

息差企稳+财富优异推动业绩稳增长

华泰研究

2025 年 10 月 29 日 | 中国香港

季报点评

区域性银行

经调口径下（固定汇率且扣非后口径），汇丰控股 25Q1-3 营收同比+4.8%，税前利润同比+4.5%，增速较 25H1-0.9pct、-0.6pct。董事会批准就截至 2025 年 12 月 31 日止财政年度派发第三次股息，每股普通股 0.1 美元，股息总额约 17.2 亿美元。公司上调 25 年 ROTE 指引至有望高于 15%（此前为约 15%），且将 2025 年银行账簿净利息收入指引由 420 亿美元上调至 430 亿美元。鉴于公司组织架构调整提升运营效率，维持“买入”评级。

规模持续增长，英国信贷需求修复

9 月末总资产/总贷款/总存款分别同比+4.4%、+1.4%、+4.6%，增速较 6 月末-2.8pct、-3.1pct、-4.8pct，香港贷款需求依然偏弱，贷款规模较 6 月末环比下滑，但目前英国地区信贷需求较好，主要是按揭贷款和部分交易相关对公贷款增量贡献。公司指引 25 年信贷需求仍待提振，但中长期客户贷款同比增速可达中单位数。

息差企稳回升，上调 NII 指引

前三季度银行业务净利息收益同比-1.3%，增速较上半年+2.7pct。25Q3 单季度净息差 1.56%，环比 25Q2+1bp，25Q3 生息资产收益率为 4.36%，环比 Q2 下行 13bp；25Q3 计息负债成本率为 3.01%，环比 Q2 下行 17bp。息差回升主因结构性对冲显效以及负债成本优化。公司将 2025 年银行账簿净利息收入指引由 420 亿美元上调至 430 亿美元，支撑上调的因素有两方面：一是利率对冲工具平滑降息影响，且三季度 Hibor 超预期回升至 3% 以上，对净利息收入影响有限；二是公司负债端成本持续优化。

财富管理强劲，外汇业务略有波动

经调口径下，Q1-3 非息同比+17.2%，增速较 25H1-6.9pct。非息收入中，25Q1-3 集团整体的财富管理业务收入增长 24.9%，增速较上半年+3.9pct，主因香港资本市场活跃驱动投资分销业务增长 31.1%。公司前三季度吸引的新增投资资产净值达到 730 亿美元，当中 420 亿美元来自亚洲。交易银行业务持续表现良好，前三季度批发交易银行业务的费用及其他收益同比+4.4%。其中，环球外汇业务收入同比+5.1%，增速环比上半年-13.8pct，主因 Q3 市场波动减小导致相关业务交易量收缩。

资产质量基本稳定，关注香港商业地产

9 月末不良率/拨备覆盖率 2.50%/42%，环比 6 月末+10bp/持平。测算 25Q3 单季度信用成本同比持平至 0.41%，公司维持指引 25 年信用成本约 0.40%。25Q3 单季度不良生成率环比 25Q2+10bp。目前公司香港商业地产资产质量压力仍存，主要压力来自办公楼领域（公司预计压力会持续到 2026 年），而住房按揭有企稳复苏趋势。9 月末核心一级资本充足率环比-0.1pct 至 14.5%。由于私有化恒生银行将导致核心一级资本充足率下行 125bp，25Q4-26Q2 暂停回购，以促进资本水平回到合意区间（14%-14.5%）。

给予 26 年目标 PB1.50 倍

鉴于公司息差韧性突出，我们预测 2025-2027 年归母净利润为 228.62/234.90/258.04 亿美元（较前值 +6.9%/+3.3%/+6.5%），26BVPS12.28 美元，对应 PB 为 1.12 倍。可比公司 2025 年 Wind 一致预测 PB 均值为 0.79 倍，我们认为公司战略定位+架构调整与香港资本市场形成共振，给予 26 年目标 PB1.50 倍，目标价 143.08 港币（前值 25 年目标 PB1.50 倍，目标价 134.83 港币），维持“买入”评级。

