

## 华泰证券 (601688.SH) 双轮战略增强成长性, 科技赋能塑造新龙头

2021年01月05日

——华泰证券首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

高超 (分析师)

龚思匀 (联系人)

gaochao1@kysec.cn

gongsiyun@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

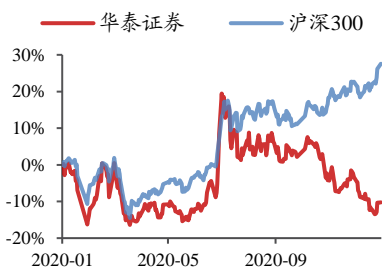
证书编号: S0790120110033

日期	2021/1/5
当前股价(元)	18.08
一年最高最低(元)	25.00/16.76
总市值(亿元)	1,641.06
流通市值(亿元)	1,330.25
总股本(亿股)	90.77
流通股本(亿股)	73.58
近3个月换手率(%)	55.62

### ● 财富管理+机构业务双轮驱动, 成长性不断凸显

公司互联网优势明显, 在科技赋能和海外子公司加码下, 财富管理业绩稳健增长; 注册制背景下, 投行和创新业务盈利有望不断释放, 财富管理+机构业务双轮驱动战略下, 公司 $\alpha$ 属性不断增强, 成长性高于同业。行业历史机遇期下, 公司作为头部券商, 充分享受政策红利, 同时市场化治理下, 竞争优势不断增强。我们预计公司2020年-2022年归母净利润分别为118.05/143.25/170.06亿元, 分别同比+31%/+21%/+19%, EPS分别为1.30/1.58/1.87元, 当前股价对应2020-2022年PE分别为13.9/11.5/9.6, 公司PB估值低于可比券商, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 财富管理: 零售业务基础雄厚, 先发优势明显

公司客户基础较好, 于业内较早采取低佣金竞争策略, 自2014年起股基成交额市占率均处于行业龙头。公司打造“人+平台+产品”优势, 基础设施不断完善, 涨乐财富通多次升级换代, APP月活人数位于证券公司类第一名, 投顾占比业内领先, 金融产品布局多元, 同时海外子公司AssetMark有望提供平台建设、资产配置等经验, 助力公司财富管理不断发展。公司财富管理先发优势优于同业, 作为弱 $\beta$ 属性业务, 有望驱动ROE不断上行。

### ● 机构业务: 投行形成全产业链, 盈利有望不断释放

公司推进全业务链战略, 完善以客户为中心的大投行一体化运作体系, 并购重组财务顾问形成特色, 注册制背景下, 公司投行业务快速扩张, 储备量位于行业前列, 盈利有望不断释放。公司衍生品业务位于行业前列, 场内衍生品成交量行业领先; 作为场外衍生品一级交易商, 10月末公司互换和期权存续规模分别为437/1121亿元, 较年初分别+95%/+15%, 期权存续规模占比保持在行业20%以上, 排名行业前三。未来, 随着衍生品业务不断扩张, 将驱动杠杆率持续上行, ROE有望保持增长。

● **风险提示:** 新冠疫情对经济影响超预期; 政策落地不及预期; 互联网券商迅速发展对传统券商造成影响, 公司市占率提升不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	16,108	24,863	31,808	37,048	42,522
YOY(%)	-23.7	54.3	27.9	16.5	14.8
归母净利润(百万元)	5,033	9,002	11,805	14,325	17,006
YOY(%)	-45.7	78.9	31.1	21.3	18.7
毛利率(%)	40.2	46.7	47.8	49.8	51.5
净利率(%)	31.2	36.2	37.1	38.7	40.0
ROE(%)	5.3	8.0	9.3	10.4	11.3
EPS(摊薄/元)	0.61	0.99	1.30	1.58	1.87
P/E(倍)	29.6	18.2	13.9	11.5	9.6
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 首家“A+H+G”上市公司 .....	5
1.1、 股东结构多元，业务范围广泛 .....	5
1.2、 市场化经营机制 .....	6
1.3、 体量优势明显，盈利能力突出 .....	8
1.3.1、 公司战略：财富管理+机构业务双轮驱动 .....	8
1.3.2、 整体排名靠前，盈利能力较强 .....	9
1.4、 信息技术持续高额投入 .....	12
2、 财富管理：业绩整体稳健增长 .....	12
2.1、 打造“人+平台+产品”专业优势 .....	13
2.2、 代买业务：市占率保持龙头 .....	15
2.3、 代销业务快速增长，基金投顾展业开启 .....	16
2.4、 AssetMark：完善财富管理布局 .....	17
2.5、 资本中介业务：两融业务快速扩张，股票质押风险较低 .....	19
3、 机构服务业务：盈利有望不断释放 .....	21
3.1、 投行业务：IPO 大幅增长，财务顾问特色突出 .....	21
3.2、 投资交易业务：杠杆率持续上行，创新业务不断扩张 .....	23
3.3、 主经纪商业务：业绩有望不断增长 .....	26
4、 资产管理业务：主动管理占比提升 .....	26
5、 盈利预测及投资建议 .....	28
5.1、 盈利预测 .....	28
5.2、 可比公司估值 .....	29
6、 投资结论 .....	30
7、 风险提示 .....	30
附：财务预测摘要 .....	31

## 图表目录

图 1： 公司股权结构分散 .....	5
图 2： 公司人才结构不断优化 .....	6
图 3： 2019 年公司人均薪酬位于头部券商前列 .....	6
图 4： 公司含财富管理、机构服务业务、投资管理、国际业务四大业务 .....	9
图 5： 2019 年起公司归母净利润保持高速增长 .....	10
图 6： 公司 ROE 水平优于行业平均，与 TOP5 持平 .....	10
图 7： 公司杠杆率高于行业平均 .....	11
图 8： 2019 年信息技术投入占比位于头部券商第一 .....	12
图 9： 2019 年信息技术人员占比超 10% .....	12
图 10： 华泰证券前台、中台、后台全面数字化转型 .....	12
图 11： 公司财富管理业务收入保持稳健增长 .....	13
图 12： 公司于 2017 年提出财富管理战略 .....	13
图 13： 公司营业部以江苏为核心，向全国辐射 .....	14
图 14： 公司投顾人数占比位于可比公司前列 .....	14
图 15： 涨乐财富通月活人数位于证券公司类 APP 第一 .....	15

图 16: 涨乐财富通下载量稳健增长 .....	15
图 17: 公司股基成交额市占率保持较高水平 .....	16
图 18: 公司佣金率低于行业平均水平 .....	16
图 19: 公司客户人数不断增长 .....	16
图 20: 中国个人可投资资产规模稳健增长 .....	17
图 21: 新发基金规模不断提升 .....	17
图 22: 2020H1 公司金融产品代销收入同比+139% .....	17
图 23: 基金销售规模快速增长 .....	17
图 24: TAMP 可拆分为五大业务 .....	18
图 25: TAMP 具有省时间、省钱、风险转移三大优势 .....	18
图 26: AssetMark 资管规模持续增长 .....	18
图 27: 预计 AssetMark 收入贡献约 50% .....	19
图 28: AssetMark 利润贡献有所下降 .....	19
图 29: 公司两融市占率持续上升 .....	19
图 30: 2019 年公司两融利率处于行业较低水平 .....	19
图 31: 公司融券规模快速增长 .....	20
图 32: 公司融券业务市占率有所增长 .....	20
图 33: 公司股票质押规模快速压降 .....	20
图 34: 公司股票质押拨贷比持续增长 .....	20
图 35: 公司 2020H1 股票质押拨贷比高于其余头部券商 .....	21
图 36: 2019 年起公司机构服务业务快速增长 .....	21
图 37: 公司投行业务快速增长 .....	22
图 38: 2020 前三季度 IPO 承销规模和单数快速增长 .....	22
图 39: 2020H1 公司 IPO 费率呈增长趋势 .....	22
图 40: 近三年公司对合营及联营企业投资收入占比提升 .....	24
图 41: 公司金融资产规模快速增长 .....	24
图 42: 公司金融资产杠杆率高于同业可比公司 .....	24
图 43: 固收规模占比较高 .....	25
图 44: 公司投资收益率相对稳定 .....	25
图 45: 2020H1 公司固收规模占比较高 .....	25
图 46: 公司债券交割量快速增长 .....	25
图 47: 公司上证 50EFT 期权成交量占比较高 .....	26
图 48: 公司场外衍生品规模快速扩张 .....	26
图 49: 公司基金托管规模快速增长 .....	26
图 50: 公司服务规模保持稳定 .....	26
图 51: 2020H1 资产管理业务收入同比+59% .....	27
图 52: 资管规模降幅趋缓 .....	27
图 53: 月均主动管理规模占比不断提升 .....	27
图 54: 南方基金和华泰柏瑞合计利润贡献在 5%-10% 之间 .....	27
图 55: 2020H1 华泰紫金投资贡献 25% 的净利润 .....	28
表 1: 华泰证券主要参控股子公司情况 .....	5
表 2: 公司高管从业经历丰富 .....	6
表 3: 公司股份回购开展股权激励计划 .....	7
表 4: 公司股票期权激励较大 .....	8

表 5: 公司包含四大板块业务 .....	9
表 6: 2019 年公司体量排名行业第三 .....	9
表 7: 公司资管和投资业务优势突出 .....	9
表 8: 公司杠杆率和净息差较高 .....	10
表 9: 公司以资金型业务为主 .....	11
表 10: “涨乐财富通”经历多次升级换代 .....	13
表 11: 公司代销金融产品收入占比有所提升, 代买证券业务收入占比有所下降 .....	15
表 12: 公司 IPO 储备量位于排名行业第四 .....	22
表 13: 公司并购重组占据优势 .....	23
表 14: 盈利预测核心假设 .....	28
表 15: 预计 2020-2022 年公司净利润分别同比+31%/+21%/+19% .....	29
表 16: 华泰证券净利润增速高于同业可比公司, PB 低于可比公司 .....	30

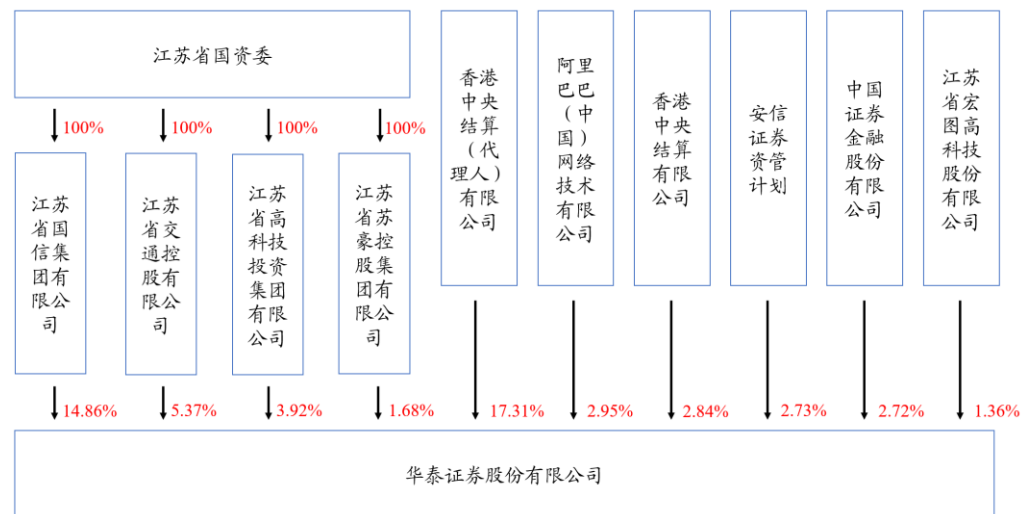
## 1、首家“A+H+G”上市公司

### 1.1、股东结构多元，业务范围广泛

**首家“A+H+G”上市公司。**公司前身为江苏省证券公司，注册资本1000万；1999年公司更名为华泰证券有限责任公司，2007年变更为华泰证券股份有限公司，2009年公司吸收合并信泰证券有限责任公司。2010年，公司在上交所上市，注册资本增至56亿元；2015年公司在港交所主板挂牌上市，2018年公司增发10.89亿股，注册资本增至82.52亿元；2019年6月公司发行的GDR在伦交所主板上市交易，注册资本增至90.77亿元。

**实控人是江苏国资委，定增引入战略投资者。**公司持股5%以上股东仅江苏省国信集团和江苏省交通控股有限公司，分别持股14.86%/5.37%，股权结构较为分散，实际控制人是江苏国资委。2018年公司定增引入阿里巴巴、苏宁易购等战略投资者，截至2020Q3末，阿里巴巴持股2.95%。同时公司调整了董事会构成，阿里巴巴和招商银行各获一个董事席位。国企背景叠加市场化治理结构，充分打开公司的发展空间。

图1：公司股权结构分散



资料来源：公司公告、开源证券研究所

**业务覆盖范围广泛，逐步向国际拓展。**公司拥有3家控股子公司和4家全资子公司，参股南方基金、华泰柏瑞和江苏银行，业务范围涵盖财富管理、机构服务、投资管理服务和国际业务四大板块。2016年收购美国AssetMark，2019年华泰美国获得美国经纪交易商业务资格，国际业务范围不断拓展。多层次的子公司结构，赋予了公司为个人和机构客户提供全方位金融服务的能力。

