

华泰证券(601688.SH)

改革先锋、科技翘楚，低估值头部券商价值凸显

推荐（首次）

股价：13.48元

主要数据

行业	非银行金融
公司网址	www.htsc.com
大股东/持股	江苏省国信集团有限公司/15.14%
实际控制人	江苏省人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	9,029
流通A股(百万股)	7,281
流通B/H股(百万股)	1,719
总市值(亿元)	1,131
流通A股市值(亿元)	981
每股净资产(元)	16.65
资产负债率(%)	79.8

行情走势图



证券分析师

王维逸	投资咨询资格编号 S1060520040001 BQC673 WANGWEIYI059@pingan.com.cn
李冰婷	投资咨询资格编号 S1060520040002 LIBINGTING419@pingan.com.cn

研究助理

韦羿雯	一般证券从业资格编号 S1060122070023 WEIJIWEN854@pingan.com.cn
-----	---

平安观点：

- **低估值头部券商代表，将充分受益于证券业高质量发展。**华泰证券前身成立于1991年、是国内知名老牌券商，管理层战略目光长远、业务转型走在前列，率先开启低佣金、互联网财富管理和金融科技转型，打造并购重组特色投行招牌。长期以来公司已形成领先行业的专业能力积累，净资产、净利润等重要指标跻身行业前三，2023年业绩弹性优于可比同业。当前证券业进入高质量发展阶段，监管明确支持头部券商做优做强，华泰证券领先优势明确、将充分受益于行业马太效应强化。
- **财富管理与机构服务双轮驱动，业务排名稳中有升。**公司制定科技赋能下的财富管理和机构服务“双轮驱动”发展战略，多业务行业排名稳中有进：1) **财富管理：**依托“涨乐财富通”APP，经纪用户流量常年位居券商自营APP第一；经纪佣金率低于行业，股基交易市占率保持行业第一，23H1公司平均经纪佣金率仅0.013%、股基交易额市占率7.9%。此外，公司积极布局ETF和基金投顾，加速财富管理转型。2022年ETF交易量排名行业第一，旗下公募子华泰柏瑞、南方基金23Q3ETF管理规模位于行业前十。基金投顾业务战略高度重视，2022年末试点规模139亿元，在试点机构中位于前列。2) **机构服务：**股债承销排名稳步提升，23H1股权、债券承销金额均排名行业第3；并购重组交易金额排名行业第3。大投行业务有机协同，ABS、私募股权与另类投资布局完整。自营规模排名上市券商第2(23Q3末)，受益于固收资产占比较高、较早推动去方向化转型，自营收益更为稳健。
- **投资建议：**预计23-25年公司归母净利118/121/133亿元，根据PB相对估值法，给予公司2023年预测PB为0.93倍，对应目标价15.6元。公司基本面领先优势显著，将充分受益于资本市场高质量发展，估值位于历史和同业低位，再融资负面因素逐渐消除、机构关注度提升，投资价值凸显，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 权益市场大幅波动；2) 宏观经济下行；3) 直接融资放缓；4) 资本市场相关政策不及预期；5) 公司金融科技转型不及预期。

	2021A	2022A	20223E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	37,905	32,032	34,124	34,693	38,952
YOY(%)	20.5	-15.5	6.5	1.7	12.3
归母净利润(百万元)	13,346	11,053	11,823	12,126	13,251
YOY(%)	23.3	-17.2	7.0	2.6	9.3
净利率(%)	35.2	34.5	34.6	35.0	34.0
ROE(%)	9.6	7.1	7.0	6.9	7.4
EPS(元)	1.48	1.22	1.31	1.34	1.47
P/E(倍)	9.1	11.0	10.3	10.0	9.2
P/B(倍)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7

正文目录

一、 低估值头部券商代表，战略目光长远、业务转型先锋	5
1.1 管理层战略目光长远，业务转型始终走在前列	5
1.2 基本面稳居证券业前列，估值更具性价比	7
1.3 金融科技标签鲜明，业务赋能效果显现	10
1.4 财富管理与机构服务双轮驱动，业务排名稳中有升	12
二、 财富管理：股基交易额稳居第一，ETF 与基金投顾打造特色优势	13
2.1“人+平台”多渠道展业，低佣金助力股基交易额市占率稳居第一	13
2.2ETF 布局完备，将率先受益于指数基金快速扩容	15
2.3 依托科技赋能和客户优势，基金投顾试点规模领先	18
三、 机构服务：大投行业务多点开花，交易业务去方向化成效显著	19
3.1 股债承销排名稳步提升，并购重组维持优势	19
3.2 投行、资管、投资有机协同，大投行产业链初步成型	21
3.3 自营收益更为稳健，平台化赋能交易业务	22
四、 国际业务：稳居香港中资券商第一梯队前列	23
五、 盈利预测与投资建议	25
5.1 盈利预测	25
5.2 估值与投资建议	26
六、 风险提示	27

图表目录

图表 1	华泰证券发展历程	5
图表 2	2008、2018 年末股基交易额市场份额排名对比（Wind 口径）	6
图表 3	2008-2018 年华泰证券股基交易额市场份额及排名变动（Wind 口径）	6
图表 4	华泰证券（含华泰联合）投行业务行业排名变动（中证协口径）	7
图表 5	华泰证券（含华泰联合）并购重组财务顾问业务排名变动（中证协口径）	7
图表 6	华泰证券十大股东持股情况（2023Q3）	7
图表 7	华泰证券部分财务指标及其在上市券商中的排名	8
图表 8	十大券商营业收入表现	8
图表 9	十大券商归母净利润表现	8
图表 10	十大券商 PB-ROE	9
图表 11	华泰证券与证券指数 PB 变动	9
图表 12	华泰证券及可比券商主动管理型基金重仓比例	10
图表 13	华泰证券与证券指数收益率变动	10
图表 14	华泰证券研发人员数量及占比	10
图表 15	十大券商研发人员数量对比	10
图表 16	华泰证券信息技术投入及占比	11
图表 17	十大券商信息技术投入对比	11
图表 18	华泰证券金融科技产品	11
图表 19	涨乐财富通平均月活数	12
图表 20	2023M11 券商自营 APP 月活前 20	12
图表 21	十大券商 2022 年人均创收及薪酬	12
图表 22	十大券商 2022 年人均创利及薪酬	12
图表 23	华泰证券营收结构（五大业务）	13
图表 24	华泰证券营收结构（内部业务分部）	13
图表 25	23Q1-Q3 十大券商分业务收入排名（上市券商）	13
图表 26	华泰证券分业务收入排名（上市券商）	13
图表 27	2023H1 十大券商营业部数量及营业部平均经纪净收入对比	14
图表 28	华泰证券与证券业平均佣金率（公告口径）	15
图表 29	华泰证券股基交易市占率及排名（公告口径）	15
图表 30	华泰证券融资融券规模及市占率（公告口径）	15
图表 31	2023H1 末上市券商融出资金规模前 20	15
图表 32	国内各类 ETF 基金资产净值变动（亿元）	16
图表 33	深交所 2022 年会员基金交易金额前 10	16
图表 34	华泰证券、中信证券权益型基金保有规模份额	16
图表 35	做市商承担做市的 ETF 数量排名（截至 2023 年末）	17
图表 36	ETF 资产净值前十的管理人排名（2023Q3）	17

图表 37	ETF 资产净值前十管理人 ETF 管理规模占比 (2023Q3)	17
图表 38	华泰柏瑞主要 ETF 产品及规模排名 (2023Q3)	18
图表 39	南方基金主要 ETF 产品及规模排名 (2023Q3)	18
图表 40	部分试点机构的基金投顾业务规模对比	18
图表 41	华泰证券“省心投”策略体系及跟投人数	19
图表 42	华泰证券股权承销金额及排名情况	20
图表 43	华泰证券债券承销金额及排名情况	20
图表 44	华泰联合证券储备项目行业分布 (个)	20
图表 45	华泰证券储备项目地域分布 (个)	20
图表 46	华泰证券并购重组金额数量及排名情况	21
图表 47	企业 ABS 发行规模及排名情况	21
图表 48	券商私募子公司私募基金月均规模前 20(23Q3)	21
图表 49	华泰创新投资总资产变动	22
图表 50	华泰创新投资净利润及净利润贡献变动	22
图表 51	部分头部券商自营规模变动 (亿元)	22
图表 52	部分头部券商金融投资资产结构	22
图表 53	十大券商自营收益率及过去十年标准差	23
图表 54	2023H1 一级交易商应付客户保证金	23
图表 55	华泰证券场外衍生品存续规模	23
图表 56	部分头部券商国际子公司营收及营收贡献	24
图表 57	华泰金控 (香港) 股票交易总量变动	25
图表 58	华泰金控 (香港) 股权承销规模变动	25
图表 59	AssetMark 平台资产规模变动	25
图表 60	AssetMark 收入变动及对华泰国际的收入贡献	25
图表 61	华泰证券盈利预测 (百万元)	26
图表 62	华泰证券可比公司估值表 (元)	27

一、 低估值头部券商代表，战略目光长远、业务转型先锋

1.1 管理层战略目光长远，业务转型始终走在前列

从江苏走向全国的老牌券商，抓住行业清理规范机遇，通过并购跻身头部券商梯队，彰显公司优异资本运作能力。华泰证券前身为 1991 年成立的江苏省证券公司，适逢 1990 年上交所成立，开始初期快速成长。1999 年江苏证券将注册资本增至 8.50 亿元，并正式更名为华泰证券，同年华泰证券被核准为综合类证券公司，从区域性券商走向全国性综合券商。2001 年后证券行业加速整顿清理，开始长达 5 年的低迷时期，华泰证券抓住时机、进行了一系列低成本扩张，2003 年华泰证券参股公募“老十家”之一的南方基金，2004 年与 AIG 合资组建友邦华泰，2006 年在香港设立华泰金控（香港），参股江苏银行、长城伟业期货，形成证券、基金、期货等综合金融服务生态圈雏形。同期，华泰证券低成本收购出现风险事件的同业券商，2005 年华泰证券以 34 家营业部的体量托管、收购亚洲证券的 48 家证券营业部和 12 家服务部，2006 年控股联合证券（2009 年末共 55 家营业部），2007 年控股信泰证券（2009 年华泰证券吸收合并信泰证券 23 家营业部），至 2009 年末华泰证券的服务网点已扩大至 183 个（含华泰联合证券），成为全国证券营业网点较多的证券公司之一。

图表1 华泰证券发展历程

发展初期阶段	并购整合、快速布局阶段	改革先锋、战略转型阶段	科技赋能、双轮驱动阶段
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 1991：前身江苏省证券公司成立 ✓ 1993：股份制试点企业，更名为江苏东方证券，1994年更名为江苏证券 ✓ 1999：注册资本增至8.5亿元，并更名华泰证券 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2003：参股南方基金，成第一大股东 ✓ 2004：与AIG合资成立友邦华泰基金（后更名为华泰柏瑞） ✓ 2005：托管、收购亚洲证券48家营业部和12家服务部 ✓ 2006：收购联合证券70%股份、成为控股股东；收购长城伟业期货公司（2010年更名为华泰长城期货、2015年更名为华泰期货）；参股江苏银行；成立华泰金控控股（香港） ✓ 2007：控股信泰证券80.12%的股权 ✓ 2008：出资设立华泰资金 ✓ 2009：吸收合并信泰证券；吸收合并联合证券，并改名华泰联合证券，开始经纪划江而治、投行划市而治 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2007：建设CRM系统，建立“紫金理财”品牌 ✓ 2009：确定互联网战略 ✓ 2010：于上交所IPO；推出移动理财终端“涨乐” ✓ 2011：提出全业务链发展战略；进一步整合华泰联合证券，作为投行专业子公司 ✓ 2014：推出“涨乐财富通”APP ✓ 2015：H股上市 ✓ 2016：收购AssetMark ✓ 2018：混改试点方案获批；完成非公开增发，引入阿里巴巴、苏宁等战略投资者；获得跨境试点和场外期权一级交易商资格 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2019：确定“数字化赋能下的财富管理和机构服务”双轮驱动”战略；沪伦通首单GDR发行；AssetMark上市；机构服务平台“行知”上线 ✓ 2020：全市场首个开放式线上证券借贷交易平台“融券通”发布；基金投顾服务正式上线 ✓ 2021：完成A股限制性股票授予登记工作 ✓ 2022：涨乐财富通升级8.0；涨乐全球通升级4.0

