

## 招商银行-H (3968 HK, 买入, 目标价: HK\$57.70)

买入

持有

卖出

### 资产管理能力强健, 有望推助盈利能力提升

目标价: HK\$57.70 当前股价: HK\$49.28

股价上行/下行空间 +17%

52 周最高/最低价 (HK\$) 56.75/39.85

市值 (US\$mn) 302,053

当前发行数量(百万股) 25,220

三个月平均日交易额 (US\$mn) 99

流通盘占比 (%) 90

主要股东 (%)

香港中央结算 (代理人) 18

有限公司

招商局轮船有限公司 13

中国远洋运输有限公司 6

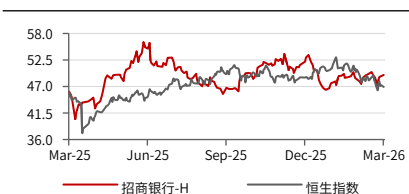
按 2026 年 3 月 31 日收市数据

资料来源: FactSet

#### 主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	57.70	56.10	3%
2026E EPS (RMB)	5.99	6.11	-2%
2027E EPS (RMB)	6.38	6.41	-0%
2028E EPS (RMB)	6.82	N/A	N/A

#### 股价表现



资料来源: FactSet

#### 华兴证券(香港)对比市场预测 (差幅%)

	2026E	2027E
营收 (RMBbn)	348 (-0%)	367 (-0%)
EPS (RMB)	5.97 (+0%)	6.28 (+2%)

注: 所示市场预测来源于 Visible Alpha。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

#### 研究团队

王云吟

香港证监会中央编号: BLZ061

• 4Q25 业绩符合预期, 得益于手续费及佣金收入恢复抵消了贷款拨备增加。

• 预计 2026 年贷款/存款增速为 6-7%, 净息差降幅收窄, 资产质量保持稳定。

• 重申“买入”评级, 目标价上调至 57.70 港元 (基于 1.1 倍 2026 年预期 P/B)。

此港股通报告之英文版本于 2026 年 4 月 1 日下午 3 时 20 分由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的王一鸣 (证券分析师登记编号: S1680521050001) 审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

**4Q25 业绩符合预期。** 招商银行 4Q25 /2025 年调整后净利润分别为人民币 321 亿元/1,439 亿元, 同比增长 1.5%/0.7%, 与我们的预测相符, 主要得益于手续费及佣金收入的恢复抵消了贷款拨备的增加。4Q25 收入同比增长 1.4%, 主要驱动因素包括: 1) 得益于贷款增长 5.4%, 净利息收入同比增长 2.9%, 抵消了净息差下降 8 个基点的影响; 2) 得益于财富管理和资产管理费用增长, 净手续费及佣金收入同比增长 16.3%, 部分抵消了 3) 因债券及基金投资公允价值下降而导致的其他收入同比下滑。

**净息差环比上升, 为连续 11 个季度下降后的首次回升; 资产质量保持稳定。** 招商银行 4Q25 的关键运营数据包括: 1) 净息差环比上升 3 个基点至 1.86%, 得益于存款成本下降 (环比降 8 个基点) 抵消了贷款收益率环比下降 4 个基点的影响; 2) 成本管控良好, 成本收入比下降至 41.9% (对比 4Q24 为 42.2%); 3) 资产质量平稳, 尽管不良贷款拨备覆盖率降至 392%, 但不良贷款率相对持平于 0.94%, 仍保持行业领先水平。招商银行 2025 年派息率维持在 35.3%, 管理层对 2026 年维持该比率怀抱信心。

**2026 年预计小幅改善。** 招商银行预计 2026 年总贷款和存款增速在 6-7% 左右, 尽管上半年贷款重定价使得资产收益率下行且存款成本进一步下降空间有限, 导致净息差仍呈下降趋势, 但降幅将较 2025 年 (同比降 11 个基点) 收窄。公司预计手续费及佣金收入将实现同比增长, 主要得益于强劲的财富管理业务及对信用卡费用下降的控制。鉴于对公贷款质量持续改善, 且零售贷款质量压力缓解, 招商银行预计 2026 年整体资产质量将保持稳定。

