

营收指引上调、ROTE 目标提前完成，高成长优势凸显

核心观点

渣打集团 3Q25 营收、利润均超预期，ROTE 保持同比上行趋势。息差降幅边际收窄，环球银行、财富管理均实现 20% 以上强劲增长。信用成本处于低位，香港商业地产及私人信贷敞口占比均不足 0.5%，影响微乎其微。渣打对未来展望更加积极，进一步上调全年营收指引至 7% 左右，13% 的 ROTE 目标将在今年提前完成，且将保持稳步向上的态势，26 年及中长期 ROTE 目标值得期待。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，兼具高成长优势和持续增长的红利属性。基于超预期的业绩表现和未来持续向上的 ROTE 趋势，上调目标价并维持银行板块首推。

事件

10 月 30 日，渣打集团披露三季报：3Q25 经调营业收入 51.5 亿美元，同比增长 5%；经调税前利润 19.85 亿美元，同比增长 9.9%。2Q25 不良率季度环比下降 17bps 至 1.93%；拨备覆盖率季度环比下降 3pct 至 80.1%。9M25 ROTE 为 16.5%，同比上升 4pct。

简评

1、营收持续超预期：息差降幅收窄助力净利息收入改善，非息增长保持强劲，财富管控、环球银行业务 20% 以上高增。3Q25 渣打经调营收（Underlying income）51.5 亿美元，同比增长 5%，高于市场一致预期（49.81 亿美元）3pct。营收超预期主要是财富管理、投行业务的非息增长更加强劲，同时息差边际企稳带动净利息收入降幅继续收窄。具体来看，3Q25 净利息收入 27.4 亿美元，同比下降 1.2%。渣打通过利率对冲工具及资产负债结构改善平滑降息影响，息差降幅明显收窄。生息资产规模增速逐步回升，公司预计全年净利息收入可以维持在小个位数负增长。3Q25 非息收入 24.1 亿美元，同比高增 13%，高于市场预期 4pct。非息收入超预期表现主要得益于财富管理、环球投资银行等条线的强劲增长，3Q25 环球银行、财富管理分别同比高增 24%、28%，今年以来资本市场繁荣带动投行业务量和新增富裕客群数量明显增长。目前 9M25 营收增速为 8%，持续超预期的业绩表现下，公司对未来展望更积极，上调 25 年营收指引至 7% 左右。

利润保持双位数高增，显著超预期。ROTE 保持同比上行趋势，13% 的 ROTE 目标将提前完成。3Q25 渣打经调税前利润 19.9 亿美元，同比增长 10%，超出市场预期 14pct。普通股股东净利润 12.1 亿美元，同比增长 20.2%，超出市场预期 23pct。9M25 ROTE 为 16.5%，同比上升 3.6pct。渣打预计有望今年就圆满完成 ROTE 逐步上升至 13% 的业绩目标，且仍将持续提升。（接下文）

渣打集团 (2888.HK)

维持
买入
马鲲鹏

makunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060001

SFC 编号:BIZ759

李晨

lichenbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060002

SFC 编号:BSJ178

王欣宇

wangxinyu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070014

发布日期： 2025 年 10 月 30 日

当前股价： 159.50 港元

目标价格 6 个月： 182 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
5.42/6.70	13.12/10.15	80.94/53.98
12 月最高/最低价 (港元)		159.50/89.00
总股本 (万股)		228,475.71
流通 H 股 (万股)		228,475.71
总市值 (亿港元)		3,850.69
流通市值 (亿港元)		3,850.69
近 3 月日均成交量 (万)		113.34

Temasek Holdings (Private) Limited	18.44%
------------------------------------	--------

股价表现



具体来看，在营收持续超预期的同时，渣打的成本端也在稳中有降，逐步优化。3Q25 信用成本率保持在 0.27% 的较低水平，仍低于公司 30-35bps 的中长期指引。信用成本维持低位，主要得益于公司香港商业房地产敞口极小，影响微乎其微。同时部分对公大客户的评级上调，部分不良贷款转回、核销。营业支出同比增长 4%，9M25 成本收入比同比下降 2pct 至 55.6%，主要得益于公司降本增效计划（Fit for growth）的持续推进。有效所得税率同比下降 8pct 至 25%，二季度财务资源再分配对业绩和 ROTE 的利好开始逐步体现。