资料来源：公司公告，平安证券研究所

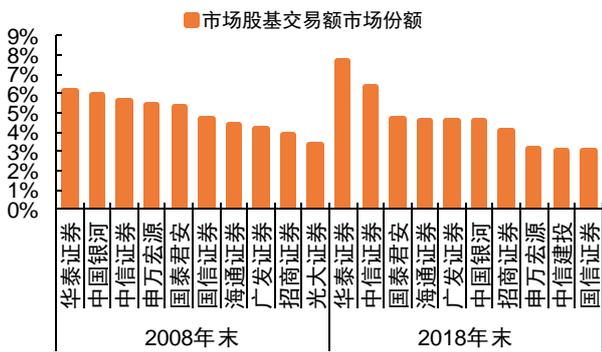
管理层战略目光长远，业务转型走在前列。具体来看：

1) 经纪业务开创低佣金和互联网战略先河，较早开启财富管理转型。2006、2007 年，股权分置改革和经济快速发展催生牛市，证券公司交易量和利润规模攀升，但华泰证券并没有满足于传统交易通道业务，率先开始了一系列改革措施：

一方面，华泰证券率先开启通道业务向财富管理的转型。2007 年华泰证券开始标新立异的客户关系管理战略变革和系统搭建，建设 CRM 系统帮助员工进行日常客户分类和服务，同时开始建立以“紫金理财”为主品牌的客户服务体系，开始从营业部分散服务向公司统一服务、从通道业务向理财服务的转型。在此之中，华泰证券也不断强化品牌力，在营业网点数量快速增加的同时，对营业场所进行 VI 改造（即通过视觉元素传达企业的品牌形象和核心价值观），华泰证券也是全行业最早进行营业部 VI 改造的券商之一。通过营业网点的增加和服务模式的升级，华泰证券经纪业务排名迅速提升，据 Wind 数据，2008 年华泰证券母公司股基交易额市场份额 4.25%，华泰联合证券市场份额 1.93%，合计市场份额 6.18%，首次超中国银河位居行业第一。

另一方面，互联网开户浪潮颠覆竞争格局，华泰证券率先降低佣金、领先优势不断巩固。2009年3G手机刚刚开始普及，华泰证券抓住历史机遇，在行业内率先提出互联网战略，次年推出移动理财终端“涨乐”。2013年非现场开户限制放开，2015年A股“一人一户”限制放开，华泰证券抓住互联网开户浪潮，于2014年推出新一代移动财富管理终端“涨乐财富通”，并打出“足不出户、万三开户”的口号，在大型券商中率先开启佣金战。2014年华泰证券与网易开启战略合作，网易向华泰证券开放核心广告资源，并增设证券开户功能，为华泰证券导流。互联网开户时代下，券商竞争格局改变，中国银河、申万宏源等更依赖传统线下渠道的券商股基交易额市占率有所下滑，而华泰证券市占率明显提升，据Wind统计，2014-2018年华泰证券股基交易额保持行业第一，2018年末华泰证券股基交易额市场份额7.71%，较2008年提升1.53pct（母公司与华泰联合合计值）。

图表2 2008、2018年末股基交易额市场份额排名对比（Wind口径）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 2008-2018年华泰证券股基交易额市场份额及排名变动（Wind口径）



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：图表2中，华泰证券统计范围包括华泰证券母公司及华泰联合证券公司；申万宏源包括申银万国和宏源证券（2015年合并）；中信证券包括中信证券母公司和中信证券（浙江）、中信证券（山东）、中信证券华南。

2) 吸收合并联合证券，灵魂人物带领下、差异化打响投行并购重组品牌。2006年华泰证券成功受让联合证券70%股份，成为联合证券控股股东；2009年完成全部股权整合，联合证券改名华泰联合证券，与华泰证券母公司之间采取经纪业务“划江而治”、投行业务“分市而治”¹；2011年华泰证券与华泰联合证券进一步整合，华泰联合证券正式成为投行业务专业子公司，投行业务除国债、非金融企业债务融资工具承销外全部归入华泰联合。与经纪业务相比，华泰证券、联合证券初期股债承销业务均相对较弱，据中证协排名，2007、2008、2009年华泰证券股债承销金额排名分别为行业第8、第37、第13，联合证券排名分别为第22、第21、第29，波动较大。

但与联合证券的合并改变了华泰证券的投行基因，业内有“并购女皇”之称的刘晓丹女士2004年加入联合证券负责并购业务，于2012年升任华泰联合总裁，在她的带领下，华泰证券投行业务走出并购重组的特色路线，打造了申银万国吸收合并宏源证券、三六零重组上市等明星项目，树立专业投行品牌。同时投行业务收入也实现从行业十几名向行业头部的强劲增长，据中证协，2008年华泰证券、华泰联合证券合计投行业务净收入排名行业第12位，至2021年投行净收入排名升至行业第4；其中，2014-2018年华泰证券并购重组财务顾问业务收入均排名行业第1。

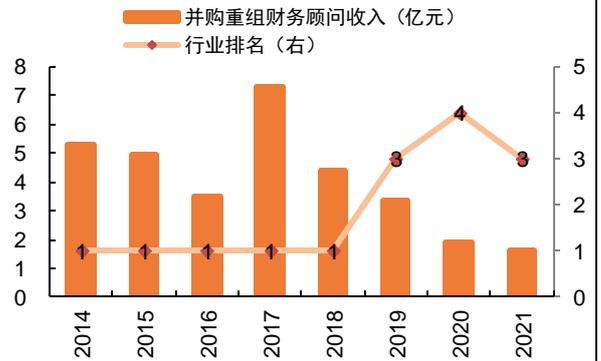
¹ “划江而治”即华泰证券证券经纪业务范围限江苏、上海、浙江、安徽、山东、黑龙江、吉林、辽宁、北京、天津、河北、河南、陕西、山西、宁夏、内蒙古、甘肃、新疆、青海，华泰联合证券经纪业务范围限广东、广西、海南、湖北、湖南、福建、江西、四川、重庆、云南、贵州、西藏。“分市而治”即华泰证券投行业务专注上交所证券承销与保荐，华泰联合证券投行业务专注深交所证券承销与保荐。

图表4 华泰证券（含华泰联合）投行业务行业排名变动（中证协口径）



资料来源：证券业协会，平安证券研究所

图表5 华泰证券（含华泰联合）并购重组财务顾问业务收入排名变动（中证协口径）

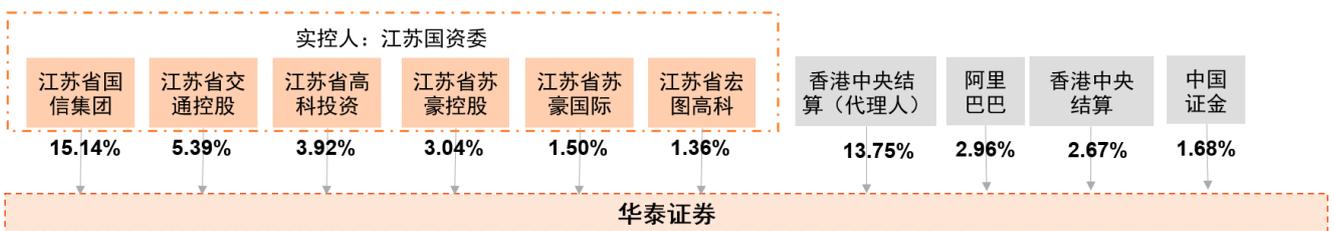


资料来源：证券业协会，平安证券研究所

3) 管理层技术基因浓厚、心态创新开放，抢跑券商科技转型。华泰证券现任 CEO 和执行委员会主任周易先生出身于计算机通信专业，曾在江苏省邮电、江苏移动等公司从事技术工作，2006 年加入华泰证券、次年开始担任华泰证券总裁，主导了华泰证券的数字化转型。2007 年华泰证券开始统一后台、打造 CRM 系统，建立基础服务数据库，2009 年率先提出互联网战略，2010 年推出移动理财终端“涨乐”，并持续迭代平台功能，至 2022 年涨乐财富通 APP 已迭代至 8.0 版本。2019 年初华泰明确提出“全面推进数字化赋能下的财富管理和机构服务‘双轮驱动’”核心战略，同时开始组织架构变革，创新性成立一级部门数字化运营部，全面启动数字化转型。

此外，华泰证券股东及管理层心态开放，2018 年通过定向增发引入阿里巴巴、苏宁等互联网科技公司股东，全面拥抱金融科技，学习互联网和零售经验。2016 年华泰证券投资美国 TAMP 平台（Turnkey Asset Management Program，全托资管平台，可为投资顾问提供一站式展业支持服务）AssetMark，吸收财富管理平台技术和运营经验，自研投顾工作平台“AORTA·聊TA”，以科技平台赋能经纪业务一线团队。

图表6 华泰证券十大股东持股情况（2023Q3）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 基本面稳居证券业前列，估值更具性价比

华泰证券头部地位稳固，重要指标常年位于证券业第一梯队。自 2010 年上市以来，华泰证券总资产、净资产指标均位于上市券商前 5 的位置，随着 H 股、定增、GDR 等多轮融资落地，2021 年后总资产、净资产指标进一步提升至前 3 水平。近年来营业收入及归母净利润排名同样稳定提升，2023 年前三季度华泰证券营业收入、归母净利润在上市券商中的排名均提升至第 2 位，ROE 水平位于上市券商第 6 位。

图表7 华泰证券部分财务指标及其在上市券商中的排名

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1-Q3
总资产(亿元)	1,135	857	793	982	2,722	4,526	4,015	3,815	3,687	5,622	7,168	8,067	8,466	8,681
总资产排名	3	4	5	5	4	4	4	4	5	3	2	2	3	3
净资产(亿元)	332	336	346	363	419	815	857	886	1,047	1,257	1,323	1,520	1,678	1,752
净资产排名	3	3	3	3	4	4	4	5	4	4	4	3	3	3
净资本(母公司, 亿元)	217	206	204	192	197	524	451	467	596	641	679	823	930	-
净资本排名	3	4	4	6	9	6	9	8	5	5	5	5	3	-
营收(亿元)	89	62	59	72	121	263	169	211	161	249	314	379	320	272
营收排名	4	4	6	6	5	7	5	5	4	4	4	4	4	2
归母净利润(亿元)	34	18	16	22	45	107	63	93	50	90	108	133	111	96
归母净利润排名	5	7	7	6	6	8	5	3	4	3	4	3	3	2
ROE	14.6%	5.4%	4.8%	6.3%	11.7%	17.5%	7.6%	10.8%	5.3%	8.0%	8.6%	9.6%	7.1%	5.7%
ROE排名	21	21	21	25	28	34	27	2	12	10	18	15	9	6

资料来源: Wind, 平安证券研究所

2023年以来华泰证券业绩弹性领先头部券商。2023年受益于权益市场边际修复、自营收入回暖,前三季度上市券商合计利润同比正增,其中,华泰证券营业收入272.3亿元(YoY+15.3%),归母净利润95.9亿元(YoY+22.6%),业绩弹性优于上市券商合计值(前三季度43家上市券商营业收入同比+1.9%、归母净利润同比+6.5%)及十大券商²(前三季度十大券商营业收入同比-1.2%、归母净利润同比-0.4%)。受益于平台化、策略化投资交易能力迭代升级,2023年华泰证券自营修复速度领先、前三季度自营收入同比+72.9%(vs十大券商合计自营收入同比+42.6%)。同时二级市场相关板块估值修复,华泰证券私募股权和另类投资子公司所持有部分标的估值回升,AssetMark管理资产规模及收入同比增长,共同驱动前三季度资管净收入同比+21.2%(vs十大券商合计资管净收入同比+3.8%)。

图表8 十大券商营业收入表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 十大券商归母净利润表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

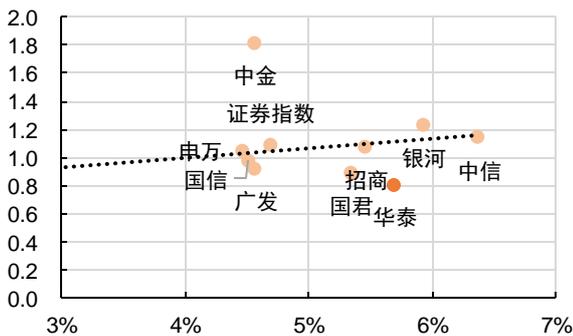
当前证券业进入高质量发展阶段,华泰证券领先优势明确、将充分受益于马太效应强化。一方面,证券业务转型升级,传统经纪、投行等通道类业务向财富管理等综合金融服务转型,方向性自营投资也向衍生品、做市等资本中介业务转型,对证

² 十大券商选取 2023Q3 末归母净资产排名前十的上市券商,包括中信证券、华泰证券、海通证券、国泰君安、广发证券、中国银河、招商证券、国信证券、中金公司、申万宏源。