**维持“买入”评级, 目标价上调至 57.70 港元。** 我们将 2026/2027 年调整后净利润预测下调 2.0%/0.4%, 主要由于我们: 1) 下调贷款预测 2.9%-4.2%; 2) 上调贷款拨备预测 1.8%-2.1%, 抵消了 3) 上调的净手续费及佣金收入预测 2.9%-4.9%, 以及 4) 下调的运营支出预测 1.2%。在调整盈利预测后, 我们将估值基准切换至 2026 年, 并基于 1.1 倍 P/B (不变) 得到新的目标价 57.70 港元 (原为 56.10 港元)。我们看好招商银行凭借其强大的财富管理推动手续费及佣金收入恢复正增长, 以及其高于行业的资产质量控制能力——较高的不良贷款拨备覆盖率为其提供了降低贷款拨备的空间, 有望支持其在 2026-2028 年的盈利增长与 ROE。**风险提示:** 净息差压力超预期、动手续费及佣金收入疲软、资产质量恢复慢于预期。

#### 财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBbn)	334	332	347	365	385
拨备前利润 (RMBbn)	217	213	227	241	256
归母净利润 (RMBbn)	143	144	151	161	172
每股收益 (RMB)	5.66	5.70	5.99	6.38	6.82
市盈率(x)	5.4	7.7	7.5	7.0	6.6
市净率(x)	0.7	1.0	0.9	0.9	0.8
股本收益率(%)	14.2	13.7	13.1	13.0	12.9

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券(香港)预测

## 4Q25 业绩回顾

招商银行公布 4Q25 调整后净利润同比增长 1.5% 至人民币 321 亿元，主要得益于净手续费及佣金收入恢复（同比增长 16.3%），抵消了贷款拨备同比增长 72%。招商银行 2025 年调整后净利润为人民币 1,439 亿元，同比增长 0.7%，分别占我们预测/Visible Alpha 一致预期的 99%/99.8%。

招商银行继续维持其**房地产信贷**业务在较低敞口，包括信贷、债券投资及非标资产，总规模为人民币 3,540 亿元，环比下降 0.7%；同时进一步**降低表外风险**，包括财富管理基金、委托贷款、信托代销及债务融资工具承销，余额为人民币 1,780 亿元，环比下降 0.6%。**房地产开发贷款余额**为人民币 2,830 亿元，环比持平，占总贷款比重为 4.1%（对比 3Q25 占比为 4.15%），其中 85% 的房地产贷款位于一、二线城市。**房地产开发贷款不良率**从 4Q24 的 4.74% 降至 4Q25 的 4.64%，表明改善趋势不变。我们维持观点，即招商银行将继续通过降低贷款敞口并增加优质项目来重点化解房地产领域的风险。

### 主要经营亮点：

4Q25 贷款总额同比增长 5.4%，存款总同比增长 7.9%。截至 4Q25 末，贷存比同比下降 3.5 个百分点至 73.2%。**净息差在连续 11 个季度环比下降后，于 4Q25 环比上升 3 个基点至 1.86%**，得益于存款成本下降（环比降 8 个基点），抵消了贷款收益率环比下降 4 个基点的影响。当期生息资产收益率环比下降 5 个基点至 2.92%，计息负债成本环比下降 9 个基点至 1.13%。由于贷款收益率同比下降 57 个基点，存款成本同比下降 37 个基点，2025 年**全年净息差同比下降 11 个基点至 1.87%**。

4Q25/2025 年全年净手续费及佣金收入同比增长 16.3%/4.4%，主要得益于财富管理和资产管理的收费贡献，抵消了银行卡手续费的下降。

招商银行 4Q25 不良贷款率环比下降 0.5 个基点至 0.94%，不良贷款覆盖率环比下降 14 个百分点至 392%。关注类贷款比率环比持平（同比增长 14 个基点）于 1.43%，逾期贷款率环比下降 9 个基点（同比下降 8 个基点）至 1.25%。4Q25 信用成本环比下降 14 个基点至 0.35%。