2、渣打对未来展望更加积极，高成长优势凸显：进一步上调全年营收指引至 7% 左右。13% 的 ROTE 目标在今年就提前完成，且将继续保持稳步向上的态势，26 年及中长期 ROTE 目标值得期待。（1）营收方面，公司保持 2023-2026 年营收 CAGR 为 5%-7% 的指引。同时 25 年营收增速指引由 5% 上修至 7% 左右，超预期。一方面，目前美联储降息幅度基本如期变化，且未来降息节奏仍有望趋缓，能够平稳下降到 3% 左右的合意利率区间。叠加渣打通过资产负债结构优化、以及利率对冲工具来平滑降息影响，公司预计全年净利息收入有望仅小个位数下降，明年趋势进一步向好。另一方面，全球交易银行、财富管理的极强趋势将持续为渣打贡献非息收入增量。根据公司指引，企业及机构业务中长期目标为实现 5%-7% 的增长，同时财富管理要持续实现双位数增长。非息收入的强力支撑下，预计渣打 2023-2026 年的 5%-7% 的营收 CAGR 指引也有望超预期实现。（2）成本方面，公司指引 2026 年营业成本将低于 123 亿美元。根据测算，2024-2026 营业成本 CAGR 控制在 1.5% 左右。渣打目前逐步推进降本增效计划，成本收入比有进一步压降空间。（3）信用成本方面，公司披露目前在全球范围内未见显著潜在风险，且部分对公大客户风险在持续压降。目前渣打香港商业地产的敞口极小，预计信用成本能保持在 30-35bps 区间。（4）二季度财务资源再分配后，有效所得税率已经下降至 25%，对利润释放的利好将持续体现。综合来看，渣打营收保持大个位数增长，同时信用成本稳定+成本持续优化，利润的持续高增将带动 ROTE 逆势上升。原定 26 年完成的 13% 的 ROTE 目标在今年就有望提前完成，且公司表示 ROTE 仍将继续保持稳步向上的态势，26 年及中长期 ROTE 目标（26 年上半年公布）值得期待。

3、企业及机构业务收入保持稳定增长：资本市场繁荣带动投行业务收入创新高；环球市场业务能力强，三季度外汇波动性减弱下仍保持小幅正增长。渣打集团 3Q25 企业及机构部门（CIB）收入 29.7 亿美元，同比增长 2%，前三季度收入占总营收占比保持在 60% 左右稳定水平。具体来看，（1）交易服务业务收入同比下降 5%，主要是受降息及利率下降的影响，贸易业务量仍在持续增加，贸易贷款规模和贸易相关非息都实现稳定增长。其中贸易及运营资金收入同比增长 1%，现金管理类业务同比下降 9%，主要是美联储降息后利率下降导致的。三季度开始全球贸易活动逐步回归正常，贸易战的影响正在减弱，全球转口贸易业务量、现金管理需求都在持续修复。证券服务业务同比增长 6%，主要是托管规模和经纪费用的增加。（2）环球银行业务同比大幅增长 24%，资本市场繁荣带动投行业务收入保持强劲。其中借贷及金融方案业务同比增长 22%，主要得益于业务量明显上行，银团贷款规模和分销量的大幅提高。资本市场及顾问同比增长 35%，主要得益于债券发行量的大幅提高以及并购活动的增长。（3）环球金融市场业务收入同比增长 1%，其中宏观交易同比下降 1%，信用交易同比增长 18%。主要是三季度外汇市场波动性减弱下，非经常性收入同比略显疲软导致的。但渣打金融市场业务能力较强，叠加新兴市场利率产品的客户活动仍在持续增强，因此经常性收入仍保持同比 12% 的高增。

4、股市走强+跨境理财旺盛需求下，财富管理实现 30% 左右的强劲增长，较上半年继续提速，超预期。3Q25 渣打集团财富管理业务同比大幅增长 28%，较 1H25 继续提速，超预期。财富管理收入占总营收比重提升至 15%。投资产品和保险收入分别同比增长 36%、6%。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，同时今年以来亚洲资本市场相对更加活跃。3Q25 新增 6.7 万户富裕客群，较 2Q25 继续多增 0.3 万户，新客增长趋势持续提速，亚洲富裕客群的跨境理财需求十分旺盛。3Q25 净新增资金 133 亿美元，同比高增 28%，其中仅 51 亿美元流入存款，其余 82 亿美元均配置理财相关产品。富裕客群 AUM 规模达 4380 亿美元，季度环比增长 4%。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。

