

网络根基厚，财富动能强

华泰研究

2025 年 5 月 12 日 | 中国香港

深度研究

区域性银行

投资评级(维持):

增持

目标价(港币):

137.46

研究员

SAC No. S0570514040002
SFC No. BPN843

沈娟

shenjuan@htsc.com
+(86) 755 2395 2763

研究员

SAC No. S0570524070008
SFC No. BUB018

贺雅亭

heyating@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人

SAC No. S0570123070039
SFC No. BVL774

蒲葭依

pujiayi@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

联系人

SAC No. S0570123090022

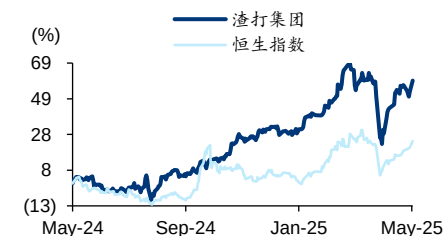
李润凌

lirunling@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	137.46
收盘价(港币 截至 5 月 12 日)	115.50
市值(港币百万)	273,016
6 个月平均成交额(港币百万)	73.86
52 周价格范围(港币)	66.60-125.50
BVPS(美元)	17.68

股价走势图



资料来源: S&P

作为深耕新兴市场的“百年老店”，渣打集团广泛网点+丰富牌照构筑护城河，产业链重构提速+跨境理财需求涌现背景下，渣打交易银行与财富管理业务有望拥抱增量空间。公司兼具业绩成长性+优异股东回报，维持“增持”评级。

产业链重构提速为跨境业务提供动能

渣打网络布局深融新兴市场，铸造跨境业务独特优势。渣打在 40 个“一带一路”市场设有经营网点，其中超 20 个市场的运营历史超过 100 年，积累了丰富的牌照资源与扎实的客群基础。公司核心市场东盟地区是全球产业转移的主要目的地，依托网络银行优势为企业出海提供多元金融服务，增厚非息收入的同时沉淀低成本存款。渣打跨境业务集中度低，中美之间跨境业务仅占对公业务收入 1%，预计受关税直接影响整体可控。

全球资产配置需求打开财富管理空间

全球跨境资产配置需求旺盛，财富管理业务迎来增长机遇。渣打深度布局中国香港、新加坡、阿联酋三大高成长性财富中心，财富管理 AUM 增长有望受益于区域红利。渣打采取代销模式，产品货架覆盖全球优质资产，助力富裕客群挖掘投资机会。25Q1 财富管理收入同比+28%，Q1 共计 7.2 万名全新富裕客户开户（同比+14%）。随跨境理财需求日益活跃，有望支撑财富管理持续扩容，指引 25-29 年财富管理收入或实现 CAGR 双位数增长。

与市场观点不同之处

我们认为公司兼具高成长性+稳健经营能力+优异股东回报。历史悠久的网点布局+当地牌照优势塑造了渣打在新兴市场先发优势，全球产业链重构+跨境理财需求涌现背景下，渣打交易银行与财富管理业务有望拥抱增量空间。2015 年后渣打集团转变经营策略，存量风险逐步出清，25Q1 末香港本地房地产敞口在总贷款占比不到 1%，资产质量稳健。渣打回购+现金分红综合回报达 10.2%（5/12），股东回报优异。

维持 2025 年目标 PB0.85 倍

我们维持预测 25-27 年归母净利润为 38.3/39.6/43.6 亿美元，25 年 bvps 为 20.79 美元（前值 20.73 美元，主因股本变动），对应 PB 为 0.71 倍。可比公司 25 年 Wind 一致预测 PB 均值 0.93 倍（2025/5/12），我们认为公司短期仍受息差波动影响，但中长期受益于全球产业链重构，维持 25 年目标 PB0.85 倍，目标价 137.46 港币（25 年前值目标 PB0.85 倍，目标价 136.68 港币），维持“增持”评级。

风险提示：主营市场表现不及预期；融资需求恢复较慢。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(美元百万)	18,019	19,543	20,476	21,191	22,403
+/-%	10.42	8.46	4.78	3.49	5.72
归母净利润(美元百万)	3,017	3,593	3,829	3,961	4,360
+/-%	18.45	19.09	6.58	3.44	10.07
不良贷款率(%)	2.47	2.17	2.13	2.13	2.16
核心一级资本充足率(%)	14.05	14.24	14.60	14.20	13.88
ROE(%)	6.89	8.09	8.19	8.09	8.92
EPS(美元)	1.28	1.52	1.62	1.68	1.84
PE(倍)	11.64	9.78	9.17	8.87	8.06
PB(倍)	0.79	0.79	0.71	0.72	0.72
股息率(%)	2.03	1.92	2.05	2.12	2.33

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,019	19,543	20,476	21,191	22,403
利息收入净额	7,769	6,366	6,227	5,831	5,405
手续费收入净额	3,252	3,734	4,257	4,768	5,340
总营业费用	(11,551)	(12,502)	(13,064)	(13,562)	(14,338)
拨备前利润	6,468	7,041	7,412	7,629	8,065
所得税费用	(1,631)	(1,972)	(1,998)	(2,032)	(2,134)
减值损失	508.00	547.00	814.99	956.23	1,104
归母净利润	3,017	3,593	3,829	3,961	4,360

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	822,844	849,688	878,079	904,422	931,554
贷款净额	286,975	281,032	289,766	298,459	307,413
投资	167,547	151,052	156,099	160,782	165,606
总负债	772,491	798,404	823,348	850,352	877,640
总存款	497,448	489,889	505,195	521,764	538,507
银行间负债	28,030	25,400	26,194	27,053	27,921
权益合计	50,353	51,284	54,731	54,069	53,914

估值指标

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (倍)	11.64	9.78	9.17	8.87	8.06
PB (倍)	0.79	0.79	0.71	0.72	0.72
EPS (美元)	1.28	1.52	1.62	1.68	1.84
BVPS (美元)	18.80	18.78	20.79	20.66	20.67
每股股利 (美元)	0.30	0.29	0.30	0.31	0.35
股息率 (%)	2.03	1.92	2.05	2.12	2.33

资料来源：公司公告、华泰研究预测

业绩指标

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
贷款	(7.62)	(2.07)	3.11	3.00	3.00
存款	1.42	(1.52)	3.12	3.28	3.21
利息收入净额	2.32	(18.06)	(2.19)	(6.36)	(7.30)
手续费收入净额	4.47	14.82	14.00	12.00	12.00
总营业费用	5.85	8.23	4.49	3.82	5.72
归母净利润	18.45	19.09	6.58	3.44	10.07
盈利能力比率 (%)					
ROA	0.31	0.38	0.39	0.39	0.42
ROE	6.89	8.09	8.19	8.09	8.92
成本收入比	64.10	63.97	63.80	64.00	64.00
营业收入结构 (%)					
净利息收入/营业收入	43.12	32.57	30.41	27.51	24.13
净手续费收入/营业收入	18.05	19.11	20.79	22.50	23.84
成本收入比	64.10	63.97	63.80	64.00	64.00
减值损失/营业收入	2.82	2.80	3.98	4.51	4.93
资产质量 (美元百万)					
贷款减值准备	5,170	4,904	5,597	5,890	6,285
不良贷款	7,228	6,203	6,291	6,483	6,776
不良贷款率 (%)	2.47	2.17	2.13	2.13	2.16
不良贷款拨备覆盖率 (%)	71.53	79.06	88.97	90.85	92.76
贷款拨备率 (%)	1.80	1.74	1.93	1.97	2.04
信用成本 (%)	0.18	0.19	0.29	0.33	0.37
资本 (美元百万)					
核心一级资本净额	34,314	35,190	37,283	37,341	37,589
一级资本净额	39,806	41,672	43,765	43,823	44,071
资本净额	51,741	53,091	55,363	55,611	56,048
RWA	244,151	247,065	255,320	262,980	270,869
核心一级资本充足率 (%)	14.05	14.24	14.60	14.20	13.88
一级资本充足率 (%)	16.30	16.87	17.14	16.66	16.27
资本充足率 (%)	21.19	21.49	21.68	21.15	20.69

正文目录

投资要点	4
与市场观点不同之处	4
聚焦当下：两大逻辑驱动盈利能力提升	6
供应链分散化提速，网络银行优势凸显	7
跨境理财需求涌现，财富管理持续扩容	8
全局概览：深耕新兴市场的“百年老店”	11
模式洞察：业务轻+风险低+空间大	13
交易银行：营收主要贡献，增长动能强劲	14
财富管理：代销范围广泛，产品货架丰富	16
存贷业务：贷款占比偏低，息差压力仍存	17
资产质量：风险偏好稳健，香港 CRE 敞口低	20
费用支出：加大管控力度，增强运营效率	22
展望未来：挖掘轻资产模式潜在价值	23
盈利预测	24
风险提示	25

投资要点

渣打集团兼具业绩成长性+稳健经营能力+优异股东回报。成长性方面，作为深耕新兴市场的“百年老店”，渣打集团广泛网点+丰富牌照构筑护城河，产业链重构提速+跨境理财需求涌现背景下，渣打交易银行与财富管理业务有望拥抱增量空间。稳健性方面，2015年后渣打集团转变经营策略，压降贷款占比+降低投放风险偏好，香港 CRE 敞口占比低+资产质量优异。股东回报方面，回购+现金分红综合回报达 10.2%，PB (MRQ) 仅为 0.82 倍（截至 2025/5/12），股东回报优异。

网络布局深融新兴市场，具备网点+牌照+地缘优势，夯实跨境业务基础。渣打作为唯一完整覆盖东盟十国的国际银行，超过 75% 的全球网点与“一带一路”沿线市场重合，在 40 个“一带一路”市场设有经营网点，其中 20 多个市场的运营历史超过 100 年，在当地积累了丰富的牌照资源与扎实的客群基础。渣打核心市场东盟地区是全球产业转移的主要目的地，依托网络银行优势，可以为企业出海提供包括贸易融资、现金管理、结汇换汇、风险对冲等在内的多元金融服务，增厚非息收入的同时沉淀低成本存款。

关税对跨境业务影响有限，中长期看全球产业链分散化提速有望提供业务机遇。短期看，关税扰动增加企业跨境业务不确定性。但预计对渣打集团影响有限。渣打跨境业务布局分散且集中度低，2024 年渣打交易银行服务在营收占比约三成，其中 1/3 跨境业务收入来自亚洲国家之间，其中约 20% 的跨境业务目的地为东南亚，而中美之间跨境业务占全部对公业务收入仅 1%（在跨境收入中占比 2%），整体影响可控。**中长期看**，企业“多点布局、绕道生产”的策略或为渣打创造结构性机遇。关税扰动下，制造业或选择从中国向墨西哥、越南、印度等国转移，以利用其低关税优势进入北美市场，将加速全球产业链分散化进程。渣打依托多元化全球网络布局优势，可以精准承接跨境企业贸易流与资金链管理需求。

全球跨境资产配置需求日趋旺盛，渣打财富管理业务迎来增长机遇。据 BCG 预测，预计到 2028 年，亚太地区将贡献近 30% 的新增金融财富。渣打深度布局中国香港、新加坡、阿联酋三大高成长性财富中心，财富管理 AUM 增长有望受益于区域红利。此外，渣打集团财富管理业务具备差异化竞争优势，采取代销模式，产品货架覆盖全球优质资产，助力高净值客户挖掘稀缺投资机会。2024 年渣打集团新增资金净流入同比+61%至 440 亿美元，全新客户开户人数达 26.5 万。受益于强劲客户数增长和 AUM 流入，2024 年渣打集团财富管理收入同比+28%，在营收占比提升至 13%。随跨境理财需求日益活跃，有望支撑财富管理收入持续增长，公司指引 2025-2029 年财富管理收入或实现 CAGR 双位数增长。

与市场观点不同之处

关税政策对渣打实际影响与市场存在预期差。关税政策落地导致渣打股价大幅波动，主因市场担忧对公跨境业务收入后续增长空间。24 年中美之间跨境业务仅占对公业务收入 1%，预计实际影响较小。中长期看，关税影响下全球产业链重构提速，渣打全球化网络布局有望打开增量业务空间。财富管理业务是渣打集团另一重要增长极，跨境理财需求长期增长趋势下，公司指引财富方案业务的收入有望按双位数复合年增长率增长。

市场担忧资产质量潜在风险压力，但渣打存量风险有序出清，香港商业地产敞口占比小。2015 年后渣打集团转变经营策略，压降贷款占比+降低投放风险偏好，存量风险逐步出清。市场担忧香港商业地产市场潜在资产质量压力，但 3 月末渣打香港本地房地产敞口仅 22 亿美元，在总贷款占比不到 1%（占比远低于香港本地银行及汇丰），阶段三不良贷款占比 2%，资产质量稳健，夯实经营底线。

股东回报具备吸引力，轻资本模式有望享受更高估值溢价。渣打重视股东回报，24-26 年股东回报指引 80 亿美元，有望超额完成。截至 5/12，渣打 PB (MRQ) 仅为 0.82 倍，回购+现金分红综合回报达 10.2%。此外，渣打集团采取轻资本运行模式，非息收入对营收贡献大，资本消耗少，同时可以平滑利率波动对营收影响。参考海外同业，轻资本银行通常享有更高估值。