表1：华泰证券主要参控股子公司情况

	名称	业务性质	持股比例
控股子公司	华泰联合证券	投资银行	99.92%
	华泰期货	期货经纪	60%
	江苏股权交易中心	股权交易服务	52%
全资子公司	华泰证券（上海）资产管理有限公司	资产管理	100%

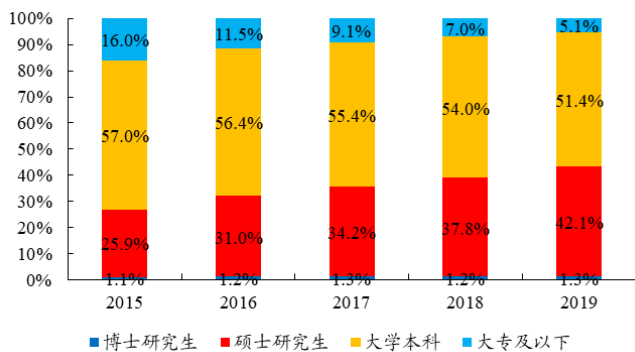
公司	华泰国际金融控股有限公司	股权投资	100%
	华泰紫金投资有限责任公司	私募投资	100%
	华泰创新投资有限公司	另类投资	100%
主要间	华泰金融控股（香港）有限公司	证券经纪	100%
接子公	AssetMark Financial, Inc.	投资管理	70.27%
	Huatai Securities (USA), Inc.	投资银行	100%
参股公	南方基金	投资管理	41.16%
	华泰柏瑞基金	投资管理	49%
	江苏银行	商业银行	5.54%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.2、市场化经营机制

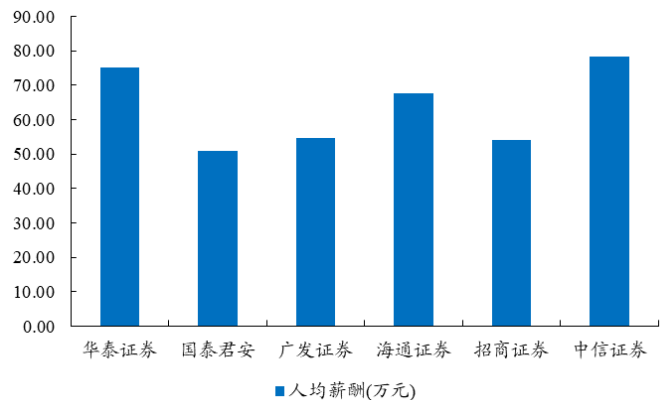
人才结构不断优化，人均薪酬位居前列。从 2015-2019 年，公司硕士和博士研究生占比不断提高，其中，硕士研究生占比提升近 16% 个百分点，高学历人才占比持续提升，利于公司内部竞争力不断增强。同时，从人均薪酬看，公司 2019 年人均薪酬 75 万元，在六家头部券商中仅次于中信证券（78 万元），高激励下，更有利于公司人才吸引。

图2：公司人才结构不断优化



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2019 年公司人均薪酬位于头部券商前列



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：人均薪酬=员工成本/员工总人数

职业经理人制度改革下，公司经营机制更加市场化。2018 年，公司开启混合所有制改革。2019 年 3 月，公司宣布开展职业经理人制度试点，实行市场化选聘、契约化管理、差异化薪酬、市场化退出。同时设立执行委员会，不设总裁、副总裁岗位。2019 年 10 月，公司前董事长、总裁周易成为职业经理人。职业经理人制度下，公司建立了以能力和绩效为导向的人才选拔机制，利于激发经营活力，提升经营效率。

表2：公司高管从业经历丰富

姓名	职位	任职日期	从业经历
张伟	董事长	2019-12-16	曾任江苏省电子工业厅正科级干部、资产管理处副处长、江苏宏图高科技股份有限公司董事会秘书兼总经理助理、副总经理、总经理、党委副书记；江苏高科技投资集团有限公司董事、总经理、党委副书记、党委书记、董事长。2019 年12 月至今

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

			任公司董事长、党委书记。
周易	首席执行官、执行委员会主任	2019-10-29	曾任江苏贝尔有限公司董事长，南京欣网讯科技股份有限公司董事长，上海贝尔富欣通信公司副总经理；2007年2月起至2019年10月任公司总裁，2019年10月起至今任本公司首席执行官、执行委员会主任、党委委员。
朱学博	董事	2018-10-22	曾在南京炮兵学院和中国人民银行江苏省分行工作。2001年3月加入华泰证券，曾任人力资源部总经理、党委组织部部长、总裁助理等职务。2013年3月至今任本公司党委副书记，2018年10月至今任本公司董事。
张辉	执行委员会委员、董秘	2019-12-16	曾在北京东城区人才交流服务中心、华晨集团上海办事处、通商控股有限公司、北京联创投资管理有限公司工作；曾任公司资管总部高级经理、证券投资部副总经理、综合事务部总经理、人力资源部总经理，2019年12月至今任本公司执行委员会委员、董事会秘书
焦晓宁	首席财务官	2020-3-5	曾任中国工商银行股份有限公司北京分行干部，财政部会计司综合处干部、副主任科员、主任科员、财政部会计司准则二处副处长、证监会会计部副巡视员、副主任，2020年3月至今任公司首席财务官。
陈天翔	执行委员会委员	2020-02-18	曾任东方通信股份有限公司工程师，南京欣网讯科技股份有限公司项目经理，本公司信息技术部高级工程师、客户服务中心网站运营经理、网络营销团队负责人、理财服务中心总经理助理、经纪业务总部副总经理、网络金融部总经理，2020年2月至今任公司执行委员会委员。
王翀	首席风险官	2017-3-16	曾任中国银行资金部/全球金融市场部主任科员、中国银行伦敦分行欧洲区域资金业务风险内控中台主管、JP 摩根证券利率衍生产品及固定收益风险团队主管、中国国际金融有限公司（英国）风险合规官；2014年12月至今任公司风险管理部总经理；2017年3月至今任公司首席风险官。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**股权激励启动，股份回购在途。**公司董事会于2020年3月31日通过回购A股方案，拟用于限制性股票激励，回购股份上限为9077万股，截至11月30日，公司已累计回购8809万股，占公司总股本的比例为0.9705%。2021年1月1日，公司拟将4564万股用于股权激励，授予价格9.1元/股，相对高管原有薪酬，股票期权激励较大。证券公司的竞争核心在于人才竞争，在股权激励机制下，更有利于公司人才吸引，从内部提升经营活力，增强公司竞争优势。

**表3：公司股份回购开展股权激励计划**

项目	股权激励计划
激励对象	公司董事、高级管理人员及其他核心骨干共824人
授予股份数量	4564万股
授予价格	9.1元/股
公司层面业绩考核	公司绩效系数=现金分红比例指标得分*15%+营业收入相关指标得分*35%+扣非营业收入利润率*35%+金融科技投入*15%
	第一个解锁期： 1、2021年度现金分红金额占当年度归属于母公司股东的净利润的比例高于或等于30%时，得1分；其余情况不得分。 2、2021年营业收入在当年对标企业中排名第1-4名，得1分；排名第5-6名，得0.8分；其余情况不得分。 3、2021年扣除非经常性损益后的营业收入利润率在当年对标企业中排名第1-4名，得1分；排名第5-6名，得0.8分；其余情况不得分。 4、以2019年金融科技创新投入金额为基准，2021年金融科技创新投入较基准增长5%及以上，得1分；其余情况不

得分。 第二个解锁期： 1、2022年度现金分红金额占当年度归属于母公司股东的净利润的比例高于或等于30%时，得1分；其余情况不得分。 2、2022年营业收入在当年对标企业中排名第1-4名，得1分；排名第5-6名，得0.8分；其余情况不得分。 3、2022年扣除非经常性损益后的营业收入利润率在当年对标企业中排名第1-4名，得1分；排名第5-6名，得0.8分；其余情况不得分。 4、以2019年金融科技创新投入金额为基准，2022年金融科技创新投入较基准增长8%及以上，得1分；其余情况不得分。
第三个解锁期： 1、2023年度现金分红金额占当年度归属于母公司股东的净利润的比例高于或等于30%时，得1分；其余情况不得分。 2、2023年营业收入在当年对标企业中排名第1-3名，得1分；排名第4-6名，得0.8分；其余情况不得分。 3、2023年扣除非经常性损益后的营业收入利润率在当年对标企业中排名第1-3名，得1分；排名第4-6名，得0.8分；其余情况不得分。 4、以2019年金融科技创新投入金额为基准，2023年金融科技创新投入较基准增长11%及以上，得1分；其余情况不得分。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**表4：公司股票期权激励较大**

姓名	获授限制性股票数量上限（万股）	股票市值（按12月31日收盘价计算）（万元）	认购金额（万元）	股票期权收益（万元）	2019年薪酬（万元）	股票期权收益占薪酬比重
周易	72	1,297	655	642	142.73	4.49
李世谦	60	1,081	546	535	-	-
孙含林	60	1,081	546	535	103.97	5.14
姜健	60	1,081	546	535	103.97	5.14
张辉	60	1,081	546	535	281.34	1.90
陈天翔	60	1,081	546	535	354.25	1.51
焦晓宁	50	901	455	446	-	-
焦凯	50	901	455	446	-	-
王翀	50	901	455	446	296.17	1.50

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、体量优势明显，盈利能力突出

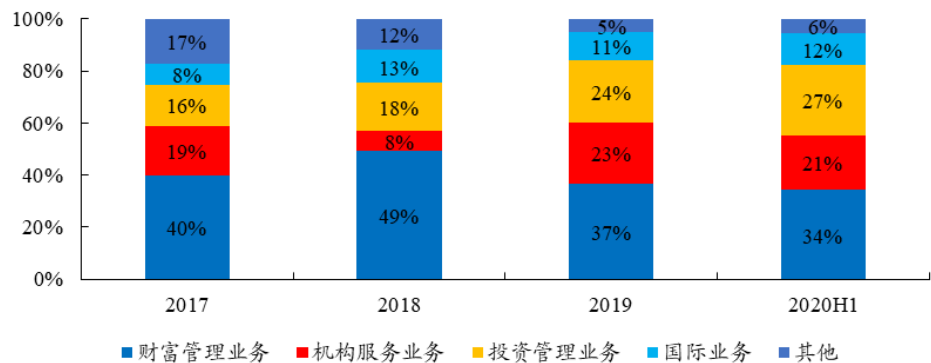
#### 1.3.1、公司战略：财富管理+机构业务双轮驱动

**财富管理+机构业务双轮驱动，财富管理为第一大业务。**公司于2009年在业务率先开启“互联网战略”，2017年，公司提出“财富管理+机构业务”双轮驱动战略，打造面向未来的差异化核心优势。公司包含财富管理、机构服务业务、投资管理、国际业务四大板块，其中财富管理为第一大业务。2020H1财富管理业务占比达34%，机构服务业务占比从2018年的8%提升至2020H1的21%，发展势头迅猛。

**表5: 公司包含四大板块业务**

业务板块	业务内容
财富管理	主要包括证券期货期权经纪、金融产品销售、资本中介等业务。
机构服务	主要包括投资银行业务、主经纪商业务（资金托管和基金服务等）、研究与机构销售业务、投资交易业务（权益、FICC 和衍生品交易）。
投资管理	主要包括证券公司资产管理、私募股权基金管理、基金公司资产管理业务等。
国际业务	通过境外子公司开展国际业务，业务范围涵盖香港和美国等。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**图4: 公司含财富管理、机构服务业务、投资管理、国际业务四大业务**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3.2、整体排名靠前，盈利能力较强

**体量排名行业第三，资管和投资业务优势突出。**2017-2019年，公司总资产、净资产、净资本均有所上升，2019年总体体量排名行业第三。从分业务收入排名来看，2019年公司资管业务和投资业务排名行业前三，相对优势明显。受低佣金率影响，公司经纪业务收入排名相对靠后；此外，公司海外业务进步明显，从2017年的行业第八提升至第四。

**表6: 2019年公司体量排名行业第三**

	2017年	2018年	2019年
总资产	5	6	3
净资产	4	4	3
净资本	5	4	4
净利润	3	4	3

数据来源：中证协、开源证券研究所

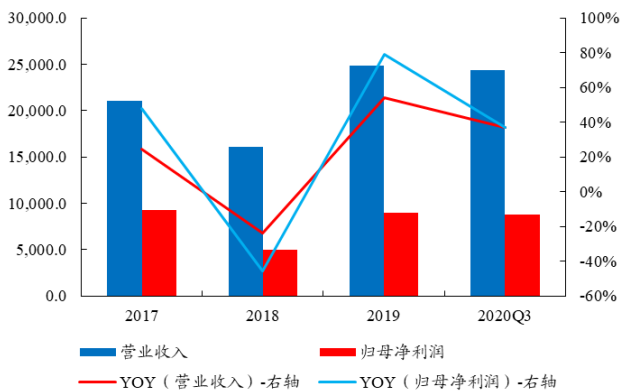
**表7: 公司资管和投资业务优势突出**

	2017年	2018年	2019年
<b>经纪业务收入</b>			
代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)	7	5	6
交易单元席位租赁净收入	14	14	8
代销金融产品收入	6	6	9

