

# 恒生私有化：业绩提升三重奏，全球一流盈利水平可期

## 汇丰控股(0005.HK)

### 核心观点

汇丰控股私有化恒生银行的核心战略目标在于投资香港、进一步提高香港地区财富管理等核心业务的竞争力和盈利能力。私有化完成后，预计将在少数股东权益减少、成本收入比压降、财富管理业务量价双升等三方面，显著提振汇丰控股 ROTE 近 2pct，即从当前 16% 左右向上突破至 18%-19%，达到全球银行业一流水平。当前市场对恒生私有化业绩提升效果的预期，无论是影响范围、还是提升幅度，均不充分，上调汇丰控股目标价至 180 港元 (2.25 倍 PTB)，维持买入评级和银行板块首推。

### 摘要

首先需要明确，私有化恒生并非为应对香港房地产风险：因为处置香港商业地产风险而私有化恒生的观点是错误的，因为自 1965 年起恒生就是汇丰的并表子公司，私有化并不会改变汇丰控股资产负债表科目。目前香港商业地产压力最大的阶段正在过去，汇丰拨备计提充足合理，市场无需过度担忧风险。

汇丰控股私有化恒生银行的核心战略目标在于投资香港、提高香港业务竞争力和盈利能力：由于少数股东权益的存在，汇丰并未百分百控制恒生，两家银行在客户管理、产品开发、分层营销等诸多关键方面仍保持相对独立。在当前香港银行业大发展和强竞争并存的格局下，通过私有化实现对恒生的完全控制，进而在客户管理、产品开发、后台运维等方面实现全方位的协同、打通和共享，成为了汇丰巩固香港这一核心主场的关键举措。

我们预计，私有化恒生将从三大方面提升汇丰盈利能力，汇丰 ROTE 有望提振近 2pct，与市场当前认知存在显著预期差：

1) 少数股东权益减少，能够提振汇丰 ROTE 约 0.55pct，且有利于汇丰业绩表现更加稳定。私有化后利润表少数股东权益的消除是立竿见影的直接影。此外，恒生作为一家深耕香港的优秀零售银行，业绩稳定性是比全球经营的汇丰更优的，这一稳定业绩计入比例越多，对汇丰集团口径的业绩稳定效果越明显。

2) 营业成本压降，能够提振汇丰 ROTE 约 0.2pct。恒生的成本收入比高于汇丰香港，私有化完成后，通过组织架构、网点、人员和系统优化，恒生成本收入比有望逐步向汇丰香港靠拢。

3) 最重要的是，私有化及业务深度融合后，恒生的财富管理业务有望实现“量高增+价提升”，进一步提振汇丰 ROTE 约 1pct。恒生财富管理业务的 AUM 增速及单位 AUM 收益率，较汇丰香港及汇丰集团均有明显差距。私有化后，AUM 增速及单位 AUM 收益率有望逐步向汇丰靠拢，若恒生 AUM 增速看齐汇丰的 20%-30%、单位 AUM 费率看齐汇丰的 0.6%-0.7%，财富管理收入将提振汇丰集团口径 ROTE 约 1pct。当前市场对私有化的营收贡献预期极不充分。

上调汇丰控股目标估值至 2.25 倍 PTB (2 倍 PB)，对应目标价 180 港元，维持买入评级和银行板块首推：当前市场对恒生私有化的全方位业绩提升效果和长期深远影响认知极不充分，私有化完成后汇丰盈利能力有望跻身全球一流水平，建议投资者积极把握。

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：2026 年 01 月 30 日

当前股价：137.60 港元

目标价格 6 个月：180 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
11.15/2.82	29.20/23.05	72.11/33.82
12 月最高/最低价 (港元)		137.60/71.70
总股本 (万股)		1,717,523.99
流通 H 股 (万股)		1,717,523.99
总市值 (亿港元)		0.00
流通市值 (亿港元)		23,633.13
近 3 月日均成交量 (万)		1273.85
主要股东		
Black Rock, Inc.		9.09%

### 股价表现



## 目录

一、为什么私有化恒生？投资香港、提高香港业务竞争力和盈利能力 .....	1
二、私有化恒生有利于提升汇丰盈利能力，ROTE 有望提振近 2pct .....	2
三、盈利预测及投资建议 .....	8
四、风险分析 .....	9

## 一、为什么私有化恒生？投资香港、提高香港业务竞争力和盈利能力

1月27日，恒生银行从港交所退市，汇丰控股私有化恒生银行正式完成。自10月私有化方案公布以来，市场对汇丰私有化恒生的看法存在分歧。我们认为，私有化恒生无论从短期业绩贡献来看、还是长期战略导向上，都是有利的于汇丰发展的：

