

非银金融

2024 年 04 月 26 日

华泰证券 (601688)

——估值和基本面严重错配的头部券商，重申推荐

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2024 年 04 月 25 日

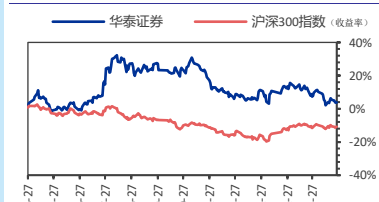
收盘价 (元)	13.31
一年内最高/最低 (元)	18.54/12.92
市净率	0.7
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万 元)	96911
上证指数/深证成指	3052.90/9264.48

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2023 年 12 月 31 日

每股净资产 (元)	19.74
资产负债率%	79.88
总股本/流通 A 股(百万)	9029/7281
流通 B 股/H 股 (百 万)	-/1719

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

罗钻辉 A0230523090004
luozh@swsresearch.com

研究支持

金黎丹 A0230123060002
jinld@swsresearch.com

联系人

罗钻辉
(8621)23297818x
luozh@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：我们为何再次坚定推荐华泰证券（第 3 篇华泰深度）：华泰证券 2H19 后 PB 持续跑输可比同业及行业，主因 1) 盈利结构重资本化导致收入不确定性放大；2) 多轮再融资后 ROE 未明显提升拖累估值。我们本次重申推荐，基于：①监管收紧 IPO 及再融资，华泰估值最大拖累因素基本消除；②基本面稳健优秀；③中长期受益政策催化。

- **2021 年以来至今华泰证券股价走势跑赢行业：**我们在第 2 篇华泰证券深度中提到 2H19-2020 年华泰证券大幅跑输板块主因①GDR 发行价差对 A 股股价的短期压制+②限制性股权激励时间表不确定。随着 GDR 价差套利基本消除，限制性股权激励计划于 2021/2/2 获批，市场担忧解除后，公司股价走势逐渐回升，21-22 年分别跑赢行业指数 5.6pct、1.9pct；2023 年公司股价展现显著 alpha，华泰证券全年+12.31%，跑赢行业指数 9.8pct，跑赢中信证券 7.8pct。
- **估值拖累因素基本消除：**我们复盘华泰证券 PB 走势，总结 PB 被低估主因：1) 盈利结构重资本化放大收入不确定性。华泰证券自营业务占比收入比重较大（1H23 占比 54%），方向性投资容易受到市场波动的影响（华泰股票占交易性金融资产比重较可比公司更高）。2) 多轮再融资后 ROE 未明显提升拖累估值。华泰证券 2010 年以来经历 4 次股权融资：2010 年 A 股上市；2015 年 H 股上市；2018 年发行定增，2019 年在伦交所发行 GDR。向市场多轮融资后，2019 年-2022 年 ROE（均低于 10%）较 2017 年（10.56%）没有提升，导致 PB 估值中枢从 2017 年的 1.60X 下移至 1.44X（18-19 年）。估值改善逻辑：1) 监管对股权融资收紧，有望缓解股权再融资对华泰 ROE 的稀释。2023 年 8 月证监会发声优化 IPO、再融资监管安排，2023 年 10 月华泰证券公告董事会决议终止 2022 年的配股预案（原计划募资 280 亿）。2) 基本面支撑下华泰证券 ROE 赶超中信证券。华泰证券财务表现卓越，2023 年末归母净资产（1,791 亿）和归母净利润（127.5 亿）提升于行业第二（仅次于中信证券）；华泰证券 2023 年 ROE 赶超中信证券（华泰证券 ROE 8.12%，中信证券 ROE 7.81%）。
- **中长期基本面维持稳健优秀：金融科技赋能下财富管理业务优势稳固。受益于管理层超前的互联网战略意识，**华泰证券于 2007 年着手打造一体化后台和 CRM 系统，2013 年率先“万 3 开户”抢占零售经纪市占率，2023 股基成交额自市占率维持 7.7%高位，2014 年以来维持全行业第一；“涨乐财富通”已迭代升级至 v8 版本，月活量连续多年排名证券公司类 APP 第一名。华泰证券 2022 年全新发布“融券通 4.0”，通过智能撮合、AI 定价、券池管家三大核心引擎打造开放式数字化证券借贷平台，2023 年末两融市场份额 7.42%，两融费率（年化）7.36%/显著优于可比公司。
- **中长期基本面维持稳健优秀：长期深耕并购重组业务优势显著，IPO、再融资阶段性收紧背景下投行展业保持韧性。**华泰证券股权投资项目储备丰富，截至 2024/4/25，公司进行中股权储备项目 18 家，排名行业第 5，其中 IPO 项目 6 单。随着 IPO 业务进入收紧节奏，并购重组成为监管鼓励方向，华泰证券 2012 年以来许可类并购重组项目累计交易数量位居市场第一，品牌优势稳固，后续凭借并购重组业务优势，有望在 IPO 发行放缓期内继续保持投行韧性。
- **投资分析意见：维持华泰证券“买入”评级，目标价较当前上升空间 38%。**监管严把 IPO 准入，下调市场 A 股 IPO 规模假设，从而下调盈利预测，考虑到华泰证券 2024E 受出售 AssetMark 一次性损益影响，上调 24E 营业务收支，预计 24-26E 归母净利润 173、129、146 亿（原预测 138、159.5、176 亿），同比分别+36%、-26%、+13%。华泰证券 PB 拖累因素基本解除，伴随基本面良好公司估值有望修复，同时华泰证券作为财富管理/机构业务优势稳固的头部券商，将更受益监管“鼓励头部券商打造一流投资银行”催化，PB-ROE 估值法下我们给予华泰证券 24E PB 0.99 倍，对应目标价为 18.3 元，较当前收盘价上涨空间 38%，维持买入评级。
- **风险提示：**经济下行压力增大；证券行业监管政策变动；华泰证券出售 AssetMark 交易交割尚需完成特定政府部门同意、批准、通知或备案，交易存在不确定性；2024/4/19，江苏证监局对华泰证券采取责令改正的监管措施。