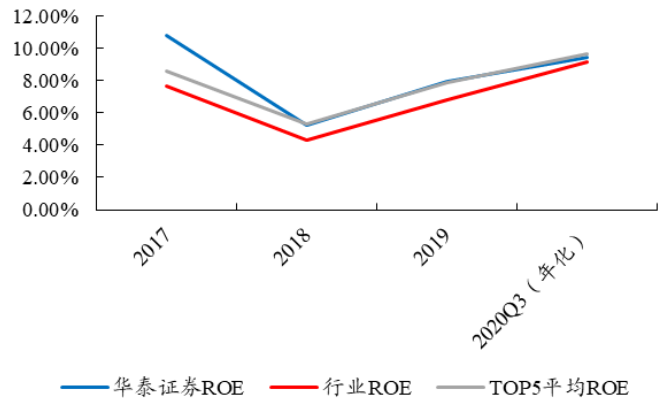
<b>投行业务收入</b>			
投行业务净收入	7	5	6
股票承销业务收入	11	3	7
债券承销业务收入	14	12	8
财务顾问净收入	3	3	5
<b>资管业务收入</b>			
资管业务净收入	2	2	3
<b>利息净收入业务收入</b>			
融资类业务利息收入	4	5	6
<b>投资业务收入</b>			
证券投资收入	1	12	2
<b>国际业务收入</b>			
海外业务收入占比	8	5	4

数据来源：中证协、开源证券研究所

业绩增长较快，盈利能力显著优于行业平均。2018 年受宏观和市场下滑影响，公司营收和净利润有所下降，2019 年起市场回暖，公司营收与归母净利润均实现较快增长，2019 年和 2020 前三季度公司归母净利润分别同比+79%/+37%。公司盈利能力较强，ROE 始终高于行业平均，与行业 TOP5 券商平均水平持平。从 ROE 拆分上看，公司杠杆率相对较高，同时由于公司合营及联营企业投资收益率较高，净息差相对较高，拉动 ROE 上行。

**图5：2019 年起公司归母净利润保持高速增长**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：公司 ROE 水平优于行业平均，与 TOP5 持平**


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：TOP5 指中信证券、海通证券、国泰君安、广发证券、招商证券

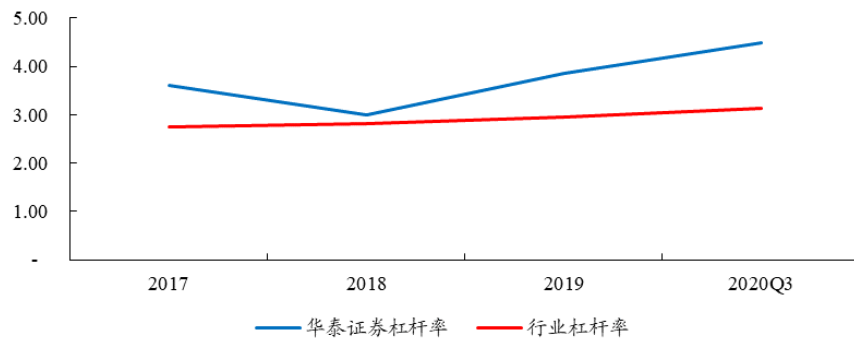
**表8：公司杠杆率和净息差较高**

项目		华泰证券	广发证券	中信证券	海通证券	招商证券	国泰君安
ROE	2018	5.28%	5.06%	6.20%	4.42%	5.53%	5.44%
	2019	7.97%	8.55%	7.77%	7.81%	8.79%	6.62%
	2020Q3	9.4%	11.6%	9.9%	8.1%	10.1%	8.8%
平均杠杆率	2018	3.29	3.66	3.57	4.05	3.07	2.97

	2019	3.42	3.67	3.88	4.31	3.47	3.23
	2020Q3	4.17	3.47	4.47	4.19	3.76	3.90
手续费收入占比	2018	49.9%	59.7%	56.7%	44.5%	51.3%	38.2%
	2019	37.0%	45.7%	47.0%	34.3%	41.4%	39.1%
	2020Q3	43.2%	48.7%	49.0%	41.5%	46.4%	46.4%
净利率	2018	32.2%	30.5%	31.5%	28.5%	39.1%	32.5%
	2019	37.8%	36.1%	32.6%	34.7%	44.1%	34.2%
	2020Q3	37.7%	38.4%	33.7%	35.0%	46.2%	40.6%
净息差	2018	2.50%	1.82%	2.39%	2.13%	2.25%	3.48%
	2019	3.88%	3.51%	3.25%	3.43%	3.37%	3.64%
	2020Q3	3.41%	4.46%	3.35%	3.22%	3.12%	2.96%

数据来源：Wind、开源证券研究所

杠杆率不断上行，显著高于行业平均。自 2018 年起，公司杠杆率不断上行，从 3.6 增长至 2020Q3 末的 4.49，增幅达 25%，远高于行业平均，杠杆率不断提升下，驱动 ROE 持续上行。未来，随着公司金融资产不断扩张，杠杆率有望持续上行。

**图7：公司杠杆率高于行业平均**


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：杠杆率=（总资产-客户保证金）/归母净资产

公司以资金型业务为主。公司投资业务占比较高，2019 年和 2020 前三季度投资业务占比分别为 50%/48%，远超上市公司平均 40%/36% 的占比；经纪业务收入占比相对较低，2020 年前三季度，公司经纪业务占比为 21%，较上市公司平均占比低 5 个百分点。整体看，公司手续费行业业务占比低于同业平均。

**表9：公司以资金型业务为主**

项目	华泰证券				上市公司平均			
	2017	2018	2019	2020Q3	2017	2018	2019	2020Q3
经纪业务	20%	22%	17%	21%	25%	25%	22%	26%
投行业务	10%	12%	8%	12%	14%	13%	11%	12%
资管业务	11%	16%	12%	11%	10%	12%	9%	9%
投资业务	41%	27%	50%	48%	35%	28%	40%	36%
利息净收入	17%	19%	9%	8%	11%	15%	13%	13%
其他业务净收入	1%	4%	4%	1%	4%	6%	5%	4%

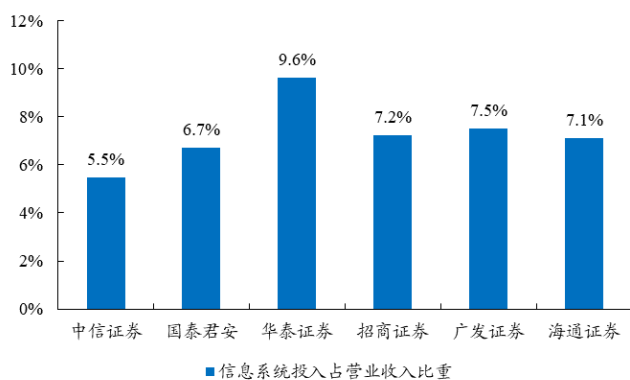
手续费型业务收入占比	41%	50%	37%	44%	49%	50%	42%	47%
------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.4、信息技术持续高额投入

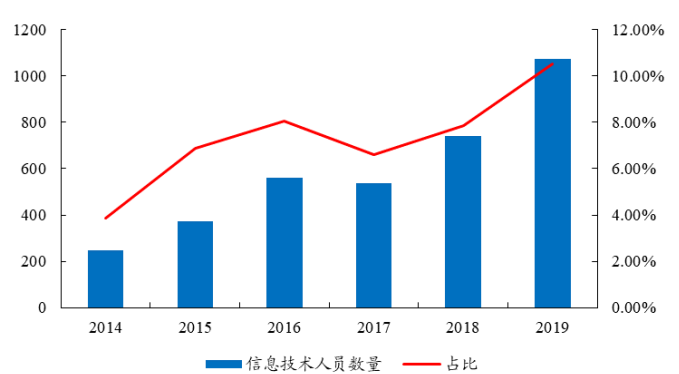
信息技术持续高额投入，有效支撑并赋能业务发展。公司坚持科技赋能，在前、中、后台全面推进数字化运营转型。据中证协统计，2019年华泰证券信息技术投入达16亿元，占营业收入比重为9.63%，在六家头部券商中排名第一，远高于第二名7.5%的占比。同时，公司信息技术人员快速增加，2014年至2019年，公司信息技术人员数量从247人增长至1073人，占比从3.9%提升至10.5%。

图8：2019年信息技术投入占比位于头部券商第一



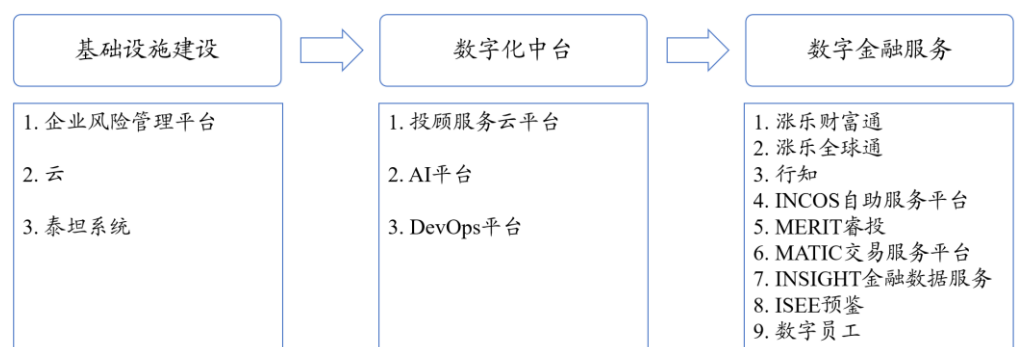
数据来源：中证协、开源证券研究所

图9：2019年信息技术人员占比超10%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：华泰证券前台、中台、后台全面数字化转型

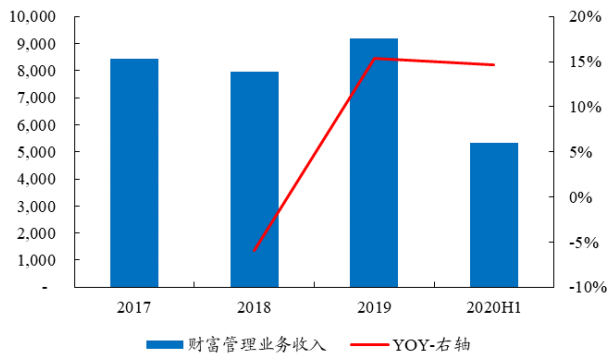


资料来源：公司官网、开源证券研究所

## 2、财富管理：业绩整体稳健增长

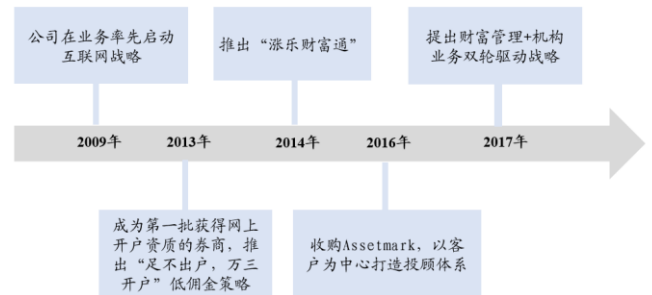
财富管理业务收入稳健增长，战略转型启动较早。公司于2009年在业务率先启动互联网战略，2013年提出“足不出户，万三开户”的低佣金策略，2016年，公司收购AssetMark，打造以客户为中心的投顾体系，2017年提出财富管理转略，公司战略规划领先于同业，较早开启战略转型，为财富管理业务打下坚实基础，2020H1公司财富管理业务收入为53亿元，保持稳健增长。

图11: 公司财富管理业务收入保持稳健增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图12: 公司于2017年提出财富管理战略



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2.1、打造“人+平台+产品”专业优势

**线上: 基础设施不断完善, 涨乐财富通多次升级换代。** 公司从2007年起整理碎片化的用户资料, 构建基础数据库, 于2008年上线运营客户关系管理系统(CRM)。2014年推出APP“涨乐财富通”, 至2019年, 涨乐财富通已升级至7.0版本, 具有多种特色服务。同时, 公司上线针对机构客户的“行知”APP、全球资产管理平台“涨乐全球通”, 并实现投顾服务云平台“AORTA”与涨乐财富通的全面贯通。

表10: “涨乐财富通”经历多次升级换代

年份	进程
2014	正式推出涨乐财富通。
2015	涨乐财富通 3.0 持续优化完善涨乐财富通功能及用户体验, 月均活跃用户数位居券商类 APP 第一名。
2016	涨乐财富通 4.0 推出智能一键打新, 新增行情白板, 优化账户体验。
2017	涨乐财富通 5.0 推出涨乐智能家族、全景行情、超级账户、严选理财四大核心模块。
2018	涨乐财富通 6.0 推出“泰牛智投”、“智能家族”、“智能实时账户”、“涨乐课堂”、“专家”、“涨乐 U 会员”六大核心模块。
2019	涨乐财富通 7.0 推出“智能资产配置”、“投顾服务线上化”、“智能助手”、“场景化理财”等特色服务。