5、资产负债结构优化+结构性对冲，净息差降幅边际收窄。叠加生息资产规模增速逐步回升，净利息收入趋势稳中向好。3Q25 渣打集团经调净息差为 1.94%，季度环比下降 4bps。9M25 净息差为 2.01%，同比持平。渣打今年以来通过资产端压降低收益资产占比、负债端推动 CASA 存款占比上升、以及加大结构性对冲工具等方式，努力平滑降息影响。根据公司最新披露的利率曲线，预计 25 年一揽子货币平均利率水平为 3.4%左右，较前次预期上调 10bps 左右。在目前美联储降息路径基本明确的情况下，净息差降幅有望持续收窄。资产负债两端来看，生息资产收益率季度环比下降 9bps 至 4.52%，主要是降息环境导致的资产端利率下降，但利率降幅已经较 2Q25 明显收窄。负债成本季度环比下降 10bps 至 2.41%，主要得益于交易银行现金管理和财富存款增长带来的 CASA 占比提升。利率对冲工具方面，截至 1H25，渣打利率对冲工具规模达 750 亿美元，较年初继续增加 110 亿美元，平均到期期限为 2.7 年，平均利率水平为 3.6%，能够完美覆盖降息周期。

规模上看，渣打 3Q25 信贷规模同比下降 1%，但生息资产规模同比增长 5.2%，预计加大了部分债券、同业或其他高收益资产的配置。随着降息后信贷需求逐步好转，公司预计信贷有望逐步回升到小个位数增长。存款规模季度环比增加 1.7%，主要是富裕客群持续流入，财富存款增长贡献主要增量。目前渣打对公业务条线 CASA 占比、前四大市场零售存款 CASA 占比分别季度环比持平于 64%、52%。预计 CASA 存款占比将继续稳中有升，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。

6、不良率季度环比大幅下降，信用成本处于低位。香港商业地产及私人信贷敞口均极小，影响微乎其微。3Q25 渣打集团三阶段贷款占比季度环比继续下降 17bps 至 1.93%，主要是部分对公大客户的评级上调，以及加大了不良贷款的核销与处置。拨备覆盖率季度环比下降 3pct 至 80.8%，拨备计提相对同业更稳健。3Q25 信用减值损失为 1.95 亿美元，其中对公贷款信用减值 0.64 亿美元，主要是香港房地产的信用减值增加了 0.25 亿美元。零售贷款信用减值 1.07 亿美元，季度环比下降 0.46 亿美元，零售信贷资产质量继续边际改善。公司自 2014 年以来持续加强自身风险管控能力和低风险偏好的文化，业务转型后客群也更加聚焦高质量的财富客户、大型跨国客户和金融机构，潜在风险敞口很小。根据公司披露，目前全球范围内未见较大潜在不良风险，不良贷款生产率仅 0.24%，较去年同期基本保持稳定，且小于 30-35bps 的历史平均水平。预计信用成本仍能维持稳定低位水平，中长期指引保持在 30-35bps 不变。

香港房地产方面，9M25 渣打香港商业房地产总敞口仅为 18 亿美元，较上半年继续下降 3 亿美元，目前占集团总资产比重仅 0.2%，影响极小。阶段三不良贷款占比 5%，季度环比提高 1pct，主要是仍是部分写字楼等经营性房地产信用贷款资产质量承压。私人信贷方面，截至目前渣打私人信贷相关总敞口不足 30 亿美元，占总资产比重低于 0.3%，占比极小。渣打在私人信贷方面采取与常规贷款相同的风险管控机制，并且定期进行风险核查，目前并未发现潜在风险。

7、投资建议：渣打集团 3Q25 营收、利润均超预期，ROTE 保持同比上行趋势。渣打对未来展望更加积极，进一步上调全年营收指引至 7%左右。13%的 ROTE 目标在今年就提前完成，且将继续保持稳步向上的态势，高成长优势凸显。息差降幅边际收窄，净利息收入趋势有望稳中向好，全年降幅保持在小个位数。资本市场繁荣带动投行业务收入创新高；环球市场业务能力强，三季度外汇波动性减弱下仍保持小幅正增长。股市走强+跨境理财旺盛需求下，财富管理实现 30%左右的强劲增长。不良率季度环比大幅下降，信用成本处于低位。香港商业地产及私人信贷敞口均极小，影响微乎其微。息差降幅趋缓+非息收入强劲，预计渣打 2023-2026 年的 5%-7%的营收 CAGR 指引也有望超预期实现。叠加信用成本稳定+成本持续优化，利润的持续高增能够带动 ROTE 逆势上升，26 年及中长期 ROTE 目标值得期待。