并非部分市场观点认为的“应对香港商业房地产风险”，私有化前恒生银行本身已经完全并表，且拨备计提合理。因疫情后香港房市疲软，写字楼等商业地产空置率有显著上升，恒生等香港本土银行商业地产的风险敞口和资产质量压力有明显提高。截止1H25，恒生银行整体商业地产敞口约为159亿美元，占汇丰总商业地产敞口（319亿美元）的一半，其中不良贷款为32亿美元，占汇丰总商业地产不良规模的63%。从拨备计提来看，恒生商业地产计提拨备规模5.4亿美元，同样占汇丰商业地产拨备规模（11亿美元）的一半。因恒生银行为汇丰控股子公司，这部分风险敞口本身已经全部并表。且从拨备计提程度来看，汇丰和恒生针对商业地产风险的管控上采用的是一套标准，并不存在恒生风险抵补能力不足的情况。另一方面，从香港商业地产的未来趋势来看，尽管写字楼空置率仍未达峰，未来1-2年商业地产或仍有压力，但市场普遍预期风险最大的阶段已经过去。由于前期拨备计提已经相对充足，汇丰预计信用成本能够维持在40bps左右的稳定水平，商业地产不会再大幅影响信用成本。总的来说，无论从自身风险管控和商业房地产行业趋势两个角度来看，汇丰都无需仅仅因应对香港商业地产的风险而完全私有化恒生，市场无需过度担忧。

**图 1:恒生银行香港商业地产敞口及拨备计提均占汇丰的一半左右，不存在抵补能力不同的情况**

香港商业地产贷款资产质量分类 (十亿美元)	恒生	汇丰	恒生占汇丰比重
高等 (Strong)	1.9	4.0	48%
良好 (Good)	3.9	9.1	43%
中等 (Satisfactory)	5.0	10.3	48%
次等 (Sub-standard)	1.9	3.4	55%
其中: >70%LTV	0.0	0.0	-
已减值贷款 (Credit impaired)	3.2	5.1	63%
其中: >70%LTV	1.0	1.4	74%
<b>总计</b>	<b>15.9</b>	<b>31.9</b>	<b>50%</b>
<b>拨备规模</b>	<b>0.5</b>	<b>1.1</b>	<b>49%</b>

数据来源：公司财报，中信建投证券

私有化恒生银行的核心战略目的在于进一步加深汇丰在香港地区的竞争优势，特别是在财富管理核心业务领域。香港是汇丰两大核心本土市场之一，亦是其战略重点。目前香港银行业市场竞争愈趋激烈，汇丰及恒生银行在香港地区必须能够更加有效地发挥协同效应，迅速响应市场和客户需求。但由于少数股东权益的存在，汇丰并未百分百控制恒生，两家银行在客户管理、产品开发、分层营销等诸多关键方面仍保持相对独立。在当前香港银行业大发展和强竞争并存的格局下，通过私有化实现对恒生的完全控制，进而在客户管理、产品开发、后台运维等方面实现全方位的协同、打通和共享，成为了汇丰巩固香港这一核心主场的关键举措。恒生

银行的财富客户将享有更多获取汇丰全面的产品组合和全球网络的优势，从而提高客均收入能力。而汇丰能够进一步增强在香港的零售客群粘性和财富管理客群基础，加大低成本存款优势和客户 AUM 增长速度，保持财富管理较好增长趋势。

长期来看，“投资香港”是正确的战略选择。汇丰认为，香港未来作为全球领先的金融中心以及国际市场与中国内地之间的“中转枢纽”，仍存在显著的增长机遇。汇丰对香港地区未来作为全球领先的金融中心以及国际市场与中国内地之间“超级联系人”的坚定信心。私有化恒生能够进一步提高汇丰在香港区域的业务效率，扩大本土市场领先优势，确保未来能在香港区域发展中获取更大的利润。

## 二、私有化恒生有利于提升汇丰盈利能力，ROTE 有望提振近 2pct

私有化恒生后，预计汇丰的营收、利润端均有向上提升空间，ROTE 有望进一步上升，目前市场存在预期差。我们认为，私有化恒生后，汇丰能够通过提高财富管理营收能力、以及压降营业成本两方面来提振 ROTE。成本端来看，汇丰通过精简组织架构、优化人员结构、提高客户服务效率等方式来压降营业成本，同时少数股东权益的减少能够直接提振利润。收入端来看，私有化完成后，恒生银行的本地零售客群能够更多地接触到汇丰财富管理产品，进一步巩固汇丰在香港的强大客群基础优势，AUM 增长速度有望继续加快，且客均收入比例有望提高，实现“量价齐升”的较好表现，从而带动财富管理收入持续高增。市场对成本端的压降有一定预期，但尚未认识到私有化恒生后对汇丰营收端提供的巨大助力，目前存在一定预期差。