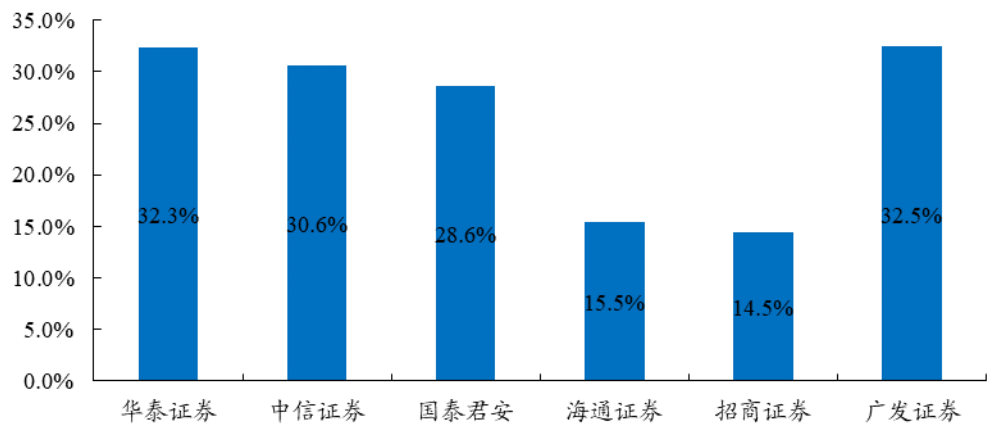
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**线下: 以江苏为核心, 向全国辐射。** 截至2020H1, 公司拥有243家营业部和28家分公司, 位于全国各地, 主要以江苏省为核心, 江苏省内有95家营业部, 占比为39%, 在营业部的布局上, 公司形成了以江苏省为核心, 向全国各地辐射的整体布局, 从分布上看, 长三角和珠三角地区的营业部数量明显高于其他地区。

**图13: 公司营业部以江苏为核心, 向全国辐射**


资料来源: 公司公告

**投顾占比位居头部券商前列。**财富管理业务中, 投资顾问为客户提供专业资产配置建议, 助力公司加速从牌照型业务向财富管理转型, 在财富管理业务中起到重要作用。根据中证协数据, 公司投顾人数占比 32%, 位于同业可比公司前列。

**图14: 公司投顾人数占比位于可比公司前列**


数据来源: 中证协、开源证券研究所

**布局多元化、特色化产品线。**公司不断丰富金融产品体系, 通过自主开发特色金融产品, 精选外部优质产品, 为客户提供多元化金融产品。在华泰体系内, 公司有资管子公司华泰资管、参股基金公司南方基金和华泰柏瑞, 依托券业务链优势, 公司创设出自身特色产品线, 截至 2020H1, 公司金融产品保有量共 5691 只。

**代销金融产品收入快速增长, 占比有所提升。**随着证券行业佣金率水平不断降低, 传统代理买卖证券业务收入增速有所放缓, 收入占比不断降低。作为传统经纪业务向财富管理转型一大抓手, 公司代销金融产品业务收入快速增长, 2020H1 同比+139%, 收入占比提升 2.4 个百分点。

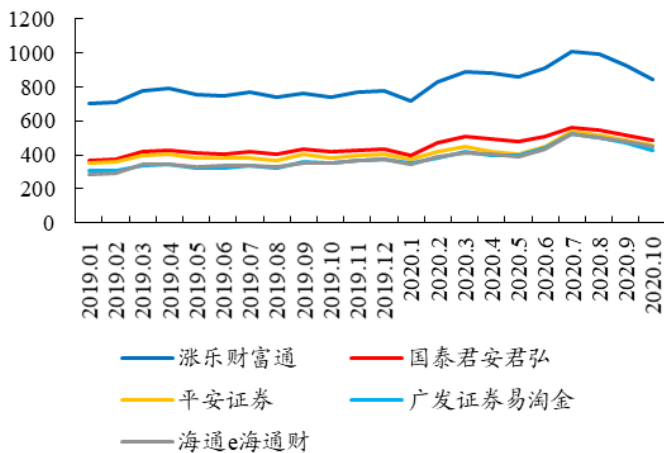
**表11: 公司代销金融产品收入占比有所提升, 代买证券业务收入占比有所下降**

单位: 亿元	2020H1			2019		
	收入	YOY	占比	收入	YOY	占比
经纪业务净收入	27.92	24.48%	100%	41.08	21.32%	100%
期货经纪业务净收入	1.54	65.72%	5.5%	2.43	-4.97%	5.9%
代销金融产品业务净收入	1.85	139.01%	6.6%	1.73	-0.69%	4.2%
母公司代买证券业务净收入	23.62	15.43%	84.6%	35.97	26.23%	87.6%
境外等子公司证券经纪净收入	0.9	252.73%	3.2%	0.95	-10.84%	2.3%

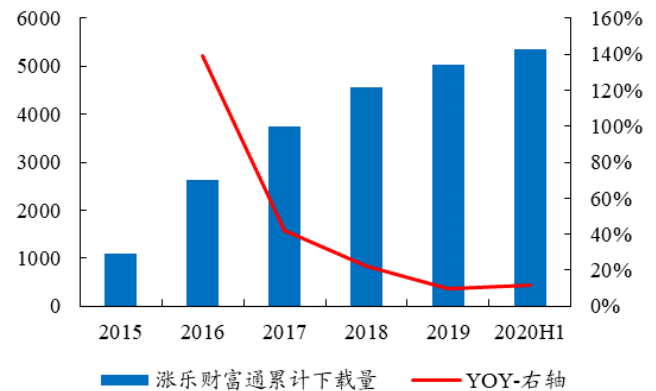
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2.2、代买业务: 市占率保持龙头

“涨乐财富通”月活位于证券公司类 APP 第一。随着互联网不断渗透, 经纪业务由线下向线上转移, 2020H1 公司 92% 的交易客户通过涨乐财富通进行交易。公司涨乐财富通月活人数位于证券公司类 APP 第一名, 截至 10 月末, 月活人数为 848 万人, 远超第二名。涨乐财富通下载量呈稳健增长态势, 2019 和 2020H1 下载量维持 10% 左右的同比增速, 6 月末累计下载量达 5356 万。

**图15: 涨乐财富通月活人数位于证券公司类 APP 第一**


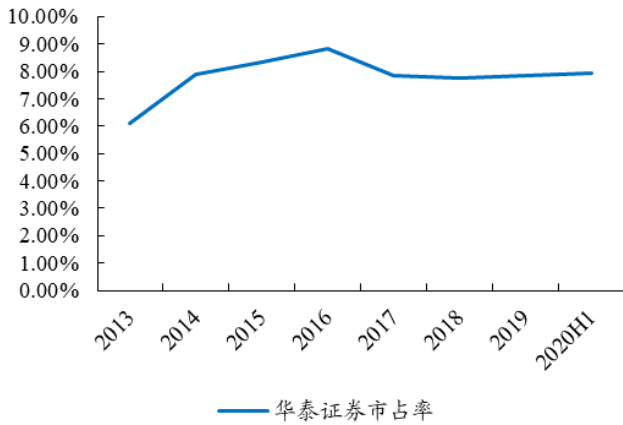
数据来源: 易观千帆、开源证券研究所

**图16: 涨乐财富通下载量稳健增长**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

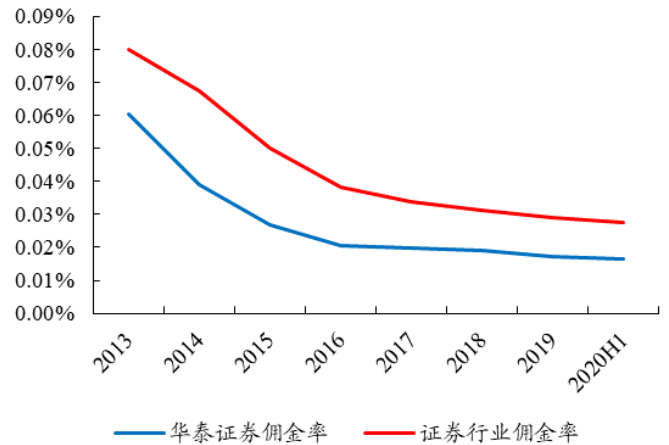
佣金率占优, 市占率稳居行业龙头。公司以低价及互联网竞争优势吸引较多客户, 市占率稳步提升, 2013-2020H1 公司佣金率远低于行业平均水平, 2020H1 公司净佣金率约 0.0164%, 价格优势下, 2013-2016 年公司市占率从 6.09% 提升至 8.85%, 增长约 2.8 个百分点, 自 2014 年起稳居行业龙头地位。近几年公司市占率保持平稳, 2020H1 约为 7.9%, 客户人数快速增长, 约从 2016 年的 900 万增至 1500 万。

图17: 公司股基成交额市占率保持较高水平



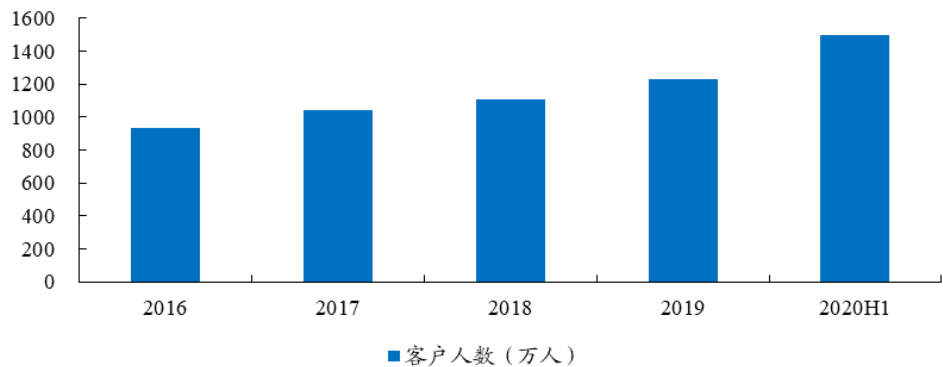
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图18: 公司佣金率低于行业平均水平



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图19: 公司客户人数不断增长

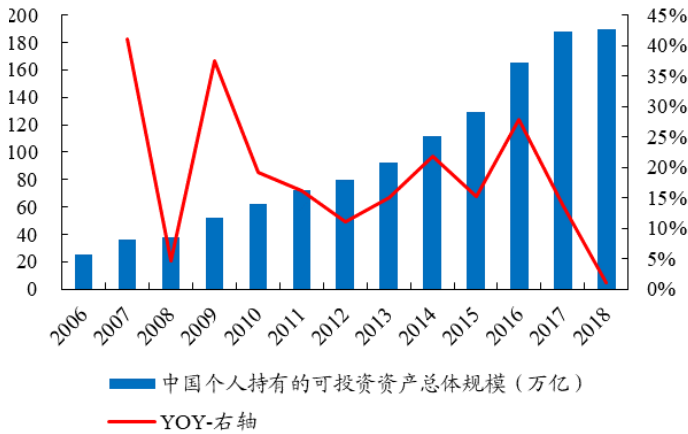


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 2.3、代销业务快速增长，基金投顾展业开启

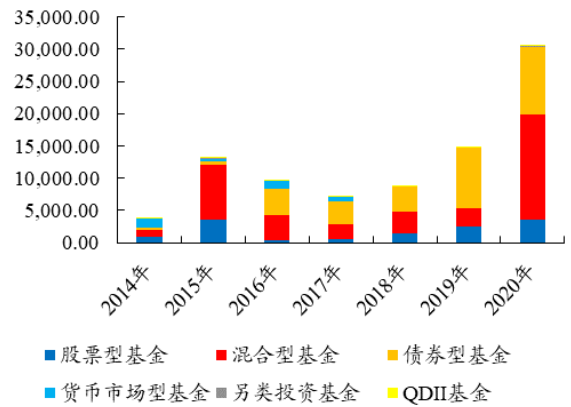
**代销业务快速增长，非货基保有量快速增长。**根据招商银行与贝恩公司联合发布的《2019 中国私人财富报告》，2018 年中国个人可投资资产规模达 190 万亿元，随着中国个人可投资资产规模不断增加，新发基金规模快速增长，居民财富不断向金融产品转移。公司依托于庞大的客户基础，发挥网点布局和互联网平台优势，强化内部产品挖掘，加强产品端的创新能力，2020H1 公司金融产品代销数量为 5691 只，金融产品代销收入快速增长，2020H1 达 1.85 亿，同比+139%。

图20: 中国个人可投资资产规模稳健增长



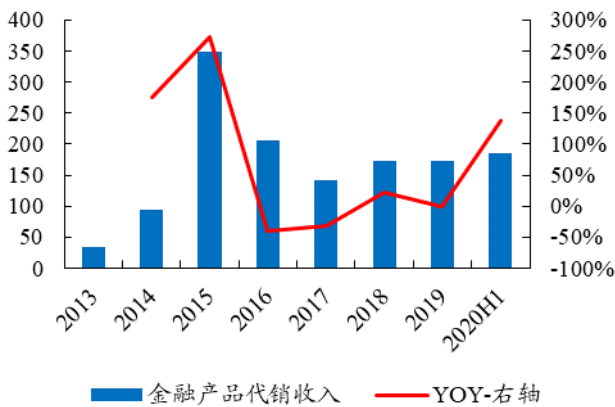
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图21: 新发基金规模不断提升