招商银行资本水平有所下降，4Q25 核心一级资本充足率/资本充足率分别环比下降 70/81 个基点至 14.16%/18.24%。

**图表 1: 招商银行 4Q25 及 2025 年业绩摘录**

	4Q24	3Q25	4Q25	YoY %	QoQ %	2024	2025	YoY %	2025E	业绩占	2025E	业绩占
									华兴香港预测	香港预测比例%	一致预期	一致预期比例%
<b>损益表主要科目 (人民币百万元)</b>												
净利息收入	53,979	53,957	55,551	2.9	3.0	211,277	215,593	2.0	216,096	99.8		
净手续费及佣金收入	16,392	18,600	19,056	16.3	2.5	72,094	75,258	4.4	73,353	102.6		
其他收入	13,610	5,861	10,524	(22.7)	79.6	51,118	40,949	(19.9)	52,140	78.5		
总收入	83,981	78,418	85,131	1.4	8.6	334,489	331,800	(0.8)	341,589	97.1	335,068	99.0
营业支出	(35,478)	(26,450)	(35,672)	0.5	34.9	(117,650)	(118,505)	0.7	(119,974)	98.8		
拨备前利润	48,503	51,968	49,459	2.0	(4.8)	216,839	213,295	(1.6)	221,616	96.2		
拨备	(3,619)	(8,726)	(6,226)	72.0	(28.7)	(39,976)	(39,586)	(1.0)	(41,790)	94.7		
税前利润	<b>44,578</b>	<b>46,183</b>	<b>43,904</b>	(1.5)	(4.9)	<b>178,652</b>	<b>178,993</b>	<b>0.2</b>	<b>181,645</b>	98.5		
净利润	<b>35,207</b>	<b>38,842</b>	<b>36,409</b>	3.4	(6.3)	<b>148,391</b>	<b>150,181</b>	<b>1.2</b>	<b>150,877</b>	99.5	<b>149,979</b>	100.1
调整后净利润	31,601	38,842	32,077	1.5	(17.4)	142,810	143,874	0.7	145,296	99.0	144,186	99.8
每股收益 (元)	1.25	1.54	1.27	1.5	(17.4)	5.66	5.70	0.7	5.76	99.0	5.71	99.9
<b>资产负债表主要科目 (人民币十亿元)</b>												
贷款	6,899	7,136	7,268	5.4	1.8	6,899	7,268	5.4				
存款	9,195	9,609	9,925	7.9	3.3	9,195	9,925	7.9				
资产	12,152	12,644	13,071	7.6	3.4	12,152	13,071	7.6				
所有者权益	1,046	1,090	1,095	4.8	0.5	1,046	1,095	4.8				
<b>主要财务比率</b>												
手续费及佣金占收入百分比	19.5	23.7	22.4	2.9ppt	-1.3ppt	21.6	22.7	1.1ppt				
成本收入比 (%)	42.2	33.7	41.9	-0.3ppt	8.2ppt	35.2	35.7	0.5ppt				
净息差 (%)	1.94	1.83	1.86	-8.0bps	3bps	1.98	1.87	-11bps				
信用成本 (基点)	21.2	49.0	34.6	13.4bps	-14bps	60	56	-4bps				
ROA (%)	1.19	1.24	1.14	-0.1ppt	-0.1ppt	1.29	1.20	-0.1ppt				
ROE (%)	12.3	13.1	11.7	-0.6ppt	-1.3ppt	14.49	13.44	-1.0ppt				
不良贷款 (人民币十亿元)	65.6	67.4	68.2	4.0%	1.2%	65.61	68.21	4%				
不良贷款率 (%)	0.95	0.94	0.94	-1.3bps	-0.5bps	0.95	0.94	-1bps				
不良贷款拨备覆盖率 (%)	412.0	405.9	391.8	-20.2ppt	-14.1ppt	412.0	391.8	-20ppt				
核心一级资本充足率 (%)	14.86	13.93	14.16	-70bps	23bps	14.86	14.16	-70bps				
一级资本充足率 (%)	17.48	16.25	16.51	-97bps	26bps	17.48	16.51	-97bps				
资本充足率 (%)	19.05	17.59	18.24	-81bps	65bps	19.05	18.24	-81bps				