图表1: 全文逻辑图

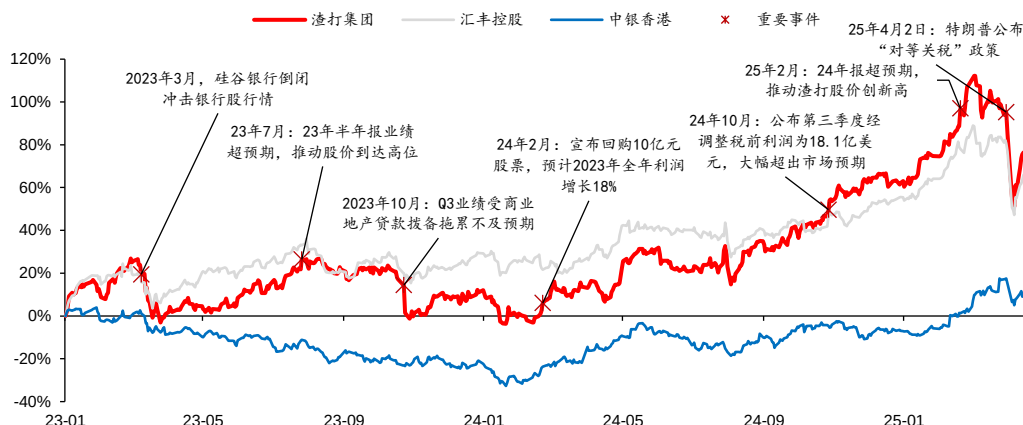


资料来源：公司财报，华泰研究

聚焦当下：两大逻辑驱动盈利能力提升

关税政策“由急变缓”，全球贸易壁垒上升压力边际缓解。4月3日美国政府公布“对等关税”计划，将对所有进口商品加征基础10%的全面关税，部分国家与地区面临更高税率。新一轮关税政策落地对全球贸易链冲击显著，导致在新兴市场敞口较大的港股银行股价回调幅度较深，渣打、汇丰等国际性银行均受到短期悲观情绪冲击。4月9日，在“解放日”对等关税计划提出仅7天后，特朗普宣布暂停执行对等关税90天，4月12日美国宣布豁免部分商品关税，“对等关税”引发的混乱暂时有所平息。5月10日至11日，中美双方在瑞士日内瓦举行经贸高层会谈，传递贸易摩擦边际缓和信号。

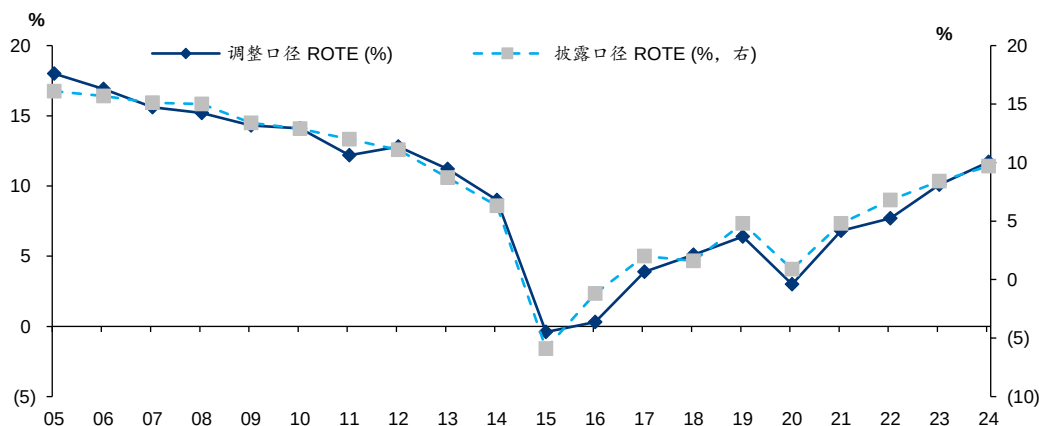
图表2：渣打集团及香港可比同业股价走势



资料来源：Wind，华泰研究

近年来渣打集团 ROTE 持续稳步提升，预计在 2026 年调整口径 ROTE 将达到 13%。2014 年受经营环境变化等因素影响，ROTE 中枢下降，2015 年下滑至-5.9%，后续年度虽有波动但整体处于相对低位。2021 年以来，受益于市场环境改善等积极因素，盈利逐步修复，2021 年为 4.8%，2022 年升至 6.8%，2023 年，渣打集团披露口径 ROTE 为 8.4%，到 2024 年进一步上升至 9.7%，增长了 155 个基点（24 年调整口径 ROTE 同比+1.6pct 至 11.7%）。展望未来，集团将继续推动 ROTE 提升，指引在 2026 年调整口径 ROTE 将达到 13%。

图表3：渣打集团 ROTE 变动：预计在 2026 年调整口径 ROTE 将达到 13%

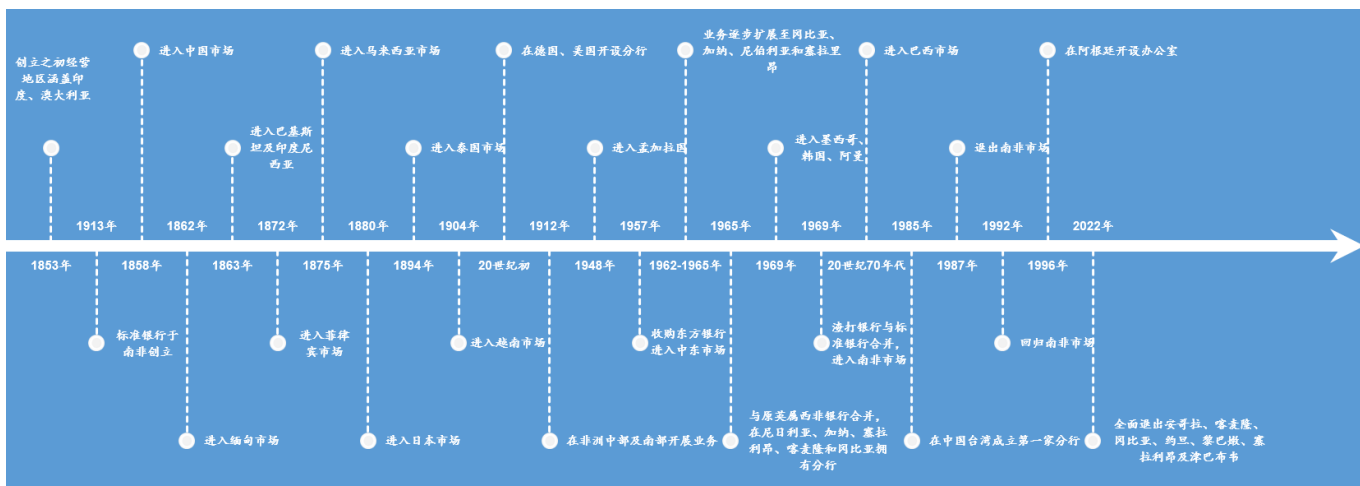


资料来源：公司财报，华泰研究

供应链分散化提速，网络银行优势凸显

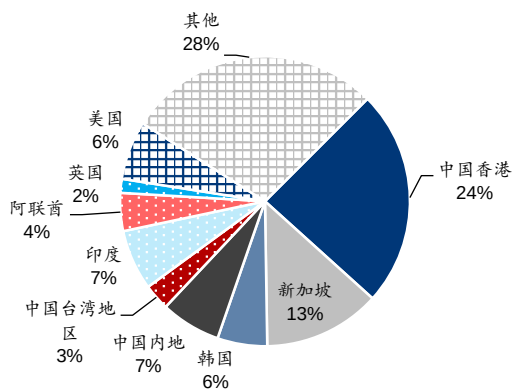
关税政策的不确定性加速全球产业链重构，企业“多点布局、绕道生产”的策略为渣打创造结构性机遇。为规避关税风险，企业加速推进供应链的区域化布局。如部分制造业从中国向墨西哥、越南、印度等国转移，以利用其低关税优势进入北美市场。企业供应链布局的区域分散化成为规避关税风险的核心策略，渣打银行的全球化网络布局在此过程中展现独特价值。渣打作为唯一完整覆盖东盟十国的国际银行，早在 20 世纪初便进入越南、泰国等市场，超过 75% 的全球网点与“一带一路”沿线市场重合，尤其在新兴市场（如越南、印度、阿联酋）的渗透率领先。此外，交易银行服务（现金管理、跨境支付、贸易融资）深度嵌入区域贸易链。随着供应链分散化需求提升，企业供应链覆盖的国家范围扩宽，渣打的网点密度与本土化服务能力将更深度绑定企业需求。

图表4：渣打集团网点扩张历程



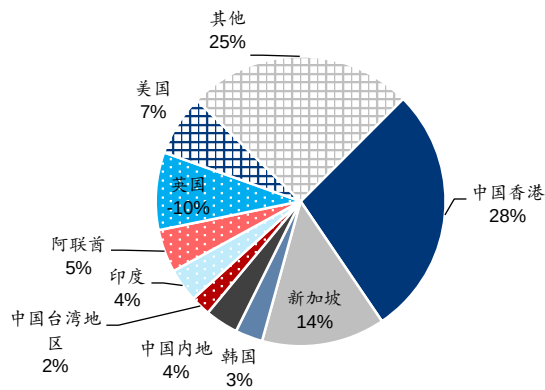
资料来源：公司财报，公司官网，华泰研究

图表5：2024 年渣打集团分地区营收占比



资料来源：公司财报，华泰研究

图表6：2024 年渣打分地区税前利润占比

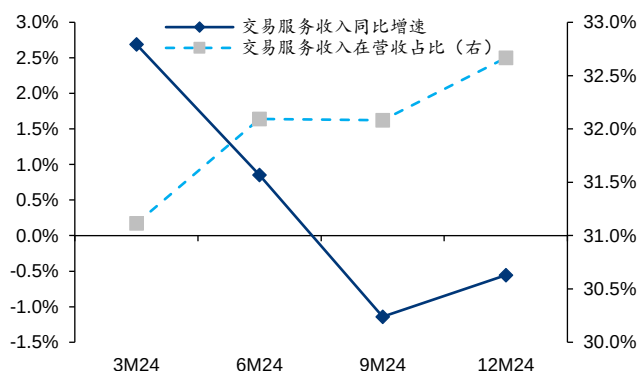


资料来源：公司财报，华泰研究

渣打中美跨境业务占全部对公业务收入占比仅 1%，关税影响整体可控。2024 年渣打交易服务收入达 64.3 亿美元，在营收中占比 33%。从跨境业务收入区域占比来看，渣打 1/3 跨境业务收入来自亚洲国家之间，其中约 20% 的跨境业务目的地为东南亚，而中美之间跨境业务占全部对公业务收入占比仅 1%（在跨境收入中占比 2%）。此外，随全球供应链区域分散化，渣打有望拥抱增量业务空间。一方面，企业供应链分散化催生多币种结算、外汇衍生品需求，渣打通过差额交割远期合约等工具帮助企业锁定关税成本。另一方面，渣打依托全球化流动性管理能力，为跨境企业提供实时汇率对冲方案，降低政策突变导致的资金链风险。2019-2024 年渣打跨境（网络）收入按 11% 的复合年增长率增长，2024 年占企业及投资银行业务总收入的 61%，公司指引预计中期内将占比提升至 70%。24 年渣打在印度

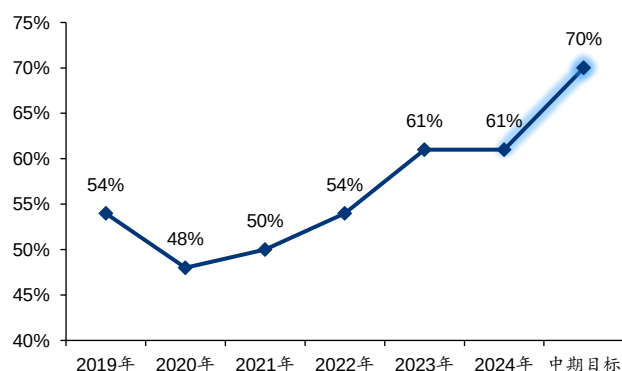
地区营收同比+10.1% (23 年-1.7%)，24 年印度地区营收占比 6.7%，产业链重构趋势下后续有进一步增长空间。