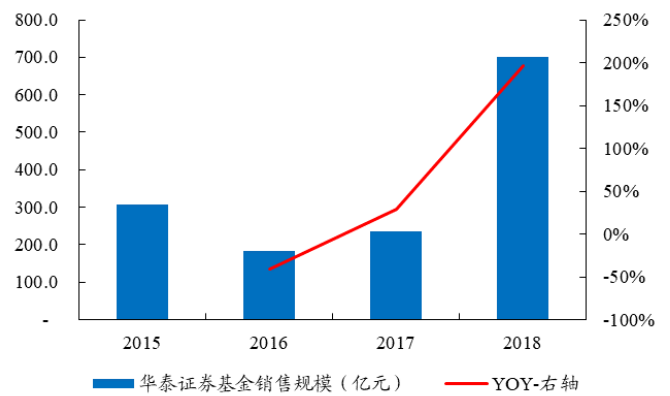
数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 2020H1 公司金融产品代销收入同比+139%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图23: 基金销售规模快速增长



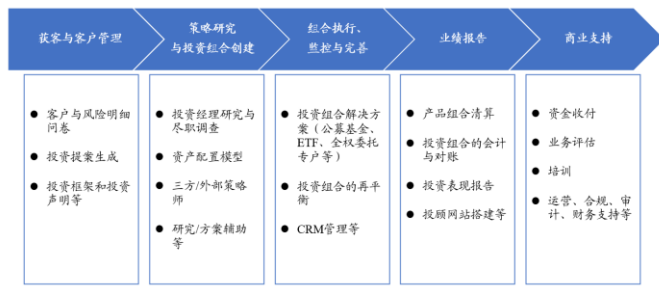
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**基金投顾业务开启，买方模式转型在途。**作为七家基金投顾试点公司之一，公司于10月上线基金投顾服务“涨乐星投”，基于领先的数字化平台和美国子公司 AssetMark 的基金研究框架，打造出 10 余个不同风险层级的组合策略，对应打理闲钱、跑赢通胀、追求收益三大类投资需求场景，起投金额 1000 元。随着基金投顾业务不断开展，公司从卖方代销模式从买方投顾模式转型。

## 2.4、AssetMark: 完善财富管理布局

**TAMP 为投顾提供全方位技术支持。**公司于 2016 年收购 AssetMark，AssetMark 是美国统包资产管理平台（TAMP）行业排名前三的第三方金融服务机构。作为统包资产管理平台，TAMP 为独立投资顾问及其客户提供前中后台一系列服务，包括获客与客户管理、策略研究、组合执行和监控、报告以及商业支持，在 TAMP 帮助下，投顾能将更多精力用于客户关系管理、投资策略制定等高附加值业务上，释放自身最大价值。

图24: TAMP 可拆分为五大业务



资料来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

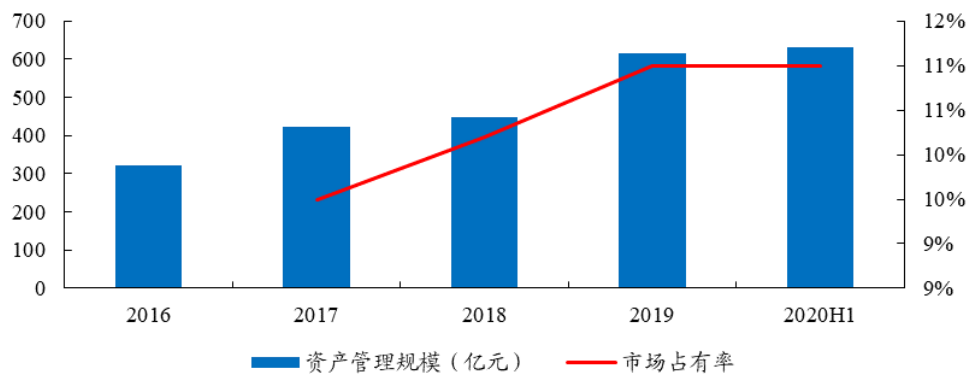
图25: TAMP 具有省时间、省钱、风险转移三大优势



资料来源: 艾瑞咨询

AssetMark 资管规模持续增长, 市占率位于行业第三, 利润贡献有所下降。自 2016 年收购 AssetMark 以来, 其资管规模从 323 亿增长至 632 亿, 市占率从 2017 年的 9.5% 提升至 2020H1 的 11%, 均位于行业第三。服务投顾人数保持增长, 截至 2020H1, 公司共服务 8474 名投顾, 与 2016 年比, 服务人数增长 1274 人, 综合竞争优势较强。

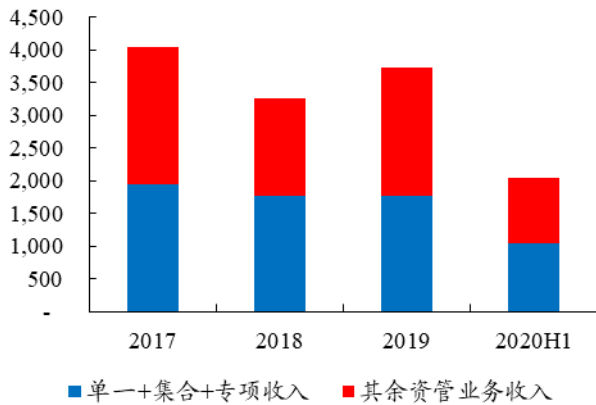
图26: AssetMark 资管规模持续增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

预计 AssetMark 收入贡献资管收入约 50%, 利润贡献有所下滑。AssetMark 收入主要计入资管业务收入中, 我们将资管业务收入分成单一、集合、专项、其他四大板块, 预计其他资管业务收入中主要包含 AssetMark 资管业务收入, 以及少部分华泰期货资管业务收入。从收入分拆看, 预计 AssetMark 贡献资管业务收入约 50% 左右, 利润贡献受员工工资、利息支出、IPO 费用等影响, 呈下滑趋势。

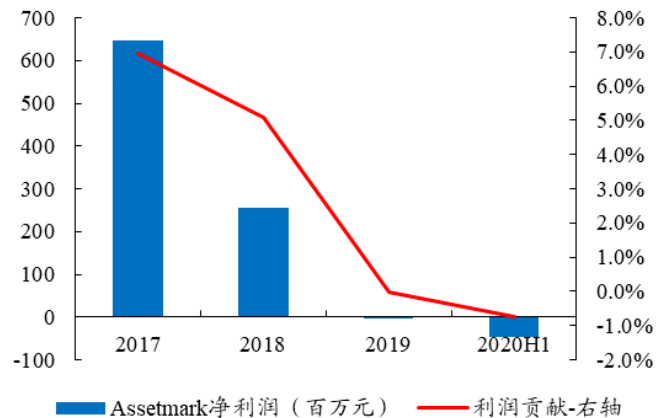
图27: 预计 AssetMark 收入贡献约 50%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 其余资管业务收入=资产管理收入-单一资管收入-集合资管收入-专项资管收入

图28: AssetMark 利润贡献有所下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

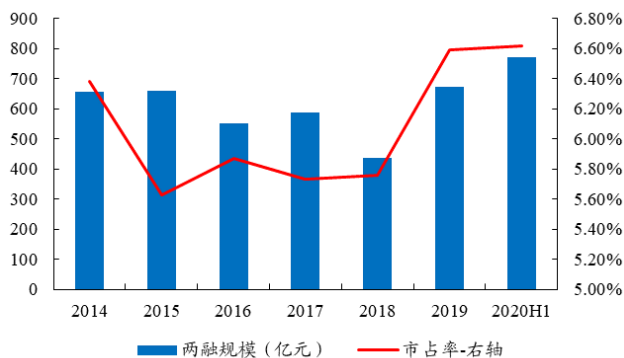
**AssetMark 助力公司财富管理转型, 加快技术体系建设。**公司收购 AssetMark, 借鉴其平台信息技术, 一方面加强了公司对自身平台数据分析的管理能力, 更加深入挖掘客户交易行为, 实现更精准营销; 另一方面, AssetMark 作为专业 TAMP 公司, 有助于公司向财富管理转型, 提供对接全球资源的平台支持。同时也能华泰原有客户提供更丰富的海外资产配置服务。

## 2.5、资本中介业务: 两融业务快速扩张, 股票质押风险较低

### ● 两融: 市占率有望持续上行

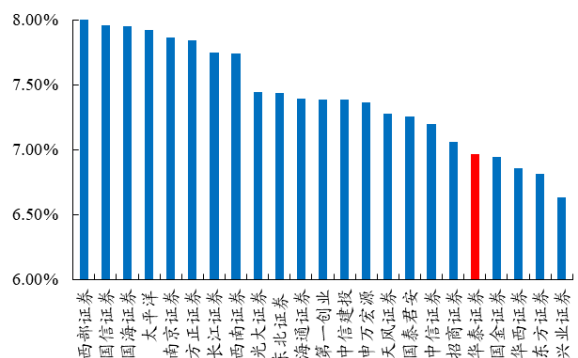
利率水平较低, 市占率持续上升。据我们测算, 2019 年公司两融利率约为 6.9%, 处于行业较低水平。2019 年以来, 两融政策明显松绑, 同时市场活跃度提升下, 全市场两融规模大幅扩张, 公司具有平台、流量、网点、价格等多方优势, 两融规模稳步增长, 2020Q3 末公司两融余额约 998 亿, 较年初+45%。市场份额快速增长, 从 2015 年的 5.63% 增长至 2020H1 的 6.62%, 保持行业领先地位。

图29: 公司两融市占率持续上升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图30: 2019 年公司两融利率处于行业较低水平

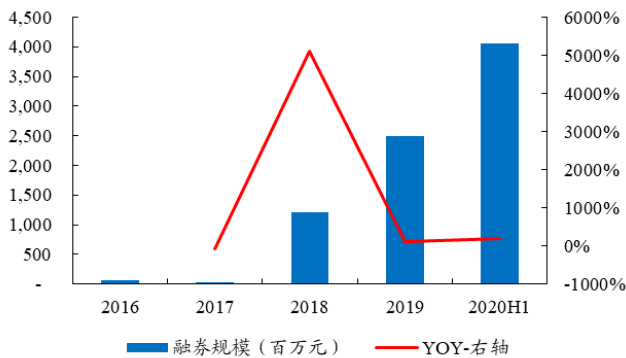


数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 两融利率=两融利息收入/(期初融出资金+期末融出资金)

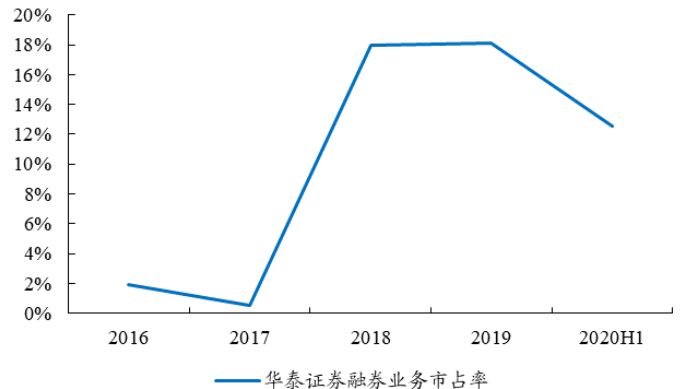
“融券通”平台打造，融券市占率迅速提升。2020年6月，公司发布全市场首个开放式线上证券交易平台“融券通”，含有实时行情、线上委托、智能撮合等和新功能，联通券源供给方和券源需求方。融券业务供给和机制端有所松绑，在市场及平台加持下，公司融券规模大幅增长，2020H1公司融出证券规模约40亿，市场份额从2016年的1%增长至13%。未来，券源供给和撮合能力将是融券业务核心竞争力，公司依靠“融券通”平台，作为头部券商，在资金、资源等方面占据优势，市场份额有望进一步提升。

图31：公司融券规模快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：公司融券业务市占率有所增长



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

● **股票质押：快速压降，风险较低**

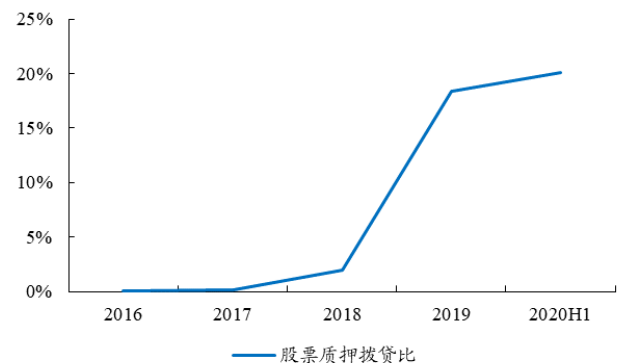
股票质押风险较低，拨贷比高于同业可比公司。公司自2018年起股票质押回购规模快速下降，2019年同比降幅达90%，2020H1降至58亿元，同比-64%，降幅远超上市公司平均水平(-25%)。股质规模快速压降下，业务整体风险较低。从拨贷比来看，公司股票质押拨贷比快速增长，2020H1增至20%，远高于同业可比公司。