券公司资本实力、客户资源、专业素质等综合实力要求更高。另一方面，监管层面严监管与分类监管思路明确，2019年证监会明确推动打造航母级券商，2021年证券公司“白名单”制度推出，白名单内券商简化债券发行等流程，创新试点业务的公司须从白名单内产生，《证券公司场外期权业务管理办法》也明确一级、二级交易商资质挂钩券商分类评级结果。2023年证监会就修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》公开征求意见，给予评级较好的券商更大的指标空间；证监会重提支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，头部券商竞争优势将提升。华泰证券作为综合性头部券商代表，在资源、人才、专业能力等方面积累丰富，规模与盈利能力均位于行业前列，竞争优势明显。同时，华泰证券位于证监会白名单内，2017-2021年连续5年获得A类AA级分类评级（最高，2022年后证监会分类评级结果非公开披露），率先获得场外期权一级交易商、科创板股票做市、基金投顾等创新业务试点资格，在“扶优限劣”的分类监管背景下更为占优。

而公司PB仍位于历史低位，估值极具性价比。2019年后华泰证券PB估值一直低于证券指数，截至2024年1月17日，华泰证券PB(LF)仅0.81倍，在过去十年中位于前5%分位，接近历史估值低点。2023年前三季度华泰证券ROE为5.69%，在十大券商中仅次于中信证券(6.37%)和中国银河(5.92%)，但PB明显更低(华泰证券0.81x, vs 中信证券1.15x、中国银河1.23x)，叠加头部地位稳固、2023年预计业绩增速将继续在头部券商中领先，华泰证券投资性价比凸显。

图表10 十大券商PB-ROE



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 统计时间: ROE 选取 2023Q1-Q3, PB (LF) 选取 2024/1/17

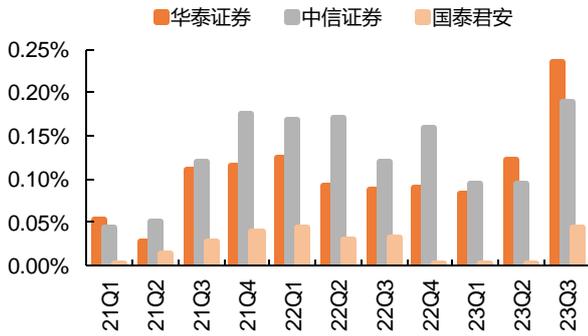
图表11 华泰证券与证券指数PB变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

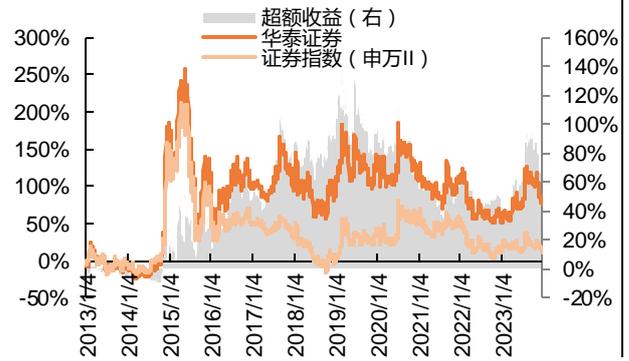
2023年以来机构关注度明显提升，重仓比例排名上市券商第一，股价显著跑赢板块。2015-2018年，华泰证券经纪业务市占率攀升至行业第一，股价较证券板块表现出较强alpha。2019年，华泰证券继2015年H股上市、2018年定向增发后，于2019年6月在伦交所完成GDR上市，频繁的再融资以及GDR折价导致华泰证券股价下行压力较大，2019、2020年华泰证券年收益率均跑输证券指数(申万II, 下同)。2021年以来，华泰证券GDR套利压力基本消除、头部地位与低估值优势凸显，2021-2023年连续三年跑赢证券指数，尤其是2023年，在证券业业绩确定性较强、资本市场利好政策催化、板块整体跑赢上证综指6.2pct的背景下，华泰证券股价弹性更高，较证券指数和上证综指分别实现超额收益9.8pct、16.0pct。同样机构关注度明显提升，2023Q3末华泰证券主动管理型基金重仓持股比例0.24%(较年初+0.15pct)，超中信证券(0.19%，较年初+0.03pct)成为证券板块重仓比例最高的上市券商。

图表12 华泰证券及可比券商主动管理型基金重仓比例



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 华泰证券与证券指数收益率变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 金融科技标签鲜明，业务赋能效果显现

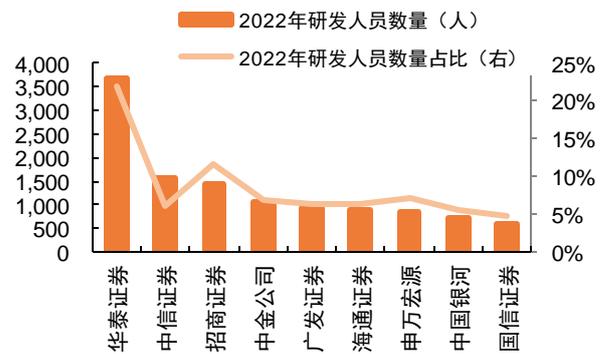
华泰证券是最早、最坚定推进金融科技战略的券商之一，坚持以自研为主、研发投入常年领先。在技术出身的现任 CEO 周易先生带领下，华泰证券自 2009 年起率先开始互联网战略、2019 年全面推进数字化赋能，金融科技战略坚定。同时，华泰证券金融科技长期坚持以自研为主。尽管券商自研科技队伍成本较高，但外包购入相关系统服务也易导致同质化问题，科技自研长期而言更有利于券商形成差异化竞争力，为后期向外输出金融科技服务奠定基础，这点在高盛、摩根大通等海外大型投行的发展历程中也可可见一斑。因此，华泰证券长期以来的研发人员占比和研发投入均领先同业。截至 2022 年末，华泰证券研发人员 3667 人，占集团总人数 21.83%，远高于其他头部券商，十大券商（除华泰证券、国泰君安）平均研发人员数量占比仅 6.9%。2022 年华泰证券信息技术投入 27.2 亿元（YoY+22.3%），占营业收入 8.5%（YoY+2.6pct），在十大券商（除中信证券）中仅次于海通证券（8.6%）。

图表14 华泰证券研发人员数量及占比



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表15 十大券商研发人员数量对比



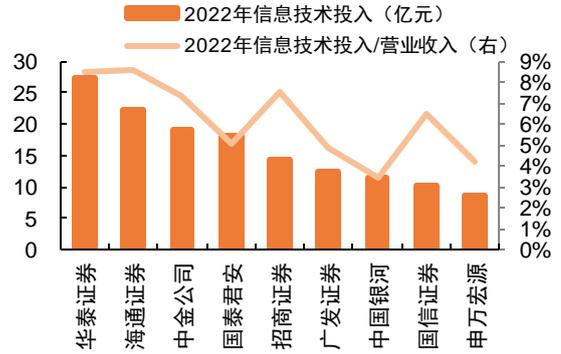
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表16 华泰证券信息技术投入及占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表17 十大券商信息技术投入对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：十大券商中，国泰君安未披露2022年研发人员数量，中信证券未披露2022年信息技术投入规模

华泰证券正迈向科技全面赋能阶段，率先向外输出数字服务。金融机构的数字化转型可分为“支持-赋能-输出”三个主要阶段，支持阶段主要是企业科技部门被动接单数字化需求，而赋能阶段则是以业务价值为导向进行科技布局、科技能力已成为公司核心竞争力，最终输出阶段则需要金融机构通过对外输出服务由此形成新的业务形态和金融生态。目前华泰证券正在迈向全面赋能阶段，部分业务和产品也在向外输出。基于十多年以来在人工智能、大数据、区块链、云计算等新兴技术领域的持续投入，目前华泰已打造多个业务平台和通用数字中台，赋能全业务链条，对客方面打造移动平台涨乐财富通、机构服务平台行知、交易平台MATIC等，中台方面打造投顾云平台AORTA、投行云平台等。此外，基于业务积累和技术平台能力，华泰向外输出数字产品和解决方案，包括MATIC交易平台、INSIGHT金融数据服务、证券FPGA极速交易柜台系统等。

图表18 华泰证券金融科技产品



资料来源：公司官网，平安证券研究所

金融科技赋能成效显著，用户流量与员工效率领先同业。基于领先的战略目光和长期的科技投入，华泰证券金融科技战略已有一定显效。对客方面，以涨乐财富通 APP 为代表的对客平台市场份额领先，涨乐财富通平均月活整体稳定增长、常年在券商自营 APP 中稳居第一，为华泰经纪业务的领先地位奠定基础。对内方面，AORTA、投行云等展业平台有效提升员工效

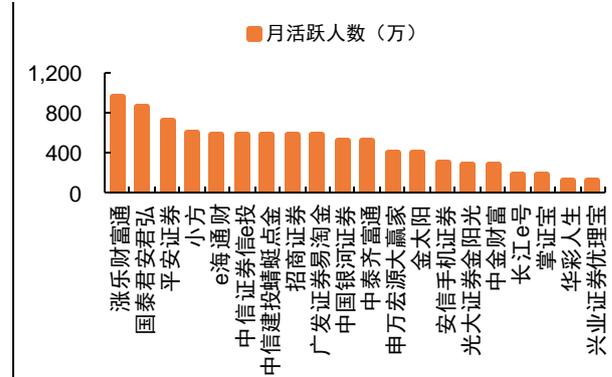
能，2022年华泰证券母公司人均创收190.7万元、人均创利65.8万元，在十大券商中同样相对领先。

图表19 涨乐财富通平均月活数



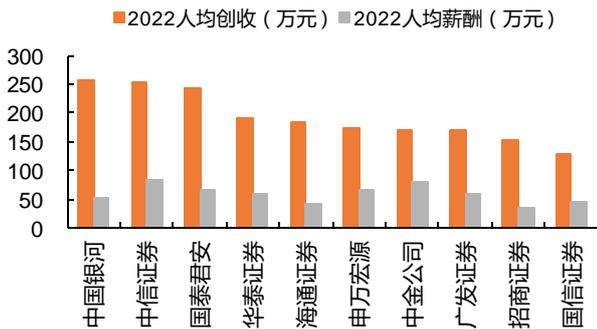
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 2023M11 券商自营APP月活前20



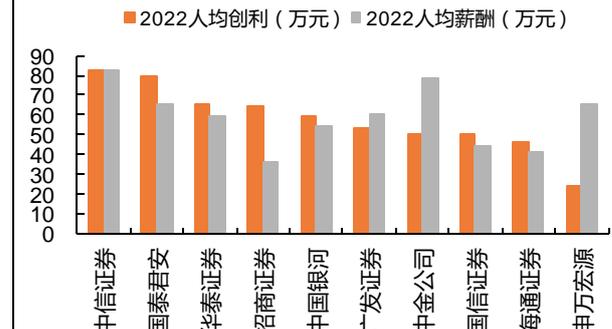
资料来源：易观千帆，平安证券研究所

图表21 十大券商2022年人均创收及薪酬



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表22 十大券商2022年人均创利及薪酬

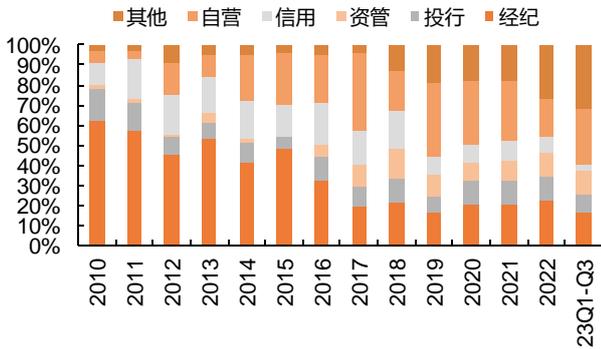


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.4 财富管理与机构服务双轮驱动，业务排名稳中有升

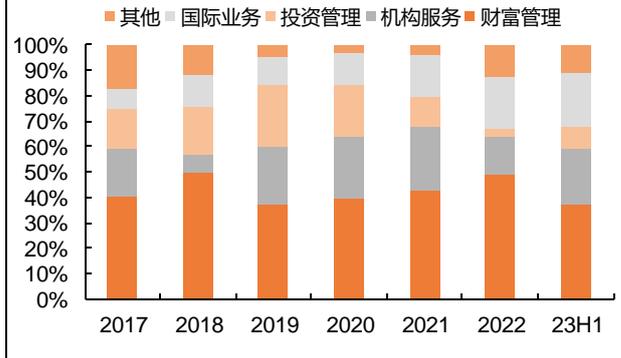
收入结构趋于均衡，全业务综合实力突出。华泰证券作为头部综合型券商代表，各业务协同发展，收入结构趋于均衡。2023年前三季度，华泰证券经纪/投行/资管/信用/自营五大业务净收入在营收中的占比分别为17%/8%/12%/3%/28%。按业务分部划分，2023H1华泰证券财富管理/机构服务/投资管理/国际业务/其他分部营业收入占比分别为37%/22%/8%/21%/11%，营业利润占比分别为46%/25%/12%/11%/6%，近三年财富管理、国际业务分部收入贡献有所提升，机构服务分部波动较大。