图表7：渣打集团交易服务收入占比及同比变动



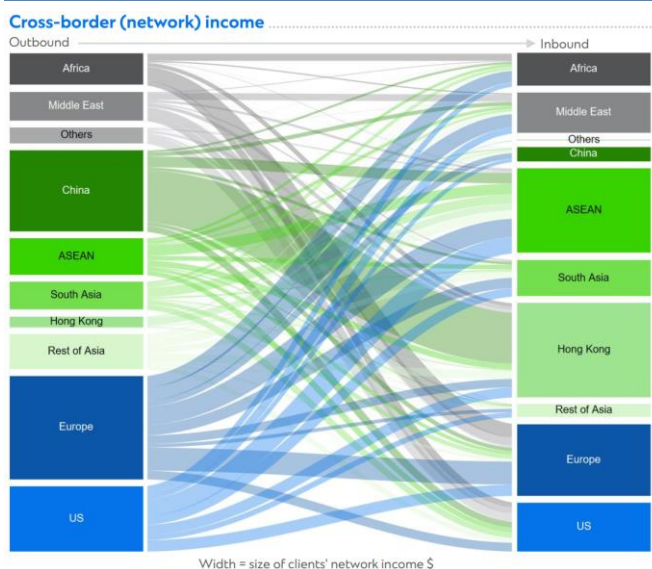
资料来源：公司财报，华泰研究

图表8：渣打跨境业务在对公业务中收入占比六成



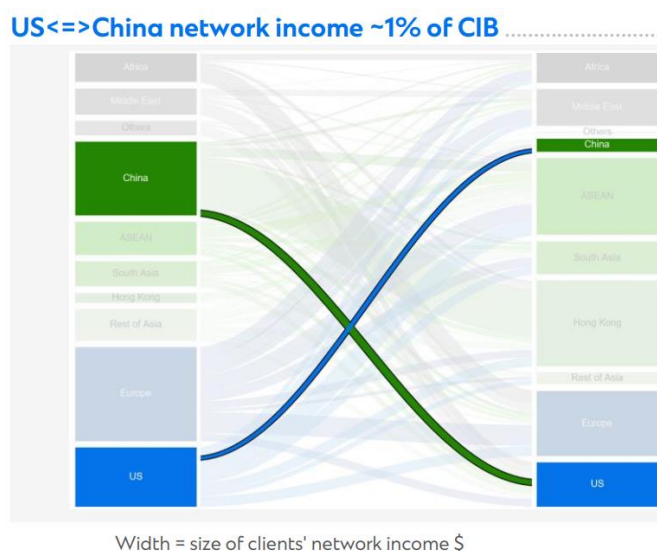
资料来源：公司财报，华泰研究

图表9：渣打跨境网络收入区域分布：以亚洲国家之间为主



注：线条宽度=通道网络收入规模
资料来源：公司财报，华泰研究

图表10：中美之间跨境业务占全部对公业务收入占比仅 1%

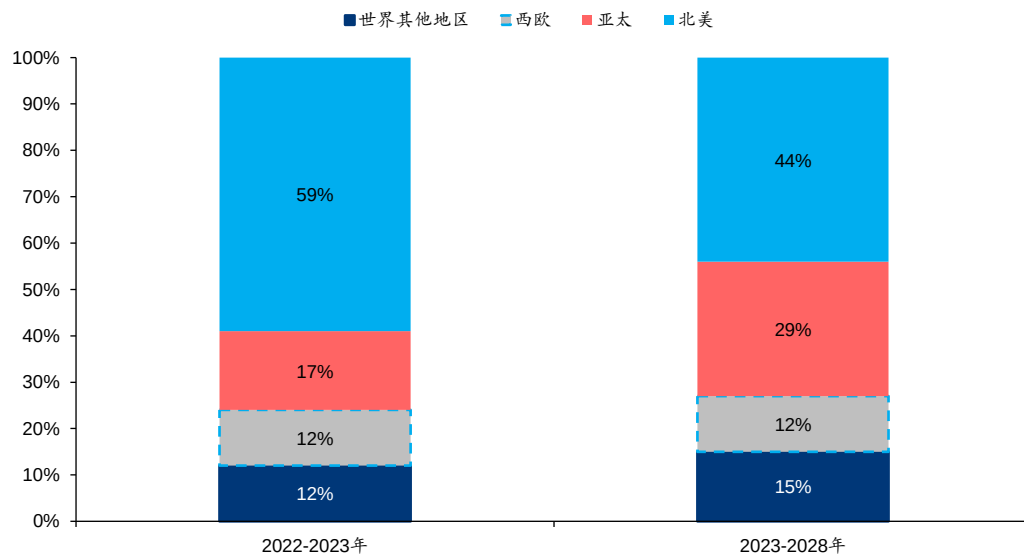


注：线条宽度=通道网络收入规模
资料来源：公司财报，华泰研究

跨境理财需求涌现，财富管理持续扩容

全球资产配置与跨境理财需求呈长期上升趋势，亚洲及中东新兴市场财富规模加速扩张。据 BCG 预测，2023-2028 年中国香港、新加坡、阿联酋跨境财富中心 AUM 复合增速达 6%-8.5%，领先全球。其中，中国香港地区具备低税率+开放市场体系优势，有望在 2028 年超越瑞士成为全球最大的跨境财富中心。两大结构性动力驱动行业：一是中国内地客户对海外资产配置需求持续释放，低利率环境催化存款转向投资品；二是全球高净值客群迁移加速，海外华人、印度裔及东南亚富裕客群贡献新增资金，形成离岸财富管理核心客群。展望未来，地缘政治紧张局势将持续推高对多样化和避险财富中心的需求，从而加快跨境财富的整体增长。

图表11: 据 BCG 预测, 预计到 2028 年, 亚太地区将贡献近 30% 的新增金融财富

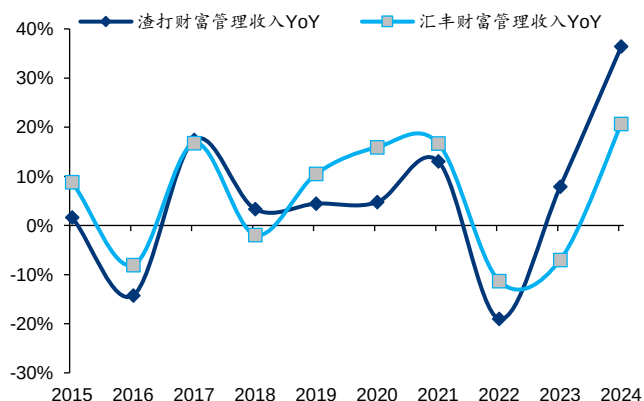


资料来源: BCG, 华泰研究

渣打 AUM 规模位于亚洲第三, 全球资产配置需求增加趋势下, 增量空间广阔。渣打 2024 年 AUM (2750 亿美元) 位列亚洲第三, 仅次于汇丰和星展 (AUM 分别约 5550 亿美元、3153 亿美元)。私行业务方面, 瑞银是亚洲私人银行 AUM 最大的机构, 但其专攻私行业务, 而渣打拥有强大的零售业务根基, 在长尾客户覆盖方面形成差异化竞争优势。此外, 零售客群可以持续转化为高价值的财富管理客源。本地市场和跨境客户均为渣打跨境客户的增长引擎。从渣打财富管理新流入资金客群结构看, 其中 1/3 来自华人群体, 1/4 来自海外印度人和东南亚的富裕客群, 余来自本地市场, 主要为香港、新加坡、中国内地。

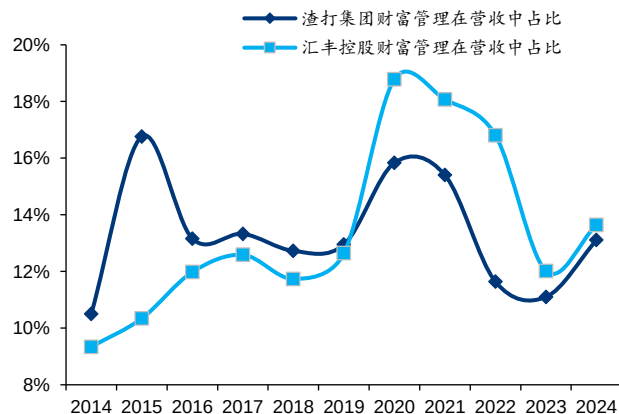
展望未来, 降息周期有助于推动资金从存款转向更高回报的理财产品, 优化财富管理收入结构。渣打明确未来五年财富管理增长路径, 计划未来五年 (2025-2029 年) 计划吸收 2000 亿美元 (年均 400 亿) 新增资金, 并通过“存款转投资”策略持续激活存量客户价值, 财富方案业务的收入有望按双位数复合年增长率增长。展望未来, 降息周期有助于推动资金从存款转向更高回报的理财产品, 优化财富管理收入结构, 将进一步支撑非息收入。

图表12: 渣打及汇丰财富管理业务收入同比增速



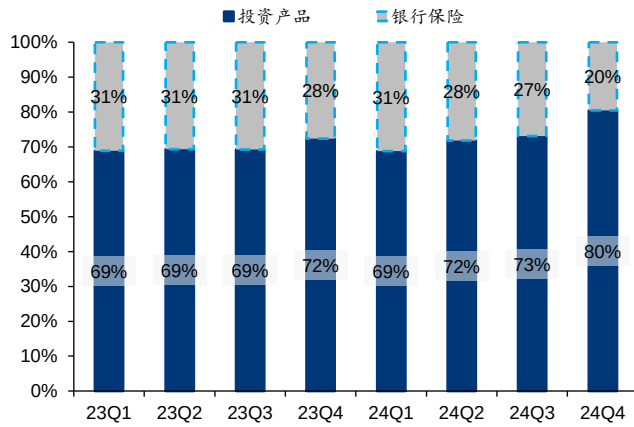
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表13: 渣打及汇丰财富管理业务收入在营收中占比



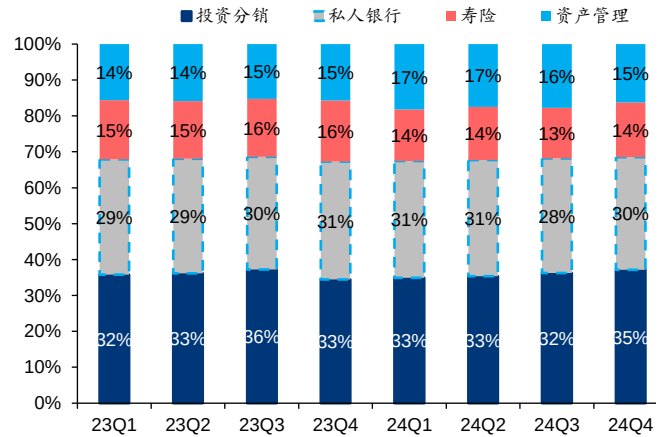
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表14: 渣打财富管理收入结构



资料来源：公司财报，华泰研究

图表15: 汇丰财富管理收入结构

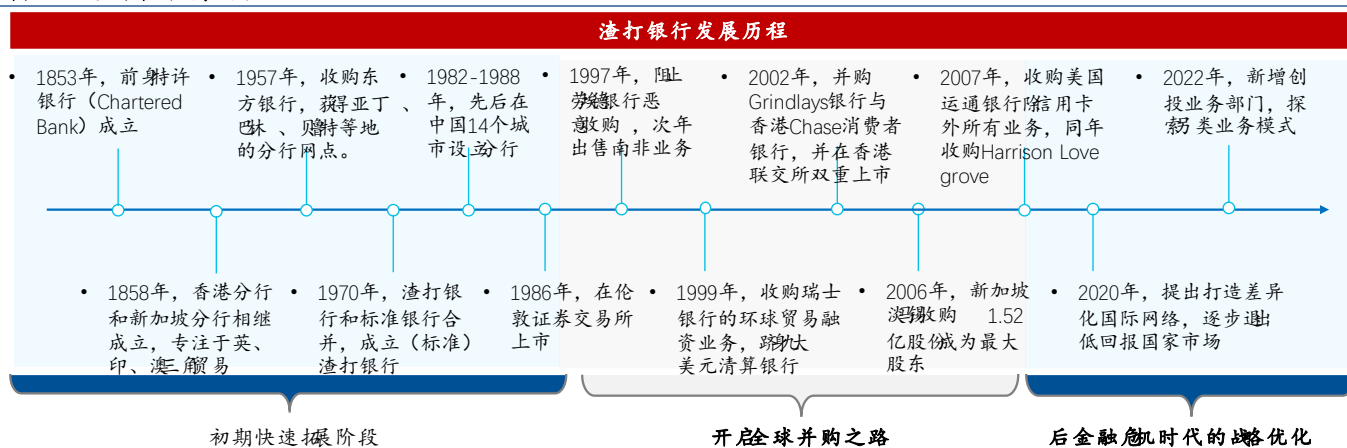


资料来源：公司财报，华泰研究

全局概览：深耕新兴市场的“百年老店”