资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

## 盈利预测调整

我们将 2026/2027 年调整后净利润预测下调 2.0%/0.4%，主要由于我们：1) 下调贷款预测 2.9%-4.2%；2) 上调拨备预测 1.8%-2.1%，部分抵消了 3) 上调的净手续费及佣金收入预测 2.9%-4.9%，以及 4) 下调的运营支出预测 1.2%。本报告引入 2028 年预测。

图表 2：招商银行—盈利预测调整

损益表主要科目 (百万元)	现值			原值		变动 (%)	
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2026E	2027E
净利息收入	224,752	234,329	244,467	225,948	235,711	(0.5)	(0.6)
净手续费及佣金收入	79,704	85,880	92,836	77,476	81,868	2.9	4.9
其他收入	42,996	45,146	47,404	53,183	54,247	(19.2)	(16.8)
总收入	347,452	365,356	384,707	356,606	371,825	(2.6)	(1.7)
营业支出	(120,844)	(124,659)	(128,622)	(122,343)	(126,215)	(1.2)	(1.2)
拨备前利润	226,608	240,696	256,085	234,263	245,610	(3.3)	(2.0)
拨备	(44,700)	(47,180)	(49,903)	(43,925)	(46,219)	1.8	2.1
税前利润	<b>187,442</b>	<b>199,402</b>	<b>212,453</b>	<b>192,264</b>	<b>201,408</b>	<b>(2.5)</b>	<b>(1.0)</b>
净利润	157,270	167,305	178,255	159,697	167,292	(1.5)	0.0
调整后净利润	<b>150,963</b>	<b>160,998</b>	<b>171,948</b>	<b>154,116</b>	<b>161,711</b>	<b>(2.0)</b>	<b>(0.4)</b>
每股收益 (元)	5.99	6.38	6.82	6.11	6.41	(2.0)	(0.4)
贷款	7,660	8,097	8,570	7,888	8,450	(2.9)	(4.2)
存款	10,719	11,576	12,502	10,725	11,583	(0.1)	(0.1)
资产	14,082	15,175	16,370	14,142	15,226	(0.4)	(0.3)
所有者权益	1,202	1,290	1,384	1,300	1,438	(7.6)	(10.3)
手续费及佣金占收入的百分比	22.9	23.5	24.1	21.7	22.0	1.2ppt	1.5ppt
成本收入比 (%)	34.8	34.1	33.4	34.3	33.9	0.5ppt	0.2ppt
净息差 (%)	1.80	1.74	1.67	1.79	1.74	0.6bps	-0.3bps
信用成本 (基点)	60	60	60	58	57	2.3bps	3.3bps
ROA (%)	1.17	1.15	1.14	1.18	1.15	0.0ppt	0.0ppt
ROE (%)	13.14	12.92	12.86	12.49	11.81	0.7ppt	1.1ppt
不良贷款 (人民币十亿元)	71.2	74.8	79.0	74.3	78.9	(4.1)	(5.2)
不良贷款率 (%)	0.93	0.92	0.92	0.94	0.93	-1.2bps	-1.0bps
不良贷款拨备覆盖率 (%)	370.7	349.3	327.2	354.9	330.2	16ppt	19ppt
核心一级资本充足率 (%)	14.90	14.96	14.98	16.40	16.79	-1.5ppt	-1.8ppt
一级资本充足率 (%)	17.10	17.01	16.87	18.68	18.92	-1.6ppt	-1.9ppt
资本充足率 (%)	18.71	18.50	18.26	20.05	20.20	-1.3ppt	-1.7ppt

资料来源：华兴证券（香港）预测

## 估值

### 重申“买入”评级，上调招商银行 H 股目标价至 57.70 港元

在调整盈利预测后，我们将估值基准切换至 2026 年，并基于 1.1 倍（不变）P/B 目标倍数得出新的目标价 57.70 港元，较之前的 56.10 港元有所上调，该目标倍数参考了其五年平均远期 P/B，并以其高 ROE 为支撑。