图表23 华泰证券营收结构（五大业务）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表24 华泰证券营收结构（内部业务分部）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

财富管理与机构服务双轮驱动，业务排名稳中有升。2019 年华泰证券明确科技赋能下的财富管理和机构服务“双轮驱动”发展战略，目前华泰证券财富管理业务领先优势不断巩固、行业排名稳中有进，2023 年前三季度华泰证券经纪净收入在上市券商中排名第 3，较 2020 年的第 6 位提升 3 位，资管净收入由 2020 年的第 4 位提升至第 3 位。机构服务业务竞争优势逐步加强，2023 年前三季度自营收入在上市券商中的排名提升至第 3 位，投行净收入排名保持在第 6 位。

图表25 23Q1-Q3 十大券商分业务收入排名（上市券商）

	经纪	投行	资管	信用	自营
中信证券	1	1	1	2	1
华泰证券	3	6	3	17	3
国泰君安	2	4	4	6	2
海通证券	11	3	7	3	10
中信建投	5	2	10	7	7
招商证券	6	15	14	13	8
中金公司	8	5	9	42	5
中国银河	7	24	19	1	6
广发证券	4	21	2	4	11
申万宏源	9	11	11	38	4

资料来源：Wind，平安证券研究所

图表26 华泰证券分业务收入排名（上市券商）

	经纪	投行	资管	信用	自营
2012	3	8	8	6	8
2013	6	7	4	5	10
2014	7	9	16	3	6
2015	7	10	28	4	7
2016	6	10	6	3	5
2017	7	9	3	3	4
2018	5	6	3	6	6
2019	5	6	3	6	3
2020	6	6	4	7	4
2021	6	5	3	6	4
2022	3	6	3	6	4
23Q1-Q3	3	6	3	17	3

资料来源：Wind，平安证券研究所

二、 财富管理：股基交易额稳居第一，ETF 与基金投顾打造特色优势

2.1 “人+平台”多渠道展业，低佣金助力股基交易额市占率稳居第一

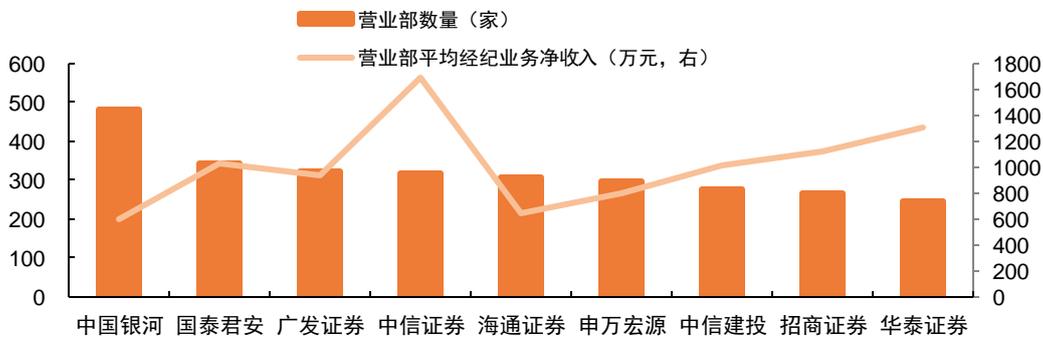
券商线上渠道格局已相对稳定，内容运营成新的竞争方向；华泰证券流量领先地位稳固，互联网特色鲜明、用户体验较好。自 2013 年非现场开户试点开启以来，各家券商均快速布局零售客户的线上平台，目前各类券商自营 APP 竞争激烈、竞争格局也已相对稳定。华泰证券涨乐财富通 APP 通过频繁的迭代升级，目前月活常年位居行业第一，已奠定稳固的地位。除涨乐财富通外，华泰证券也推出融券通平台，高效联通券源的供给方和需求方，以及涨乐全球通平台，面向港美股用户。但券商自营 APP 同质化程度较高，市场投资者新增数量放缓、经纪业务竞争激烈推高券商获客成本，通过广告投放引流难以成

为券商经纪获客的长久之策。同时居民财富管理、资产配置需求旺盛，投资者教育重要性提升，抖音、快手等平台改变居民阅读习惯，使得内容运营成为线上获客和留存的新必争之地。

基于自有终端涨乐财富通领先的流量基础，华泰证券重视自有终端的视频化、直播化内容运营，涨乐财富通 APP 底部设置“i 看”分区，提供多个由自有投资顾问或合作基金机构发布的投教、复盘、策略配置等相关内容的短视频和直播，页面布局类似小红书等成熟互联网社交平台。“i 看”也提供热门榜单、投资热点精选栏目、直播订阅等功能，提升用户粘性。例如，涨乐财富通打造全交易时段直播间《大盘值班室》，陪伴用户盯盘、看盘、解盘；据涨乐财富通 APP，2024 年 1 月《大盘值班室》直播间订阅人数超 5 万人；据华泰证券公众号文章，2023 年 11 月 14 日《大盘值班室》单次直播观看次数突破 35 万人。除内容运营外，涨乐财富通致力于打造特色化行情交易与理财服务，聚焦深度功能细化和提升，注重用户体验，进一步增强华泰证券财富管理业务引流和用户留存的能力。依托领先的内容和功能，涨乐财富通用户粘性和活跃度稳定提升，据公司半年报披露，2023H1 涨乐财富通交易客户占比 96.24%。

线下渠道以质量代替数量，“人+平台”一体化运营持续赋能客户服务。平台化具有资源综合与复用的优势，是金融机构数字化转型的必经之路，而传统金融机构已积累富有经验的前台队伍，如何高效赋能一线队伍、实现人与平台的有效协同也是其必须解决的难题。华泰证券在财富管理领域率先尝试“人+平台”的运营模式，2019 年华泰证券正式推出自研投顾工作平台“AORTA·聊 TA”，打通公司内部产品、资讯等多个系统，支撑投顾提供适配客户需求的资产配置服务，也使得总部可直接接触一线投顾、进行动态管理；同时，AORTA 实现与移动对客服务平台“涨乐财富通”的服务互通，投资顾问能以在线会话方式更加便捷地响应客户需求。AORTA 和涨乐财富通的协同使得总部可以统一客户管理、投顾服务、金融产品，分支机构投资顾问差异化服务客户，从而在精简线下网点、控制运营成本的同时，实现总部驱动、总分联动的财富管理运营体系。至 2023 年中华泰证券在全国共有营业网点 243 家，数量排名在十大券商中处于靠后位置，但 2023H1 营业部平均代理买卖证券业务净收入 1298 万元，在十大券商中仅次于中信证券。

图表 27 2023H1 十大券商营业部数量及营业部平均经纪净收入对比



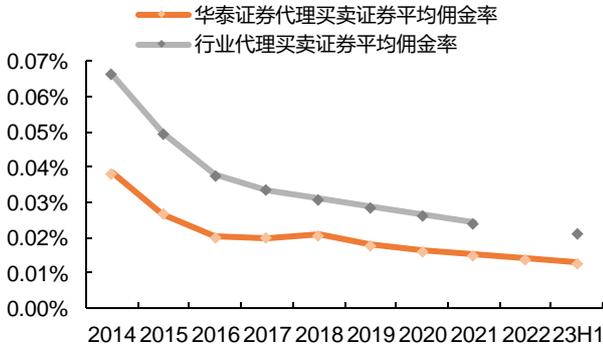
资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：中金公司 2023 年半年报未披露中金财富证券营业网点数量，故未统计。

低佣金增益引流及留存效果，佣金下行压力低于同业，领先优势有望继续提升。2013 年华泰通过涨乐财富通 APP 率先打出“足不出户、万三开户”口号，成为券商低佣金策略的先行者。长期以来华泰代理买卖证券佣金率长期低于行业平均水平，带来客户数量的高速增长，为经纪、信用业务增长、财富管理转型奠定坚实基础。据公司公告口径计算，23H1 华泰证券代理买卖证券平均佣金率仅 0.013%，远低于证券业 0.021% 的平均佣金率；华泰证券股基交易额 19.6 万亿元，在 A 股市场交易额中占比 7.9%，已连续 9 年排名第一；华泰证券融资融券业务余额 1156 亿元，市场份额达 7.27%，近年来市场份额稳中有增，公司融出资金规模 1054 亿元，在上市券商中排名第二。当前证券业传统经纪业务竞争激烈、佣金率下行趋势或将持续，行业正处于传统通道类业务向综合财富管理业务转型的关键时期。而华泰证券通过金融科技赋能优质渠道、低佣金引

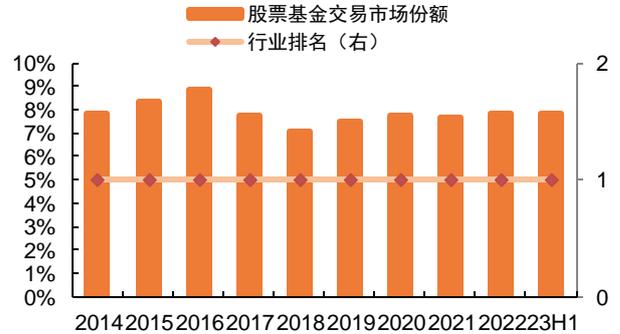
流等措施已奠定优质客户基础，同时佣金率长期维持低位，佣金收入的下行压力也将低于同业，未来品牌效应和规模效应有望支撑华泰在财富管理业务中的领先优势。

图表28 华泰证券与证券业平均佣金率（公告口径）



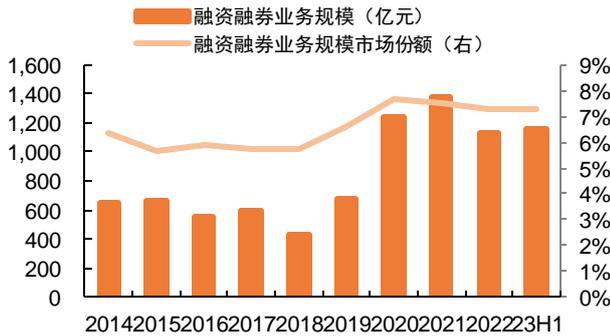
资料来源：公司公告，证券业协会，Wind，平安证券研究所

图表29 华泰证券股基交易市占率及排名（公告口径）



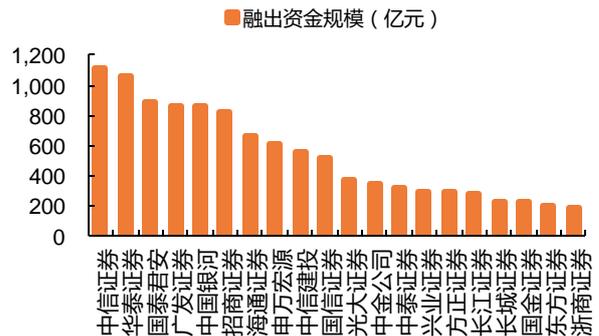
资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

图表30 华泰证券融资融券规模及市占率（公告口径）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表31 2023H1 末上市券商融出资金规模前 20

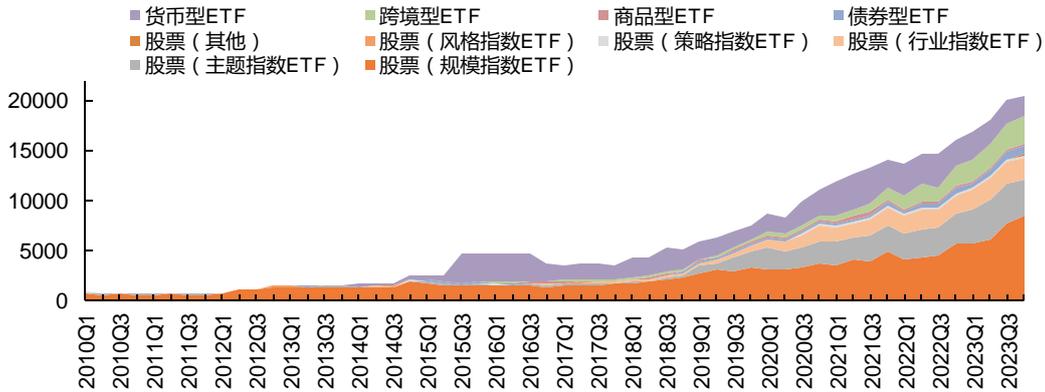


资料来源：Wind，平安证券研究所

2.2ETF 布局完备，将率先受益于指数基金快速扩容

2022 年以来 ETF 规模快速扩张，未来权益基金被动化仍是大势所趋。2022 年以来 A 股市场行情整体震荡下行、结构性行情下板块切换较快、主动型权益基金赚钱效应减弱，而 ETF 基金高透明度、低费率、风格稳定的优势凸显，规模得到明显增长，截至 2023 年 12 月末，ETF 规模 2.1 万亿元、股票型 ETF 规模 1.5 万亿元，分别较 2021 年末增长 45%、52%，其中规模指数 ETF、主题指数 ETF 规模分别增长 75%、34%。借鉴美国经验，受市场有效性提升、买方投顾偏好低费率指数基金等因素影响，指数型股票基金在美国股票型基金中的占比持续提升。未来随着国内资本市场逐渐成熟，ETF 作为重要的一类指数型产品前景可期。