长期来看，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，兼具高成长优势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 7.0%、5.5%、5.6%；税前利润增速为 14.6%、11.4%、11.6%。当前估值 0.97 倍 25 年 P/B，分红+回购综合回报率 8.5%。基于持续超预期的业绩、较强的成长性逻辑和未来持续向上的 ROTE 趋势，上调目标估值至 1.1 倍 2025 年 PB、

1.25 倍 2025 年 PTB，目标价对应上调至 182 港元，维持买入评级和银行板块首推。

9、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。

表 1:渣打集团盈利预测简表

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	18,019	19,543	20,898	22,057	23,288
营业收入增长率	10.3%	13.3%	7.0%	5.5%	5.6%
税前净利润（百万美元）	5,678	6,811	7,806	8,699	9,706
税前净利润增长率	22.2%	20.0%	14.6%	11.4%	11.6%
归母净利润（百万美元）	3,469	4,050	4,771	5,430	6,177
归母净利润增长率	17.7%	16.7%	17.8%	13.8%	13.8%
EPS（美元）	1.29	1.68	2.24	2.85	3.64
BVPS（美元）	16.29	17.81	21.10	25.26	30.54
TNAV / sh（美元）	13.93	15.41	18.23	21.82	26.38
PE	15.9	12.2	9.1	7.2	5.6
PB	1.26	1.15	0.97	0.81	0.67
PTB	1.47	1.33	1.12	0.94	0.78

资料来源：公司财报，中信建投证券

图 1:渣打集团按产品划分收入结构

【渣打集团】按产品划分的收入结构												
（百万美元）	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	环比	同比	9M24	9M25	同比
交易服务 (Transaction Services)	1603	1593	1,572	1,666	1,527	1,469	1,488	1%	-5%	4,768	4,484	-6%
支付及流动资金 (Payments and Liquidity)	1161	1139	1,112	1,193	1,061	1,013	1,016	0%	-9%	3,412	3,090	-9%
证券及主要经纪服务 (Securities Services)	141	153	156	161	151	158	166	5%	6%	450	475	6%
贸易及营运资金 (Trade & Working Capital)	301	301	304	312	315	298	306	3%	1%	906	919	1%
环球银行业务 (Global Banking)	472	488	475	500	548	548	588	7%	24%	1435	1684	17%
信贷及金融方案 (Lending & Financial Solutions)	414	422	407	434	452	476	496	4%	22%	1243	1424	15%
资本市场及顾问 (Capital Market & Advisory)	58	66	68	66	96	72	92	28%	35%	192	260	35%
环球市场 (Global Markets)	1041	796	840	773	1183	1172	848	-28%	1%	2677	3203	20%
宏观交易 (Macro Trading)	884	631	683	654	978	961	678	-29%	-1%	2198	2617	19%
信用交易 (Credit Trading)	167	165	174	138	222	187	206	10%	18%	506	615	22%
估值及其他调整 (Valuation & Other Adj)	-10	0	-17	-19	-17	24	-36	na	na	-27	-29	7%
财富方案业务 (Wealth Solutions)	616	618	694	562	777	742	890	20%	28%	1928	2409	25%
投资产品 (Investment Products)	424	444	507	452	559	544	691	27%	36%	1375	1794	30%
银行保险 (Bancassurance)	192	174	187	110	218	198	199	1%	6%	553	615	11%
信用卡及私人贷款以及其他无抵押贷款 (CCPL & Other Unsecured Lending)	1020	1041	1051	1058	1006	990	1034	4%	-2%	3112	3030	-3%
存款及按揭 (Deposits & Mortgages)	260	270	281	270	257	282	277	-2%	-1%	811	816	1%
创新业务 (Ventures)	32	48	43	60	42	278	39	na	na	123	359	192%
财资业务及其他 (Treasury & Other)	108	-48	-52	-55	50	28	-17	na	na	8	61	663%
营收总额 (Total underlying operating income)	5,152	4,806	4,904	4,834	5,390	5,509	5,147	-7%	5%	14,862	16,046	8%

