	20,752	16,540	16,998	11,564	17,649	53%	-15%

数据来源：公司财报，中信建投证券

图 2:汇丰控股 1Q25 业绩概览

Income statement 利润表 (百万美元, USD mn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Net interest income 净利息收入	8,653	8,258	7,637	8,185	8,302	1.4%	-4.1%	35,796	32,733	-8.6%
Non-interest income 非利息收入	12,099	8,282	9,361	3,379	9,347	176.6%	-22.7%	30,262	33,121	9.4%
Net fee income 净手续费收入	3,146	3,054	3,122	2,979	3,324	11.6%	5.7%	11,845	12,301	3.8%
Trading and fair value income 投资收益	5,406	5,110	5,298	5,302	5,356	1.0%	-0.9%	16,661	21,116	26.7%
Net insurance income 保费收入	271	281	390	291	312	7.2%	15.1%	1,156	1,233	6.7%
Other notable items 重大事项	3,732	(476)	(211)	(4,940)	(91)	-98.2%	-102.4%	335	(1,580)	-571.6%
Other non interest income 其他	(456)	313	762	(253)	446	-276.3%	-197.8%	265	51	-80.8%
Revenue 营业收入	20,752	16,540	16,998	11,564	17,649	52.6%	-15.0%	66,058	65,854	-0.3%
Revenue (ex. notable items) 除重大事项后营收	17,020	17,016	17,209	16,504	17,740	7.5%	4.2%	65,723	67,434	2.6%
其中: 银行账簿净利息收入	11,266	10,938	10,867	10,904	10,599	-2.8%	-5.9%	44,095	43,975	-0.3%
其中: 银行账簿非息收入	5,754	5,763	6,342	5,600	7,141	27.5%	24.1%	21,628	23,459	8.5%
Costs 营业支出	(8,151)	(8,145)	(8,143)	(8,604)	(8,102)	-5.8%	-0.6%	(32,070)	(33,043)	3.0%
notable items	(47)	(31)	(41)	(104)	(191)	83.7%	306.4%	(185)	(233)	25.9%
PPOP 拨备前营业利润	12,601	8,395	8,855	2,960	9,547	222.5%	-24.2%	33,988	32,811	-3.5%
Expected credit losses 预期信用减值损失	(720)	(346)	(986)	(1,362)	(876)	-35.7%	21.7%	(3,447)	(3,414)	-1.0%
Operating profit 营业利润	11,881	8,049	7,869	1,598	8,671	442.6%	-27.0%	30,541	29,397	-3.7%
Operating profit (ex. notable items) 除重大事项后营业利润	8,196	8,556	8,121	6,642	8,953	34.8%	9.2%	30,391	31,210	2.7%
Associates	769	857	607	679	813	19.7%	na	(193)	2,912	na
notable items	0	0	0	0	0	na	na	(3,000)	0	na
Profit before taxation 税前利润	12,650	8,906	8,476	2,277	9,484	316.5%	-25.0%	30,348	32,309	6.5%
PBT (ex. notable items) 除重大事项后税前利润	8,965	9,413	8,728	7,321	9,766	33.4%	8.9%	33,198	34,122	2.8%
Income tax 所得税费用	(1,813)	(2,078)	(1,727)	(1,692)	(1,914)	13.1%	5.6%	(5,789)	(7,310)	26.3%
Net profit 净利润	10,837	6,828	6,749	585	7,570	1194.0%	-30.1%	24,559	24,999	1.8%
Net profit (ex. notable items) 除重大事项后净利润	7,152	7,335	7,001	5,629	7,852	39.5%	9.8%	27,409	26,812	-2.2%
Attributable to non controlling interests 少数股东权益	(401)	(152)	(233)	(234)	(246)	5.1%	-38.7%	(1,026)	(1,020)	-0.6%
NPAT 归属股东净利润	10,436	6,676	6,516	351	7,324	1986.6%	-29.8%	23,533	23,979	1.9%
NPAT (ex. notable items) 除重大事项后归属股东净利润	6,751	7,183	6,768	5,395	7,606	41.0%	12.7%	26,383	25,792	-2.2%
preference shareholders 优先股股息	253	273	382	154	392	154.5%	54.9%	1,101	1,062	-3.5%
other equity holders 其他	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	10,183	6,403	6,134	197	6,932	3418.8%	-31.9%	22,432	22,917	2.2%
NPAT-ordinary shareholders (ex. notable items)	6,498	6,910	6,386	5,241	7,214	37.6%	11.0%	23,680	24,054	1.6%
Balance sheet 资产负债表 (百万美元, USD mn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Total loans 贷款总额	944,061	948,767	979,612	940,373	954,802	1.5%	1.1%	949,609	940,373	-1.0%
Total deposits 存款总额	1,570,164	1,593,834	1,660,715	1,654,955	1,666,485	0.7%	6.1%	1,611,647	1,654,955	2.7%