图33：公司股票质押规模快速压降

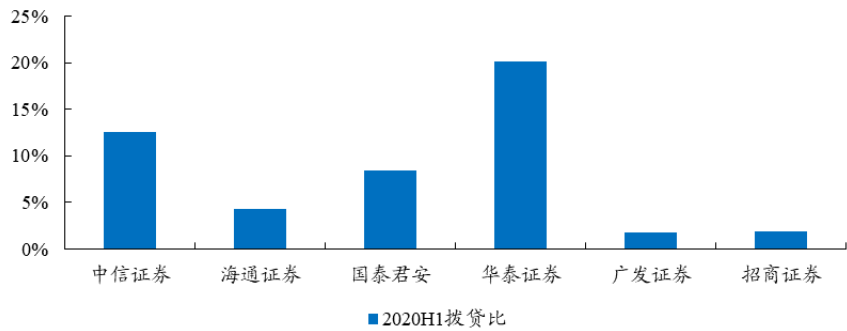


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图34：公司股票质押拨贷比持续增长



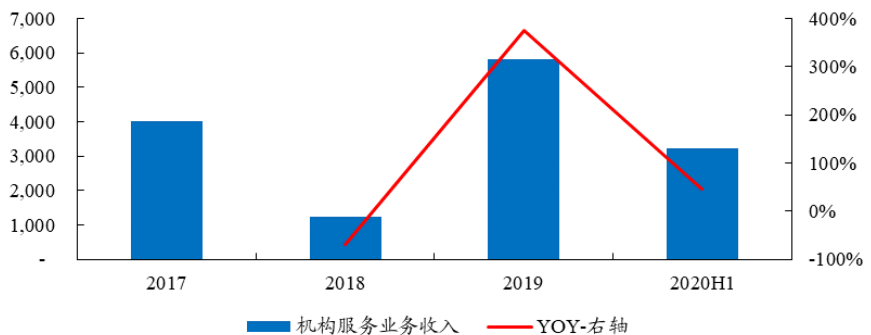
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图35: 公司 2020H1 股票质押拨贷比高于其余头部券商**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3、机构服务业务: 盈利有望不断释放

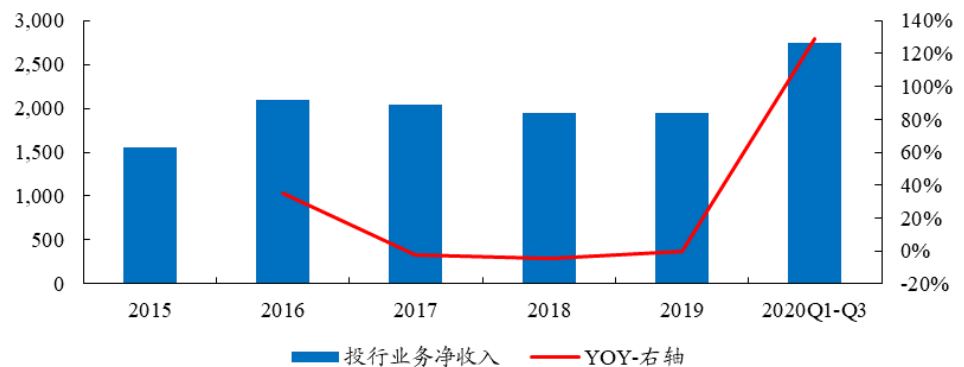
**机构业务收入快速增长。**机构服务业务下,公司以投资银行为龙头,以机构销售为纽带,整合投资交易、研究等业务资源,为各类企业及金融机构客户提供全方位的综合金融服务,包括投行、研究与机构销售、投资交易和资产托管业务。2018 年受市场环境影 响,机构业务收入有所下滑,2019 年公司机构业务收入同比+376%,实现较大突破,2020H1 板块收入为 32 亿元,同比+46%。

**图36: 2019 年起公司机构服务业务快速增长**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

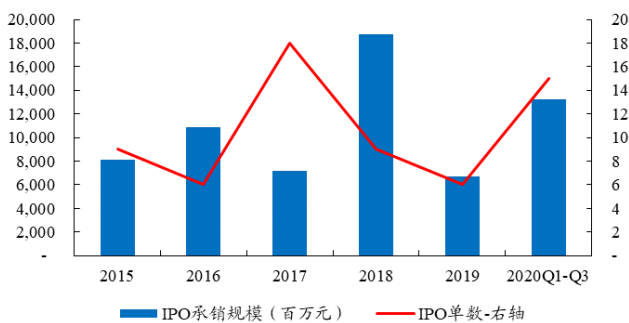
#### 3.1、投行业务: IPO 大幅增长, 财务顾问特色突出

**注册制下, 公司投行业务大幅增长。**资本市场深改以来,科创板和创业板注册制先后落地, IPO 审核周期缩短、再融资及并购重组有所松绑, 债券发行流程缩短, 公司把握行业发展机遇, 推进全业务链战略, 完善以客户为中心的大投行一体化运作体系, 投行业务快速增长, 2020 前三季度公司投行业务净收入为 27 亿元, 同比+129%, 远超行业 52% 的同比增速。

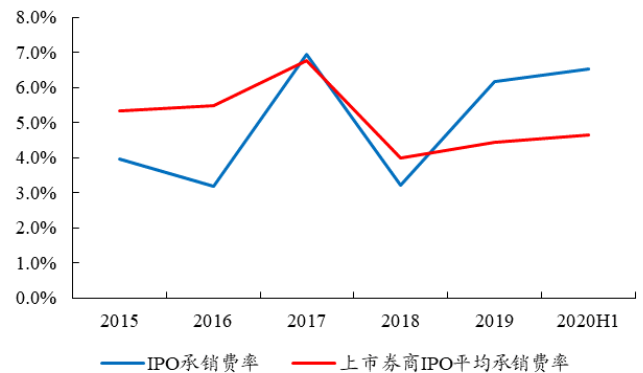
**图37: 公司投行业务快速增长**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**IPO 量价齐升。**受益于注册制改革，市场整体 IPO 承销规模和单数均明显上升，投行业务作为公司优势业务，2020 前三季度公司 IPO 规模同比增长近 2 倍，同比增速远超行业平均，前三季度 IPO 共 15 单，超过 2019 年全年单数。从费率上看，公司 IPO 承销费率高于行业平均，2020H1 约 6.5%，呈上行趋势。量价齐升下，公司 IPO 业务有望乘行业发展东风，迎来高速增长。

**图38: 2020 前三季度 IPO 承销规模和单数快速增长**


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

**图39: 2020H1 公司 IPO 费率呈增长趋势**


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

**IPO 储备充沛，盈利有望不断释放。**截至 12 月 17 日，公司 IPO 总储备量 35 单，排名行业第四，整体位于第二梯队，IPO 储备量丰富。从储备量分布来看，公司储备项目主要集中于创业板和科创板，注册制下审核速度有所加快，科创板和创业板 IPO 周期将短于主板项目，公司未来盈利有望不断释放。

**表12: 公司 IPO 储备量位于排名行业第四**

总储备量排名	券商	IPO 项目总储备量	主板项目储备量	创业板项目储备量	科创板项目储备量
1	中信证券	67	12	28	22
2	民生证券	40	4	26	8
3	中信建投	38	8	19	9
4	<b>华泰联合</b>	<b>35</b>	<b>3</b>	<b>19</b>	<b>10</b>
5	国泰君安	33	8	10	13

6	国金证券	28	3	19	6
6	海通证券	28	2	9	15
8	国信证券	25		20	3
9	招商证券	24		13	7
10	中金公司	23	4	9	7
11	东兴证券	17	2	13	2
12	光大证券	15	3	9	1
12	兴业证券	15	1	7	5
12	长江证券	15	4	6	5

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2020 年 12 月 17 日

**并购重组财务顾问形成特色。**公司并购重组优势明显，除 2017 年外，公司 2015-2020H1 并购重组家数和交易金额均排名行业前三，多次位居行业首位。公司并购重组财务顾问业务在保持行业领先地位的基础上，聚焦高价值项目，提升复杂交易能力和创新能力，重点推进交易结构复杂、交易金额规模较高的大型并购重组项目，业务特色优势不断巩固。

**表13：公司并购重组占据优势**

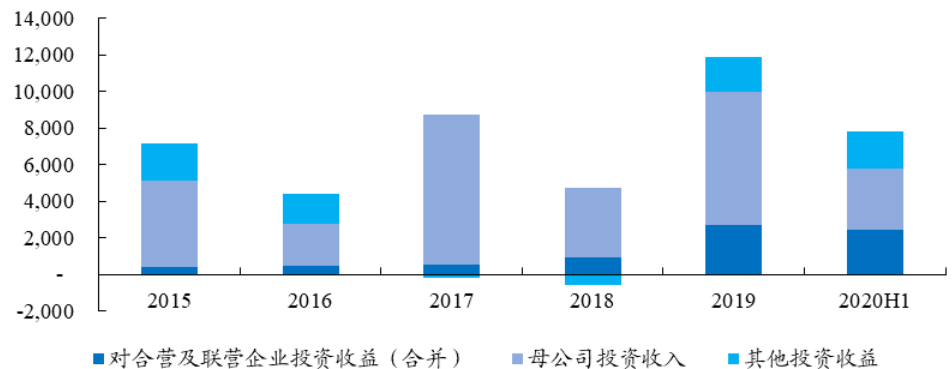
	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
并购重组家数	29	21	11	15	14	8
家数排名	1	1	5	3	1	2
交易金额（亿元）	1,007.31	1,889.53	413.04	1,104.27	1,280.65	482.19
交易金额排名	3	2	4	1	1	2

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.2、投资交易业务：杠杆率持续上行，创新业务不断扩张

**母公司投资收入占比下滑，合营企业投资收益及其他投资收益占比提升。**我们将公司投资收入拆分成母公司投资收入、对合营及联营企业投资收益（合并口径）、其他投资收益三大板块。（1）母公司投资收入主要包括母公司自营投资收益及衍生品收益，收入占比明显下滑，2020H1 母公司投资收入占比仅 43%，相较 2017 年下滑 47 个百分点。（2）对合营及联营企业投资收益较高，主要来源于华泰瑞联并购基金收益，2020H1 对合营及联营企业投资收益占比高达 31%，驱动公司整体净息差上行。（3）其他投资收益中，预计主要包含直投及跟投收益，该项业务占比明显提升，2019 和 2020H1 收入占比分别为 16%/26%。

图40: 近三年公司对合营及联营企业投资收入占比提升



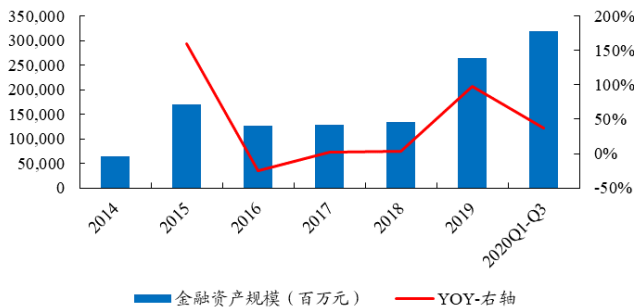
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: (1) 母公司投资收入=投资收益(母公司)+公允价值变动损益(母公司)-对合营及联营企业投资收益(母公司);

(2) 其他投资收益=投资收益(合并)+公允价值变动损益(合并)-对合营及联营企业投资收益(合并)-母公司投资收入

**金融资产规模快速增长, 杠杆率高于可比公司。**公司推进业务模式全面向交易导向转型, 坚持去方向化, 挖掘多样化的交易策略手段, 金融资产规模持续扩张, 2020Q3末金融资产规模达3183亿元, 较年初+20%。2018-2020Q3, 公司金融资产杠杆率快速增长, 2020Q3末公司杠杆率为2.5, 在六家头部券商中, 仅次于中信证券。

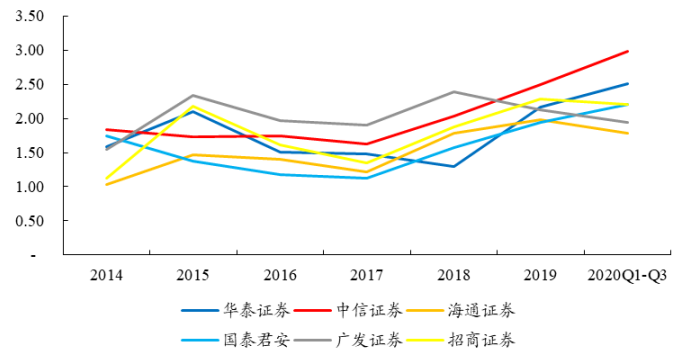
图41: 公司金融资产规模快速增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 金融资产=交易性金融资产+其他权益工具+衍生金融资产+债权投资+其他债权投资