### （一）成本端：少数股东权益减少+成本收入比压降，能够提振 ROTE 0.8 pct 左右

#### 1、少数股东权益减少对利润表效果立竿见影，能够提振汇丰 ROTE 约 0.55pct。

此前，汇丰尽管将恒生 100% 并表，但因并非完全 100% 持股，因此每年度利润表中需扣除少数股东权益部分（恒生银行归母净利润\*少数股东持股比例 36.88%）。私有化完成后，恒生银行少数股东权益项无需再扣除。2024 年汇丰利润表中扣除的恒生银行少数股东权益为 9.05 亿美元，占汇丰总归母净利润的 4%。以此数据静态测算下，利润表中扣除的少数股东权益减少 9 亿美元后，能够提振汇丰 2026 年 ROTE 0.55pct 左右。

表 1: 静态测算下，恒生少数股东权益部分剔除后，能够提振汇丰控股 ROTE 0.55pct 左右

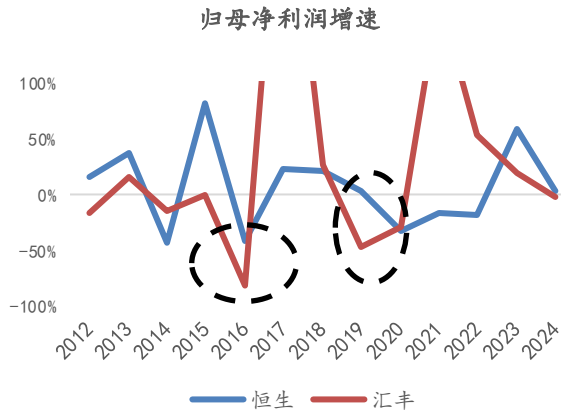
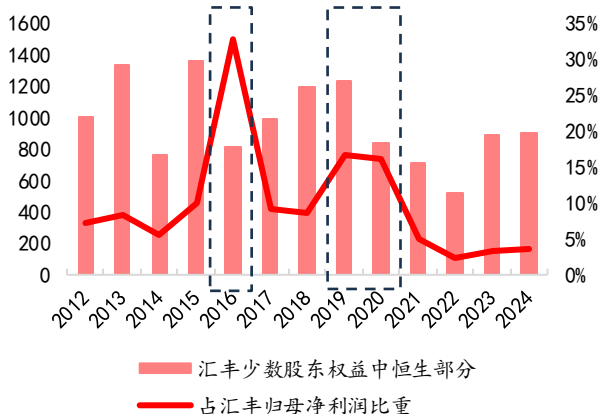
(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
汇丰少数股东权益中恒生部分	905	905	905	905
有形净资产	154,295	161,086	168,945	169,035
少数股东权益减少后	0.58%	0.57%	0.55%	0.54%
ROTE 提升幅度				

资料来源：公司财报，中信建投证券

长期来看，恒生银行作为香港本土优秀的零售银行，业绩稳定性更强。私有化完成后，能够强化香港业务对汇丰的压舱石作用，使汇丰整体的业绩表现更加稳健。拉长周期来看，恒生少数股东权益普遍占汇丰净利润的 5%-10% 之间，但在汇丰利润波动性较大的年度（如 2016 年、2020 年），恒生少数股东权益对于汇丰最终利润释放的影响较大，影响幅度甚至会提高至 15%-30%。究其根本原因，恒生银行作为一家深耕香港本土的、优秀的区域性零售银行，业绩表现长期锚定香港本土经济；且凭借牢固的零售存款基础，业绩稳定性更高。汇丰作为全球性展业的国际大行，受全球经济、全球风险事件的扰动影响更大，因此利润的波动性相对高于恒生。私

有化完成后，恒生银行利润 100% 计入汇丰，不需要再扣除 37% 的少数股东权益部分，而因恒生业绩更稳定，计入汇丰控股的比例越多，就能更好稳定汇丰的业绩，特别是在海外波动性更高的阶段，压舱石作用明显。