NPLs 不良贷款余额	21,334	22,744	24,151	22,705	23,512	3.6%	10.2%	19,354	22,705	17.3%
Loan provisions 贷款损失准备	10,936	10,510	10,959	9,715	10,094	3.9%	-7.7%	11,074	9,715	-12.3%
Total assets 资产总额	3,000,517	2,975,003	3,098,621	3,017,048	3,054,361	1.2%	1.8%	3,038,677	3,017,048	-0.7%
Total liabilities 负债总额	2,802,140	2,784,589	2,898,596	2,824,775	2,856,244	1.1%	1.9%	2,846,067	2,824,775	-0.7%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	191,186	183,293	192,754	184,973	190,810	3.2%	-0.2%	185,329	184,973	-0.2%
Tangible ordinary shareholders' equity 有形普通股股东权益	162,008	153,109	161,880	154,295	160,398	4.0%	-1.0%	155,710	154,295	-0.9%
Other equity instruments 优先股及其他	17,719	18,825	19,070	19,070	18,894	-0.9%	6.6%	17,719	19,070	7.6%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	2,140,446	2,055,283	2,088,100	2,113,276	2,124,161	0.5%	-0.8%	2,161,746	2,099,285	-2.9%
Per share data (USD) 每股数据 (美元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Shares 普通股股本 (百万股)	18,687	18,330	17,982	17,918	17,668	-1.4%	-5.5%	19,006	17,918	-5.7%
EPS	0.54	0.35	0.34	0.01	0.39	3468.6%	-28.0%	1.18	1.28	8.4%
EPS excl. material notable items and related impacts	0.34	0.35	0.35	0.29	0.39	34.5%	14.7%	1.22	1.31	7.8%
NAV	9.28	8.97	9.66	9.26	9.73	5.1%	4.8%	8.82	9.26	5.0%
TNAV / sh	8.67	8.35	9.00	8.61	9.08	5.4%	4.7%	8.19	8.61	5.1%
DPS-delacred	0.31	0.10	0.10	0.36	0.10	-72.2%	-67.7%	0.61	0.87	42.6%
Total return / sh	0.42	0.26	0.26	0.52	0.21	-58.9%	-48.8%	0.97	1.46	49.5%
PPOP/sh	0.67	0.46	0.49	0.17	0.54	227.1%	-19.9%	1.79	1.83	2.4%
Main indicators 主要指标 (%)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
ROA	2.89%	1.28%	1.17%	0.10%	1.10%	1.0pct	-1.8pct	0.82%	0.83%	0.0pct
ROE	23.88%	15.16%	14.51%	0.46%	16.42%	16.0pct	-7.5pct	13.78%	13.89%	0.1pct
ROTE (ex. notable items)	16.40%	17.10%	15.90%	13.20%	18.40%	5.2pct	2.0pct	14.60%	16.00%	1.4pct
NIM 净息差	1.63%	1.62%	1.46%	1.54%	1.59%	5bps	-4bps	1.66%	1.56%	-10bps
Cost-to-income ratio 成本收入比	39.28%	49.24%	47.91%	74.40%	45.91%	-28.5pct	6.6pct	48.55%	50.18%	1.6pct
Effective tax rate 有效所得税率	14.33%	23.33%	20.38%	74.31%	20.18%	-54.1pct	5.8pct	19.08%	22.63%	3.5pct
LDR 贷存比	60.12%	59.53%	58.99%	56.82%	57.29%	0.5pct	-2.8pct	58.92%	56.82%	-2.1pct
NPL ratio 不良率	2.26%	2.40%	2.47%	2.41%	2.46%	5bps	20bps	2.04%	2.41%	38bps
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	51.26%	46.21%	45.38%	42.79%	42.93%	0.1pct	-8.3pct	57.22%	42.79%	-14.4pct
Provision ratio 拨贷比	1.16%	1.11%	1.12%	1.03%	1.06%	2bps	-10bps	1.17%	1.03%	-13bps
Credit cost 信用成本 (年化)	0.30%	0.15%	0.41%	0.57%	0.37%	-20bps	7bps	0.37%	0.36%	0bps
Non-interest income/operating income 非息收入占比	58.30%	50.07%	55.07%	29.22%	52.96%	23.7pct	-5.3pct	45.81%	50.29%	4.5pct
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	15.16%	18.46%	18.37%	25.76%	18.83%	-6.9pct	3.7pct	17.93%	18.68%	0.7pct
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	15.20%	15.00%	15.20%	14.90%	14.70%	-0.2pct	-0.5pct	14.81%	14.90%	0.1pct
Tier 1 CAR 一级资本充足率	17.30%	17.30%	17.40%	17.19%	16.90%	-0.3pct	-0.4pct	16.88%	17.19%	0.3pct
CAR 资本充足率	20.70%	20.60%	20.80%	20.56%	19.90%	-0.7pct	-0.8pct	20.04%	20.56%	0.5pct