数据来源：公司财报，中信建投证券

图 2: 渣打集团按部门划分的收入结构

【渣打集团】按部门划分的收入结构												
(百万美元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	环比	同比	9M24	9M25	同比
CIB	3,212	2,876	2,910	2,940	3,322	3,261	2,970	-9%	2%	8,998	9,533	6%
交易服务 (Transaction Services)	1,603	1,593	1,572	1,666	1,527	1,469	1,488	1%	-5%	4,768	4,484	-6%
环球银行业务 (Global Banking)	472	488	475	500	548	548	588	7%	24%	1,435	1,684	17%
环球市场 (Global Markets)	1041	796	840	773	1183	1172	848	-28%	1%	2677	3203	20%
WRB	1910	1955	2096	1904	2110	2052	2252	10%	7%	5961	6414	8%
财富方案业务 (Wealth Solutions)	616	618	694	561	777	742	890	20%	28%	1928	2409	25%
信用卡及私人贷款以及其他无抵押贷款 (CCPL & Other Unsecured Lending)	260	270	281	270	257	282	277	-2%	-1%	811	816	1%
存款及按揭 (Deposits&Mortgages)	1020	1041	1051	1058	1006	990	1034	4%	-2%	3112	3030	-3%
财资业务及其他 (Treasury&Other)	14	45	70	151	70	38	51	34%	-27%	129	159	23%
Ventures	32	33	43	41	42	278	39	-86%	-9%	108	359	232%
C&O	-2	-198	-145	-98	-84	-82	-114	39%	-21%	-345	-280	-19%