图 2: 恒生少数股东权益对汇丰利润的影响在 5%-10% 左右 图 3: 恒生利润稳定性强，私有化后能够加强汇丰业绩稳定性



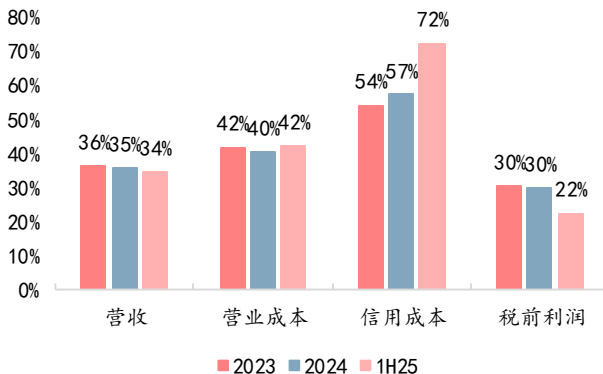
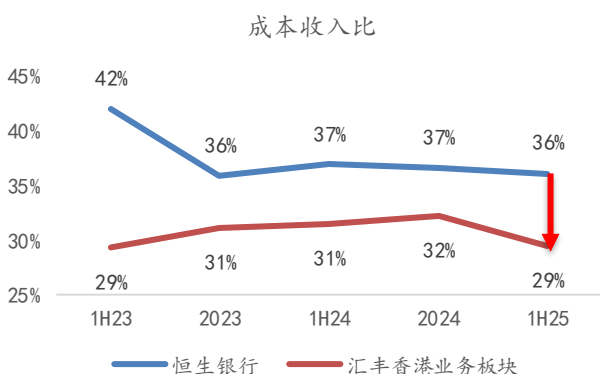
数据来源：公司财报，中信建投证券

数据来源：公司财报，中信建投证券

## 2、恒生银行的成本收入比相对高于汇丰香港板块，营业成本仍有压降空间，能够提振 ROTE 约 0.2pct。

营业成本的角度来看，恒生银行更扎根香港本土，在零售客群服务上相对更下沉。且汇丰香港和恒生银行在香港本质上作为两家机构展业，或存在部分隐形竞争关系。私有化完成后，汇丰可以将组织架构、网点和人员分布更加精简化，避免在服务长尾客群上的成本耗用，恒生银行的成本收入比有望逐步向汇丰香港条线情况靠拢。截至 1H25，恒生银行成本收入比为 36%，而汇丰香港业务条线成本收入比基本稳定在 30% 上下，有 6pct 左右的压降空间。目前来看，恒生银行贡献了汇丰香港业务条线约 35% 左右的营收，但仅贡献了 30% 左右的利润，核心原因仍是营业成本和信用成本消耗较大。待私有化完成业务整合后，随着协同效应进一步提高以及隐形竞争成本的减弱，有望提振恒生对汇丰香港业务的利润贡献，形成“1+1>2”的较好局面。

图 4: 恒生银行成本收入比高于汇丰香港条线，有压降空间 图 5: 恒生银行基本面指标占汇丰香港业务比重



数据来源：公司财报，中信建投证券

数据来源：公司财报，中信建投证券

静态测算下，假设私有化完成后，恒生银行的成本收入比能够从当前的 36% 下降至 30% 左右，则每年能够节约汇丰的营业成本 3.4-3.6 亿美元左右，提高利润增速 1pct，从而带动汇丰 ROTE 提高 0.2pct。结合少数股东权益减少提高的 0.55pct，私有化后成本端的改善合计能够提振汇丰 ROTE 约 0.8pct 左右。

**表 2:私有化恒生后的成本收入比压降能够提振汇丰 ROTE 约 0.2pct**

(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
恒生银行营业成本	1,948	2,006	2,046	2,087
恒生银行成本收入比	37%	36%	36%	36%
成本收入比下降至 30%后营业成本节约	369	334	341	348
对汇丰利润影响	1%	1%	1%	1%
汇丰有形净资产	154,295	161,086	168,945	169,035
<b>对汇丰 ROTE 影响</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>

资料来源：公司财报，中信建投证券

## (二) 营收端：AUM 高增+单位 AUM 收益率提高，财富管理收入有望进一步加快，能提振 ROTE 约 1pct

从营收组成上看，恒生银行收入占汇丰香港条线收入的 30% 左右，其中净利息收入、非息收入分别占比 31%、24%，非息收入中，零售及财富管理业务、交易银行业务收入占汇丰香港条线比重分别为 25%、21%。其中恒生的财富管理业务收入仅占汇丰香港条线财富管理收入的 24%，相对整体营收占比偏低。我们认为，私有化恒生后，对营收端的贡献更有可能体现在财富管理业务条线上，通过对恒生广泛零售客群的深度挖掘，依托汇丰全产品条线和更强大的服务能力，加大富裕客群的占比，从而提高恒生财富管理业务收入水平，进而在竞争日益激烈的香港市场巩固汇丰在财富管理业务上的领先地位。私有化完成后，恒生银行部分的财富管理业务从量、价两方面都有提升空间，从而带动汇丰财富管理收入进一步加快：1) 恒生银行 AUM 规模增长有望进一步加快。2) 恒生银行单位 AUM 收益率有望提高，逐步向汇丰集团水平靠拢。