财务数据及盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	32,032	36,578	37,017	38,272	40,451
同比增长率 (%)	-15.5	14.2	1.2	3.4	5.7
归母净利润 (百万元)	11,054	12,751	17,312	12,861	14,554
同比增长率 (%)	-17.2	15.4	35.8	-25.7	13.2
每股收益 (元/股)	1.22	1.41	1.92	1.42	1.61
净利润率 (%)	34.5	34.9	46.8	33.6	36.0
ROE (%)	7.5	8.1	10.5	7.2	7.7
市盈率	11	9	7	9	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们维持华泰证券“买入”评级，目标价较当前上升空间 38%。我们预计 24-26E 归母净利润 173、129、146 亿元（原预测 138、159.5、176 亿），同比分别+36%、-26%、+13%。华泰证券 PB 拖累因素基本解除，伴随基本面良好公司估值有望修复，同时公司作为财富管理/机构业务优势稳固的头部券商，将更受益监管“鼓励头部券商打造一流投资银行”催化，PB-ROE 估值法下我们给予华泰证券 24E 目标 PB 0.99 倍，对应目标价为 18.3 元/较当前收盘价上涨空间 38%，维持买入评级。

关键假设点

1) 财富管理业务：假设 2024-26E 经纪业务市占率分别为 7.7%、7.8%、7.9%，考虑到华泰经纪业务零售客户占比较高，未来在监管一系列政策刺激下交投情绪有望回暖，佣金率有望较保持在 2023 年水平 0.0128%；以代销金融产品为主的其他收入受公募费改政策影响短期内下降至 10.9、9.8、8.9 亿元。

2) 信用业务：假设 2024-26E 市场两融余额分别为 1.56、1.63、1.69 万亿元，公司依托开放式融券通平台和客户优势，两融市占率保持在 7.0%；两融利率维持在 7.2%。

3) 投行业务：假设 2024-26E 公司股权融资市占率分别稳定至 7.5%；债券承销市占率稳定为 9.0%；财务顾问业务收入小幅提升为 2.5、3.0、4.0 亿元。

有别于大众的认识

市场担忧 IPO、再融资收紧下华泰投行业务受影响较大：我们合理推断公司大投行在 IPO 方向放缓期间保持韧性：**一、华泰证券当前 IPO 项目储备较丰富。**截至 2024/4/25，公司进行中股权储备项目 18 家，排名行业第 6，其中 IPO 项目 6 单。**二、华泰证券长期深耕并购重组业务：**随 IPO 业务进入收紧节奏，并购重组成为监管鼓励方向，公司 2012 年以来许可类并购重组项目累计交易数量位居市场第一，品牌优势稳固。

市场认为华泰证券凭借低佣金费率策略经纪业务优势不可持续，我们认为公司依托数字化平台和客户分层策略驱动零售业务转型提速。公司管理层具有超前互联网战略意识，于 2007 年着手开始打造一体化后台和 CRM 系统（客户关系管理），2019 年底上线投顾服务云平台，并实现与涨乐财富通的全面贯通。华泰证券基金投顾模式持续迭代更新。2022 年成立买方投研服务中心——省心研究院，2023 年推出主理人“带你省心投”的服务模式，在市场震荡情况下买方投顾价值凸显，华泰证券公募代销及基金投顾规模均位居行业前列，后续华泰证券经纪业务将加速向买方投顾转型。