风险提示：主营市场表现不及预期；私有化进度低于预期。

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

143.08

沈娟

SAC No. S0570514040002
SFC No. BPN843

研究员

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

贺雅亭

SAC No. S0570524070008
SFC No. BUB018

研究员

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

蒲葭依

SAC No. S0570525090001
SFC No. BVL774

研究员

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

李润凌*

SAC No. S0570123090022

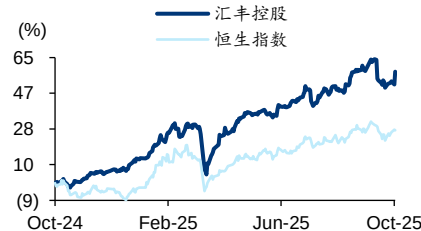
联系人

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

基本数据

收盘价(港币 截至 10 月 28 日)	106.50
市值(港币百万)	1,832,010
6 个月平均日成交额(港币百万)	1,689
52 周价格范围(港币)	68.70-112.20

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	65,854	67,459	69,381	72,384
+/-%	(0.31)	2.44	2.85	4.33
归母净利润(百万)	22,917	22,862	23,490	25,804
+/-%	2.16	(0.24)	2.75	9.85
不良贷款率(%)	2.41	2.46	2.46	2.46
核心一级资本充足率(%)	14.90	14.88	15.06	15.33
ROE(%)	12.38	11.85	11.40	11.86
EPS	1.33	1.33	1.37	1.50
PE(倍)	10.29	10.32	10.04	9.14
PB(倍)	1.28	1.17	1.12	1.05
股息率(%)	4.86	4.85	4.98	5.47

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 汇丰控股关键指标 (单季度)

关键指标	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
单季度净资产收益率	24.0%	15.2%	14.4%	0.5%	16.6%	10.7%	11.3%
单季度有形净资产收益率	26.1%	16.3%	15.5%	0.5%	16.6%	10.7%	12.3%
每股收益 (美元)	0.54	0.35	0.34	0.01	0.39	0.26	0.28
每股派息 (美元)	0.10	0.10	0.10	0.36	0.10	0.10	0.10
单季度净息差	1.63%	1.62%	1.46%	1.54%	1.59%	1.56%	0.00%
单季度生息资产收益率	5.31%	5.30%	5.19%	4.90%	4.66%	4.49%	0.00%
单季度计息负债成本率	4.10%	4.05%	4.07%	3.60%	3.34%	3.18%	0.00%
不良贷款率	2.26%	2.40%	2.47%	2.41%	2.46%	2.41%	2.50%
拨备覆盖率	51%	46%	45%	43%	43%	43%	42%
单季度年化信用成本	0.30%	0.15%	0.41%	0.57%	0.37%	0.44%	0.41%
单季度年化不良生成率	1.20%	0.92%	0.82%	0.47%	0.55%	0.57%	0.67%
核心一级资本充足率	15.2%	15.0%	15.2%	14.9%	14.7%	14.6%	14.5%
资本充足率	20.2%	20.1%	20.3%	20.1%	19.9%	20.1%	20.2%

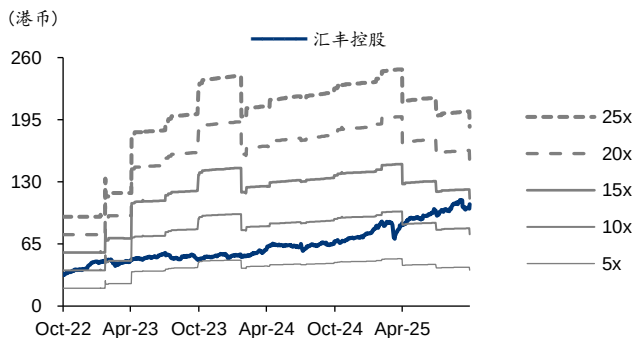
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表2: 可比上市银行估值及盈利预测 (2025/10/29)

代码	简称	2025 年 PB 估值 (倍)	2025 年 PE 估值 (倍)
2388 HK	中银香港	1.13	10.38
0023 HK	东亚银行	0.36	9.34
2888 HK	渣打集团	0.89	10.44
	平均值	0.79	10.06