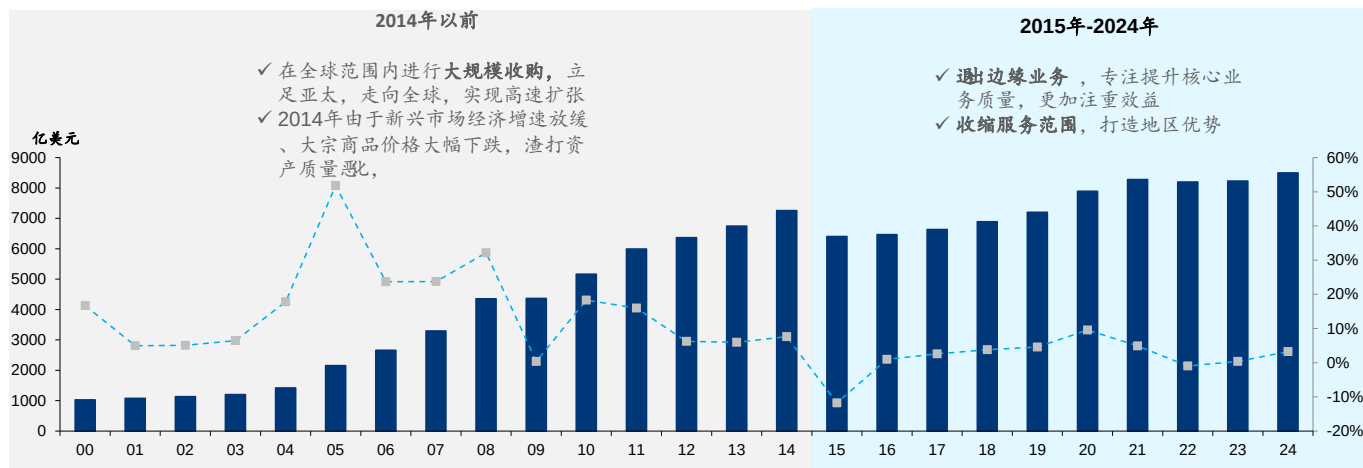
2015年后渣打集团坚持压降风险，存量风险有序出清。历史上渣打曾经历过快速扩张期，20世纪70-90年代，渣打加速在新兴市场的布局，尤其是在亚洲金融中心（香港&新加坡）深化业务。2000-2015年，渣打保持较快资产增速，在新兴市场保持高速增长，信贷需求激增。大规模扩张企业贷款，尤其是能源、大宗商品相关行业。2015年前后，大宗商品价格暴跌及部分新兴市场经济放缓，渣打贷款集中度较高的周期性行业不良率显著升高，导致渣打不良贷款激增，迫使渣打进行较大规模资产减记和重组。2015年后，渣打将发展重点由追求高速增长、业务宽度调整为注重收益+聚焦核心业务，由过去贷款驱规模扩张转向轻资产模式。近年来，渣打持续降低资本消耗，非利息收入占比高于同业，同时贷款投向风险偏好趋于稳健。

图表16：渣打集团发展历程



资料来源：公司财报，华泰研究

图表17：渣打银行发展历程及资产增速



资料来源：公司财报，华泰研究

渣打集团业务范围布局广泛，亚太地区为主要收入来源。渣打集团总部位于伦敦，业务网络遍及全球52个最有活力市场，全球网点主要布局在亚太地区、非洲及中东地区、欧洲及美洲地区。亚太地区方面，中国香港及新加坡地区收入贡献最大。2024年中国香港/新加坡地区经营收入占比分别为24.2%/13.1%。目前渣打在港市占率位列第三，仅次于汇丰、中银。欧洲及中东地区方面，渣打收入贡献最大的是英国、阿联酋。

图表18: 渣打集团分地区营收

地区	分地区经营收入占比							经营收入 18-24年CAGR
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
中国香港	36.8%	35.1%	32.0%	31.3%	29.7%	23.7%	24.2%	4.1%
新加坡	15.2%	15.3%	14.4%	14.6%	15.3%	13.9%	13.1%	8.8%
韩国	9.9%	9.1%	9.6%	10.0%	9.1%	6.1%	5.6%	1.4%
中国内地	8.0%	8.2%	8.5%	9.9%	9.2%	6.6%	6.7%	8.2%
中国台湾地区					3.8%	3.2%	2.9%	-
印度	9.3%	9.7%	11.4%	11.7%	9.8%	6.8%	6.7%	5.8%
印尼		2.6%	2.8%	1.9%	1.7%	1.4%		-
阿联酋	6.2%	5.8%	5.3%	5.0%	5.0%	4.5%	4.2%	4.6%
英国	8.0%	7.1%	8.7%	8.1%	8.2%	0.6%	1.5%	-15.2%
美国	6.5%	7.1%	7.2%	7.4%	8.2%	4.9%	6.5%	11.6%
其他						28.3%	28.5%	-
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	11.6%

资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表19: 渣打集团分地区税前利润

地区	分地区税前基本溢利占比							税前溢利 18-24年CAGR
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
中国香港	57.6%	53.0%	48.3%	31.7%	24.7%	32.4%	33.9%	5.8%
新加坡	14.8%	17.5%	4.2%	17.2%	21.0%	20.6%	16.7%	17.9%
韩国	7.4%	5.9%	10.7%	8.5%	8.2%	5.2%	3.7%	2.9%
中国内地	11.3%	11.6%	11.7%	4.0%	6.6%	4.5%	4.5%	-0.8%
中国台湾地区					2.8%	3.1%	2.7%	-
印度	4.9%	2.5%	12.8%	13.9%	9.9%	5.2%	4.5%	13.9%
印尼		0.2%	1.9%	0.9%	0.8%	0.7%		-
阿联酋	-0.4%	4.5%	-4.2%	6.5%	7.8%	7.4%	5.8%	-
英国	4.0%	1.6%	5.8%	8.8%	8.0%	-13.4%	-10.5%	-
美国	0.4%	3.4%	8.7%	8.4%	10.1%	4.2%	8.3%	95.8%
其他						30.0%	30.5%	-
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	15.6%

资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表20: 渣打集团分地区贷款

地区	分地区贷款占比							贷款 18-24年CAGR
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
中国香港	29.2%	29.7%	27.8%	29.0%	27.9%	25.2%	25.9%	3.4%
韩国	18.8%	17.7%	18.9%	18.4%	19.6%	17.8%	18.0%	4.7%
中国内地	13.6%	13.3%	15.1%	14.7%	16.1%	9.6%	7.9%	-3.7%
中国台湾地区	5.2%	5.7%	6.0%	5.9%	5.1%	4.6%	4.7%	3.5%
新加坡					3.7%	3.3%	3.5%	-
印度	6.7%	6.0%	5.1%	4.9%	4.9%	4.0%	4.0%	-3.4%
印尼		0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%		-
阿联酋	4.4%	4.0%	3.7%	2.9%	2.6%	2.4%	2.4%	-4.4%
英国	16.7%	16.2%	16.2%	17.2%	12.9%	8.9%	10.4%	-2.6%
美国	5.5%	6.6%	6.4%	6.3%	6.5%	7.9%	8.6%	13.7%
其他						15.5%	14.7%	-
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	5.5%

资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表21: 渣打集团分地区存款

地区	分地区存款占比							存款 18-24年CAGR
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
中国香港	31.6%	31.8%	32.5%	30.5%	29.6%	28.9%	31.0%	5.6%
韩国	15.8%	15.7%	15.2%	16.2%	17.0%	16.0%	17.1%	7.3%
中国内地	10.0%	9.9%	10.7%	10.3%	9.3%	6.9%	5.5%	-4.1%
中国台湾地区	5.9%	5.6%	6.3%	6.0%	5.2%	5.8%	5.3%	4.2%
新加坡					4.0%	3.5%	3.3%	-
印度	4.4%	3.6%	3.6%	3.2%	3.2%	3.5%	3.6%	2.2%
印尼		0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%		-
阿联酋	2.8%	2.6%	2.8%	2.5%	2.7%	2.6%	2.6%	4.7%
英国	25.1%	21.2%	19.5%	22.8%	22.3%	13.5%	15.9%	-1.9%
美国	4.4%	9.0%	8.8%	8.1%	6.1%	7.6%	4.5%	6.4%
其他						11.1%	11.3%	-
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	5.9%

资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表22: 渣打集团、汇丰控股、中银香港贷款分布: 渣打在新兴市场信贷投放力度较大

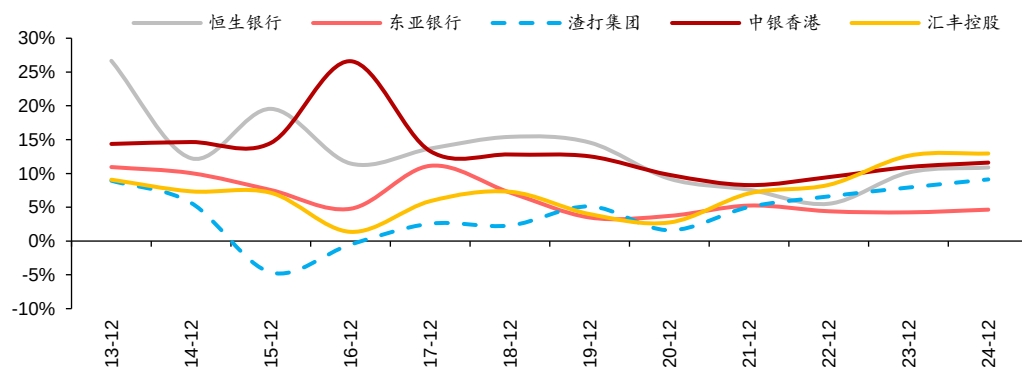
渣打	渣打集团分地区贷款占比							汇丰	汇丰控股分地区贷款占比							中银	中银香港分地区贷款占比						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国香港	29.2%	29.7%	27.8%	29.0%	27.9%	25.2%	25.9%	中国香港	41.6%	41.7%	41.0%	42.0%	41.8%	39.1%	38.3%	中国香港	79.6%	80.6%	81.4%	83.3%	84.9%	85.4%	85.3%
中国大陆	5.2%	5.7%	6.0%	5.9%	5.1%	4.6%	4.7%	中国大陆	5.6%	5.8%	6.2%	7.3%	7.1%	6.2%	6.3%	中国内地	10.0%	9.0%	7.5%	6.0%	5.3%	5.0%	4.2%
中国台湾					3.7%	3.3%	3.5%	海外地区	52.8%	52.6%	52.8%	50.7%	51.0%	54.7%	55.4%	海外地区	10.4%	10.4%	11.1%	10.7%	9.8%	9.6%	10.4%
海外地区	65.6%	64.6%	66.2%	65.2%	63.3%	66.9%	66.0%	英国	41.1%	41.2%	42.6%	41.2%	40.5%	43.3%	44.2%	东南亚	3.1%	3.6%	3.6%	3.5%	3.2%	3.2%	3.5%
新加坡	18.8%	17.7%	18.9%	18.4%	19.6%	17.8%	18.0%	美国	9.2%	8.6%	7.9%	7.1%	7.7%	7.7%	7.9%	其他	7.3%	6.8%	7.5%	7.2%	6.7%	6.4%	6.9%
英国	16.7%	16.2%	16.2%	17.2%	12.9%	8.9%	10.4%	墨西哥	2.6%	2.8%	2.3%	2.4%	2.9%	3.7%	3.3%	合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
美国	5.5%	6.6%	6.4%	6.3%	6.5%	7.9%	8.6%	合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%								
韩国	13.6%	13.3%	15.1%	14.7%	16.1%	9.6%	7.9%																
印度	6.7%	6.0%	5.1%	4.9%	4.9%	4.0%	4.0%																
印尼		0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%																	
阿联酋	4.4%	4.0%	3.7%	2.9%	2.6%	2.4%	2.4%																
其他						15.5%	14.7%																
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%																

资料来源: 公司财报, 华泰研究

模式洞察：业务轻+风险低+空间大

2018 年以来渣打非息收入对盈利能力贡献较高，利息净收入贡献相对偏低，成本收入比较高。横向看，渣打银行盈利能力较为一般，ROE 在可比同业（中银、恒生、汇丰、东亚）中排名靠后，主要由于利息净收入在营收占比偏低，且管理费用对盈利能力拖累较为明显。公司非息收入表现出色，2018 年以来中收、其他非息收入对盈利能力贡献位列可比同业第 1，且拨备计提对利润侵蚀较少。纵向看，2015 年后，渣打通过退出非核心业务和减少高风险贷款敞口，逐步降低客户贷款在总资产中的比重（贷款在总资产占比由 2015 年的 41% 下行至 2024 年的 33%），降低了对传统存贷业务的依赖，同时将资源向交易银行等非利息业务倾斜，有助于平滑利率下行时对营收的冲击。随渣打存量风险出清，近年来信用成本对利润侵蚀放缓，2020 年后 ROE 企稳回升。