股价表现的催化剂

监管收紧股权融资，华泰证券估值主要拖累因素解除；政策催化：证监会明确表示将支持头部证券公司做优做强，打造一流投资银行。

核心假设风险

经济下行压力增大；证券行业监管政策变动；华泰证券出售 AssetMark 交易交割尚需完成特定政府部门同意、批准、通知或备案，交易存在不确定性；2024/4/19，江苏证监局对华泰证券采取责令改正的监管措施，关注华泰公司治理及合规问题。

目录

1. 华泰 2H19 后 PB 持续跑输可比同业及行业	6
1.1 盈利结构重资本化导致收入不确定性放大	8
1.2 多轮再融资后 ROE 未明显提升拖累估值	8
2. 估值和基本面严重错配，坚持推荐	9
2.1 瘦身健体：拟出售 AssetMark 回笼资金+聚焦主业	11
2.2 财富管理：低佣金策略+金融科技赋能下优势稳固	12
2.3 机构服务：投行股债均衡，交易去方向化成效显著	15
2.4 资管业务：参股南方基金及华泰柏瑞，收入连续六年行业第一	18
2.5 国际业务：全球布局创造发展新机遇	20
3. 盈利预测和估值	23
3.1 盈利预测：出售 AssetMark 带来一次性收益拟大幅增厚 24E 业绩	23
3.2 PB-ROE 估值：目标价向上空间 38%	25
4. 风险提示	28

图表目录

图 1：18 年-1H19 华泰较行业指数有明显超额收益，且走势与中信证券较为一致	6
图 2：2H19-2020 年华泰证券明显跑输行业指数	6
图 3：21 年后华泰走势回升，23 年出现超额收益	6
图 4：5M23 起华泰证券持续展现 alpha	6
图 5：华泰证券 PB 估值复盘	7
图 6：2H19 以来华泰 PB 估值跑输中信/行业板块	7
图 7：华泰当前 PB 位于历史 0.5%分位数（倍）	7
图 8：华泰较可比公司自营业务占比高	8
图 9：华泰交易性金融资产股票敞口较大（亿元）	8
图 10：华泰证券资产规模稳步上升	9
图 11：频繁多轮再融资后 ROE 较 17 年没有明显提升	9
图 12：华泰证券营收结构	11
图 13：华泰证券营业利润结构	11
图 14：AssetMark AoP/市占率稳中有升	12
图 15：AssetMark 对华泰证券营收贡献情况	12
图 16：华泰证券经纪业务收入结构	13
图 17：华泰证券股基成交额及市占率	13
图 18：华泰证券经纪业务佣金率显著低于同业	13
图 19：涨乐财富通月活和交易客户占比稳步上升	13
图 20：涨乐财富通 2024 年 1 月月活数 923 万，在自营类证券服务 APP 中排第一	14
图 21：华泰证券金融产品销售规模及代销费率	14
图 22：华泰公募销售保有规模稳中有升（亿元）	14
图 23：华泰依托全业务链资源，打造不同风险收益特征的产品序列	15
图 24：华泰证券融资融券余额及市占率	15
图 25：华泰证券两融利率可比公司中较高	15
图 26：华泰证券股权主承销金额及市占率	16
图 27：华泰证券债券主承销数量及市占率	16
图 28：华泰证券股权项目储备排名行业第 6（单）	16

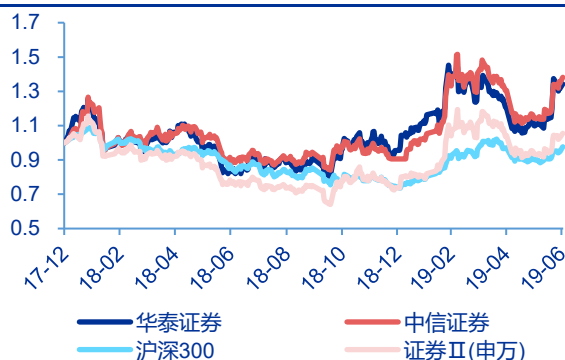
图 29: 华泰证券并购重组财务顾问优势稳固	16
图 30: 华泰及可比公司自营规模及占归母净资产	17
图 31: 华泰证券投资收益率表现稳健	17
图 32: 华泰紫金深耕医疗、TMT 等新经济领域, 助推被投企业登陆资本市场 ...	18
图 33: 华泰紫金私募月均 AUM 行业排名稳定	18
图 34: 华泰紫金对华泰证券业绩贡献波动较大 (万元)	18
图 35: 资管业务收入及同比增长情况	19
图 36: 华泰证券资管费率高于同业	19
图 37: 国际业务对华泰证券业绩贡献稳健	21
图 38: 华泰国际 VS 可比公司国际业务 (亿港元)	21
图 39: 华泰金控 IPO 保荐市占率稳步提升	22
图 40: 中国香港 IPO 保荐人整体排名 (2023 年)	22
图 41: 可比券商 PB-ROE 估值法下华泰证券估值存在修复空间	26
表 1: 华泰证券股权融资情况	8
表 2: 华泰证券总量指标 vs 中信证券	9
表 3: 华泰证券各业务线指标协会排名 (更新至 2021 年)	10
表 4: 规模排名前 30 的公募基金中华泰证券参股 2 家	19
表 5: 华泰证券国际业务发展进程	20
表 6: 华泰证券国际业务布局情况	21
表 7: 华泰金控 (香港) 业务布局情况	22
表 8: 2023 年港股中资券商综合成交排名 (不完全统计)	22
表 9: 华泰证券重要财务指标预测	23
表 10: 华泰证券各业务线核心假设	24
表 11: 华泰证券和对标公司 PB-ROE 情况	26
表 12: 华泰证券预测合并损益表	27
表 13: 华泰证券预测合并资产负债表	27