招商银行预计 2026 年总贷款和存款增速在 6-7% 左右，尽管上半年贷款重定价使得资产收益率下行且存款成本进一步下降空间有限，导致净息差仍呈下降趋势，但降幅将较 2025 年（同比降 11 个基点）收窄。公司预计手续费及佣金收入将实现同比增长，主要得益于强劲的财富管理业务及对信用卡费用下降的控制。鉴于对公贷款质量持续改善，且零售贷款质量压力缓解，招商银行预计 2026 年整体资产质量将保持稳定。总体而言，我们预计招商银行的盈利增长和 ROE 将在 2026-2028 年逐步恢复。维持“买入”评级。

图表 3：招商银行—估值摘要

<b>Non-GAAP2026E 账面价值 (人民币元)</b>		<b>1,202,169</b>	<b>汇率</b>	
<b>目标 P/B 倍数</b>	<b>1.1</b>		<b>人民币/港币 1.1</b>	
<b>总估值 (人民币百万元)</b>	<b>1,322,386</b>			
<b>稀释普通股股份数 (百万)</b>	<b>25,220</b>			
<b>目标价 (港元)</b>	<b>57.70</b>			
			<b>现价</b>	<b>上行空间</b>
			<b>49.28</b>	<b>17%</b>

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Non-GAAP净利润 (人民币百万元)	116,309	132,775	142,044	142,810	145,296	154,116	161,711
账面价值 (人民币百万元)	731,702	825,057	925,924	1,045,568	1,168,323	1,300,416	1,438,454
稀释普通股股份数 (百万)	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
每股收益 (人民币元)	4.61	5.26	5.63	5.66	5.76	6.11	6.41
每股账面价值 (人民币元)	29.01	32.71	36.71	41.46	46.33	51.56	57.04
交易 P/E(x)	9.01	7.89	7.38	7.34	7.21	6.80	6.48
交易 P/B(x)	1.43	1.27	1.13	1.00	0.90	0.81	0.73
隐含 P/E(x)	11.06	9.69	9.06	9.01	8.85	8.35	7.95
隐含 P/B(x)	1.76	1.56	1.39	1.23	1.10	0.99	0.89

注：收盘价截至 2026 年 3 月 31 日。

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

**图表 4: 招商银行-H—12 个月远期 P/B**


资料来源：彭博，华兴证券（香港）预测

**图表 5: 招商银行-H—12 个月远期 P/E**


资料来源：彭博，华兴证券（香港）预测

## 风险提示

影响目标价的潜在风险包括：

- **宏观经济长期放缓影响信贷需求：**如果中国宏观经济复苏速度慢于预期，消费和可支配收入增长放缓，可能导致零售信贷需求疲软以及招商银行贷款增速低于预期。
- **净息差压力大于预期：**如果综合存款利率上升幅度超出预期且存款结构不佳，可能会在中国低贷款利率环境中给招商银行的净息差带来下行压力，从而影响净利息收入，而净利息收入在 2025 年占招商银行营业收入的 65%。
- **股市疲软对基金代销费用产生负面影响：**由于市场情绪疲软，股市波动加大可能会影响新基金发行，对招商银行的手续费和佣金收入带来压力，因为财富管理和基金销售的代销费用是其主要的业绩增长推手。
- **资产质量修复慢于预期导致拨备增加：**我们预期招商银行通过风控管理来维持资产质量的稳定。若资产质量修复慢于预期，可能导致更高的拨备费用，从而拖累招商银行的盈利表现。

**附：财务报表**

年结 12 月

**利润表**

(RMBbn)	2025A	2026E	2027E	2028E
利息净收入	216	225	234	244
手续费及佣金净收入	75	80	86	93
其他营业收入	41	43	45	47
<b>营业收入</b>	<b>332</b>	<b>347</b>	<b>365</b>	<b>385</b>
营业成本	(119)	(121)	(125)	(129)
<b>拨备前利润</b>	<b>213</b>	<b>227</b>	<b>241</b>	<b>256</b>
拨备	(40)	(45)	(47)	(50)
非营业收入	5	6	6	6
<b>税前利润</b>	<b>179</b>	<b>187</b>	<b>199</b>	<b>212</b>
所得税	(28)	(29)	(31)	(33)
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
优先股股息	(6)	(6)	(6)	(6)
<b>报告期内净收入</b>	<b>150</b>	<b>157</b>	<b>167</b>	<b>178</b>
<b>调整后净收入</b>	<b>144</b>	<b>151</b>	<b>161</b>	<b>172</b>
<b>每股收益 (RMB)</b>	<b>5.95</b>	<b>6.24</b>	<b>6.63</b>	<b>7.07</b>
<b>稀释每股调整收益 (RMB)</b>	<b>5.70</b>	<b>5.99</b>	<b>6.38</b>	<b>6.82</b>