图表23：渣打集团及可比同业 ROE 变动



资料来源：公司财报，华泰研究

图表24：渣打集团及可比同业 ROE 拆解结果（利润表科目/平均总资产）

2024年渣打集团及可比同业ROE拆解							2018-2024年渣打集团ROE拆解							
	渣打排名	中银香港	恒生银行	汇丰控股	渣打集团	东亚银行		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入	2	1.60	2.45	2.14	2.29	1.84	营业收入	2.14	2.08	1.59	1.77	1.96	2.15	2.29
利息净收入	5	1.31	1.78	1.09	0.77	1.92	利息净收入	1.33	1.10	0.88	0.83	0.96	0.95	0.77
利息收入	5	3.49	3.55	3.61	3.36	4.63	利息收入	2.61	2.37	1.58	1.25	1.93	3.34	3.36
利息支出	4	-2.18	-1.77	-2.53	-2.59	-2.71	利息支出	-1.28	-1.27	-0.70	-0.42	-0.97	-2.39	-2.59
中间业务收入	1	0.25	0.31	0.41	0.45	0.33	中间业务收入	0.53	0.50	0.41	0.46	0.39	0.40	0.45
其他非息收入	1	0.04	0.36	0.64	1.07	-0.41	其他非息收入	0.28	0.47	0.31	0.48	0.61	0.80	1.07
管理费用	5	-0.43	-0.88	-1.10	-1.51	-1.03	管理费用	-2.84	-2.58	-2.21	-2.27	-2.35	-2.43	-1.51
信用减值损失	1	-0.25	-0.28	-0.11	-0.07	-0.60	信用减值损失	-0.10	-0.13	-0.30	-0.03	-0.11	-0.06	-0.07
所得税	4	-0.19	-0.15	-0.24	-0.24	-0.14	所得税	-0.22	-0.20	-0.11	-0.13	-0.18	-0.20	-0.24
其他因素	4	0.23	-0.12	0.08	-0.05	0.40	其他因素	1.10	1.10	1.07	0.90	0.99	0.91	-0.05
ROA	5	0.96	1.02	0.76	0.43	0.47	ROA	0.09	0.27	0.04	0.23	0.32	0.37	0.43
权益乘数	1	12.11	10.62	16.99	21.07	9.95	权益乘数	24.58	19.30	37.82	21.63	20.48	21.38	21.07
ROE	4	11.61	10.89	12.95	9.12	4.64	ROE	2.30	5.12	1.60	5.04	6.61	7.92	9.12

资料来源：公司财报，华泰研究

图表25：渣打集团营业收入及同比增速变动



资料来源：公司财报，华泰研究

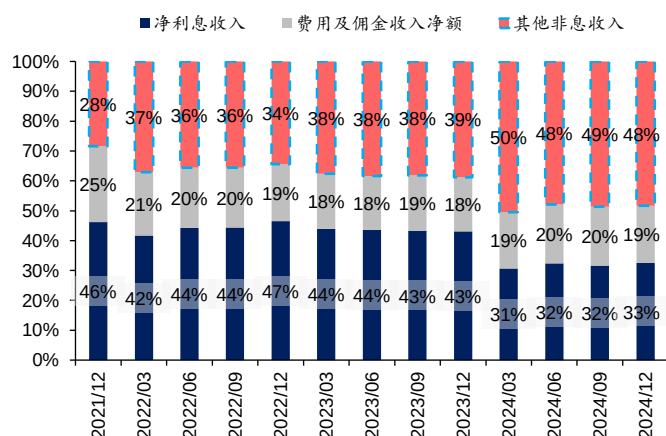
图表26：渣打集团归母净利润及同比增速变动



资料来源：公司财报，华泰研究

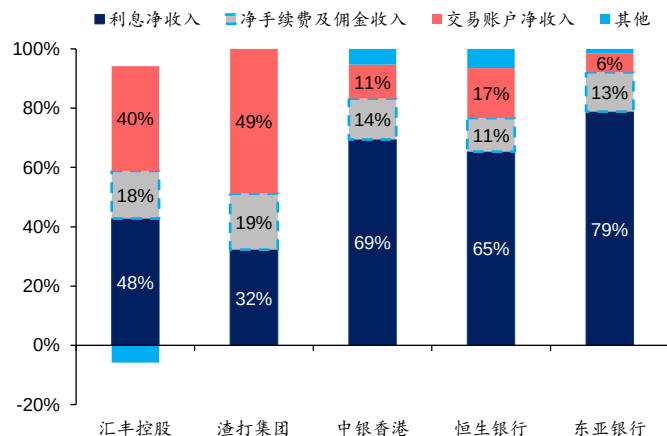
渣打集团以轻资产模式见长，非息收入对营收贡献高。2018 年渣打开始发力建设金融市场业务，压缩贷款占比，同时提升金融投资在总资产占比。24 年渣打集团金融投资在总资产占比达 48%。利息净收入、中收、其他非息在营收中占比分别为 33%、19%、48%。

图表27：渣打集团营收结构变动



资料来源：公司财报，华泰研究

图表28：2024 年渣打及可比同业营收结构

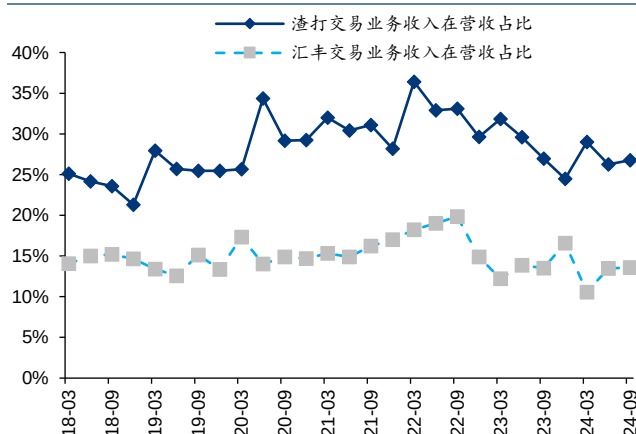


资料来源：公司财报，华泰研究

交易银行：营收主要贡献，增长动能强劲

2018 年以来，交易业务在渣打营收中占比整体维持在 20% 以上。从渣打分业务营收结构看，利息净收入主要由财富管理及零售银行业务贡献（占比 81%），其他非息收入主要由企业及投资银行业务贡献（占比 83%）。从结构上看，渣打交易银行业务收入主要以现金管理业务为主，即主要为客户提供现金支付、收款、账户服务、财务咨询、流动性管理、清算等服务，与全球贸易总额相关性较高。从结构上看，渣打集团客户主要以大型跨国企业为主，其交易银行业务客户中，大型跨国企业客户占比为 77%，而当地企业及零售客户占比分别为 22%、1%。

图表29：渣打集团、汇丰控股交易业务收入在营收中占比



资料来源：公司财报、华泰研究

图表30：2024年渣打各业务收入结构

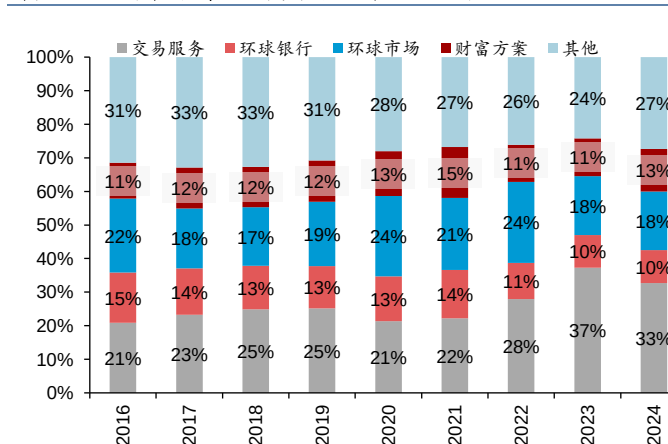
	财富管理				合计
	企业及投资 银行业务	及零售银 行业务	创投业务	中央及其 他项目	
净利息收入	33%	81%	2%	-16%	100%
费用及佣金收入净额	52%	50%	1%	-3%	100%
买卖及其他收入净额	83%	9%	0%	8%	100%
列账基准经营收入	61%	40%	1%	-2%	100%

资料来源：公司财报、华泰研究

交易服务对营收贡献最高，近期渣打集团优化业务结构。4月2日，渣打集团披露财务数据再分配公告，同时对各部门的业务结构进行了优化。目前渣打对公业务主要包括交易服务、环球银行、环球市场、财资业务（重分类后），零售业务主要包括财富管理、按揭及存款收入、信用卡及私人贷款以及其他无抵押贷款、财资业务（重分类后）。从营收构成看，交易服务占比超过30%，在各类业务中营收贡献稳居第一。近年来，环球银行业务占比有所下降，交易服务和财富方案业务营收占比有所上升。从营收增速看，近年来财富方案业务增速较快，2024年，财富方案业务营收增速28%，除交易服务业务营收增速有所回调，其余各类业务营收均实现正增长。

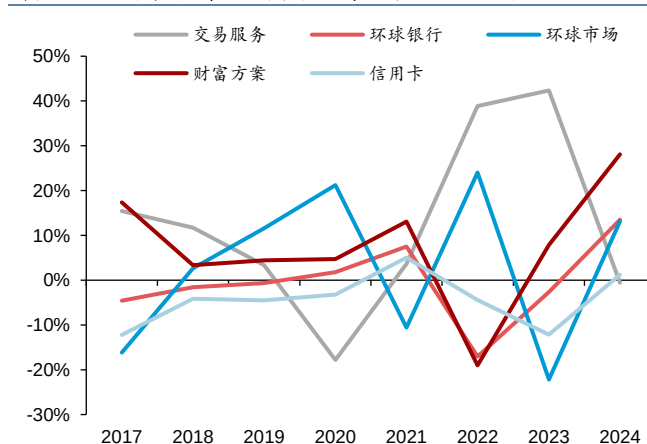
交易银行业务布局全球，主要围绕三大地区开展战略性布局，与“一带一路”沿线高度重合。伴随着全球产业链的重新调整，以及“中国+1”趋势的持续推演，渣打银行凭借自身独有的网点布局模式成为核心受益者。渣打集团业务已覆盖约60个国家，在全球各地共有近800家分行，为大约120个不同规模市场内的客户提供服务；在各大国际银行中，渣打网点布局最多，业务范围最广，在交易银行业务中占据天然优势。其网点布局与一带一路及产业链重构的方向基本一致，且超过75%的全球网点与“一带一路”沿线市场重合，为渣打集团在未来产业链重构布局中提供了坚实基础。

图表31：渣打集团按产品划分营收结构（口径调整后）



资料来源：公司财报，华泰研究

图表32：渣打集团按产品划分营收同比增速（口径调整后）



资料来源：公司财报，华泰研究

图表33：渣打各产品条线收入情况（口径调整后）

(百万美元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	4Q24同比	FY23	FY24	FY24同比
交易服务(Transaction Services)	1,561	1,608	1,654	1,647	1,603	1,593	1,572	1,666	1%	6,470	6,434	-1%
——支付及流动资金(Payments & Liquidity)	1,094	1,148	1,196	1,207	1,161	1,139	1,112	1,193	-1%	4,645	4,605	-1%
——证券及主要经纪服务(Securities & Prime Services)	141	131	138	140	141	153	156	161	15%	550	611	11%
——贸易及营运资金(Trade & Working Capital)	326	329	320	300	301	301	304	312	4%	1,275	1,218	-4%
环球银行业务(Global Banking)	411	447	447	400	472	488	475	500	25%	1,705	1,935	13%
——借贷及金融方案(Lending & Financial Solutions)	353	396	393	358	414	422	407	434	21%	1,500	1,677	12%
——资本市场和咨询(Capital Markets & Advisory)	58	51	54	42	58	66	68	66	57%	205	258	26%
环球市场业务(Global Markets)	922	877	716	534	1,041	796	840	773	45%	3,049	3,450	13%
——宏观交易(Macro Trading)	786	776	595	463	884	631	683	654	41%	2,620	2,852	9%
——信贷交易(Credit Trading)	121	116	122	92	167	165	174	138	50%	451	644	43%
——估值及其他调整(Valuation & Other Adj)	15	-15	-1	-21	-10	0	-17	-19	-10%	(22)	(46)	109%
财富方案业务(Wealth Solutions)	511	495	526	412	616	618	694	562	36%	1,944	2,490	28%
——投资产品(Investment Products)	352	343	364	298	424	444	507	452	52%	1,357	1,827	35%
——银行保险(Bancassurance)	159	152	162	114	192	174	187	110	-4%	587	663	13%
按揭及存款收入(Deposits & Mortgages)	974	1,004	1,036	1,008	1,020	1,041	1,051	1,058	5%	4,022	4,170	4%
信用、私人贷款及其他无抵押贷款(CCPL & Other Unsecured Lending)	275	264	270	259	260	270	281	270	4%	1,068	1,081	1%
创投业务(Ventures)	17	72	35	32	32	48	43	60	88%	156	183	17%
——数码银行(Digital Banks)	14	21	27	26	29	33	39	41	58%	88	142	61%
——创投(SCV)	3	51	8	6	3	15	4	19	217%	68	41	-40%
财资业务及其他收入(Treasury & Other)	-275	-212	-281	-268	108	-48	-52	-55	-79%	(1,036)	(47)	-95%
营业收入合计(Total underlying operating income)	4,396	4,555	4,403	4,024	5,152	4,806	4,904	4,834	20%	17,378	19,696	13%