**图 6:恒生银行各条线营收占汇丰香港的比重**

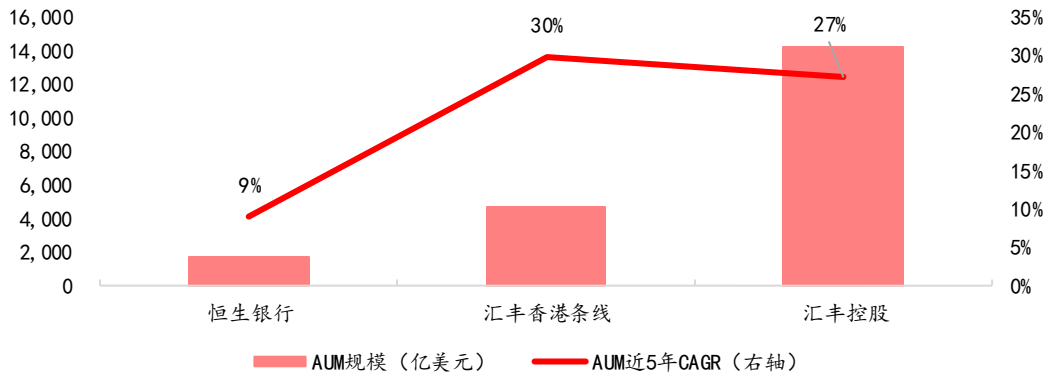
1H25 (百万美元)	恒生银行	汇丰香港条线	恒生占汇丰香港比重
净利息收入	1,801	5,875	31%
非息收入	471	1,973	24%
零售及财富管理收入	341	1,362	25%
零售银行	60	176	34%
财富管理	266	1,101	24%
其他	16	85	18%
交易银行	131	611	21%
批发交易银行	66	361	18%
信贷	30	43	70%
其他	34	207	17%
剔除重大事项营业收入	2,272	7,848	29%

数据来源：公司财报，中信建投证券

**1、“量高增”：深度挖潜恒生银行零售客群，通过更全的产品和更好的服务加大富裕客群比例，AUM 规模有很大提升空间，能够至少提振汇丰 ROTE 0.5pct。**

截至 1H25，恒生银行的存量 AUM 规模约为 1764 亿美元，占汇丰香港条线 AUM 仅 38%。增速来看，恒生银行 AUM 近五年增长 CAGR 仅为 9%，远低于汇丰香港条线的 30% 和汇丰全集团的 27%，增长趋势差距巨

大。或主要因恒生银行长尾客群庞杂，且财富管理打法上相对自主，与汇丰存在差距，代销产品种类和产品回报率相对偏弱，因此富裕客群转化率低。AUM 增长只能大部分依靠长尾客群存款流入，但最终转化为理财、基金、保险等产品长期沉淀下来的部分较少。汇丰完成私有化后，预计将对恒生银行财富管理产品、服务等各方面进行系统性的整合，向汇丰体系看齐。这种情况下，预计恒生银行的 AUM 增速能够很快从大个位数水平上升到 20%-30% 左右的较高水平，带动财富管理收入大幅增长。

**图 7: 当前恒生银行 AUM 增速较汇丰香港和汇丰全集团的 AUM 增速有很大差距，提升空间巨大**


数据来源：公司财报，中信建投证券

静态测算下，预计私有化后恒生银行财富管理 AUM 增速的提高能够带动汇丰 ROTE 提高 0.4-0.5pct 左右。在 2025 年恒生银行 AUM 增速约 12% 的基础上，假设私有化完成后，恒生银行 AUM 的增速能够提高至 20%、30% 的水平。AUM 增速提高至 20% 情况下，预计 2026、2027 年汇丰财富管理业务收入能多增 6.7-8 亿美元，多贡献利润 2% 左右，提高 ROTE 约 0.4pct。AUM 增速提高至 30% 情况下，预计 2026、2027 年汇丰财富管理收入多增约 7.3-9 亿美元，多贡献利润 3%，提高 ROTE 0.5pct。