图表32 国内各类ETF基金资产净值变动（亿元）

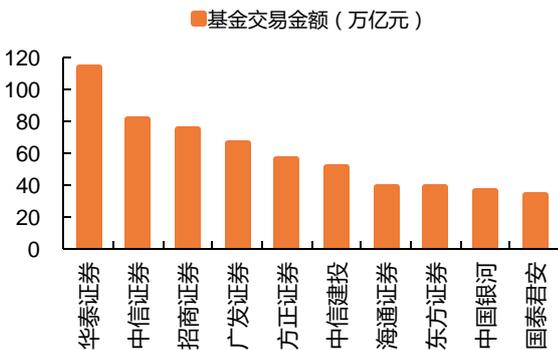


资料来源：Wind，平安证券研究所

华泰证券长期重视ETF业务，在经纪、做市、创设等环节均已形成领先优势，未来有望率先受益于ETF扩容。具体来看：

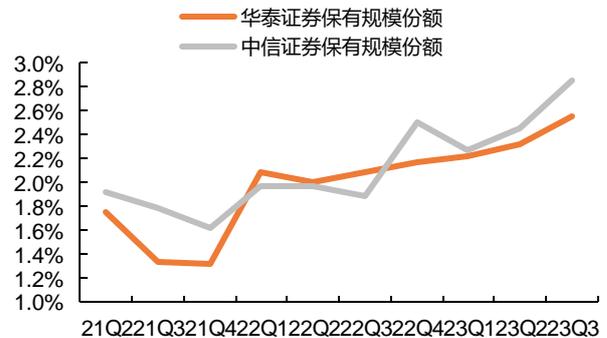
1) ETF 经纪：ETF 成交额位居行业第一，驱动保有规模市场份额快速提升。华泰证券通过各类活动持续开展对投资者的ETF配置理念投教活动，同时也对投顾队伍开展ETF专题培训、提升配置专业能力。目前华泰证券客户ETF交易账户数量与交易规模均领先，2022年深交所ETF交易额排名行业第1。据深交所数据显示，2023年前11月，华泰证券深市ETF累计交易账户数、累计成交额市占率均排名行业第一。ETF规模的扩张也是华泰证券基金保有规模市场份额提升的一个重要原因，截至2023Q3末，华泰证券权益型基金、非货基金保有规模在前100机构中的市场份额分别为2.54%、1.88%，较2021Q2分别提升0.79pct、0.36pct，在证券公司中排名第二，与排名第一的中信证券差距也有所收窄。

图表33 深交所2022年会员基金交易金额前10



资料来源：深交所，平安证券研究所

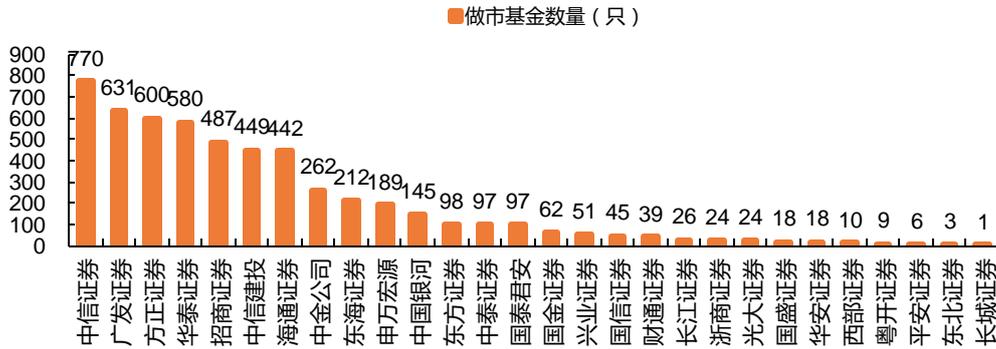
图表34 华泰证券、中信证券权益型基金保有规模份额



资料来源：证券投资基金业协会，平安证券研究所

2) ETF 做市：做市数量排名行业第四。上交所、深交所分别于2012年、2018年引入ETF流动性服务业务，目前主要由证券公司担任做市商责任。据Wind数据，截至2023年末，沪深两市910只ETF中有866只由证券公司提供做市服务。华泰证券较早参与ETF业务，是上交所基金主做市商之一，目前为580只A股ETF提供做市服务、在全部ETF中覆盖率达64%，数量排名行业第四。2023年成交额排名前50的ETF中，华泰证券为39只ETF提供做市服务。华泰证券做市业务质量也获认可，2023年上交所上市基金做市业务评级为最高级AA。

图表35 做市商承担做市的ETF数量排名（截至2023年末）



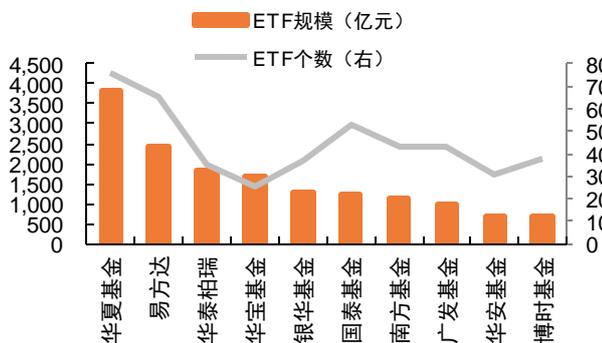
资料来源: Wind, 平安证券研究所

3) ETF 创设: 公募基金子公司南方基金、华泰柏瑞基金 ETF 管理规模均位列行业前十, 华泰柏瑞沪深 300ETF 管理规模行业第一。华泰柏瑞基金、南方基金均为华泰证券公募子公司, 2023H1 末参股比例分别为 49%和 41.16%。

①**华泰柏瑞基金**: 是国内最早推出 ETF 产品的中外合资基金公司, 2012 年推出首只跨市场 ETF——华泰柏瑞沪深 300ETF, 并与沪深 300 股指期货直接对应、形成较好的 ETF 生态圈。据 Wind 统计, 截至 2023 年末, 华泰柏瑞沪深 300ETF 资产净值 1311 亿元, 是全市场规模最大的 ETF 产品。据 Wind 统计, 2023Q3 末华泰柏瑞全部基金数量 143 只、管理规模 3965 亿元, 分别排名行业第 22、第 24, 但 ETF 数量 35 只、管理规模 1830 亿元, 均排名行业第 3; ETF 规模占比为 46.2%, 在 ETF 管理规模前十的管理人中占比第 2, 仅次于华宝基金, ETF 特色鲜明。

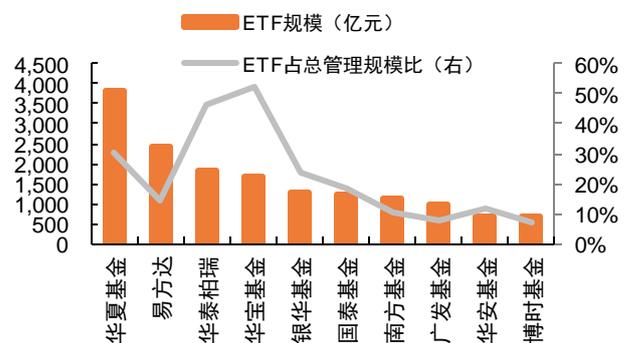
②**南方基金**: 是国内首批规范的基金公司之一, 旗下产品种类多元、结构均衡, 也构建了丰富的 ETF 产品池, 据 Wind 统计, 截至 2023Q3 末旗下共有 43 只 ETF 产品, 其中以南方中证 500ETF、南方中证 1000ETF 为王牌产品, 2023Q3 末的资产净值分别为 577 亿、121 亿元, 在所有 ETF 中分别排名第 6、第 35。据 Wind 统计, 截至 2023Q3 末, 南方基金全部基金数量 343 只、管理规模 10944 亿元, 分别排名行业第 5、第 4, ETF 数量 43 只、管理规模 1141 亿元, 分别排名行业第 4、第 7。

图表36 ETF 资产净值前十的管理人排名 (2023Q3)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表37 ETF 资产净值前十管理人 ETF 管理规模占比 (2023Q3)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表38 华泰柏瑞主要ETF产品及规模排名 (2023Q3)

	资产净值 (亿元)	在所有ETF 中排名
华泰柏瑞沪深300ETF	1200	1
华泰柏瑞红利ETF	162	26
华泰柏瑞中证光伏产业ETF	136	30
华泰柏瑞南方东英恒生科技ETF	129	34
华泰柏瑞上证科创板50ETF	51	80
华泰柏瑞中证港股通50ETF	49	87
华泰柏瑞红利低波动ETF	26	129
华泰柏瑞中证稀土产业ETF	8	260
华泰柏瑞中证500增强策略ETF	8	261
华泰柏瑞纳斯达克100ETF	6	285

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表39 南方基金主要ETF产品及规模排名 (2023Q3)

	资产净值 (亿元)	在所有ETF 中排名
南方中证500ETF	577	6
南方中证1000ETF	121	35
南方中证新能源ETF	65	62
南方中证全指证券公司ETF	58	71
南方中证全指房地产ETF	47	89
南方中证申万有色金属ETF	45	95
南方中证科创创业50ETF	35	112
南方创业板ETF	26	128
南方沪深300ETF	20	160
南方中证长江保护主题ETF	15	187

资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 依托科技赋能和客户优势，基金投顾试点规模领先

高度重视基金投顾业务，试点规模领先。华泰证券是首批获得基金投顾试点资格的机构之一，于2020年10月推出基金投顾品牌“涨乐星投”，2021年升级为“省心投”。据财联社2021年7月报道，华泰证券将基金投顾定位为财富管理转型的战略性业务，主要由公司产品部负责牵头，团队人数约70余人，团队规模高于同业、凸显公司对基金投顾业务的重视，而据券商中国2023年6月“中国证券投资顾问展业现状调研”，参与调研的22家试点机构仅23%的机构人员配备在20人以上，而32%的机构人员配置在10人以下。华泰证券基金投顾业务规模也处于领先地位，据年报披露，2021年底、2022年底基金投顾产品保有规模分别为195亿、139亿元，而同期披露数据的试点券商中仅东方证券、华泰证券、中信证券三家业务规模超100亿元。

图表40 部分试点机构的基金投顾业务规模对比

机构类型	机构名称	投顾名称	统计时间	基金投顾业务规模 (亿元)	基金投顾客户数量 (万人)
第三方销售机构	盈米基金	且慢	2023年12月	超300	-
证券公司	东方证券	“悦”/“钉”系列	2023年6月	152.6	存续14.7, 累计196
	华泰证券	省心投	2022年12月	139.13	61.76
	中信证券	中信证券基金投顾	2022年12月	累计超100	累计近14
	招商证券	e招投	2023年6月	累计161.65, 保有40.08	累计约5
	国泰君安	君享投	2023年6月	99.09	-
	国信证券	国信鑫智投	2022年11月	累计超90	累计超14万户
	国联证券	基智投、大方向	2023年6月	69.95	28.18
	财通证券	财管家	2023年6月	累计近30	-
基金及基金子公司	嘉实财富	嘉实财富投顾	2023年12月	累计超143, 保有42	累计近30
	南方基金	司南投顾	2022年6月	累计超130	累计超50
	中欧财富	水滴投顾	2022年8月	-	累计超30
	易方达基金	易方达基金投顾	2023年11月	-	累计超10
	兴证全球基金	兴证全球投顾	2022年6月	超10	超6

资料来源: 公司公告, 中国基金报, 中国证券报, 新华财经, 各公司公众号, 平安证券研究所

延续财富管理线上线下双驱动、“人+平台”运营的发展思路。依托长期积累的财富管理业务经验，华泰证券基金投顾业务同

样采用线上线下渠道双驱动、科技平台赋能一线投顾的战略。线上涨乐财富通 APP 首页设置“省心投”入口，并通过自营 IP、自营财商课、直播、短视频投教等活动扩大影响力，线下鼓励投顾团队向资产配置转型，投顾平台 AORTA 帮助投顾人员及时与客户沟通、实现双向数据交互。