图42: 公司金融资产杠杆率高于同业可比公司

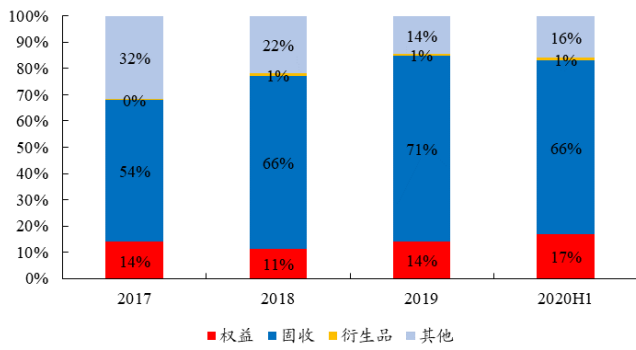


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 金融资产杠杆率=金融资产/归母净资产

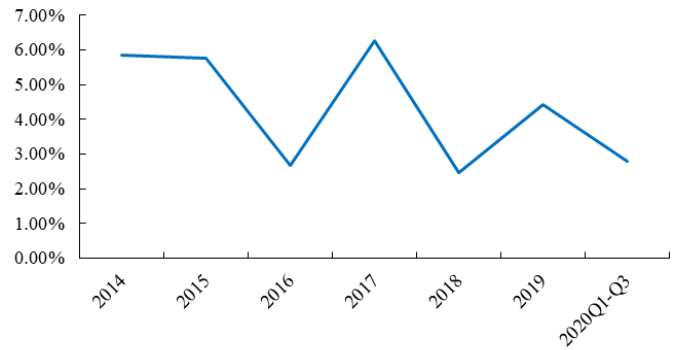
**固收规模占比较高, 收益率相对稳定。**从资产结构上看, 公司固定收益占比较高, 2018-2020H1 公司固定收益规模占比均为65%以上。公司投资风格偏稳健, 公司投资收益率相对稳定, 近三年公司投资收益率在4%上下波动, 2019和2020前三季度公司年化投资收益率分别为4.42%/3.72%。

图43: 固收规模占比较高



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

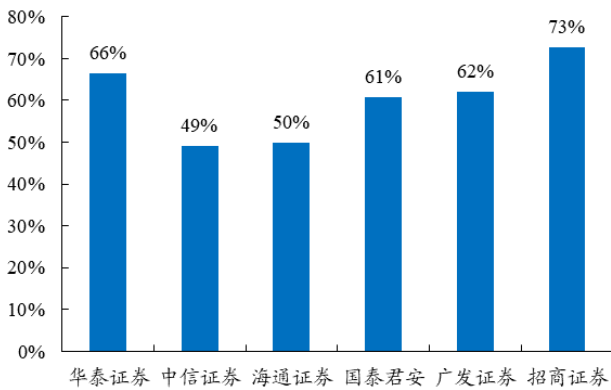
图44: 公司投资收益率相对稳定



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**FICC: 策略研究和系统建设不断推进, 债券交割量位居行业第二。**公司拥有 FICC 全牌照, 不断推进 CAMS 系统建设, 持续迭代优化分行业量化评级及定价体系, 体系化建设 FICC 产品线, 丰富和优化产品结构。2020H1 公司固收规模占比 66%, 与同业可比公司相比, 仅次于招商证券。同时, 公司债券交割量迅速增长, 2019 年债券交割量达 7.3 万亿, 同比+280%, 占行业比重从 2% 提升至 5%, 排名跃居行业第二, 2020 前三季度保持行业领先地位。

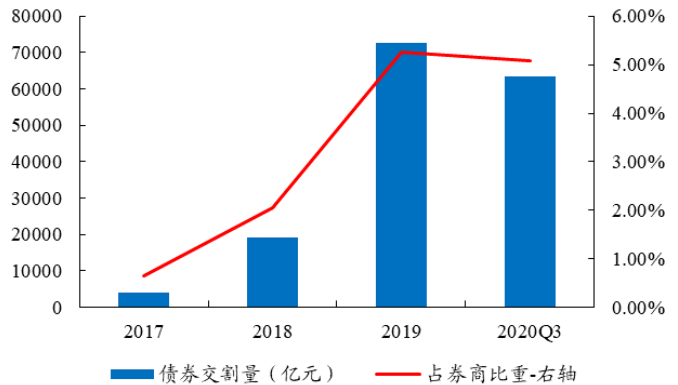
图45: 2020H1 公司固收规模占比较高



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 固定收益=交易性金融资产中债券+债权投资+其他债权投资

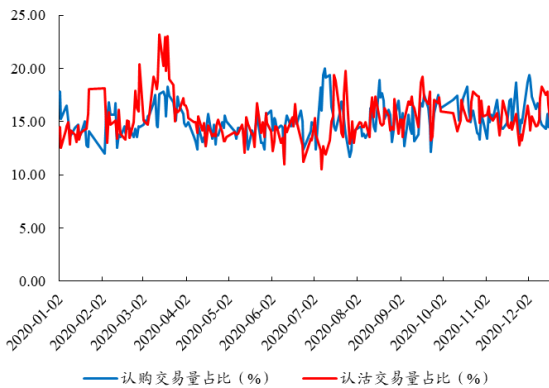
图46: 公司债券交割量快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

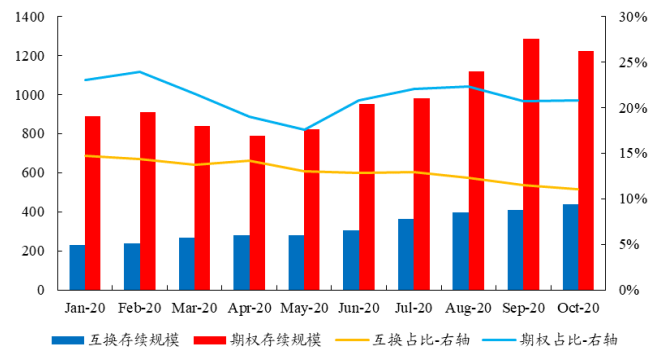
**场内外衍生品业务保持前列, 未来有望不断扩张, 驱动杠杆率持续上行。**场内衍生品方面, 以上证 50ETF 期权为例, 公司成交量占比约 15% 左右, 排名行业第一。公司具有场外衍生品一级交易商资质, 10 月末互换和期权存续规模分别为 437/1121 亿元, 较年初分别+95%/+15%, 期权存续规模占比保持在行业 20% 以上, 排名行业前三。未来, 公司将持续提升业务创新能力、产品设计及定价能力、交易与风险对冲能力, 衍生品业务有望不断扩张, 驱动杠杆率持续上行。

图47: 公司上证 50EFT 期权成交量占比较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图48: 公司场外衍生品规模快速扩张

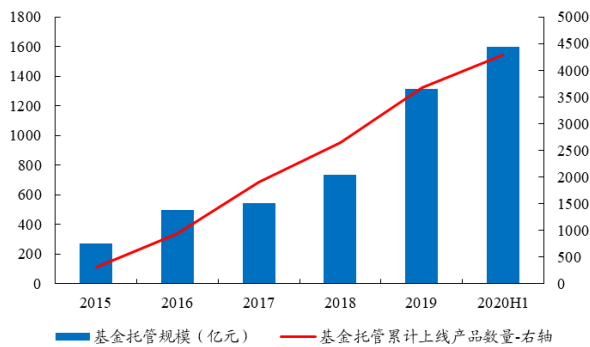


数据来源: 中证协、开源证券研究所

### 3.3、主经纪商业务: 业绩有望不断增长

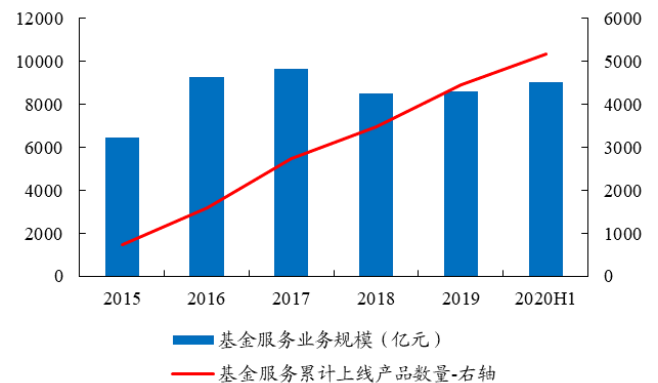
**新发基金创新高下, PB 业务有望迎来增长。**公司持续推进 PB 业务体系建设与系统功能完善, 围绕客户全生命周期的综合金融服务需求, 建立以客户为导向的全业务链服务体系。公司基金托管规模和数量快速增长, 2020H1 托管和服务规模分别达 1600/9025 亿, 较年初分别+22%/+5%。2020 年新发基金创新高, 未来伴随着居民资产入市, 基金市场有望不断扩大, 公司 PB 业务有望迎来增长。

图49: 公司基金托管规模快速增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图50: 公司服务规模保持稳定

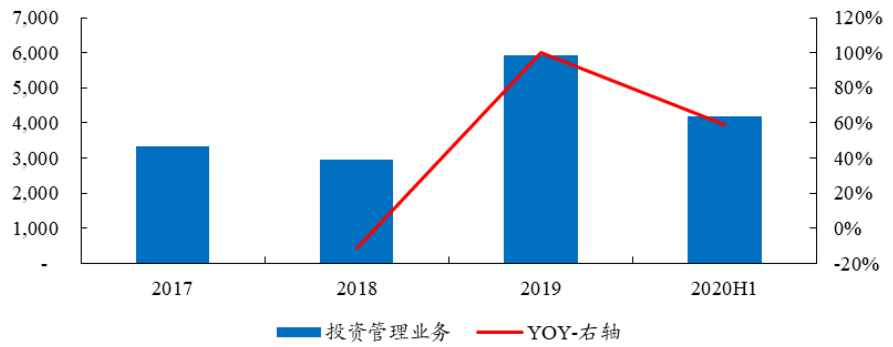


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 4、资产管理业务: 主动管理占比提升

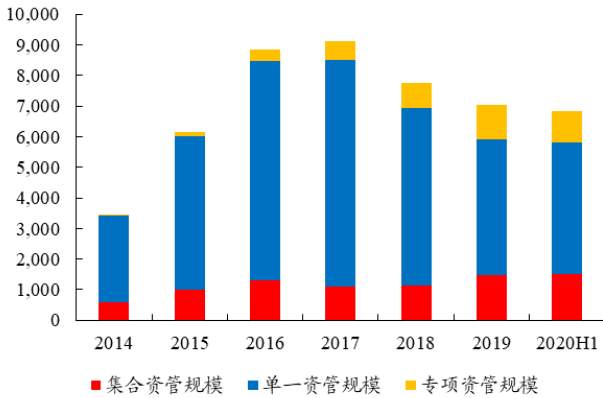
**去通道影响减弱, 主动管理收入和占比均有提升。**资管新规影响下, 2018 年起公司资管规模有所压降, 随着“去通道”影响逐渐减弱, 公司资管规模降幅逐渐趋缓, 集合资管规模从 2019 年起有所上升, 2019 年同比+31%, 2020H1 资产管理业务收入 42 亿元, 同比+59%。公司不断加强主动投资管理能力, 主动管理规模有所提升, 2020Q2 月均主动管理规模约 2705 亿元, 较年初+7%, 占比从 2018 年的 28% 提升至 2020H1 的 47%, 随着主动管理占比不断提升, 公司资管收入有望保持增长。

图51: 2020H1 资产管理业务收入同比+59%



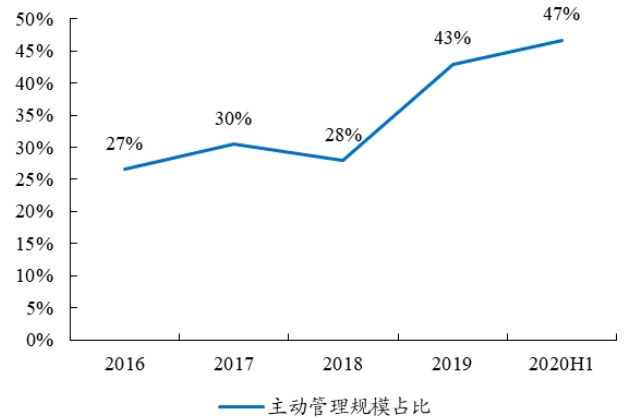
数据来源: Wind、开源证券研究所

图52: 资管规模降幅趋缓



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

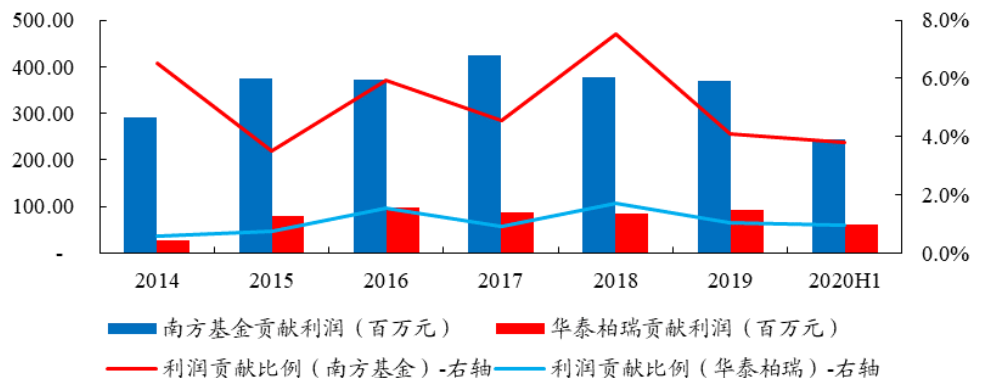
图53: 月均主动管理规模占比不断提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