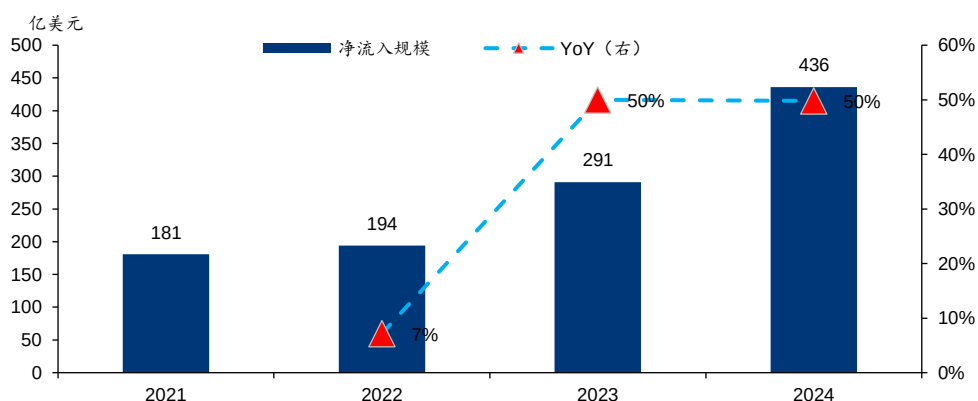
资料来源：公司财报，华泰研究

财富管理：代销范围广泛，产品货架丰富

多元化产品架构+客群分层经营，渣打差异化竞争优势构筑护城河。从区域布局看，渣打深度扎根亚洲、中东及非洲等增量市场，为唯一贯通东盟十国的国际银行，在中国香港、新加坡、阿联酋等高成长性跨境财富中心的布局具有先发优势。从产品壁垒看，渣打主打全开放产品架构，独家定制高净值产品（如私募股权、对冲基金），结构性产品及外汇工具占比超 70%，收益稳定且受市场波动影响小。从客群结构看，渣打集团采取客群分层经营，通过“零售客户升级+跨境客户吸纳”双轮驱动，2024 年新开户 26.5 万户（存量 240 万），44% 新资金源自客群升级，单个客户升级至私行层级可带来 170 倍收入跃升。在国际资金流动旺盛的带动下，2024 年新增资金净流入同比+61%至 440 亿美元，国际富裕客群人数同比+18%至 32.5 万。

财富管理以代销模式为基础，智能交易赋能业务发展，产品货架覆盖全球优质资产。渣打不设直有理财或资管子公司，彻底规避产品自营带来的利益冲突。代销范围覆盖全球金融机构的产品（如摩根大通、黑石等），确保产品库质量，并完全以客户收益为导向进行筛选推荐，建立以客户需求为中心的信任机制。依托开放式合作网络，渣打无缝对接头部机构资源，覆盖传统理财、公募基金、保险及另类投资（如 Apollo 私募信贷）等多元资产类别。此外，渣打智能交易赋能，定价能力专业。基于成熟的跨境股票交易系统 and 多经纪商平台，渣打可实时获取全球多个交易对手的竞争性报价。其动态定价引擎不仅能捕捉最优市场价格，还可根据客户需求量身定制交易方案（如大宗交易拆分），精准提升投资执行效率。

图表34：渣打集团富裕用户新增资金净流入



资料来源：公司财报，华泰研究

相较于瑞银等私行业务出色的竞争对手，渣打竞争优势体现在客群结构+产品模式差异两大维度：

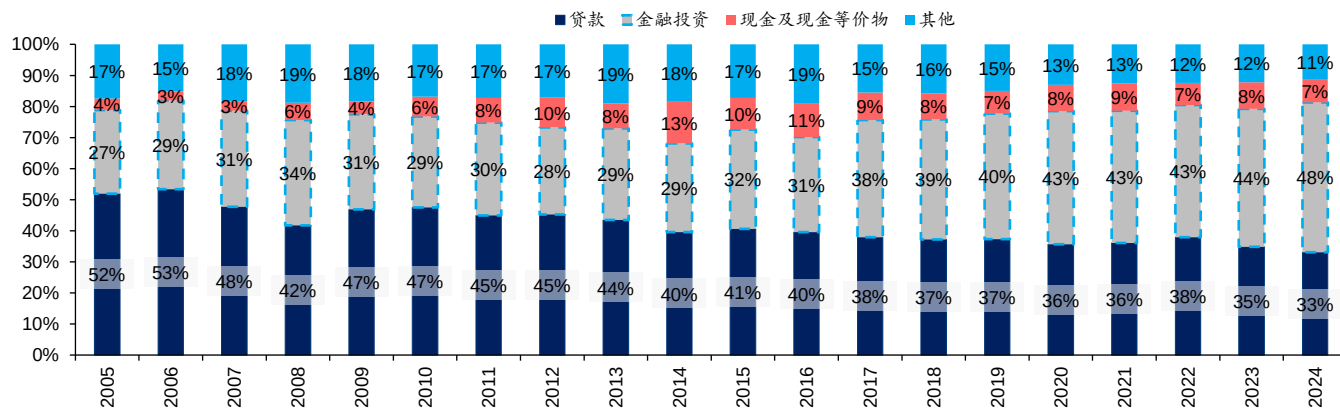
客群结构差异化，注重客群长期培养。渣打依托低准入门槛（优先理财账户 100 万港币起）和灵活分层定价策略，搭建起覆盖中高净值人群的零售客群体系。与 UBS 专注服务超高净值客户的精英化路径不同，渣打通过阶梯化服务机制，一方面向低 AUM 客户开放高收益产品的有限配置权限（如专设零售客户可申赎的优质债基组合），另一方面设计持有资产量变触发服务升级的转换通道，形成客群转化闭环。

产品模式差异化，依托代销模式+精选机制丰富产品货架。UBS 的核心能力在于为超高净值客户定制专属金融解决方案，而渣打聚焦代销模式下的标准化产品广度。作为纯代销机构（未自建理财及资管子公司），其产品货架囊括基金、结构性产品等全品类，并通过“买方立场+严选机制”强化组合优势。此外，对合作方进行筛选，优先引入黑石、摩根大通资管等全球金融机构产品。该模式使渣打在维持轻资本运营的同时，扩展标准化产品数量满足大众富裕客群多元化配置需求。

存贷业务：贷款占比偏低，息差压力仍存

渣打集团金融市场业务较优，金融投资资产在总资产中占比偏高。2024 年末渣打集团客户贷款、金融投资资产占比分别为 33%、48%，其中加息周期以来公司客户贷款占比明显下降，金融投资资产占比提升，主要原因在于贷款需求不佳的环境下公司将盈余的流动性更多用于支持金融市场业务。渣打金融资产在总资产占比由 2017 年末的 38% 提升至 2024 年末的 48%。

图表35：渣打集团资产结构变动



资料来源：公司财报，华泰研究

渣打银行贷款投放集中在亚太地区，近年来信贷投放风险偏好趋于稳健。分地区看，渣打贷款主要集中在中国香港、新加坡地区。24 年末渣打在中国香港、新加坡地区贷款占比分别为 25.9%、18.0%。24 年末渣打在香港地区贷款规模同比+0.3%，整体基本持平。如果 2025 年利率下降速度不达预期，可能导致香港信贷需求复苏偏慢。分行业看，渣打集团 2014 年后压降贷款投向风险偏好。能源、制造业、采矿业贷款在总贷款中占比呈现下行趋势，目前贷款多投向风险较低行业，如抵押贷款、政府类贷款、金融类贷款。

图表36：渣打集团贷款结构：风险较低的政府、金融机构贷款占比提升

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	同比
能源	6.8%	5.7%	4.5%	4.4%	4.1%	3.8%	4.7%	0.9%
制造业	9.3%	9.0%	8.5%	8.5%	7.2%	7.7%	7.4%	-0.3%
金融、保险和非银行	8.0%	8.2%	8.5%	8.5%	11.4%	11.1%	12.5%	1.5%
运输、电信和公用事业	6.3%	6.4%	6.2%	6.1%	5.5%	5.8%	6.6%	0.8%
食品和家居用品	3.9%	3.8%	3.4%	3.0%	2.8%	2.9%	3.1%	0.3%
商业房地产	5.8%	6.2%	6.7%	6.7%	5.4%	5.4%	5.4%	-0.1%
采矿和采石	2.5%	2.7%	2.0%	1.8%	2.0%	2.2%	2.1%	-0.1%
耐用消费品	3.4%	3.0%	2.2%	2.6%	2.3%	2.2%	2.3%	0.1%
建筑	1.5%	1.5%	1.6%	1.2%	1.1%	1.1%	0.9%	-0.1%
贸易公司和分销商	1.3%	1.3%	0.5%	0.5%	0.8%	0.3%	0.2%	0.0%
政府	5.2%	5.6%	8.5%	9.0%	13.8%	12.2%	10.3%	-1.8%
其他	2.1%	2.1%	2.1%	2.3%	1.7%	1.6%	1.8%	0.2%
对公贷款合计	55.9%	55.5%	54.7%	54.7%	57.9%	56.1%	57.3%	1.3%
抵押贷款	28.8%	28.6%	29.8%	29.4%	27.7%	28.4%	26.9%	-1.6%
CCPL 和其他无抵押贷款	6.7%	6.5%	6.2%	5.9%	5.8%	6.7%	6.6%	-0.1%
汽车	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	-0.1%
担保理财产品	6.9%	7.5%	7.0%	7.2%	6.3%	7.1%	7.8%	0.7%
其他	1.4%	1.7%	2.1%	2.7%	2.2%	1.7%	1.3%	-0.3%
个人贷款合计	44.1%	44.5%	45.3%	45.3%	42.1%	43.9%	42.7%	-1.3%

资料来源：公司财报，华泰研究

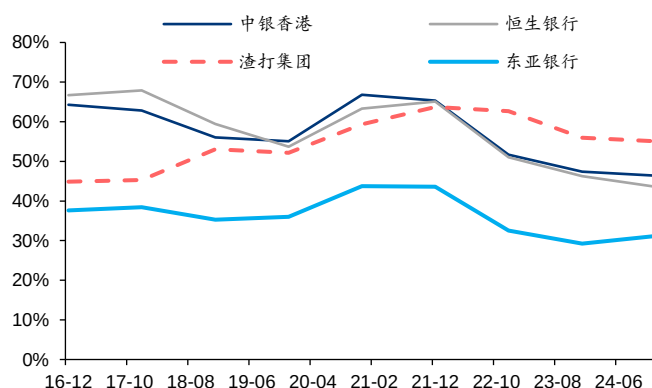
展望 2025 年，鉴于 2024 年利息净收入基数较高，指引预计 2025 年利息净收入难以正增长。渣打从 2021 年建利率套保，2024 年规模达 640 亿美金，有效抵消利率下行的负面影响。利率对冲有效降低渣打集团利率敏感度，如每 100 个基点平行下降对利息收入的影响，从 2023 年 8.9 亿美金减少到 2024 年 5.5 亿美金。但受市场利率波动+高基数影响，指引预计 2025 年利息净收入难以正增长。

图表37：渣打集团及可比同业定价变动

	净息差							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
汇丰控股	1.49%	1.49%	1.36%	1.19%	1.20%	1.42%	1.66%	1.56%
渣打集团	1.60%	1.58%	1.62%	1.31%	1.21%	1.41%	1.67%	1.94%
中银香港	1.57%	1.62%	1.69%	1.33%	1.09%	1.36%	1.53%	1.46%
恒生银行	1.85%	2.03%	1.99%	1.59%	1.42%	1.59%	1.89%	1.78%
东亚银行	1.65%	1.73%	1.85%	1.48%	1.37%	1.65%	2.14%	2.09%
	生息资产收益率							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
汇丰控股	2.37%	2.70%	2.84%	2.00%	1.64%	2.46%	4.67%	5.17%
渣打集团	2.70%	3.09%	2.31%	1.58%	1.83%	2.70%	4.76%	5.17%
中银香港	2.21%	2.54%	2.66%	1.82%	1.34%	2.05%	3.85%	3.89%
恒生银行	2.31%	2.73%	3.01%	2.30%	1.79%	2.45%	4.23%	4.39%
	计息负债成本率							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
汇丰控股	0.88%	1.21%	1.48%	0.81%	0.53%	1.24%	3.47%	3.95%
渣打集团	1.30%	1.75%	2.00%	1.14%	0.67%	1.46%	3.60%	3.22%
中银香港	0.55%	1.10%	1.29%	0.66%	0.34%	0.97%	2.73%	2.82%