数据来源: 公司财报, 中信建投证券

图 3:汇丰控股盈利预测总表

Income statement 利润表 (百万美元, USD mn)					同比增速			
	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
Net interest income 净利息收入	32,733	31,682	31,701	32,132	-8.6%	-3.2%	0.1%	1.4%
Non-interest income 非利息收入	33,121	33,937	35,943	37,832	9.4%	2.5%	5.9%	5.3%
Net fee income 净手续费收入	12,301	13,777	15,155	16,519	3.8%	12.0%	10.0%	9.0%
Revenue 营业收入	65,854	65,619	67,645	69,964	-0.3%	-0.4%	3.1%	3.4%
Operating expenses 营业支出	-33,043	-34,625	-33,153	-33,816	3.0%	4.8%	-4.3%	2.0%
PPOP 拨备前营业利润	32,811	30,995	34,492	36,148	-3.5%	-5.5%	11.3%	4.8%
Expected credit losses 预期信用减值损失	-3,414	-3,309	-3,763	-4,062	-1.0%	-3.1%	13.7%	7.9%
Operating profit 营业利润	29,397	27,685	30,729	32,087	-3.7%	-5.8%	11.0%	4.4%
Associates	2,912	1,520	1,527	1,535	-1608.8%	-47.8%	0.5%	0.5%
Profit before taxation 利润总额	32,309	29,205	32,256	33,621	6.5%	-9.6%	10.4%	4.2%
Income tax 所得税	-7,310	-6,133	-6,774	-7,060	26.3%	-16.1%	10.4%	4.2%
Net profit 净利润	24,999	23,072	25,482	26,561	1.8%	-7.7%	10.4%	4.2%
Minority interest 少数股东权益	-1,020	-969	-969	-969	-0.6%	-5.0%	0.0%	0.0%
NPAT 归属股东净利润	23,979	22,103	24,513	25,592	1.9%	-7.8%	10.9%	4.4%
AT1 shareholders 优先股股息	1,062	1,062	1,062	1,062	-3.5%	0.0%	0.0%	0.0%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	22,917	21,041	23,451	24,530	2.2%	-8.2%	11.5%	4.6%
Balance sheet 资产负债表 (百万美元, USD mn)								
Total loans 贷款总额	940,373	968,584	997,642	1,027,571	-1.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Total deposits 存款总额	1,654,955	1,721,153	1,789,999	1,861,599	2.7%	4.0%	4.0%	4.0%
NPLs 不良贷款余额	22,705	22,619	22,529	22,436	17.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
Loan provisions 贷款损失准备	9,715	9,271	9,506	9,944	-12.3%	-4.6%	2.5%	4.6%
Total assets 资产总额	3,017,048	3,092,860	3,178,215	3,271,121	-0.7%	2.5%	2.8%	2.9%
Total liabilities 负债总额	2,824,775	2,936,252	3,044,013	3,156,939	-0.7%	3.9%	3.7%	3.7%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	184,973	186,789	190,793	194,090	-0.2%	1.0%	2.1%	1.7%