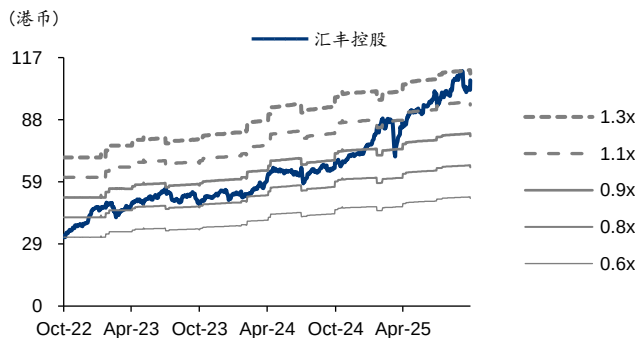
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 汇丰控股 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表4: 汇丰控股 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	66,058	65,854	67,459	69,381	72,384
利息收入净额	35,796	32,733	32,347	31,305	31,555
总营业费用	(32,070)	(33,043)	(32,515)	(33,997)	(35,468)
拨备前利润	33,988	32,811	34,944	35,384	36,916
所得税费用	(5,789)	(7,310)	(7,299)	(7,340)	(7,692)
减值损失	3,447	3,414	3,723	3,923	4,080
归母净利润	22,432	22,917	22,862	23,490	25,804

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	3,038,677	3,017,048	3,179,256	3,306,426	3,438,683
贷款净额	938,535	930,658	980,694	1,019,921	1,060,718
投资	897,254	904,806	953,452	991,590	1,031,253
总负债	2,846,067	2,824,775	2,970,758	3,087,767	3,207,381
总存款	1,611,647	1,654,955	1,740,482	1,809,035	1,879,113
银行间负债	73,163	73,997	77,821	80,886	84,020
权益合计	192,610	192,273	208,498	218,658	231,302

估值指标

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (倍)	10.52	10.29	10.32	10.04	9.14
PB (倍)	1.27	1.28	1.17	1.12	1.05
EPS (美元)	1.30	1.33	1.33	1.37	1.50
BVPS (美元)	10.77	10.75	11.67	12.28	13.01
每股股利 (美元)	0.65	0.67	0.66	0.68	0.75
股息率 (%)	4.76	4.86	4.85	4.98	5.47

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	1.48	(0.84)	5.38	4.00	4.00
存款	2.63	2.69	5.17	3.94	3.87
利息收入净额	9.77	(8.56)	(1.18)	(3.22)	0.80
总营业费用	(3.78)	3.03	(1.60)	4.56	4.33
归母净利润	51.34	2.16	(0.24)	2.75	9.85
盈利能力比率 (%)					
ROA	0.68	0.69	0.67	0.67	0.73
ROE	12.03	12.38	11.85	11.40	11.86
成本收入比	48.55	50.18	48.20	49.00	49.00
营业收入结构 (%)					
净利息收入/营业收入	54.19	49.71	47.95	45.12	43.59
成本收入比	48.55	50.18	48.20	49.00	49.00
减值损失/营业收入	5.22	5.18	5.52	5.65	5.64
资产质量 (美元百万)					
贷款减值准备	11,074	9,715	9,991	10,345	10,725
不良贷款	19,354	22,705	24,371	25,345	26,358
不良贷款率 (%)	2.04	2.41	2.46	2.46	2.46
不良贷款拨备覆盖率 (%)	57.22	42.79	41.00	40.82	40.69
贷款拨备率 (%)	1.18	1.04	1.02	1.01	1.01
信用成本 (%)	0.37	0.37	0.40	0.40	0.40
资本 (美元百万)					
核心一级资本净额	126,501	124,911	131,450	138,364	146,424
一级资本净额	144,163	144,127	150,666	157,580	165,640
资本净额	171,204	172,386	179,655	187,140	195,773
RWA	854,100	838,254	883,322	918,654	955,401
核心一级资本充足率 (%)	14.81	14.90	14.88	15.06	15.33
一级资本充足率 (%)	16.88	17.19	17.06	17.15	17.34
资本充足率 (%)	20.04	20.56	20.34	20.37	20.49

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、贺雅亭、蒲葭依，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。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（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）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券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，华泰证券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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）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。

华泰证券力求报告内容客观、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券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者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。华泰证券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。

华泰证券及作者在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，华泰证券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、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立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证券及/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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，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（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作，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。
- 汇丰控股（5 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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、蒲葭依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。
- 汇丰控股（5 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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证券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、专家投资者或机构投资者使用，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，了解来自或与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国价证券指数，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, 经营许可证编号为: 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

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司