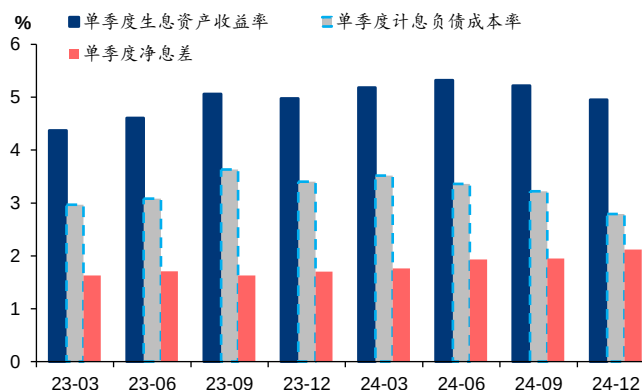
资料来源：公司财报，华泰研究

图表38: 渣打集团活期存款占比偏高



资料来源: 公司财报、华泰研究

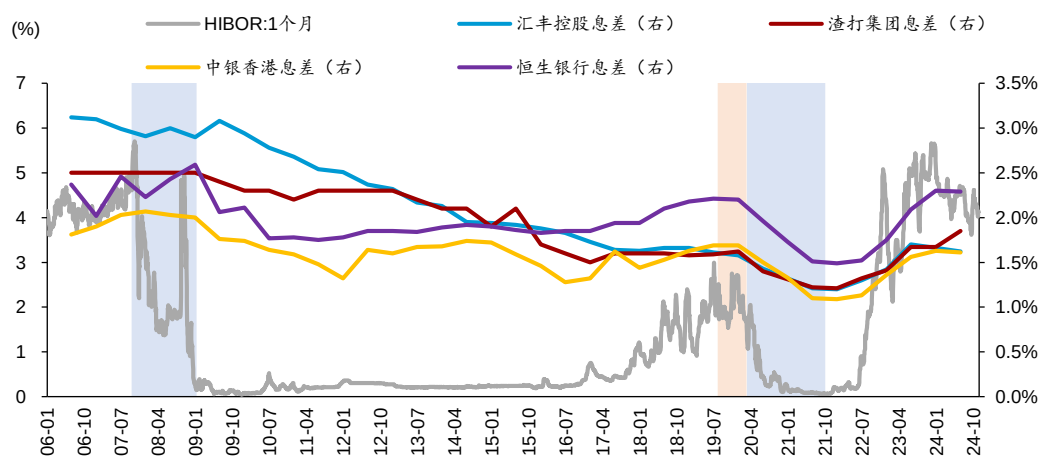
图表39: 渣打单季度生息资产收益率、计息负债成本率、净息差



资料来源: 公司财报、华泰研究

回顾 2007 年以来三轮降息周期, 香港银行息差下行 10-50bp 不等, 负债端通过结构优化, 比如活期占比提升、存款久期缩短, 对息差下行有一定的对冲。2007-2009 金融危机后, 美联储在 15 个月内大幅降息 500bp, 香港银行息差下行 10-30bp 左右, 资产端收益率平均下行 250-300bp, 负债端活期存款占比提升较快, 对息差有一定正向贡献。2019 年预防式降息, 美联储 3 个月内降息 75bp, 香港银行息差下行 15-25bp, 资产端收益率平均下行 40-60bp。2020 年新冠疫情后, 美联储 0.5 个月内降息 150bp, 香港银行息差下行 20-50bp, 资产端收益率平均下行 70-90bp。

图表40: 历史降息周期香港银行息差表现



资料来源: wind, 公司财报, 华泰研究

图表41：历史降息周期香港银行息差表现

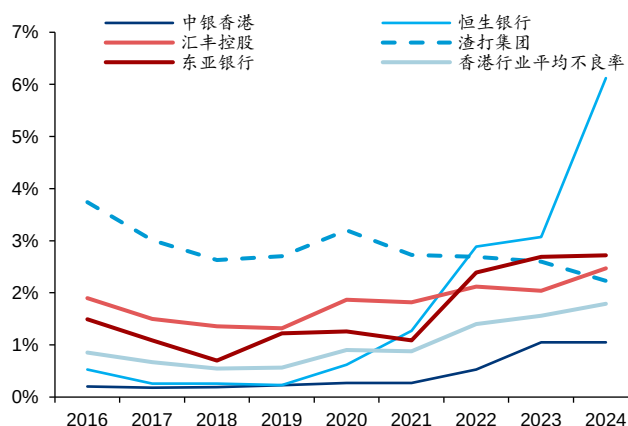
降息周期		2007.09-2008.12			2019.08-2019.10			2020.03.03-2020.03.16		
类型		纾困式降息			预防式降息			纾困式降息		
背景		救助美国经济从金融危机后修复，持续 15 个月，降息次数 10 次，利率从 5.25% 降至 0.25%，降息幅度 500BP			为防范内外需走弱可能引发的经济衰退风险，持续 3 个月，降息次数 3 次，利率从 2.5% 降至 1.75%，降息幅度 75BP			应对新冠疫情冲击，持续 0.5 个月，降息次数 2 次，利率从 1.75% 降至 0.25%，降息幅度 150BP		
联邦基金目标利率	起始	5.25%			2.50%			1.75%		
	结束	0.25%			1.75%			0.25%		
	变化 (bp)	-500			-75			-150		
		息差	生息资产收益率	计息负债成本率	息差	生息资产收益率	计息负债成本率	息差	生息资产收益率	计息负债成本率
汇丰控股	起始	2.91%	7.12%	4.26%	1.58%	2.84%	1.48%	1.43%	2.27%	1.00%
	结束	2.94%	4.48%	1.58%	1.43%	2.27%	1.00%	1.20%	1.64%	0.53%
	变化 (bp)	3	-264	-268	-15	-57	-48	-23	-63	-47
渣打集团	起始	2.50%	6.40%	4.50%	1.62%	3.34%	1.92%	1.40%	2.65%	1.39%
	结束	2.30%	3.90%	1.80%	1.40%	2.65%	1.39%	1.21%	1.83%	0.67%
	变化 (bp)	-20	-250	-270	-22	-69	-53	-19	-82	-72
中银香港	起始	2.07%	4.91%	3.26%	1.69%	2.66%	1.29%	1.50%	2.19%	0.94%
	结束	1.74%	2.05%	0.41%	1.50%	2.19%	0.94%	1.09%	1.34%	0.34%
	变化 (bp)	-33	-286	-285	-19	-47	-35	-41	-85	-60
恒生银行	起始	2.23%	5.20%	3.36%	2.20%	3.01%	1.02%	1.96%	2.64%	0.86%
	结束	2.11%	2.22%	0.38%	1.96%	2.64%	0.86%	1.49%	1.79%	0.37%
	变化 (bp)	-12	-298	-298	-24	-37	-16	-47	-86	-50

资料来源：wind，公司财报，华泰研究

资产质量：风险偏好稳健，香港 CRE 敞口低

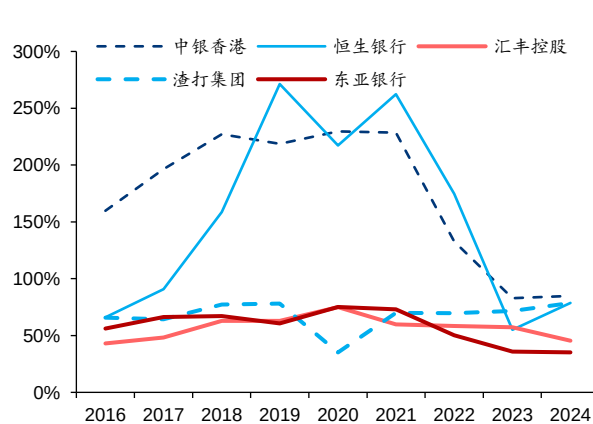
过去不良率一度高企，目前资产质量稳中向好。2014 年后风险偏好下移，压降周期性行业敞口。2014 年由于新兴市场经济增速放缓、大宗商品价格大幅下跌，渣打客户结构较多集中于新兴市场的周期性行业，如能源、制造业、采矿业，因此在 2014 年后几年间不良贷款和信用成本的大幅上升，2015 年高点公司信用成本达到 1.81%，贷款不良率达到 4.83%。此后公司压降周期性行业集中度，投资评级企业客户占比由 2013 年末的 40% 升至 2024 年末的 75%。2024 年末渣打集团不良贷款率 2.17%，环比 Q3 末下降 7bp，不良率环比改善。2024 年末拨备覆盖率 79%，环比 Q3 末持平。

图表42：渣打及可比同业不良率变动



资料来源：公司财报、华泰研究

图表43：渣打及可比同业拨备覆盖率变动



资料来源：公司财报、华泰研究

分行业看，香港商业地产敞口小，整体风险可控。渣打集团贷款投向以对公贷款为主，24年末对公/零售贷款占比分别为57%/43%。目前对公贷款不良率整体高于零售贷款，但对公资产质量边际改善，零售不良率有抬头趋势。24年末商业房地产、能源不良率分别为9.68%、6.45%，处于较高水平。中国商业地产风险敞口为20亿美元，且已计提14亿美元减值做好充分准备，覆盖率达90%以上，预计未来不会对信贷质量产生重大影响。尽管目前香港商业地产领域压力较大，但渣打香港本地房地产敞口22亿美元，在总贷款占比不到1%（占比远低于香港本地银行及汇丰），整体影响可控。

图表44：渣打集团分行业贷款不良率（第三阶段贷款占比）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
能源	5.92%	5.70%	7.99%	7.38%	10.11%	8.61%	6.45%
制造业	3.64%	3.95%	6.35%	3.30%	3.40%	2.90%	1.97%
金融、保险和非银行	1.37%	1.30%	1.26%	1.03%	0.54%	0.25%	0.43%
运输、电信和公用事业	5.95%	4.78%	5.82%	5.17%	3.87%	2.84%	1.76%
食品和家居用品	8.42%	5.59%	5.34%	4.13%	4.67%	4.25%	2.81%
商业房地产	2.39%	1.72%	2.11%	4.10%	7.72%	10.82%	9.68%
采矿和采石	9.47%	4.25%	4.85%	4.91%	3.96%	2.37%	2.08%
耐用消费品	7.38%	8.01%	9.61%	5.38%	4.99%	5.11%	4.49%
建筑	22.32%	18.45%	23.78%	24.71%	14.88%	11.59%	6.52%
贸易公司和分销商	13.29%	8.93%	19.25%	10.19%	4.89%	14.36%	12.55%
政府	0.00%	0.00%	0.90%	0.56%	0.39%	1.03%	0.69%
其他	5.24%	4.60%	5.12%	4.60%	5.92%	4.06%	3.63%
对公贷款合计	4.98%	4.07%	4.85%	3.92%	3.49%	3.50%	2.79%
抵押贷款	0.45%	0.52%	0.69%	0.67%	0.64%	0.62%	0.79%
CCPL 和其他无抵押贷款	2.48%	2.26%	2.51%	2.21%	1.94%	1.97%	1.85%
汽车	0.15%	0.17%	0.19%	0.00%	0.00%	0.32%	0.00%
担保理财产品	1.64%	1.72%	2.31%	2.21%	2.04%	2.29%	2.32%
其他	1.37%	0.98%	0.86%	1.19%	1.98%	2.44%	4.09%
个人贷款合计	0.98%	0.99%	1.20%	1.14%	1.09%	1.17%	1.34%

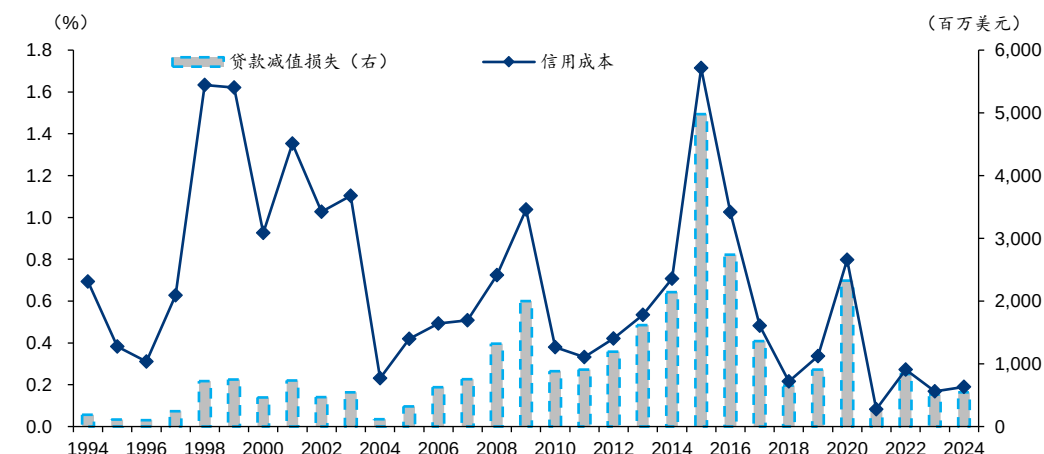
资料来源：公司财报，华泰研究

图表45：2024年末渣打集团及可比同业香港商业地产敞口对比

上市银行	敞口规模	高风险敞口	抵押物占比	LTV
汇丰控股	中国香港商业地产贷款规模332亿美元， 占总贷款比重4%	36亿美元次级贷款、46亿美元减值贷款，次级类和减值类占比分别约为11%和14%	54%有抵押，46%无抵押次级与减值贷款均来自有抵押部分，无抵押敞口无不良，90%内部评级为Strong和Good	次级贷款平均LTV46%，减值贷款平均LTV58%
渣打集团	中国香港商业地产贷款规模26亿美元， 占总贷款比重0.9%	三阶段类资产占比为0%	-	26亿美元中有82%是有抵押品担保，且平均LTV不足40%
中银香港	非中国大陆商业地产贷款2509亿港元， 占总贷款比重15%	不良率1.37%	抵押贷款约占30%，平均LTV比率不高于50%；无抵押贷款占比53%，主要集中于上市集团	平均LTV≤50%
恒生银行	中国香港商业地产贷款规模1310亿港元， 占总贷款比重16%	168亿港元次级贷款、198亿港元减值贷款，次级类和减值类占比分别约为13%和15%	2/3有抵押，1/3无抵押无抵押敞口主要为大型上市开发商，现金流来源较为多元化，无抵押敞口无不良，90%为投资评级。	次级贷款平均LTV<50%，减值贷款平均LTV<60%