**表 3: 假设私有化后恒生 AUM 增速提高至 20%，能够提振汇丰 ROTE 0.4pct**

	2024	2025E	2026E	2027E
恒生银行 AUM (亿美元)	1667	1867	2240	2688
同比增速	-	12%	20%	20%
AUM 增长提速带来的财富管理收入多增 (百万美元)	-	-	672	806
对汇丰归母净利润贡献	-	-	2%	2%
<b>对汇丰 ROTE 提振</b>	-	-	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>

资料来源：公司财报，中信建投证券

**表 4: 假设私有化后恒生 AUM 增速提高至 30%，能够提振汇丰 ROTE 0.5pct**

	2024	2025E	2026E	2027E
恒生银行 AUM (亿美元)	1667	1867	2427	3155
同比增速	-	12%	30%	30%
AUM 增长提速带来的财富管理收入多增 (百万美元)	-	-	728	946
对汇丰归母净利润贡献	-	-	2%	3%
<b>对汇丰 ROTE 提振</b>	-	-	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>

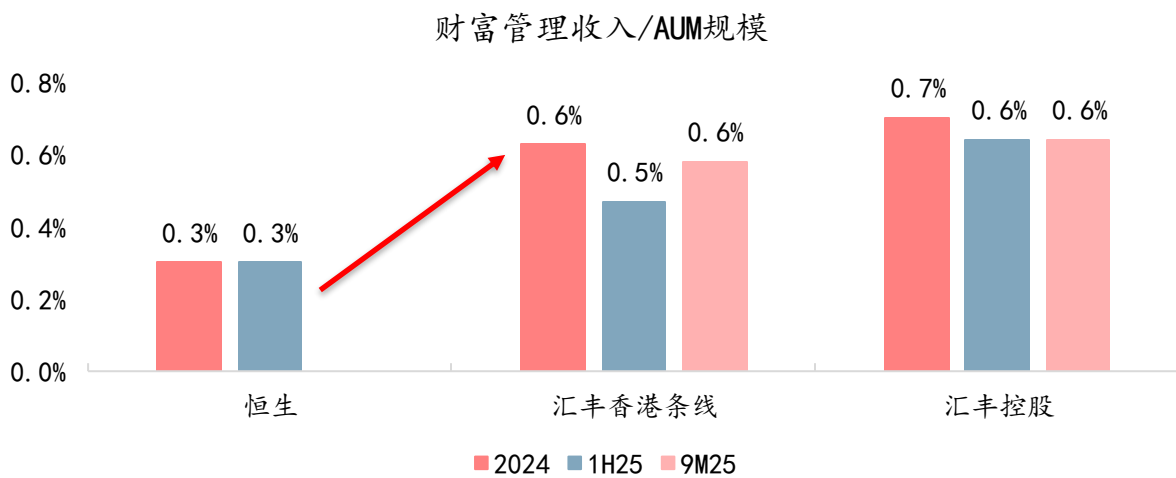
资料来源：公司财报，中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2、“价提升”：私有化完成后，汇丰能够为恒生财富管理客群提供更全面的产品和更优质的服务，恒生财富管理的单位 AUM 收益率将逐步向汇丰集团水平靠拢，能够提振汇丰 ROTE 0.3-0.5pct。

根据测算，目前恒生银行财富管理业务单位 AUM 收益率（总财富管理收入/AUM 规模）为 0.3%，而汇丰香港条线财富管理业务单位 AUM 收益率在 0.6% 左右（1H25 小幅下降主要是因为二季度美国关税政策引发的市场悲观情绪扰动），汇丰全集团口径单位 AUM 收益率为 0.7% 左右，恒生银行当前财富管理收益率较汇丰明显更低，预计主要是产品丰富度、代销产品收益率、富裕等中高净值客群的服务能力较汇丰仍存在一定差距。私有化完成后，预计恒生银行财富管理业务的单位 AUM 收益率也能很快地向汇丰靠拢，从而贡献更多的财富管理收入。

图 8:恒生银行财富管理业务距离汇丰有较大差距，私有化完成后可有明显提高



数据来源：公司财报，中信建投证券

静态测算下，预计私有化后恒生银行财富管理业务单位 AUM 收益率的提高能够带动汇丰 ROTE 提高 0.3-0.5pct 左右。在当前恒生银行单位 AUM 收益率 0.3% 的基础上，假设私有化后，收益率能够向香港条线、乃至全集团靠拢，分别提高至 0.6%、0.7% 的较高水平。恒生银行单位 AUM 收益率提高至 0.6pct 情况下，预计 2026、2027 年汇丰财富管理收入能够多提高 6.3-7 亿美元，多贡献利润 1.8pct-2pct，提高汇丰 ROTE 0.3pct。若单位 AUM 收益率能提振至 0.7pct，则 2026、2027 年汇丰财富管理收入能多提高 8.3-9.3 亿美元，多贡献利润 2.5pct 左右，提高汇丰 ROTE 0.5pct。