参股基金公司未来有望为公司带来部分利润贡献。2020H1 公司分别持有南方基金和华泰柏瑞 41%/49% 股权，整体看，两家基金公司合计为华泰证券带来 5%-10% 左右的利润贡献，未来随着居民资产不断入市，新发基金规模创新高下，两家基金公司有望为公司带来持续性利润。

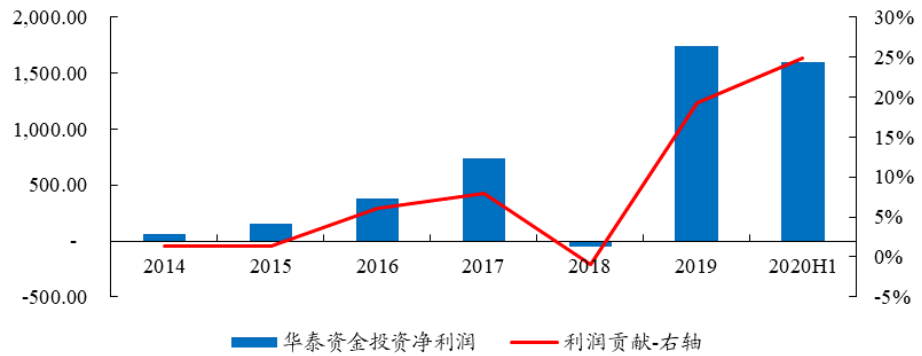
图54: 南方基金和华泰柏瑞合计利润贡献在 5%-10% 之间



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

私募股权投资利润贡献不断提升，未来盈利有望进一步释放。公司通过子公司华泰

紫金投资开展私募股权投资业务，2018年随着国内经济结构调整的推进、资产管理新规的落地及私募监管的进一步加强，华泰紫金投资有所亏损，2019年以来随着市场情况转暖，利润贡献大幅提升，2020H1华泰紫金贡献公司25%的净利润，未来随着私募股权投资在企业融资中重要性提高，同时注册制下项目退出加快，利润有望加快释放。

**图55：2020H1 华泰紫金投资贡献 25%的净利润**


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测及投资建议

### 5.1、盈利预测

**表14：盈利预测核心假设**

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
经纪					
两市日均股基成交额	5,577	8,073	8,956	8,956	9,852
YOY	-5%	0%	61%	0%	10%
股基成交额市占率	7.86%	7.92%	7.95%	8.10%	8.15%
佣金率	0.0173%	0.0164%	0.0157%	0.0152%	0.0148%
投行					
IPO单数	6	4	20	25	30
IPO单均收入	69	81	75	70	70
再融资规模	28,015	17,468	47,626	58,103	69,724
YOY	-8%	204%	70%	22%	20%
债承规模	261,696	140,462	293,099	351,719	422,063
YOY	87%	19%	12%	20%	20%
资管					
集合资管规模	1335	149,669	1703	1918	2205
YOY	31%	5%	10%	15%	15%
利息净收入					
两市两融规模	10,055	11,314	14,660	16,933	19,472
YOY	34%	25%	46%	16%	15%

两融市占率	6.86%	6.92%	7.25%	7.50%	7.80%
投资收益					
自营投资规模	264,998	265,498	312,382	367,245	431,787
YOY	98%	23%	18%	18%	18%
自营投资收益率	4.42%	2.03%	4.19%	4.34%	4.45%

数据来源: Wind、开源证券研究所

基于上述假设,我们预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 118.05/143.25/170.06 亿元, 分别同比+31%/+21%/+19%, EPS 分别为 1.30/1.58/1.87 元, ROE 分别为 9.27%/10.39%/11.32%。

**表15: 预计 2020-2022 年公司净利润分别同比+31%/+21%/+19%**

	2019A	2020H1	2020E	2021E	2022E
一、营业收入	24,863	15,541	31,808	37,048	42,522
代理买卖证券业务净收入	4,108	2,792	6,141	6,294	6,894
证券承销业务净收入	1,947	1,261	3,448	3,984	4,715
受托客户资产管理业务净收入	2,772	1,576	3,338	3,783	4,345
利息净收入	2,122	1,022	2,200	2,833	2,873
投资净收益	9,849	7,843	15,529	18,888	22,301
其他业务收入	1,152	1,046	1,152	1,267	1,393
二、营业支出	13,255	7,217	16,599	18,594	20,614
营业税金及附加	152	102	215	251	289
管理费用	11,367	6,465	14,124	15,979	17,786
资产减值损失	720	207	1,223	1,223	1,284
其他业务成本	1,019	444	1,036	1,140	1,254
三、营业利润	11,608	8,324	15,209	18,454	21,908
加: 营业外收入	16	14	34	39	45
减: 营业外支出	38	31	49	57	65
四、利润总额	11,586	8,306	15,194	18,437	21,888
所得税率	21.8%	22.4%	21.8%	22%	22%
减: 所得税	2,529	1,863	3,316	4,024	4,777
五、净利润	9,057	6,443	11,878	14,413	17,111
少数股东权益占比	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
减: 少数股东损益	56	38	73	88	105
归属于母公司所有者的净利润	9,002	6,405	11,805	14,325	17,006
YOY	79%	58%	31%	21%	19%
ROE	7.97%	10.35%	9.27%	10.39%	11.32%

数据来源: Wind、开源证券研究所

## 5.2、可比公司估值

我们选取净资产规模与华泰证券相近的 5 家上市券商作为可比公司 (基于 2020H1 末归母净资产), 包括: 中信证券、国泰君安、海通证券、招商证券、广发证券。

净利润增速高于可比公司，估值低于可比公司。从下表数据看，公司 2020-2022 年净利润增速分别为 31%/21%/19%，5 家可比公司 2020-2022 年净利润增速分别为 28%/17%/16%，华泰证券净利润增速略高于可比公司。从估值看，华泰证券 PB、PB/ROE 远低于可比公司均值。

表16: 华泰证券净利润增速高于同业可比公司，PB 低于可比公司

股票代码	证券简称	总市值 (2021/1/5)	净利润 (亿元)				净利润增速			2020 PB	PB/ROE
			2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
601688.SH	华泰证券	1,641.06	90.02	118.05	143.25	170.06	31%	21%	19%	1.24	13.15
000776.SZ	广发证券	1,235.38	75.39	99.78	115.99	135.10	32%	16%	16%	1.27	10.98
600030.SH	中信证券	3,766.86	122.29	166.58	197.05	232.03	36%	18%	18%	2.08	21.02
600837.SH	海通证券	1,682.67	95.23	110.10	131.67	151.87	16%	20%	15%	1.12	13.83
600999.SH	招商证券	2,034.99	72.82	92.33	105.94	119.95	27%	15%	14%	2.17	21.50
601211.SH	国泰君安	1,576.80	86.37	110.88	128.11	147.34	28%	16%	15%	1.13	12.87
可比公司平均			90.42	116.02	135.84	157.46	28%	17%	16%	1.55	16.04

注：除华泰证券外，其他公司净利润均来自 Wind 一致性预期

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6、投资结论

**财富管理+机构业务双轮驱动下，成长性不断显现。**公司互联网优势明显，在科技赋能和海外子公司加码下，市占率有望持续提升，财富管理业绩稳健增长；机构业务方面，在注册制即将全面落地背景下，投行业务有望不断放量，同时金融资产不断扩张，投资交易和衍生品业务盈利有望不断释放。在财富管理+机构业务双轮驱动战略下，公司  $\alpha$  属性不断增强，成长性高于同业。行业处于历史机遇期，公司作为头部券商，充分享受政策红利，在市场化经营治理下，竞争优势不断增强。我们预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 118.05/143.25/170.06 亿元，分别同比 +31%/+21%/+19%，EPS 分别为 1.30/1.58/1.87 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 13.9/11.5/9.6，公司 PB 估值低于可比券商，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 7、风险提示

- 新冠疫情对经济影响超预期；
- 政策落地不及预期；
- 互联网券商迅速发展对传统券商造成影响，公司市占率提升不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	273,478	479,085	640,324	744,825	863,049
现金	71,103	117,098	180,233	206,497	234,398
应收票据及应收账款	3,090	5,511	7,560	8,274	8,735
其他应收款	-0	-0	-0	-0	-0
预付账款	-0	-0	-0	-0	-0
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	199,285	356,475	452,530	530,055	619,917
<b>非流动资产</b>	95,188	83,096	110,976	127,667	145,860
长期投资	13,178	15,639	18,158	20,665	23,527
固定资产	3,499	3,669	3,699	3,899	4,099
无形资产	5,462	5,711	5,517	5,617	5,717
其他非流动资产	73,049	58,077	83,602	97,486	112,517
<b>资产总计</b>	368,666	562,181	751,300	872,492	1,008,909
<b>流动负债</b>	135,518	283,023	439,431	527,077	624,492
短期借款	3,016	5,724	13,165	17,115	22,250
应付票据及应付账款		11,311	40,652	48,652	56,652
其他流动负债	132,503	265,987	385,613	461,310	545,589
<b>非流动负债</b>	128,398	153,503	176,336	198,207	223,559
长期借款	1,699	851	1,106	1,438	1,870
其他非流动负债	126,699	152,652	175,229	196,768	221,689
<b>负债合计</b>	263,916	436,526	615,767	725,284	848,050
少数股东权益	1,356	3,117	3,391	3,683	4,025
股本	8,252	9,077	9,077	9,077	9,077
资本公积	58,860	70,291	70,291	70,291	70,291
留存收益	23,906	28,297	38,580	49,963	63,272
<b>归属母公司股东权益</b>	103,394	122,537	132,142	143,525	156,834
负债和股东权益	368,666	562,181	751,300	872,492	1,008,909

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	21991	20440	28761	36796	44994
净利润	5161	9057	11878	14413	17111
折旧摊销	1494	1629	1729	1829	1929
财务费用	4	8	0	0	0
投资损失	-3452	-6957	-7057	-7157	-7257
营运资金变动	36814	127303	132303	137303	142303
其他经营现金流	-18026	-110591	-110091	-109591	-109091
<b>投资活动现金流</b>	-10488	-3943	-3843	-3743	-3643
资本支出	0	0	0	0	0
长期投资	162	220	320	420	520
其他投资现金流	1890	2494	2594	2694	2794
<b>筹资活动现金流</b>	-8709	35669	-24671	-19813	-27776
短期借款	4699	2708	2808	2908	3008
长期借款	55174	134155	134255	134355	134455
普通股增加	4	8	0	0	0
资本公积增加	14208	13649	13649	13649	13649
其他筹资现金流	0	0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	2947	52442	247	13240	13574

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	16,108	24,863	31,808	37,048	42,522
营业成本	9,633	13,255	16,599	18,594	20,614
营业税金及附加	140	152	215	251	289
营业费用	8	12	16	20	24
管理费用	8,167	11,367	14,124	15,979	17,786
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	863	720	1,223	1,223	1,284
其他收益	463	1,019	1,036	1,140	1,254
公允价值变动收益	1,798	2,057	0	0	0
投资净收益	2,411	9,849	15,529	18,888	22,301
资产处置收益	8	12	16	20	24
<b>营业利润</b>	6,475	11,608	15,209	18,454	21,908
营业外收入	3	16	34	39	45
营业外支出	30	38	49	57	65
<b>利润总额</b>	6,449	11,586	15,194	18,437	21,888
所得税	1,288	2,529	3,316	4,024	4,777
<b>净利润</b>	5,161	9,057	11,878	14,413	17,111
少数股东损益	128	56	73	88	105
<b>归母净利润</b>	5,033	9,002	11,805	14,325	17,006
EBITDA	7943	13215	16923	20266	23817
EPS(元)	0.61	0.99	1.30	1.58	1.87

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-23.7	54.3	27.9	16.5	14.8
营业利润(%)	-40.3	79.3	31.0	21.3	18.7
归属于母公司净利润(%)	-45.7	78.9	31.1	21.3	18.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	40.2	46.7	47.8	49.8	51.5
净利率(%)	31.2	36.2	37.1	38.7	40.0
ROE(%)	5.3	8.0	9.3	10.4	11.3
ROIC(%)	4.7	6.8	7.9	8.7	9.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	71.6	77.6	82.0	83.1	84.1
净负债比率(%)	1.6	1.3	1.9	2.6	3.0
流动比率	2.0	1.7	1.5	1.4	1.4
速动比率	2.0	1.7	1.5	1.4	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	4.3	5.3	4.8	4.6	4.5
应收账款周转率	635.4	578.1	486.7	467.9	500.0
应付账款周转率	298.9	234.4	63.9	41.6	39.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.99	1.30	1.58	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	2.67	2.25	3.17	4.05	4.96
每股净资产(最新摊薄)	12.53	13.50	14.56	15.81	17.28
<b>估值比率</b>					
P/E	29.6	18.2	13.9	11.5	9.6
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	48.1	28.6	29.0	20.7	23.1

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn