开源证券

非银金融/证券

华泰证券（601688.SH） 科技转型提升综合竞争力，盈利能力持续提升

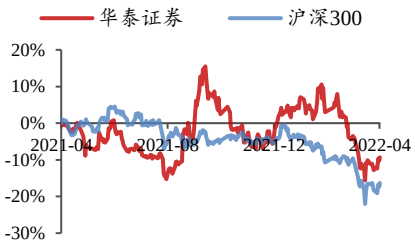
——华泰证券 2021 年年报点评

2022 年 04 月 01 日

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/1
当前股价(元)	15.03
一年最高最低(元)	19.60/13.89
总市值(亿元)	1,364.22
流通市值(亿元)	1,099.01
总股本(亿股)	90.77
流通股本(亿股)	73.12
近 3 个月换手率(%)	61.12

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《华泰证券 2021 三季报点评-业绩稳健增长，利息净收入同比高增》-2021.10.30

《华泰证券 2021 半年报点评-机构业务同比高增，财富管理保持优势》-2021.9.1

高超（分析师） gaochao1@kysec.cn 证书编号：S0790520050001

卢崑（联系人） lukun@kysec.cn 证书编号：S0790122030100

● **科技转型提升综合竞争力，盈利能力持续提升，维持“买入”评级**

2021年公司营收/净利润分别为379.1/133.5亿元，同比分别+20.5%/+23.3%，ROE9.6%，同比+1.02pct，期末杠杆率（扣客户保证金）4.4倍，较年初-1%，业绩不及我们预期，主要系投资业务收入增长低于预期。公司各业务均衡增长，经纪/投行/资管/利息净收入分别+22%/+19%/+27%/+44%。考虑到年初以来股市下跌明显，我们下调公司2022-2023年归母净利润预测至138.5/158.2亿元（调前166.2/194.6亿元），新增2024年归母净利润预测190.4亿元，对应2022-2024年EPS 1.53/1.74/2.10元。看好公司科技赋能下财富管理和机构服务双轮驱动发展战略，科技投入成效逐渐显现，服务客户水平不断提高，有望持续增强综合竞争力，预计当前股价对应公司2022年PE为9.8倍，对应PB0.9倍，维持“买入”评级。

● **科技平台优势显现，财富管理业务市场影响力提高**

（1）2021年公司经纪业务收入同比+22%，占调整后营收比重23%，代销收入和席位收入同比+57%/+26%。2021年公司股基成交额市占率7.67%，同比-0.11pct，保持行业第一，用户数达2000万，较年初增加近300万户，涨乐财富通月活1102万，居券商APP第一。2021年金融产品销售规模7594亿元，同比+8%，期末非货基公募保有量932亿元，行业排名第二。期末基金投顾AUM195亿。公司持续增加科技投入，提升客户体验获取流量以实现“自导流”，2021年研发投入+134%，研发费率4.06%，同比+2.09pct。（2）2021年末公司两融规模1169亿元，同比+14%，市占率6.83%，较年初-0.09pct，其中融券余额247亿元，市占率20.56%，较年初+2.01pct。公司融券通平台发布3.0，进一步提升交易效率，推动两融业务规模增长。

● **投行业务带动全业务链发展，自营投资收益率有所下滑**

（1）2021 年投行业务净收入同比+19%，公司 IPO 和债券主承销规模同比分别+52%/+40%，规模高增驱动投行业务收入增长。投行作为优质资产流量入口，推动全业务链发展，2021 年华泰创新净利润 7.3 亿，同比+108%，主要为科创板跟投带来的投资收益。（2）2021 年公司自营金融产品投资收益同比+11%，自营投资收益率 3.39%，同比-0.28pct。金融投资资产规模 3715 亿元，同比+20%。