表 5: 假设私有化后恒生单位 AUM 收益率提高至 0.6%，能够提振汇丰 ROTE 0.3pct

	2024	2025E	2026E	2027E
恒生银行 AUM(亿美元)	1667	1867	2091	2342
同比增速	-	12%	12%	12%
单位 AUM 收益率	0.3%	0.3%	0.6%	0.6%
单位 AUM 收益率提高带来财富管理收入多增（百万美元）	-	-	625	700
对汇丰归母净利润贡献	-	-	1.8%	2.0%
对汇丰 ROTE 提振	-	-	0.3%	0.3%

资料来源：公司财报，中信建投证券

**表 6: 假设私有化后恒生单位 AUM 收益率提高至 0.7%，能够提振汇丰 ROTE 0.5pct**

	2024	2025E	2026E	2027E
恒生银行 AUM(亿美元)	1667	1867	2091	2342
同比增速	-	12%	12%	12%
单位 AUM 收益率	0.3%	0.3%	0.7%	0.7%
单位 AUM 收益率提高带来财富管理收入多增 (百万美元)	-	-	834	934
对汇丰归母净利润贡献	-	-	2.5%	2.6%
<b>对汇丰 ROTE 提振</b>	-	-	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>

资料来源: 公司财报, 中信建投证券

3、综合来看, 私有化完成后, 恒生银行财富管理业务将呈现“量高增+价提升”的较好趋势, 贡献更多的营收增量, 从而合计提高汇丰 ROTE 约 0.8-1pct 左右。

(1) 最乐观情况下, 恒生银行财富管理 AUM 增速提高至 30% 左右, AUM 收益率提高至 0.7% 左右, 与汇丰财富管理业务形成全面对标, 则能够提高汇丰 ROTE 1pct 左右。

(2) 量、价两方面同时提升的情况下, 最少也能提振汇丰 ROTE 0.7-0.8pct 左右。

(3) 仅量或价一方面实现提升, 则能提振汇丰 ROTE 0.3-0.5pct 左右。

**图 9: 量高增+价提升, 最佳情况下能够提高汇丰 ROTE 1pct 左右**

汇丰 ROTE 提升幅度	私有化前	单位 AUM 收益率提高至 0.6%	单位 AUM 收益率提高至 0.7%
私有化前	-	0.3%	0.5%
AUM 增速提高至 20%	0.4%	0.7%	0.8%
AUM 增速提高至 30%	0.5%	0.8%	<b>1.0%</b>