数据来源: 公司财报, 中信建投证券

图 3: 渣打集团 3Q25 业绩情况

Income statement 利润表 (百万美元, USD mn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	9M24	9M25	YoY
Underlying net interest income 银行账簿净利息收入	2,656	2,694	2,769	2,977	2,796	2,703	2,737	1.3%	-1.2%	8,119	8,236	1.4%
Underlying non-interest income 调整后非利息收入	2,496	2,112	2,135	1,857	2,594	2,806	2,410	-14.1%	12.9%	6,743	7,810	15.8%
Net fee income 净手续费收入	968	953	986	827	1,137	995	1,147	15.3%	16.3%	2,907	3,279	12.8%
Net trading income 投资收益	2,489	2,260	2,479	2,387	2,645	2,793	2,508	-10.2%	1.2%	7,228	7,946	9.9%
Other non interest income 其他非息收入	101	(155)	3	(121)	16	276	47	-83.0%	1466.7%	(51)	339	na
Underlying operating income 调整一次性因素后营业收入	5,152	4,806	4,904	4,834	5,390	5,509	5,147	-6.6%	5.0%	14,862	16,046	8.0%
Costs 营业支出	(2,786)	(2,887)	(2,840)	(3,277)	(2,915)	(3,050)	(2,953)	-3.2%	4.0%	(8,513)	(8,918)	4.8%
PPOP 拨备前营业利润	1,766	1,919	2,064	1,557	2,475	2,459	2,194	-10.8%	6.3%	6,349	7,128	12.3%
Credit impairment 信用减值损失	(176)	(73)	(178)	(130)	(219)	(117)	(195)	66.7%	9.6%	(427)	(531)	24.4%
Goodwill, property, plant and equipment and other impairment	(60)	(83)	(92)	(353)	(6)	(3)	(20)	566.7%	-78.3%	(235)	(29)	-87.7%
Associates 联营公司收入	-1	65	13	(27)	27	64	6	na	na	77	97	26.0%
Underlying Profit before taxation 调整一次性因素后税前利润	2,129	1,828	1,807	1,047	2,277	2,403	1,985	-17.4%	9.9%	5,764	6,665	15.6%
Restructuring (F&T for Growth)	(45)	(19)	(102)	(119)	(97)	(40)	(54)	na	na	(166)	(191)	15.1%
DVA	(10)	(76)	11	(81)	(73)	(87)	(138)	na	na	(75)	(298)	297.3%
other items	(48)	22	5	(3)	(4)	9	(27)	na	na	(21)	(22)	4.8%
Profit before taxation 利润总额	1,914	1,578	1,722	800	2,103	2,280	1,766	-22.5%	2.6%	5,214	6,149	17.9%
Income tax 所得税费用	(519)	(604)	(575)	(274)	(511)	(546)	(468)	-14.3%	-18.6%	(1,698)	(1,525)	-10.2%
Profit 净利润	1,395	974	1,147	526	1,592	1,734	1,298	-25.1%	13.2%	3,516	4,624	31.5%
Attributable to non controlling interests 少数股东权益	8	1	3	(4)	(2)	(15)	2	-113.3%	-33.3%	12	(15)	-225.0%
NPAT 归属股东净利润	1,403	975	1,150	522	1,590	1,719	1,300	-24.4%	13.0%	3,528	4,609	30.6%
preference shareholders 优先股股息	180	29	219	29	233	11	272	2372.7%	24.2%	428	516	20.6%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	1,223	946	931	493	1,357	1,708	1,028	-39.8%	10.4%	3,100	4,093	32.0%
Items normalised	170	228	74	211	145	97	180	85.6%	143.2%	472	422	-10.6%
ordinary shareholders-underlying	1,393	1,174	1,005	704	1,502	1,805	1,208	-33.1%	20.2%	3,572	4,515	26.4%
Balance sheet 资产负债表 (百万美元, USD mn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	9M24	9M25	YoY
Total loans 贷款总额	288,643	280,893	292,394	285,936	286,812	291,811	289,609	-0.8%	-1.0%	292,394	289,609	-1.0%
Total deposits 存款总额	459,386	468,157	540,021	464,489	490,921	517,390	526,284	1.7%	-2.5%	540,021	526,284	-2.5%
NPLs 不良贷款余额	6,990	6,639	6,535	6,203	6,083	6,136	5,597	-8.8%	-14.4%	6,535	5,597	-14.4%
Loan provisions 贷款损失准备	5,240	4,997	5,137	4,904	5,024	5,080	4,482	-11.8%	-12.8%	5,137	4,482	-12.8%
Total assets 资产总额	812,525	835,427	872,173	849,688	874,446	913,936	913,650	0.0%	4.8%	872,173	913,650	4.8%
Total liabilities 负债总额	761,686	784,100	819,437	798,044	821,978	859,266	860,430	0.1%	5.0%	819,437	860,430	5.0%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	50,839	51,327	52,736	51,284	52,468	54,670	53,220	-2.7%	0.9%	52,736	53,220	0.9%