Other equity instruments 优先股及其他	19,070	20,024	21,025	22,076	7.6%	5.0%	5.0%	5.0%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	2,099,285	2,136,072	2,202,078	2,110,763	-2.9%	1.8%	3.1%	-4.1%
Per share data (USD) 每股数据 (美元)								
Shares 普通股股本 (百万股)	17,918	16,985	16,052	15,119	-5.7%	-5.2%	-5.5%	-5.8%
EPS	1.25	1.21	1.43	1.58	8.4%	-3.0%	17.7%	10.8%
BVPS	9.26	9.82	10.58	11.38	5.0%	6.0%	7.7%	7.6%
DPS	0.87	0.71	0.73	0.80	42.6%	-18.5%	3.2%	8.8%
Main indicators 主要指标 (%)								
ROA	0.83%	0.76%	0.81%	0.82%	0.01%	-0.07%	0.06%	0.01%
ROE	13.74%	12.65%	13.94%	14.35%	-0.03%	-1.09%	1.29%	0.42%
ROTE	14.78%	13.40%	14.48%	14.79%	-0.04%	-1.39%	1.08%	0.31%
NIM 净息差	1.56%	1.48%	1.44%	1.52%	-0.10%	-0.08%	-0.04%	0.08%
Cost-to-income ratio 成本收入比	50.2%	52.8%	49.0%	48.3%	1.63%	2.59%	-3.76%	-0.68%
Effective tax rate 有效所得税率	22.63%	21.00%	21.00%	21.00%	3.55%	-1.63%	0.00%	0.00%
LDR 贷存比	56.23%	55.74%	55.20%	54.66%	-2.00%	-0.50%	-0.53%	-0.54%
NPL ratio 不良率	2.41%	2.34%	2.26%	2.18%	0.38%	-0.08%	-0.08%	-0.07%
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	42.79%	40.99%	42.19%	44.32%	-14.43%	-1.80%	1.21%	2.13%
Provision ratio 拨贷比	1.03%	0.96%	0.95%	0.97%	-0.13%	-0.08%	0.00%	0.01%
Credit cost 信用成本	0.36%	0.35%	0.38%	0.40%	0.00%	-0.01%	0.04%	0.02%
Non-interest income/operating income 非息收入占比	50.29%	51.72%	53.14%	54.07%	4.48%	1.42%	1.42%	0.94%
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	18.68%	21.00%	22.40%	23.61%	0.75%	2.32%	1.41%	1.21%
Payout ratio 分红率	66.41%	58.63%	51.21%	50.41%	16.41%	-7.78%	-7.42%	-0.80%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	14.90%	14.42%	14.33%	14.15%	0.09%	-0.48%	-0.09%	-0.18%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	17.19%	16.75%	16.73%	16.63%	0.31%	-0.44%	-0.02%	-0.11%
CAR 资本充足率	20.56%	19.81%	19.89%	19.88%	0.52%	-0.75%	0.08%	-0.01%

数据来源：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

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