数据来源: 公司财报, 中信建投证券

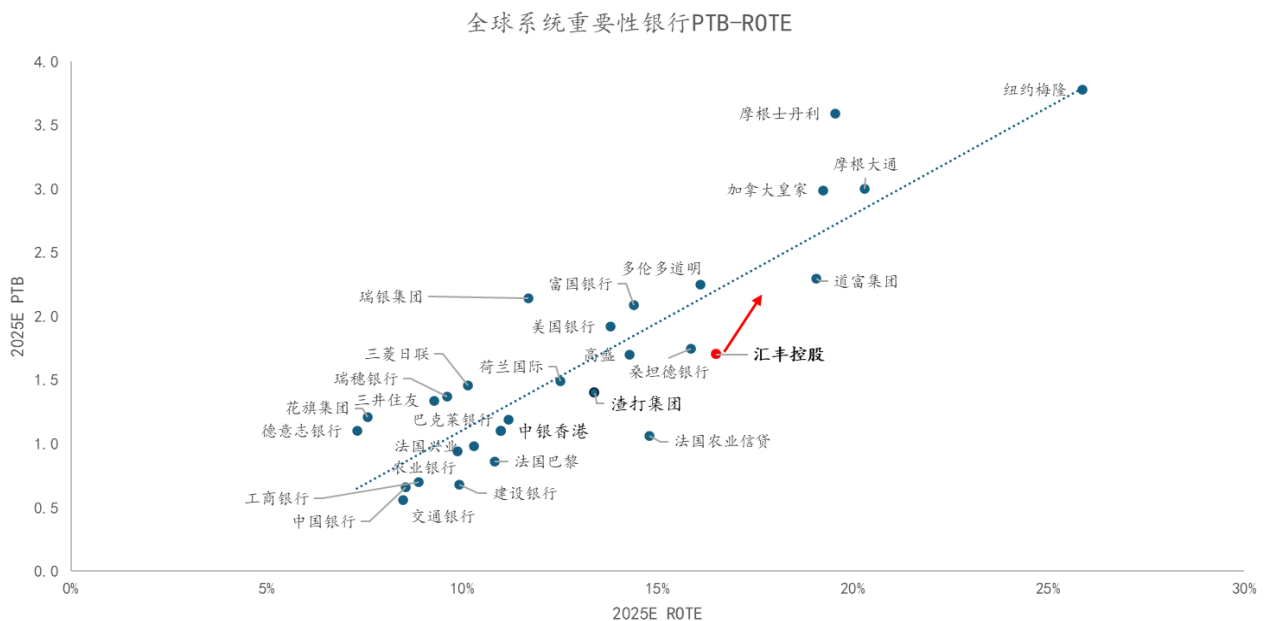
### 三、盈利预测及投资建议

当前市场对恒生私有化的全方位业绩提升效果和长期深远影响认知极不充分，私有化完成后汇丰盈利能力有望跻身全球一流水平，建议投资者积极把握。基本面上看，汇丰营收、利润持续超预期。公司 2025 年 ROTE 指引为中双位数及以上水平，预计 25 年 ROTE 将在 16% 左右。净利息收入韧性且展望积极；交易银行+财富管理双轮驱动带动非息收入持续高增；成本端有效管控，成本收入比持续压降；目前香港商业地产资产质量虽有压力，但敞口持续压降，影响可控，信用成本维持在 40bps 稳定水平。基本面整体保持稳健向好的趋势。预计 2025-2027 年营收增速(剔除重大项目，下同)分别为 4.2%、2.5%、3.2%，归母净利润增速 8.3%、3.1%、2.1%。在不考虑私有化恒生带来的利润提振效益情况下，汇丰 2025-2027 年 ROTE 水平也有望保持在 16%-17% 左右的较高水平。根据以上测算，私有化恒生后能够提振汇丰 ROTE 近 2pct 左右，则汇丰未来 ROTE 有望进一步提高至 18%-19% 的全球一流水平。据近期市场报道，汇丰或有望在 2026 年再次提高其 ROTE 指引。

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在逐步强化和加速。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。

若汇丰 ROTE 目标有望提高至 18%-19%，则估值仍有较大向上空间。首先，从 PTB-ROTE 可比同业框架来看，汇丰当前估值相对于同业仍属低估。即使不考虑私有化恒生带来的潜在提振效益，16% 左右的 ROTE 也能对应 1.7-1.8 倍 PTB (1.6-1.7 倍 PB) 左右的估值，当前 1.7 倍 PTB (1.6 倍 PB) 处于合理估值的下限。若私有化恒生效果逐步显现后，汇丰 ROTE 能够提高到 18%-19% 左右的高双位数水平，则根据 12 倍的 Forward PTB/ROTE 比值，对应合理估值水平应为 2.2-2.3 倍 PTB (1.8-1.9 倍 PB)，距离目前估值仍有较大空间。**提高汇丰控股目标估值至 2.25 倍 PTB (2 倍 PB)，对应目标价 180 港元，维持买入评级及银行板块首推标的。**

**图 10:当前汇丰估值在全球系统重要性大行中仍属低估，若 ROTE 能进一步向上，估值还有很大空间。**



数据来源：公司财报，Bloomberg，中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

表 7:汇丰控股盈利预测简表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（剔除重大事项）	65,723	67,434	70,251	72,035	74,352
营业收入增长率	21.0%	2.6%	4.2%	2.5%	3.2%
归母净利润（剔除重大事项）	26,383	25,792	27,932	28,805	29,418
归母净利润同比增速	18.7%	-2.2%	8.3%	3.1%	2.1%
ROTE	15%	16%	17%	17%	17%
EPS（元）	1.22	1.31	1.55	1.67	1.79
BVPS（元）	9.75	10.32	10.94	11.58	12.35
PE	14.5	13.5	11.4	10.6	9.9
PB	1.81	1.71	1.62	1.53	1.43

资料来源：公司财报，中信建投证券

## 四、风险分析

（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。

## 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、中信建投（国际）研究部及全球研究团队负责人、金融行业负责人、银行业首席分析师。英国杜伦大学金融与投资学硕士。十余年金融行业研究经验，兼具广阔的国际视野和深刻的本土洞察，在新财富最佳分析师评选中多年位居前列：第一名（2019年）、第二名（2016-2017年、2020年、2022-2024年）、第三名（2015年、2018年、2025年）。

### 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，银行业分析师。

## 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