产品线齐全，涵盖现金类、风格类、行业赛道类多种策略。目前省心投共有 20 只策略组合，分为“打理闲钱”、“跑赢通胀”、“追求收益”三大类；除此之外，还提供多期目标止盈产品。组合既包括基于主要资产划分的现金类、固收类、权益类产品，也包括基于行业和风格划分的行业组合、价值投资组合等，也有指数增强类产品，可满足客户的不同需求。目前从跟投人数来看，便捷可取的货币基金组合“零钱宝+”跟投人数远超其他策略产品。

图表41 华泰证券“省心投”策略体系及跟投人数

类型	策略名称	持有时间	目标年化收益率	跟投人数	类型	策略名称	持有时间	目标年化收益率	跟投人数
打理闲钱	零钱宝+	1 天以上	2%±0.5%	55.01 万人	追求收益	涨乐全明星	3 年以上	13.5%±6.5%	3.15 万人
	季享添益	3 个月以上	3%±0.5%	3.44 万人		涨乐启明星	3 年以上	11%±5%	1.44 万人
	双季添益	6 个月以上	4%±1%	3.00 万人		彩虹一号	3 年以上	13.5%±6.5%	3893 人
	日享添益	7 天以上	2%±0.5%	2.72 万人		涨乐混合指增优选	3 年以上	13.5%±6.5%	2408 人
	月享增益	1 月以上	2.5%±0.5%	1055 人		涨乐 1000 指增优选	3 年以上	13.5%±6.5%	1805 人
	月享 PLUS	1 月以上	2.5%±0.5%	611 人		医疗健康	3 年以上	13.5%±6.5%	741 人
	同存优选	1 个月以上	2.2%±0.3%	218 人		双则灵活优选	3 年以上	13.5%±6.5%	597 人
	跑赢通胀	攻守平衡	12 个月以上	6601 人		涨乐 500 指增优选	3 年以上	13.5%±6.5%	483 人
				能源革新		3 年以上	13.5%±6.5%	248 人	
				涨乐红利增强		3 年以上	12.5%±5%	161 人	
				价值远航		3 年以上	13.5%±6.5%	111 人	
				消费精选		3 年以上	13.5%±6.5%	42 人	

资料来源：涨乐财富通 APP，平安证券研究所；统计时间：2024 年 1 月 18 日

基金投顾试点将转常规，基于长期的品牌、客户、科技优势，华泰证券仍有望维持领先优势。整体来看，目前基金投顾试点尚未形成成熟的商业模式，各试点机构在产品策略、运营等方面较为同质化。但近年来资本市场改革提速、个人养老金制度落地，业务需求旺盛，公募基金扩容、费率改革正式启动，财富管理机构也需加速买方投顾体系建设、承接需求。2023 年 6 月，证监会发布《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定(征求意见稿)》，将推动基金投顾试点转常规，基金投顾业务或将迎来发展新篇章。基于良好的试点表现和长期以来在品牌、客户、科技等方面的优势，华泰证券有望率先探索出一条长期可行的成熟业务模式。

三、 机构服务：大投行业务多点开花，交易业务去方向化成效显著

3.1 股债承销排名稳步提升，并购重组维持优势

股权承销金额维持行业前列，债券承销排名稳步提升。目前华泰证券通过子公司华泰联合证券提供投资银行服务，其中，股权承销坚持推进全业务链战略，发挥平台优势，加大行业深耕力度，股权承销规模长期维持在行业前 5。债券承销充分发挥全业务链条优势，行业地位不断提升，债券承销规模由 2019 年的行业第 8 提升至 2023H1 的行业第 3。

图表42 华泰证券股权承销金额及排名情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

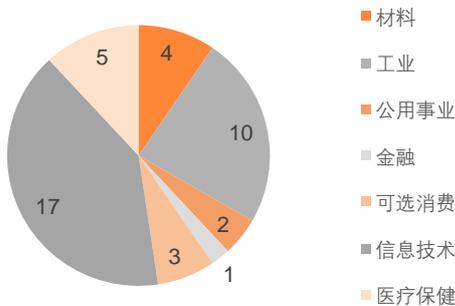
图表43 华泰证券债券承销金额及排名情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

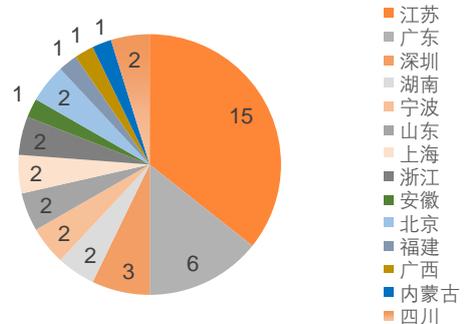
IPO 储备项目数排名行业第六，硬科技服务能力更强，地域优势明显。据 Wind 统计，截至 2023 年底，72 家保荐机构共储备 IPO 项目 770 个，其中华泰联合证券储备项目 42 个，占有所有储备项目的 5.5%，在保荐机构中排名第 6。从储备项目结构来看，华泰联合储备项目多以硬科技行业为主，42 家 IPO 排队项目中信息技术、医疗保健（按 Wind 行业分类）项目数占比分别为 40%、12%，高于所有保荐机构合计 27%、10%的占比（数据来源于 Wind,以下上市板块、地区分布数据来源相同）；华泰联合证券双创板块合计项目数占比 55%，也高于所有保荐机构合计 48%的占比，符合监管支持资本市场服务国家重大战略和科技创新的导向。此外，华泰证券自成立之初便深耕江苏区域，通过大量分支机构深入江苏省各地区客户关系网络，同时实际控制人为江苏国资委，地方政府的支持使得公司在获取资源和业务资质上具备较强优势，而江苏省领先的 GDP 和民营经济发展也为华泰证券带来丰富的投行业务发展机会，42 家储备项目中江苏地区项目 15 家，占比 36%。

图表44 华泰联合证券储备项目行业分布（个）



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2023 年末

图表45 华泰证券储备项目地域分布（个）



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2023 年末

并购重组特色品牌优势已形成，将受益于并购重组市场化改革。华泰证券过去在刘晓丹等灵魂人物带领下，打响并购重组的品牌，业务数量与业务规模领先行业。2023H1 华泰证券担任独立财务顾问的经监管审核通过的并购重组交易家数 2 家，行业排名第 2；交易金额人民币 103.20 亿元，行业排名第 3。尽管 2019 年注册制试点以来，A 股并购重组市场持续低迷，但一方面并购重组改革加速，2023 年 2 月证监会印发《上市公司重大资产重组管理办法》，上市公司发行股份的价格下限由市场参考价的 90%下调至 80%；10 月证监会延长发股类重组项目财务资料有效期；11 月证监会发布《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》，支持上市公司发行定向可转债为支付工具实施重组。另一方面，经济新旧动能切换、注重发展质量已成为共识，未来存量整合、扶优限劣将成为各行业的重要趋势。华泰证券凭借并购重组业务积累，将率先受益于并购重组改革。

图表46 华泰证券并购重组金额数量及排名情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23H1
家数	29	21	11	15	14	9	9	9	2
家数排名	1	1	5	3	1	2	3	2	2
交易金额(亿元)	1007	1890	413	1104	1281	504	649	1651	103
交易金额排名	3	2	4	1	1	2	3	2	3

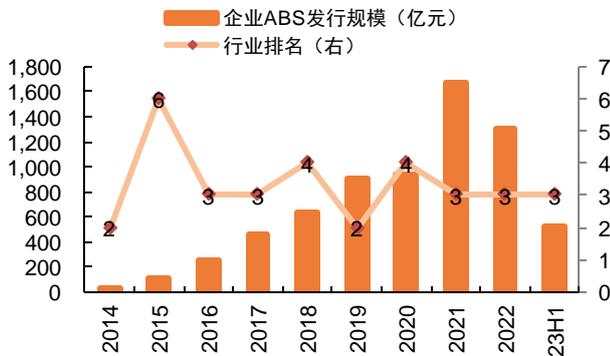
资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 投行、资管、投资有机协同，大投行产业链初步成型

注册制对投行业务提出更高要求，证券业加速布局大投行产业链。注册制打通企业上市渠道，定价权转移至市场，投行业务的通道属性下降，过去依靠牌照的同质化竞争模式难以持续。券商需延长服务链条，通过直投、跟投、ABS 等业务的有机协同，早期、长期、多元化地参与企业客户成长的全周期。

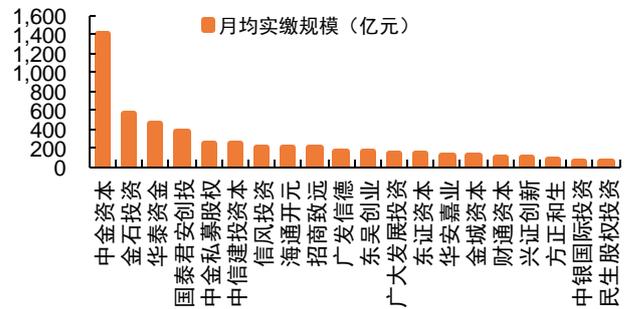
华泰证券资管与投行业务深度融合，ABS 与私募股权业务领先行业。背靠投行业务在资产挖掘、打包、定价等方面的优势，华泰资管 ABS 业务长期保持领先。2023H1 子公司华泰资管企业 ABS 发行数量 58 单、发行规模 530.75 亿元，均排名行业第 3。除 ABS 外，华泰证券通过私募股权基金业务早期深入布局重点产业，并积极推动已投企业借助全面注册制改革契机实现上市退出。截至 2023 年中，华泰紫金私募股权投资基金合计 27 只，合计认缴规模 606 亿元。根据基金业协会统计，华泰紫金 2023Q3 投资私募基金月均规模 456 亿元，排名行业第三，仅次于中金资本和金石投资。

图表47 企业 ABS 发行规模及排名情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

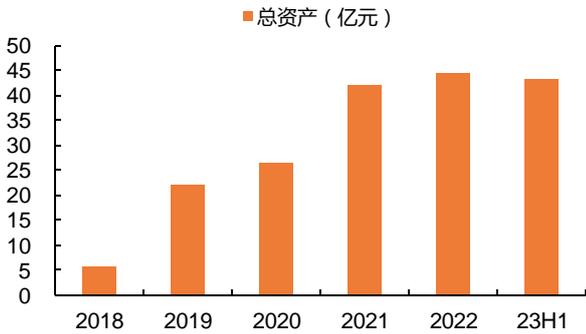
图表48 券商私募子公司私募基金月均规模前 20(23Q3)



资料来源：证券投资基金业协会，平安证券研究所

另类投资布局金融科技股权和科创板跟投业务。证券公司通过设立另类子公司，以自有资金投资股权，2019年科创板跟投制度落地后，证券公司另类子公司进一步成为新股跟投的平台，以此提升和企业客户的密切联系。华泰证券以子公司华泰创新投资为另类投资平台，一方面专注于云计算、基础软件、人工智能以及金融科技等科技领域布局，在股权投资优质企业的同时，也促进华泰证券数字能力升级，例如华泰创新投资项目盛立科技与华泰证券共同推出FPGA证券交易柜台，成为华泰证券自用和输出的重要金融科技成果。另一方面，华泰创新投资负责华泰证券新股跟投，科创板项目数量的增长也成为过去几年华泰创新投资资产规模快速扩张的重要驱动力。截至2023年中，华泰创新投资存续投资项目40个、投资规模20.1亿元，总资产43.3亿元，较2019年末增长96%，上半年华泰创新投资净利润8595万元，扭亏为盈。

图表49 华泰创新投资总资产变动



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表50 华泰创新投资净利润及净利润贡献变动

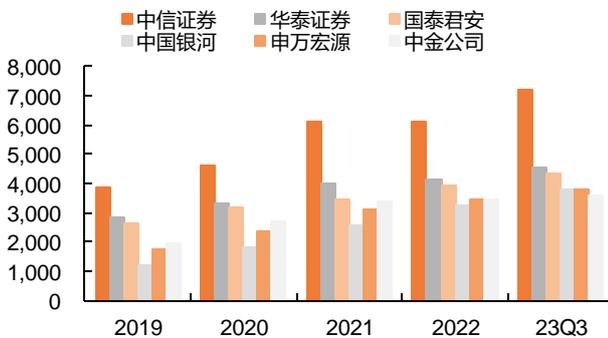


资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.3 自营收益更为稳健，平台化赋能交易业务

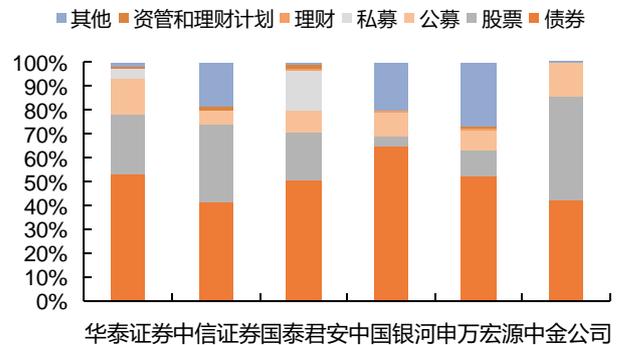
自营交易规模排名上市券商第二，固收类资产占比较高。华泰证券自上市以来实施了 A/H 股 IPO、定增、境外 GDR 多轮融资，助力自营交易规模迅速扩张，截至 2023Q3 末，华泰证券自营规模合计 4519 亿元。2019 年后华泰证券自营规模维持上市券商第 2，仅次于中信证券。华泰证券金融资产以固收类资产为主，23H1 金融资产共 4552 亿元，其中，债券资产规模 2404 亿元，占比 53%。与可比头部券商相比，华泰证券固收类资产配置处于较高位置，股票资产配置比例处于中游，整体资产配置较为均衡。