● **风险提示：**股市大幅波动造成经纪盈利不确定性；公募保有规模扩容不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	31,445	37,905	38,665	43,118	50,382
YOY(%)	26.5	20.5	2.0	11.5	16.8
归母净利润(百万元)	10,823	13,346	13,852	15,819	19,037
YOY(%)	20.2	23.3	3.8	14.2	20.3
毛利率(%)	42.9	43.1	43.9	44.9	46.2
净利率(%)	34.4	35.2	35.8	36.7	37.8
ROE(%)	8.6	9.6	9.0	9.5	10.6
EPS(摊薄/元)	1.19	1.47	1.53	1.74	2.10
P/E(倍)	12.6	10.2	9.8	8.6	7.2
P/B(倍)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	603,613	688,182	772,403	872,660	972,398
现金	153,162	147,868	209,023	244,372	271,550
应收票据及应收账款	9,096	10,287	8,781	12,956	11,890
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	441,356	530,026	554,600	615,332	688,958
非流动资产	113,138	118,469	146,752	151,762	191,203
长期投资	18,445	19,195	22,640	26,750	31,656
固定资产	3,779	3,950	4,050	4,150	4,250
无形资产	5,276	6,791	6,816	6,841	6,866
其他非流动资产	85,639	88,533	113,247	114,022	148,431
资产总计	716,751	806,651	919,156	1,024,422	1,163,601
流动负债	408,911	499,763	566,386	627,511	709,332
短期借款	11,300	8,492	11,040	14,352	18,658
应付票据及应付账款	43,706	103,637	108,637	113,637	118,637
其他流动负债	353,906	387,634	446,709	499,523	572,038
非流动负债	175,528	154,852	188,476	220,156	262,363
长期借款	475	723	940	1,128	1,297
其他非流动负债	175,052	154,129	187,536	219,028	261,067
负债合计	584,439	654,615	754,861	847,667	971,695
少数股东权益	3,241	3,613	3,904	4,200	4,560
股本	9,077	9,077	9,077	9,077	9,077
资本公积	70,750	70,562	70,562	70,562	70,562
留存收益	34,710	42,130	62,645	74,809	89,600
归属母公司股东权益	129,072	148,423	160,390	172,554	187,345
负债和股东权益	716,751	806,651	919,156	1,024,422	1,163,601

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	31,445	37,905	38,665	43,118	50,382
营业成本	17,944	21,567	21,709	23,755	27,082
营业税金及附加	209	240	240	268	315
营业费用	16	20	24	28	28
管理费用	15,166	17,274	17,049	18,652	21,478
研发费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
财务费用	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
资产减值损失	1,306	548	548	576	604
其他收益	1,263	3,505	3,872	4,259	4,685
公允价值变动收益	-2,748	309	0	0	0
投资净收益	17,111	13,592	15,938	18,499	22,494
资产处置收益	16	20	24	28	28
营业利润	13,501	16,339	16,956	19,363	23,300
营业外收入	86	8	8	9	10
营业外支出	82	74	75	84	98
利润总额	13,504	16,273	16,889	19,288	23,212
所得税	2,634	2,672	2,773	3,167	3,811
净利润	10,870	13,601	14,116	16,121	19,401
少数股东损益	48	255	264	302	363
归母净利润	10,823	13,346	13,852	15,819	19,037
EBITDA	15777	17791	18508	21006	25030
EPS(元)	1.19	1.47	1.53	1.74	2.10

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	26.5	20.5	2.0	11.5	16.8
营业利润(%)	16.3	21.0	3.8	14.2	20.3
归属于母公司净利润(%)	20.2	23.3	3.8	14.2	20.3
获利能力					
毛利率(%)	42.9	43.1	43.9	44.9	46.2
净利率(%)	34.4	35.2	35.8	36.7	37.8
ROE(%)	8.6	9.6	9.0	9.5	10.6
ROIC(%)	7.5	8.4	8.0	8.4	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	81.5	81.2	82.1	82.7	83.5
净负债比率(%)	1.9	2.3	2.3	2.3	3.1
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	4.9	5.0	4.5	4.4	4.6
应收账款周转率	430.5	391.1	405.6	396.7	405.6
应付账款周转率	65.2	29.3	20.5	21.4	23.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.19	1.47	1.53	1.74	2.10
每股经营现金流(最新摊薄)	2.87	-4.92	-4.26	-3.43	-2.46
每股净资产(最新摊薄)	14.22	16.35	17.67	19.01	20.64
估值比率					
P/E	12.6	10.2	9.8	8.6	7.2
P/B	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	42.8	42.1	45.6	43.7	41.3

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	26063	-44642	-38627	-31122	-22343
净利润	10870	13601	14116	16121	19401
折旧摊销	2273	1518	1618	1718	1818
财务费用	12	16	0	0	0
投资损失	-2506	-4648	-4748	-4848	-4948
营运资金变动	41859	-678	4322	9322	14322
其他经营现金流	-26434	-54436	-53936	-53436	-52936
投资活动现金流	-13452	-262	-162	-62	38
资本支出	0	0	0	0	0
长期投资	1524	7070	7170	7270	7370
其他投资现金流	1898	2868	2968	3068	3168
筹资活动现金流	26850	44205	43603	50308	31635
短期借款	5564	247	347	447	547
长期借款	194272	185658	185758	185858	185958
普通股增加	12	16	0	0	0
资本公积增加	0	9996	9996	9996	9996
其他筹资现金流	0	414	0	0	0
现金净增加额	38379	-1050	4814	19124	9330

数据来源：聚源、开源证券研究所

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