资料来源：公司财报，华泰研究

图表46：渣打集团信用成本及贷款减值损失变动

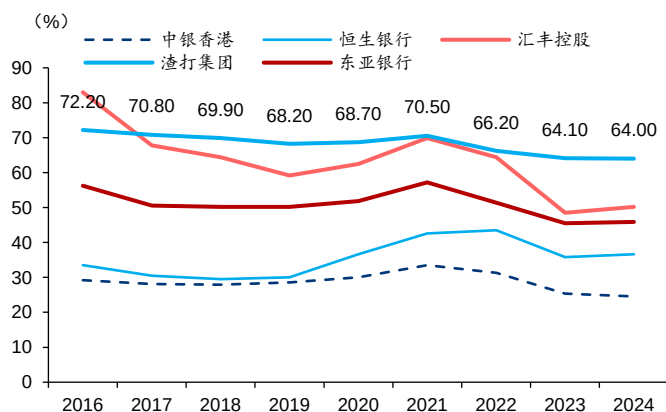


资料来源：公司财报，华泰研究

费用支出：加大管控力度，增强运营效率

成本收入比偏高，近年来加大费用管控力度，后续仍有压降空间。相较于可比同业，渣打成本收入比偏高，2016 年成本收入比一度达到 72%。渣打于 2024 年 2 月提出“提效增益”计划，旨在改善公司管理架构复杂和效率不足的问题，以推动业务流程精简、标准化、数字化，赋能未来增长。24 年成本收入比 64.0%，同比-0.1pct。公司指引 2025-2026 年每年录得正收入与成本增长差，即成本收入比为下行趋势，2026 年的经营支出将低于 123 亿美元（每年增长约 2%）。公司本次的“提效增益”计划主要集中在四个方面：组织架构简化、客户服务与平台自动化、建立标准化的财务控制和报告流程、技术更新换代。

图表47：成本收入比变动



资料来源：公司财报、华泰研究

图表48：2024A 渣打集团&汇丰控股&招商银行成本收入比拆分对比

科目	渣打集团	汇丰控股	招商银行
员工成本/营业收入	44%	28%	21%
行政支出/营业收入	13%	16%	9%
折旧、摊销和租赁费用/营业收入	8%	6%	3%
经营支出/营业收入 (成本收入比)	64%	50%	33%

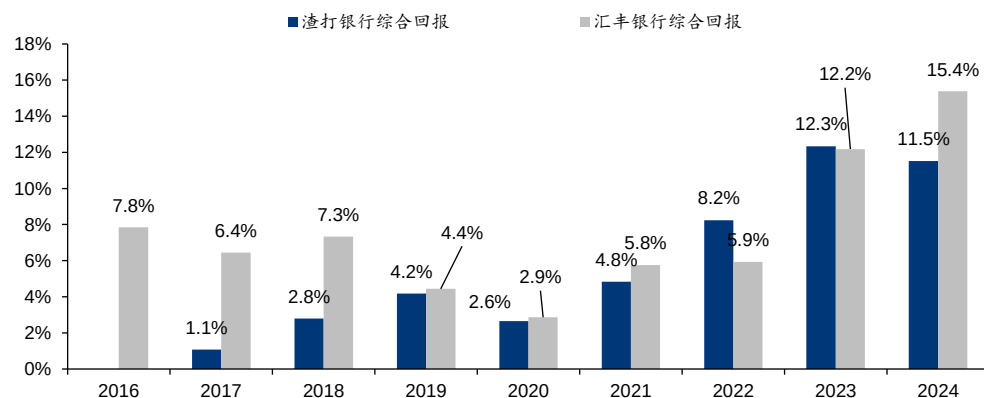
资料来源：公司财报、华泰研究

展望未来：挖掘轻资产模式潜在价值

高股东回报凸显配置价值。截至5月12日，渣打PB0.82倍，回购+现金分红综合回报达10.2%，估值水平远低于新加坡同业（星展银行/华侨银行/大华银行PB分别为1.82倍/1.35倍/1.26倍）。24-26年股东回报指引80亿美元，有望超额完成。股东回报策略吸引力强，当前回购+现金分红综合回报达到11.5%。目前渣打集团资本水平充足（24年末核心一级资本充足率较Q3末持平于14.2%）。2024年报渣打宣布回购15亿美元股票，每股分红0.37美元，并指引继续随时间提高每股全年股息金额。随着关税博弈边际放缓，渣打的网络价值与财富管理弹性有望驱动估值修复。

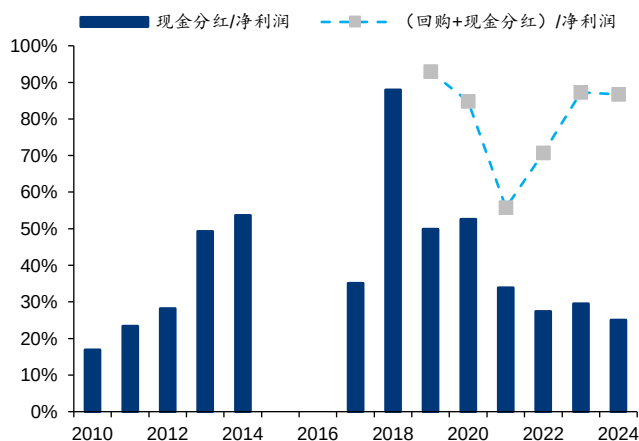
展望后续，渣打集团估值有望向轻资本标杆靠拢。相对于重资本业务，银行的轻资本业务具有弱周期、服务驱动的特点，对资本的依赖度较低且盈利更加稳定。渣打集团采取轻资本运行模式，非息收入对营收贡献大，资本消耗少，同时可以平滑利率波动对营收影响。参考海外同业，轻资本银行通常享有更高估值，如摩根大通、美国银行PB（MRQ）分别为2.12倍、1.14倍（截至2025/5/12）。我们认为渣打集团轻资本模式有望享受更高估值，后续PB提升仍有空间。

图表49：渣打集团、汇丰控股综合回报对比



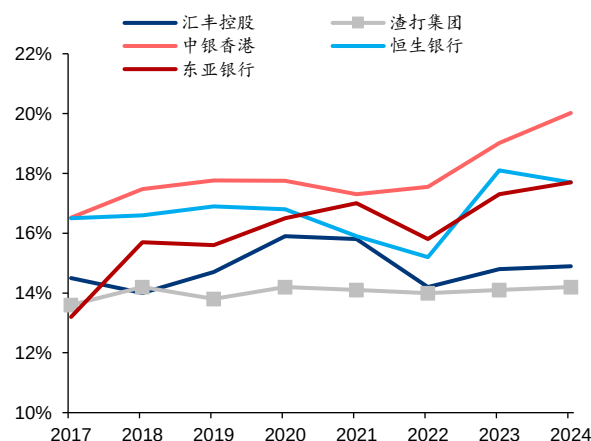
注：1) 综合回报 = (回购 + 现金分红) / 总市值；2) 以年末总市值计算
资料来源：公司财报，华泰研究

图表50：渣打集团历史派息变动



注：渣打集团2015年、2016年净利润为负数
资料来源：公司财报，华泰研究

图表51：核心一级资本充足率变动



资料来源：公司财报，华泰研究

盈利预测

公司经营有望维持稳健，关注息差下行压力。我们维持预测 25-27 年归母净利润为 38.3/39.6/43.6 亿美元，25 年 bvps 为 20.79 美元（前值 20.73 美元，主因股本变动），对应 PB 为 0.71 倍。可比公司 25 年 Wind 一致预测 PB 均值 0.93 倍（2025/5/12），我们认为公司短期仍受息差波动影响，但中长期受益于全球产业链重构，维持 25 年目标 PB0.85 倍，目标价 137.46 港币（25 年前值目标 PB0.85 倍，目标价 136.68 港币），维持“增持”评级。

1) 美联储降息驱动贷款增速提升，指引 RWA 有望低单位数百分比增长。渣打预计 2025 年贷款增速将受益于美联储开启降息周期，信贷需求有望温和复苏，叠加公司指引风险加权资产（RWA）实现低单位数百分比增长，预计 2025-2027 贷款同比增速分别为 3.11%、3.00%、3.00%。

2) 市场利率下行拖累息差，25 年利息净收入增长承压。受市场利率下行影响，渣打预计 2025 年利息净收入难以实现正增长。资产端结构性对冲工具有望缓释定价下行压力，预计 2025-2027 年净息差分别同比-5bp、-10bp、-10bp。

3) 加强管理费用管控，信用成本或有所抬升。公司通过“提效增益”计划（目标节省 15 亿元成本）优化运营效率，指引有望维持正收入-成本增长差，25 年成本收入比有望下行。减值计提方面，公司指引贷款损失率向 30-35bps 正常化，信用成本或小幅抬升，预计 2025-2027 年信用成本分别为 0.29%、0.33%、0.37%。

4) 资本回馈与 ROE 提升双线并进，长期目标清晰。在 13-14% 普通股一级资本比率目标下，公司指引 2024-2026 年股东累计回馈不低于 80 亿元，同时计划逐年提高股息。伴随经营效率改善，有形股东权益回报率（ROTE）预计 2026 年升至 13%。

维持 2025 年目标 PB0.85 倍。我们维持预测 25-27 年归母净利润为 38.3/39.6/43.6 亿美元，25 年 bvps 为 20.79 美元（前值 20.73 美元，主因股本变动），对应 PB 为 0.71 倍。可比公司 25 年 Wind 一致预测 PB 均值 0.93 倍（2025/5/12），我们认为公司短期仍受息差波动影响，但中长期受益于全球产业链重构，维持 25 年目标 PB0.85 倍，目标价 137.46 港币（25 年前值目标 PB0.85 倍，目标价 136.68 港币），维持“增持”评级。

图表52：关键假设、主要预测结果及其历史数据

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (美元百万)	18,019	19,543	20,476	21,191	22,403
+/-%	10.42	8.46	4.78	3.49	5.72
归母净利润 (美元百万)	3,017	3,593	3,829	3,961	4,360
+/-%	18.45	19.09	6.58	3.44	10.07
不良贷款率 (%)	2.47	2.17	2.13	2.13	2.16
核心一级资本充足率 (%)	14.05	14.24	14.60	14.20	13.88
ROE (%)	6.89	8.09	8.19	8.09	8.92
EPS (美元)	1.28	1.52	1.62	1.68	1.84
PE (倍)	11.64	9.78	9.17	8.87	8.06
PB (倍)	0.79	0.79	0.71	0.72	0.72
股息率 (%)	2.03	1.92	2.05	2.12	2.33

资料来源：公司财报，华泰研究预测

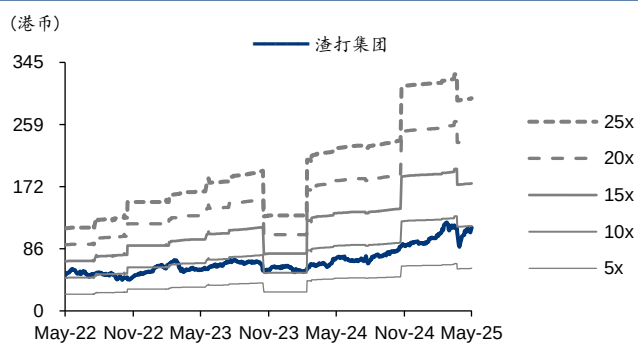
图表53：可比上市银行估值及盈利预测（2025/5/12）

代码	简称	2025 年 PB 估值 (倍)	2025 年 PE 估值 (倍)
0011 HK	汇丰控股	1.10	9.37
2388 HK	恒生银行	1.32	13.15
0023 HK	东亚银行	0.32	7.57
0005 HK	中银香港	0.96	8.50
	平均值	0.93	9.65

注：1) 2025 年 PB 估值、PE 估值均为 Wind 一致预期；2) 美元兑港元比例为 7.76

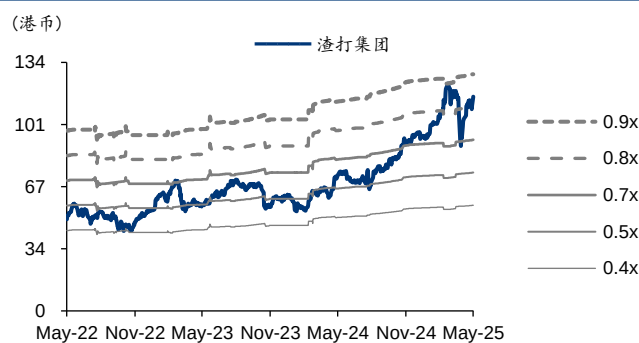
资料来源：Wind，华泰研究

图表54: 渣打集团 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表55: 渣打集团 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

风险提示

- 1) 主营市场表现不及预期, 影响非息收入增长。若主营地区资本市场表现偏弱, 可能导致证券经纪、代销、金融投资收益相关的非息收入表现承压。
- 2) 融资需求恢复较慢, 导致贷款增长承压。若经济复苏节奏不及预期, 可能导致企业端及零售端融资需求偏弱, 进而导致银行信贷增速放缓。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、贺雅亭，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或参考本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整体或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、贺雅亭本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和 / 或其联营公司，及 / 或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和 / 或其联营公司，及 / 或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者 专家投资机构使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者 请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及 / 或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及 / 或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可证编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司