图表51 部分头部券商自营规模变动 (亿元)



资料来源：Wind，平安证券研究所；自营规模=金融投资+衍生金融工具

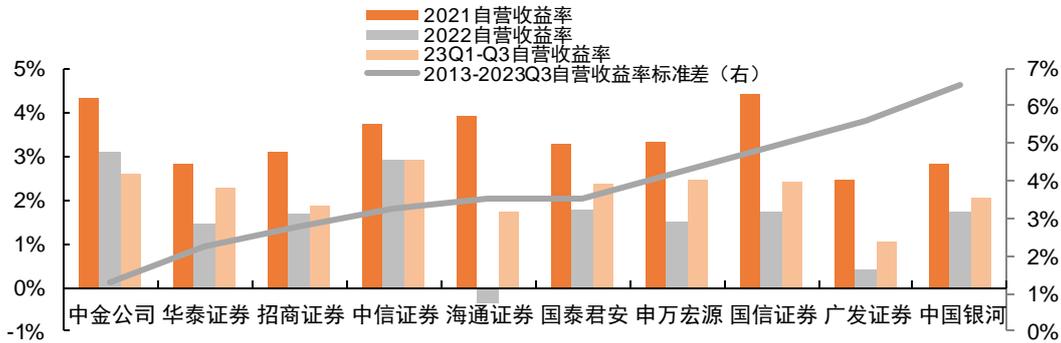
图表52 部分头部券商金融投资资产结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

自营较早推动去方向化转型、收益更为稳健，数字平台赋能交易业务。华泰证券自营交易业务较早明确去方向化战略，权益交易优化加强以大数据交易业务、宏观基本面业务和创新投资业务为核心的绝对收益一体化投资体系，提升宏观对冲规模化投资能力。固收业务坚定推进 FICC 量化交易战略转型，持续构建以客户需求为导向、以交易为核心的业务模式，推出自主研发的信用分析平台“CAMS”、FICC 大交易平台“HEADS 大象”，可提供信用风险分析、交易执行、量化策略研发等服务。受益于去方向化转型，华泰证券投资收益率波动较小，统计 2013-2022 年及 2023 前三季度的年化自营投资收益率波动，华泰证券自营收益率标准差为 2.2%，在十大券商中仅高于中金公司。

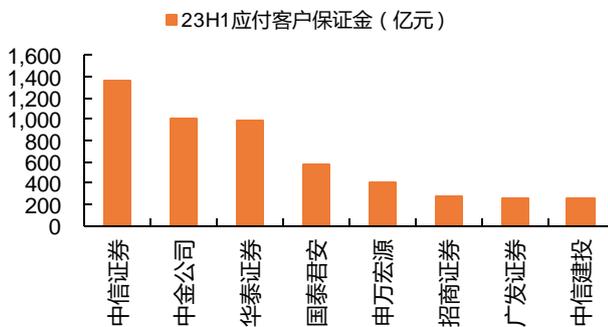
图表53 十大券商自营收益率及过去十年标准差



资料来源: Wind, 平安证券研究所

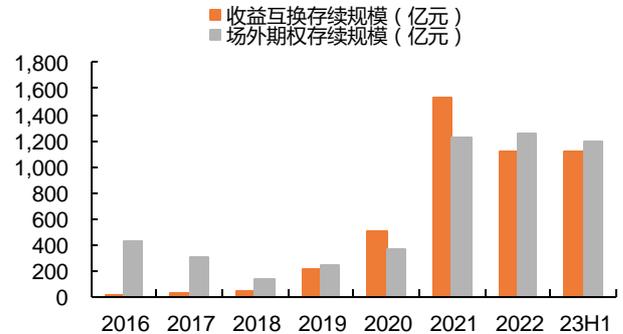
场外衍生品业务头部优势突出, 将受益于风险管理和跨境投资旺盛需求。据证券业协会公告, 华泰证券是 8 家场外期权一级交易商之一, 同时据公司公告, 华泰证券试点开展跨境业务也于 2018 年获证监会批准, 因此华泰证券在场外衍生品业务中已积累牌照和先发优势。据公司公告, 2023H1 末华泰证券应付客户保证金规模 994 亿元, 在 8 家一级交易商中排名第 3, 仅次于中信证券和中金公司。而受益于机构投资者旺盛的风险对冲以及跨境投资的需求, 尤其是本轮海外加息周期已至尾声, 流动性边际改善有望带来海外资本市场景气度提升, 催生更多跨境投资需求, 证券公司场外衍生品业务有望继续扩张, 华泰证券依托牌照资格、先发优势及领先的交易定价能力, 有望继续在场外衍生品中保持扩张。

图表54 2023H1 一级交易商应付客户保证金



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表55 华泰证券场外衍生品存续规模



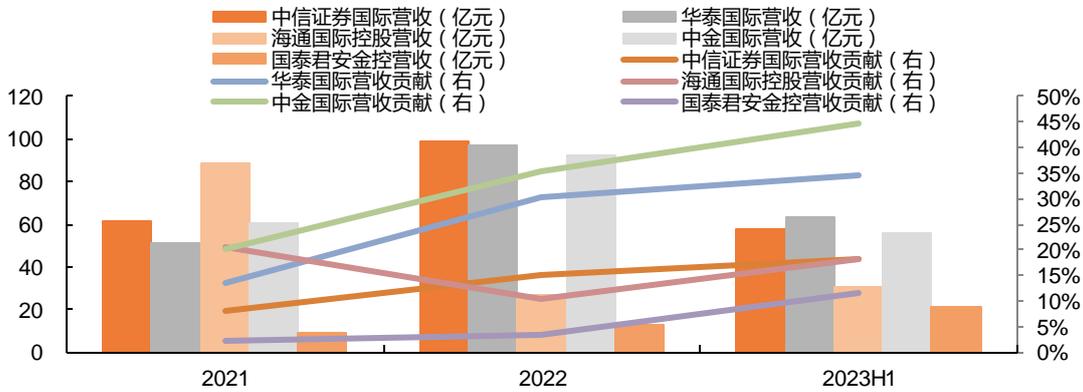
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

四、 国际业务：稳居香港中资券商第一梯队前列

全资控股模式助力华泰证券境内外协同发展。目前中资券商经营国际业务主要是通过设立境外子公司展业, 但经营模式有所差异。例如, 中信证券国际收购里昂证券整合中信里昂证券、海通国际收购大福证券, 迅速积累海外零售客户资源和业务经验; 海通国际、国泰君安国际独立于海外上市、补充资本, 可推动做市、孖展等重资产业务发展; 华泰国际、中金国际则设立全资控股非上市子公司。华泰证券主要通过全资子公司华泰国际及其持有的华泰金控(香港)、AssetMark、华泰证券(美国)等经营国际业务。全资控股子公司的优势主要在于母公司控制力较强, 对境外子公司的管理难度较低, 更易统筹境内外业务的联动与协同发展。华泰证券明确深化跨境一体化联动, 深耕以客户为中心的一体化、平台化跨境服务体系, 为其跨境衍生品、跨境投行等业务的领先地位奠定基础。

华泰国际收入规模领跑头部券商。近年来华泰证券积极发力海外业务，收入规模及贡献持续增长，行业地位不断提升。2023H1全资子公司华泰国际实现营业收入 68 亿港元、净利润 7 亿港元，营收规模超中信证券国际成头部券商国际子公司第一；对华泰证券合并口径营业收入的贡献达 34%，较 2021 年提升 20.8pct，贡献比例仅次于中金国际。

图表 56 部分头部券商国际子公司营收及营收贡献



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：图表 56 中各国际子公司营收单位为亿元人民币，统计汇率为华泰证券财务报表中披露的期末汇率。

香港业务布局完整，搭建“4+1”业务平台，多个业务市场份额在中资券商中领先。华泰证券早在 2006 年成立华泰金控（香港），成为华泰证券香港地区业务的主要展业平台。华泰金控（香港）构建“4+1”业务平台体系，即股权业务平台、固收业务平台、财富管理平台、基金平台和旗舰投行业务，其中：

1) 股权业务：主要包括股权衍生品和股票销售交易业务，充分发挥集团平台优势，股权衍生品不断丰富产品类别，跨境衍生品规模持续巩固同业领先地位；股票销售交易业务通过“现券+跨境主经纪商+QFII”打造一站式跨境综合金融服务。目前港股成交额排名位于中资券商前列，根据捷利金融云统计，2023 年 12 月华泰金控（香港）月成交额 181.15 亿港元，在港股券商中排名第 19 位，在中资券商中排名第 5 位。据公司公告披露，2023H1 华泰金控（香港）股票交易总量 1265.49 亿港元，测算在港股交易额中的占比为 0.46%，与 2022 年基本持平。

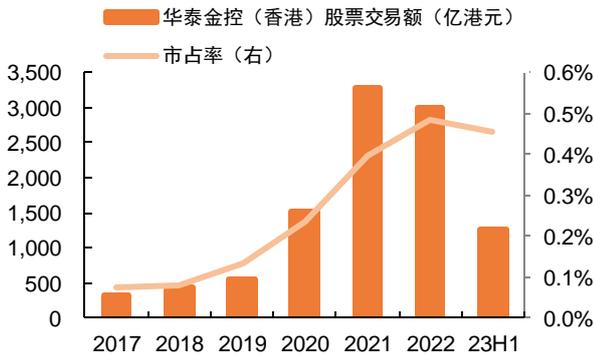
2) 固收业务：主要为 FICC 业务，完善以客需为导向的跨境销售交易体系，可为境内外客户提供做市交易对冲服务及全方位的产品解决方案。

3) 财富管理业务：注重平台化、一体化运营，不断夯实“涨乐全球通”平台基础交易服务能力，以专业的平台服务持续提升用户粘性，大幅提升财富产品销量。截至 2023 年中，“涨乐全球通”自 2020 年 7 月上线以来累计下载量 205.14 万，2022 年平均月活数 18.42 万。

4) 基金业务：一方面深耕 RQFII、QDII、债券通、港股通等跨境业务发展，另一方面打造私募股权、私募债等投行类项目产品拓宽产品线。

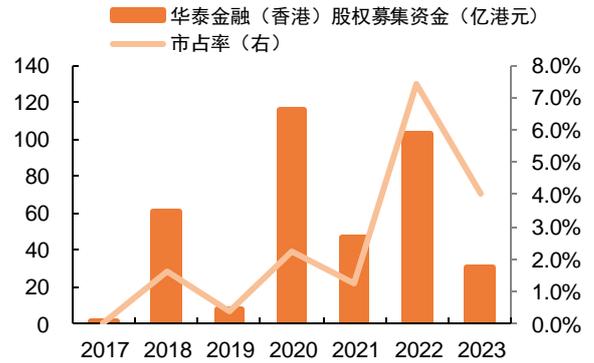
5) 投资银行业务：加强跨市场执行和服务能力，在港股和 GDR 保荐业务中均具备一定优势。据半年报披露，2023H1 完成 2 单港股 IPO 保荐项目，保荐数量位居市场第三；并以全球协调人身份完成 4 单 GDR 发行项目，发行数量和发行规模位居市场第一；参与完成上市、再融资及 GDR 项目 12 个，债券发行项目 59 个，总交易发行规模 146.79 亿港元。据 Wind 统计，2023 年华泰金控（香港）股权承销项目数 19 家，股权承销募集资金 30.55 亿港元、市场份额 4.02%，排名港股券商第 9，中资券商第 4。