Tangible ordinary shareholders' equity 有形普通股股东权益	36,279	36,822	37,484	36,282	37,227	39,145	38,611	-1.4%	3.0%	37,486	38,611	3.0%
Average TNAV	36,510	36,549	37,151	36,876	37,165	37,676	38,076	1.1%	2.5%	36,736	38,076	3.6%
Other equity instruments 优先股及其他	6,505	6,504	6,527	6,502	7,527	6,537	6,535	0.0%	0.1%	6,527	6,535	0.1%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	553,710	533,869	532,459	539,338	535,999	546,709	560,336	2.5%	5.2%	539,984	547,771	1.4%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	9M24	9M25	YoY
Number of ordinary shares outstanding 普通股股本 (百万股)	2,610	2,550	2,484	2,408	2,384	2,330	2,293	-1.6%	-7.7%	2,484	2,293	-7.7%
Underlying EPS	0.53	0.46	0.40	0.29	0.63	0.77	0.52	-32.5%	29.3%	1.44	1.97	36.9%
NAV	16.26	16.83	17.62	17.81	18.06	19.41	19.52	0.6%	10.8%	17.62	19.52	10.8%
TNAV / sh	13.90	14.44	15.09	15.41	15.61	16.80	16.84	0.2%	11.6%	15.09	16.84	11.6%
DPS-delacred	0.00	0.09	0.00	0.28	0.00	0.12	0.00	na	na	0.09	0.12	na
Total return / sh	0.19	0.28	0.30	0.58	0.32	0.44	0.29	-34.9%	-5.6%	0.66	1.04	56.2%
PPOP/sh	0.91	0.75	0.83	0.65	1.04	1.06	0.96	-9.3%	15.2%	2.56	3.11	21.6%
Main indicators 主要指标 (%)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	9M24	9M25	YoY
ROA	0.68%	0.47%	0.54%	0.24%	0.74%	0.78%	0.57%	-0.2pct	0.0pct	0.55%	0.70%	0.1pct
ROE	10.97%	8.49%	8.18%	4.33%	12.10%	14.68%	8.67%	-6.0pct	0.5pct	9.27%	12.07%	2.8pct
Reported ROTC (company defined)	13.5%	10.4%	10.0%	5.3%	14.8%	17.9%	10.5%	-7.4pct	0.5pct	11.3%	14.4%	3.1pct
Underlying ROTC (company defined)	15.2%	12.9%	10.8%	8.1%	16.4%	19.7%	13.4%	-6.3pct	2.6pct	12.9%	16.5%	3.6pct
Underlying NIM 银行账簿净息差	1.94%	2.03%	2.07%	2.21%	2.12%	1.98%	1.94%	-4bps	-13bps	2.01%	2.01%	0bps
Cost-to-income ratio 成本收入比	54.08%	60.07%	57.91%	67.79%	54.08%	55.36%	57.37%	2.0pct	-0.5pct	57.28%	55.58%	-1.7pct
Effective tax rate 有效所得税率	27.12%	38.28%	33.39%	34.25%	24.30%	23.95%	26.50%	2.6pct	-6.9pct	32.57%	24.80%	-7.8pct
LDR 贷存比	62.83%	60.00%	54.14%	61.56%	58.42%	56.40%	55.03%	-1.4pct	0.9pct	54.14%	55.03%	0.9pct
NPL ratio 不良率	2.42%	2.36%	2.23%	2.17%	2.12%	2.10%	1.93%	-17bps	-30bps	2.23%	1.93%	-30bps
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	74.96%	75.27%	78.61%	79.06%	82.59%	82.79%	80.08%	-2.7pct	1.5pct	78.61%	80.08%	1.5pct
Provision ratio 拨贷比	1.82%	1.78%	1.76%	1.72%	1.75%	1.74%	1.55%	-19bps	-21bps	1.76%	1.55%	-21bps
Credit cost 信用成本 (年化)	0.24%	0.10%	0.25%	0.18%	0.31%	0.16%	0.27%	11bps	2bps	0.15%	0.18%	4bps
Non-interest income/operating income 非息收入占比	48.45%	43.95%	43.54%	38.42%	48.13%	50.93%	46.82%	-4.1pct	3.3pct	45.37%	48.67%	3.3pct
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	18.79%	19.83%	20.11%	17.11%	21.09%	18.06%	22.28%	4.2pct	2.2pct	19.56%	20.43%	0.9pct
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	13.60%	14.60%	14.20%	14.24%	13.80%	14.30%	14.20%	-0.1pct	0.0pct	14.20%	14.20%	0.0pct
Tier 1 CAR 一级资本充足率	16.20%	17.30%	17.30%	16.87%	16.80%	16.90%	16.70%	-0.2pct	-0.6pct	17.30%	16.70%	-0.6pct
CAR 资本充足率	20.80%	22.10%	22.10%	21.49%	20.90%	20.50%	20.30%	-0.2pct	-1.8pct	22.10%	20.30%	-1.8pct