**资产负债表**

(RMBbn)	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及存放中央银行款项	575	621	671	724
存放同业和其它金融机构款项	967	1,083	1,191	1,310
发放贷款净额	7,004	7,396	7,836	8,311
投资	3,487	3,871	4,297	4,769
固定资产	133	139	146	153
其他资产	905	972	1,035	1,102
<b>总资产</b>	<b>13,071</b>	<b>14,082</b>	<b>15,175</b>	<b>16,370</b>
客户存款	9,925	10,719	11,576	12,502
同业存放款项	1,369	1,451	1,567	1,708
负债/借款	92	97	102	107
其他负债	404	428	454	482
<b>总负债</b>	<b>11,790</b>	<b>12,694</b>	<b>13,698</b>	<b>14,799</b>
少数股东权益	8	9	9	10
<b>股东权益</b>	<b>1,095</b>	<b>1,202</b>	<b>1,290</b>	<b>1,384</b>
<b>负债及所有者权益</b>	<b>13,071</b>	<b>14,082</b>	<b>15,175</b>	<b>16,370</b>

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券(香港)预测

**金融稳定性指标(%)**

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>资产负债结构</b>				
存贷比	73.2	71.5	69.9	68.5
发放贷款净额/总资产	53.6	52.5	51.6	50.8
投资/总资产	26.7	27.5	28.3	29.1
客户存款/计息负债	86.8	87.0	87.0	86.9
同业存放款项/计息负债	12.0	11.8	11.8	11.9
<b>资产质量</b>				
不良贷款/总贷款	0.94	0.93	0.92	0.92
不良贷款/总资产	0.52	0.51	0.49	0.48
拨备覆盖率	387.0	370.7	349.3	327.2
信贷成本	0.56	0.60	0.60	0.60
贷款备抵	3.63	3.45	3.23	3.02
<b>资本实力</b>				
资本充足率	18.2	18.7	18.5	18.3
核心一级资本充足率	14.2	14.9	15.0	15.0

**关键假设**

	2025A	2026E	2027E	2028E
净利差 (%)	1.87	1.80	1.74	1.67
贷款总额增速 (%)	5.4	5.5	5.7	5.8
手续费收入增速 (%)	4.0	6.0	7.9	8.2
成本收入比 (%)	35.7	34.8	34.1	33.4
信用成本 (%)	0.56	0.60	0.60	0.60

**财务比率**

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>同比变化率(%)</b>				
营业收入	(0.8)	4.7	5.2	5.3
拨备前利润	(1.6)	6.2	6.2	6.4
净利润	1.2	4.7	6.4	6.5
调整后净利润	0.7	4.9	6.6	6.8
每股收益	1.2	4.7	6.4	6.5
<b>盈利能力(%)</b>				
息税折旧及摊销前利润率	52.4	52.4	53.0	53.6
息税前利润率	52.4	52.4	53.0	53.6
净利润率	45.3	45.3	45.8	46.3
调整后净利润率	43.4	43.4	44.1	44.7
股本收益率	13.7	13.1	13.0	12.9
资产收益率	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>估值比率(x)</b>				
市盈率	7.7	7.5	7.0	6.6
市净率	1.0	0.9	0.9	0.8
股息率(%)	4.6	4.9	5.2	5.5

## 附录

### 分析师声明

本人王云吟兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

### 重要信息披露

#### 香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 [www.sfc.hk](https://www.sfc.hk) 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

### 分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

### 公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：招商银行-H（3968 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

**股票评级和释义：**公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

**买入**--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

**持有**--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

**卖出**--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

**暂未评级**--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

**未覆盖**--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

**板块评级和释义：**根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

**增持**--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

### 一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其他部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

### 【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

### 【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888