图表57 华泰金控（香港）股票交易总量变动



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

图表58 华泰金控（香港）股权承销规模变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

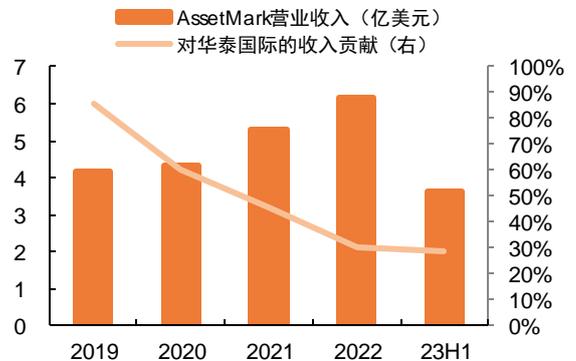
AssetMark 市占率稳中有增，目前是全美第二大 TAMP 公司。华泰证券 2016 年通过华泰金控（香港）以 7.68 亿美元收购 AssetMark 98.595% 的股份，2019 年 AssetMark 在纽交所上市，截至 2023 年中华泰金控（香港）对 AssetMark 持有比例 68.59%。AssetMark 可为投资顾问提供技术平台、投资解决方案、合规支持、托管等服务，助力投顾提升服务效率。通过领先的业务模式和先进的技术平台，AssetMark 的资产规模与市场份额不断提升。据公司财报显示，截至 2023 年中，AssetMark 平台资产总规模 1008 亿美元 (YoY+22.7%)。截至 2023 年一季度末，AssetMark 在美国 TAMP 行业中的市场占有率 11.9%，排名第二。2022 年 AssetMark 实现收入 6.18 亿美元 (YoY+17%)，估算对华泰国际的收入贡献约 31%。

图表59 AssetMark 平台资产规模变动



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表60 AssetMark 收入变动及对华泰国际的收入贡献



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

五、 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对于华泰证券的未来收入的预测主要基于以下假设：

1) 经纪业务：市场股基成交额、公司经纪业务市场份额、公司佣金率是影响经纪业务的三个重要因素。2023 年全年 A 股日均股基成交额 9917 亿元 (YoY-3.1%)，其中 2023Q4 单季度日均股基成交额 9434 亿元 (YoY-1.6%，QoQ+3%)。考虑到 2023Q3 以来海外形势复杂、地缘政治不确定性抬升，国内宏观经济波折修复，A 股市场持续震荡调整，2024 年开年以来市场情绪延续低迷、主要指数再次下探，假设 2024 年市场日均股基成交额保持 2023Q4 水平，对应同比降幅-4.9%。假设 2025 年宏观经济与资本市场利好政策逐步显效，市场交易额以 10% 同比增速修复。同时考虑到华泰证券“涨乐财富通”领先优势

持续，2023 年全年华泰证券股基成交额占比保持 23H1 的 7.87% 不变，2024、2025 年市占率分别为 7.89%、7.91%，而佣金率在激烈市场竞争中继续下行，假设 2023-2025 年公司代理买卖证券佣金率分别为 0.013%/0.012%/0.012%，预计 2023-2025 年经纪业务净收入分别同比变动-15%/-3%+8%。

2) 投行业务：2023 年以来全面注册制落地主板、资本市场直接融资制度进一步优化，但下半年股权融资阶段性放缓，拖累投行表现。据 wind 统计，2023 年全市场 IPO 承销规模 3565 亿元 (YoY-39%)，增发 (主承销) 规模 4488 亿元 (YoY-19%)，配股 150 亿元 (YoY-76%)，其中 2023Q4 单季度 IPO/增发 (主承销) /配股规模分别 329/772/37 亿元。考虑到近期证监会新闻发布会仍表示将把好 IPO 入口、做好资本市场一二级动态平衡，预计股权融资放缓影响短期仍将持续，基于 2023Q4 市场承销规模，假设 2024 年市场 IPO/增发 (主承销) /配股/债券承销规模分别同比变动-64%/-31%/-3%/+15%；2025 年随着二级市场景气度回升、一级市场景气度边际恢复，假设股权/债券融资规模分别同比增长 20%/15%。同时华泰证券股债承销地位稳步提升、并购重组维持优势，市场份额保持 2023 年不变，预计 2023-2025 年投行业务净收入分别同比变动-26%/-19%/+11%。

3) 资管业务：资管新规下券商资管业务仍处于调整期，华泰证券资管规模仍在压降、但质量改善，23H1 末集合/定向/专项/公募管理规模分别为 566/1135/1930/939 亿元。同时 AssetMark 管理资产规模稳步扩张、市场份额稳中有升，假设 2023-2025 年华泰证券资管业务规模 (含子公司华泰资管公司的集合资管、单一资管、专项资管、公募基金业务) 以-4%/-3%/-2% 的比例变动，其余资管业务收入 (主要由 AssetMark、华泰紫金等子公司贡献) 以 22%/10%/10% 增速稳步增长，预计 2023-2025 年资管业务净收入分别同比变动+11%/+5%/+6%。

4) 自营业务：假设 2023-2025 年金融投资规模以 5% 的增速稳定增长，考虑到 2021/2022 年华泰证券自营投资收益率分别为 2.8%/1.4%，2021/2022/2023 年上证综指年涨跌幅分别为+4.8%/-15.1%/-3.7%，截至 2024/1/19 日，上证综指年涨跌幅为-4.8%。假设 2023-2025 年自营投资收益率为 2.0%/2.0%/2.4%，预计自营收入分别同比变动+49%/+5%/+26%。

5) 信用业务：2023 年末沪深两市两融余额 16509 亿元 (YoY+7%)，假设 2024-2025 年市场两融规模变动幅度与市场交易额相同，分别同比变动-4.9%/+10%。公司依托零售业务平台和客户优势，两融业务市占率有望继续稳中有增，假设 2023-2025 年市占率分别 7.30%/7.40%/7.45%；两融费率在激烈竞争和政策引导下略有下滑，假设分别为 6.59%/6.40%/6.25%。但 2023 年券商融资成本提升、利息支出增长拖累利息净收入表现。预计 2023-2025 年利息净收入分别变动-56%/+5%/+8%。

基于以上假设，我们预计华泰证券 2023-2025 年分别实现营业收入 341/347/390 亿元，对应同比增速分别为 7%/2%/12%；归母净利润 118/121/133 亿元，对应同比增速 7%/3%/9%。

图表61 华泰证券盈利预测 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	37,905	32,032	34,124	34,693	38,952
YoY	20.5%	-15.5%	6.5%	1.7%	12.3%
经纪净收入	7,879	7,073	6,037	5,831	6,310
投行净收入	4,344	4,024	2,988	2,406	2,659
资管净收入	3,772	3,769	4,175	4,402	4,671
自营收入	11,271	6,027	8,970	9,418	11,912
利息净收入	3,751	2,633	1,162	1,224	1,318
营业支出	21,567	19,890	20,252	20,838	23,822
归母净利润	13,346	11,053	11,823	12,126	13,251
YoY	23.3%	-17.2%	7.0%	2.6%	9.3%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

5.2 估值与投资建议

华泰证券作为国内老牌券商，依托管理层长远的战略目光，率先开启财富管理、并购重组、互联网营销等多轮业务转型，已形成领先行业的专业能力积累，净资产、净利润等重要指标跻身行业前 3，财富管理、机构服务、国际等业务均处于行业第一梯队。当前证券业进入高质量发展阶段，中央金融工作会议等监管发声支持国有大型金融机构做优做强，叠加“活跃资本市场”利好政策持续出台，华泰证券将优先受益于资本市场扩容提质。此外，华泰证券是最早、最坚定推进金融科技赋能战略的券商之一，科技能力将赋能公司财富管理、机构服务、国际业务全业务链条，成为公司保持优势地位的重要驱动力。

我们选取归母净资产和盈利规模相近的中信证券、海通证券、国泰君安、广发证券、中国银河、招商证券、国信证券作为可比券商，以 PB 为参考指标、采用相对估值法对公司进行估值。2024 年 1 月 19 日，可比公司 2023E 平均 PB 为 0.93x，对应华泰证券目标价 15.6 元，较当前股价上升空间为 14%。2024 年 1 月 19 日，华泰证券 PB (LF) 仅 0.82x，位于过去十年的前 5%分位。预计 2023 年华泰证券营业收入同比增 7%、归母净利润同比增 7%，对应 PB (2023E) 为 0.81x，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表62 华泰证券可比公司估值表（元）

	收盘价	EPS (2023E)	BVPS (2023E)	PB (2023E)
中信证券	19.47	1.54	17.7	1.10
海通证券	8.91	0.51	12.8	0.70
国泰君安	14.37	1.42	17.5	0.82
广发证券	13.70	1.19	15.9	0.86
中国银河	11.04	0.80	9.8	1.13
招商证券	13.03	1.02	13.3	0.98
国信证券	7.93	0.68	8.7	0.91
可比公司平均	-	1.02	13.7	0.93
华泰证券	13.65	1.31	16.8	0.81

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：可比公司 2023 年预期 EPS、BVPS 为 Wind 一致预期，统计日期为 2023 年 1 月 19 日；测算结果采用四舍五入近似值。

六、风险提示

- 1) 权益市场大幅波动。权益市场波动影响市场交投活跃度和投资收益，进而影响公司证券经纪、信用、自营等业务表现；
- 2) 宏观经济下行、投资者风险偏好降低。居民投资、财富管理需求下降，将影响公司相关业务增长；
- 3) 市场直接融资放缓。2023 年证监会统筹一二级市场市场平衡，优化 IPO、再融资监管安排，若未来 IPO、再融资节奏继续放缓，将影响投行业务增长；
- 4) 资本市场相关政策不及预期。资本市场、证券行业相关政策对证券公司业务与经营影响较大，若资本市场相关政策落地速度及效果不及预期，将影响公司业务增长；
- 5) 公司金融科技转型不及预期。目前公司金融科技仍处于建设、赋能阶段，若相关科技成果研发和推广不及预期，将影响赋能效果。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	155,612	143,292	143,812	152,339
交易性金融资产	351,546	385,183	404,442	424,664
其它权益工具	242	276	290	304
长期股权投资	19,241	20,488	22,537	23,664
资产合计	846,567	880,156	914,104	962,338
代理买卖证券款	152,552	143,496	140,175	149,296
应付职工薪酬	11,893	10,769	11,308	11,873
负债总计	678,718	703,915	729,051	768,032
股本	9,076	9,075	9,029	9,029
归母股东权益	165,087	173,134	181,349	190,417
股东权益合计	167,849	176,241	185,053	194,306
负债及股东权益合计	846,567	880,156	914,104	962,338

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS (摊薄/元)	1.22	1.31	1.34	1.47
BVPs (摊薄/元)	16.16	16.77	17.68	18.69
归母净利润增速(%)	-17.2%	7.0%	2.6%	9.3%
净利润率(%)	34.5%	34.6%	35.0%	34.0%
ROE(%)	7.1%	7.0%	6.9%	7.4%
PE	11.0	10.3	10.0	9.2
PB	0.8	0.8	0.8	0.7

利润表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	32,032	34,124	34,693	38,952
手续费及佣金净收入	16,236	14,609	14,190	15,347
其中:经纪业务	7,073	6,037	5,831	6,310
投行业务	4,024	2,988	2,406	2,659
资管业务	3,769	4,175	4,402	4,671
其他收入	1,369	1,410	1,551	1,706
利息净收入	2,633	1,162	1,224	1,318
投资净收益	10,459	16,564	17,530	19,089
其中:联合营企业投资	1,219	2,745	3,020	3,322
公允价值变动净收益	-3,214	-4,849	-5,092	-3,855
汇兑净收益	2,199	2,400	2,400	2,400
其他业务收入	3,430	3,944	4,141	4,348
营业支出	19,890	20,252	20,838	23,822
营业税金及附加	190	181	184	206
业务及管理费	16,849	16,721	16,826	19,087
信用减值损失	-485	-485	-200	300
其他业务成本	3,336	3,836	4,028	4,229
营业利润	12,142	13,872	13,855	15,130
加:营业外收入	155	291	135	135
减:营业外支出	69	762	247	247
利润总额	12,228	13,400	13,743	15,018
减:所得税费用	863	1,326	1,360	1,486
净利润	11,365	12,074	12,383	13,532
归母净利润	11,053	11,823	12,126	13,251
少数股东损益	313	251	257	281
主营业务增速				
经纪业务增速	-10.2%	-14.7%	-3.4%	8.2%
投行业务增速	-7.4%	-25.8%	-19.5%	10.5%
资管业务增速	-0.1%	10.8%	5.4%	6.1%
利息业务增速	-29.8%	-55.9%	5.3%	7.7%
自营业务增速	-46.5%	48.8%	5.0%	26.5%
其它业务增速	23.5%	26.9%	5.7%	5.9%
主营业务占比				
经纪业务占比	22.1%	17.7%	16.8%	16.2%
投行业务占比	12.6%	8.8%	6.9%	6.8%
资管业务占比	11.8%	12.2%	12.7%	12.0%
利息业务占比	8.2%	3.4%	3.5%	3.4%
自营业务占比	18.8%	26.3%	27.1%	30.6%
其它业务占比	26.6%	31.6%	32.9%	31.0%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层