数据来源: 公司财报, 中信建投证券

图 4: 渣打集团盈利预测表

Underlying Income statement 利润表 (百万美元, USD mn)					同比			
	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
Underlying net interest income 银行账簿净利息收入	11,096	10,733	10,923	11,076	8.2%	-3.3%	1.8%	1.4%
Underlying non-interest income 调整后非利息收入	8,600	10,342	11,316	12,400	20.8%	20.3%	9.4%	9.6%
Net fee income 净手续费收入	3,734	4,481	5,018	5,621	14.8%	20.0%	12.0%	12.0%
Net trading income 投资收益	9,615	10,701	10,669	10,776	52.8%	11.3%	-0.3%	1.0%
Underlying operating income 调整一次性因素后营业收入	19,696	21,075	22,240	23,476	13.3%	7.0%	5.5%	5.6%
Costs 营业支出	-11,790	-12,000	-12,303	-12,633	5.9%	1.8%	2.5%	2.7%
PPOP 拨备前营业利润	7,906	9,075	9,936	10,843	26.7%	14.8%	9.5%	9.1%
Credit impairment 信用减值损失	-557	-967	-970	-901	5.5%	73.5%	0.4%	-7.1%
Goodwill, property, plant and equipment and other impairment	-588	-353	-318	-286	352.3%	-40.0%	-10.0%	-10.0%
Associates 联营公司收入	50	50	50	50	-46.8%	0.0%	0.0%	0.0%
Underlying Profit before taxation 调整一次性因素后税前利润	6,811	7,806	8,699	9,706	20.0%	14.6%	11.4%	11.6%
Restructuring	-441	-331	-281	-225	3050.0%	-25.0%	-15.0%	-20.0%
Goodwill and other impairment	0	0	0	0	na	na	na	na
DVA	-24	-22	-19	-16	-241.2%	-10.0%	-10.0%	-20.0%
other items	-332	-349	-366	-384	-226.7%	5.0%	5.0%	5.0%
Profit before taxation 利润总额	6,014	7,105	8,032	9,081	18.1%	18.1%	13.1%	13.1%
Income tax 所得税费用	-1,972	-2,342	-2,610	-2,912	20.9%	18.7%	11.4%	11.6%
Profit 净利润	4,042	4,763	5,422	6,169	16.8%	17.8%	13.8%	13.8%
Attributable to non controlling interests 少数股东权益	8	8	8	8	14.3%	0.0%	0.0%	0.0%
NPAT 归属股东净利润	4,050	4,771	5,430	6,177	16.7%	17.8%	13.8%	13.8%
preference shareholders 优先股股息	457	457	457	457	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	3,593	4,314	4,973	5,720	19.1%	20.1%	15.3%	15.0%
Items normalised	683	633	605	569	21.1%	-7.4%	-4.3%	-5.9%
ordinary shareholders-underlying	4,276	4,946	5,578	6,290	19.4%	15.7%	12.8%	12.7%
Balance sheet 资产负债表 (百万美元, USD mn)								
	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
Total loans 贷款总额	285,936	294,514	303,350	312,450	-2.1%	3.0%	3.0%	3.0%
Total deposits 存款总额	63,447	63,447	63,447	63,447	-9.2%	0.0%	0.0%	0.0%
Stage 3 loans 阶段三贷款	4,050	4,771	5,430	6,177	16.7%	17.8%	13.8%	13.8%
Loan provisions 贷款损失准备	4,904	4,766	4,725	4,580	-5.1%	-2.8%	-0.9%	-3.1%
Total assets 资产总额	849,688	866,638	884,528	903,037	3.3%	2.0%	2.1%	2.1%
Total liabilities 负债总额	798,404	814,384	830,788	847,629	3.4%	2.0%	2.0%	2.0%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	50,890	52,929	55,731	58,419	1.9%	4.0%	5.3%	4.8%
Other equity instruments 优先股及其他	1,494	1,494	1,494	1,494	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	539,338	531,074	545,792	558,187	-5.8%	-1.5%	2.8%	2.3%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)								
Shares 普通股股本 (百万股)	2,408	2,129	1,890	1,651	-8.7%	-11.6%	-11.2%	-12.6%
EPS	1.68	2.24	2.85	3.64	30.4%	33.0%	27.3%	28.0%
BVPS	17.81	21.10	25.26	30.54	9.4%	18.5%	19.7%	20.9%
TBVPS	15.41	18.23	21.82	26.38	10.6%	18.3%	19.7%	20.9%
DPS	0.37	0.43	0.47	0.60	37.8%	15.1%	8.6%	28.6%
Main indicators 主要指标 (%)								
	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
ROA	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.06%	0.07%	0.06%	0.07%
ROE	9.7%	11.5%	12.4%	13.5%	1.39%	1.75%	0.94%	1.07%
ROTE-underlying	11.7%	13.2%	13.9%	14.8%	1.59%	1.47%	0.76%	0.90%
NIM-reported 净息差	1.18%	1.11%	1.20%	1.27%	-0.18%	-0.07%	0.09%	0.07%
NIM-runderlying 净息差	2.06%	2.02%	2.00%	1.98%	0.27%	-0.04%	-0.02%	-0.02%
Cost-to-income ratio 成本收入比	59.9%	56.9%	55.3%	53.8%	-4.22%	-2.92%	-1.62%	-1.51%
Effective tax rate 有效所得税率	30.63%	30.00%	30.00%	30.00%	1.53%	-0.63%	0.00%	0.00%
LDR 贷存比	60.50%	61.16%	61.79%	62.46%	-0.63%	0.65%	0.64%	0.66%
Stage 3 ratio 阶段三贷款占比	2.17%	2.27%	2.25%	2.22%	-0.30%	0.10%	-0.02%	-0.02%
Cover ratio of stage 3 阶段三贷款覆盖率	64%	58%	57%	54%	3.88%	-5.20%	-1.58%	-3.18%
Provision ratio 拨贷比	1.72%	1.62%	1.56%	1.47%	-0.05%	-0.10%	-0.06%	-0.09%
Credit cost 信用成本	0.19%	0.33%	0.32%	0.29%	0.02%	0.14%	-0.01%	-0.03%
Non-interest income/operating income 非息收入占比	43.66%	49.07%	50.88%	52.82%	2.69%	5.41%	1.81%	1.94%
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	18.96%	21.26%	22.57%	23.94%	0.24%	2.30%	1.30%	1.38%
Payout ratio 分红率	25.27%	23.18%	20.11%	20.98%	1.38%	-2.09%	-3.07%	0.87%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	14.24%	13.92%	14.16%	14.12%	0.19%	-0.32%	0.24%	-0.03%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	16.87%	16.41%	16.53%	16.39%	0.56%	-0.46%	0.12%	-0.15%
CAR 资本充足率	21.49%	20.50%	20.56%	20.34%	0.30%	-0.99%	0.05%	-0.22%

数据来源: 公司财报, 中信建投证券

分析师介绍

马鲲鹏

中信建投证券董事总经理、研委会副主任、金融组组长、银行业首席分析师。英国杜伦大学金融与投资学硕士。近 20 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，在新财富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，2017-2023 年新财富、水晶球等最佳分析师评选上榜团队核心成员。

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。

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