1. 华泰 2H19 后 PB 持续跑输可比同业及行业

华泰 2H19-2020 年持续跑输行业和可比公司。根据 Wind，2018 年-1H19，华泰证券累计上涨 29.3%，跑赢券商指数 26.2pct，跑赢沪深 300 指数 34.4pct，期间走势与中信证券较为一致；2H19-2020 年，华泰证券累计下跌 17.0%，跑输券商指数 36.3pct、跑输中信证券 44.3pct。该次跑输原因我们已在华泰证券前次深度报告中提及（2021/1/13 外发）：**一是 GDR 发行价差对 A 股股价的短期压制，二是限制性股权激励时间表不确定。**

2021 年以来至今，华泰股价走势均跑赢行业指数，2023 年展现明显超额收益。2021 年华泰 GDR 价差套利基本消除，限制性股权激励计划于 2021/2/2 获批，市场担忧解除后，公司股价走势逐渐回升，2021-2022 年分别+1.3%、-25.7%，分别跑赢行业指数 5.6pct、1.9pct。2023 年公司股价展现显著 alpha，华泰证券全年+12.3%，跑赢行业指数 9.8pct，跑赢可比公司中信证券 7.8pct。

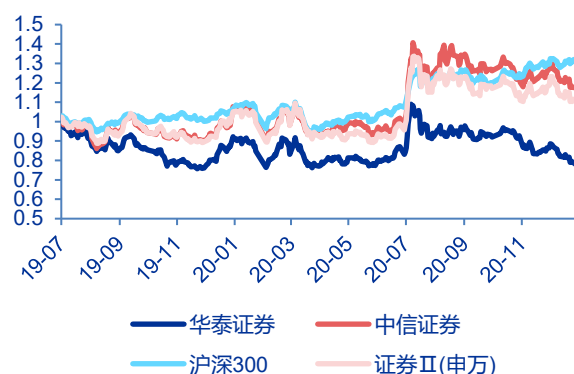
图 1：18 年-1H19 华泰较行业指数有明显超额收益，且走势与中信证券较为一致



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：以 17/12/29 收盘为基点，上图展示华泰证券、中信证券、沪深 300、券商指数净值走势

图 2：2H19-2020 年华泰证券明显跑输行业指数



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：以 19/6/28 收盘为基点，上图展示华泰证券、中信证券、沪深 300、券商指数净值走势

图 3：21 年后华泰走势回升，23 年出现超额收益

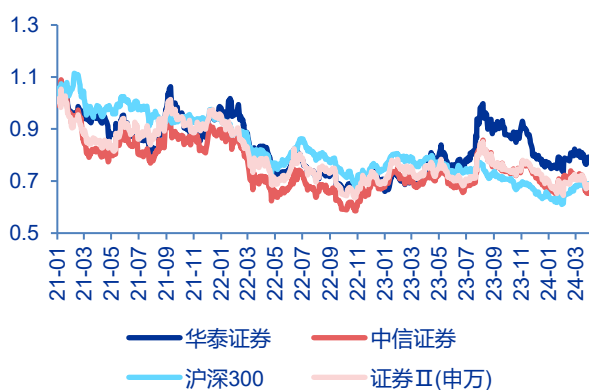
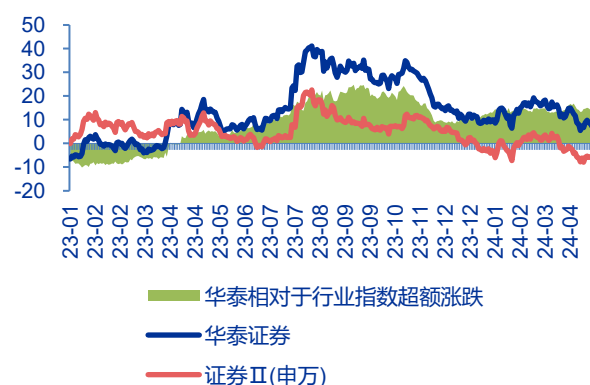


图 4：5M23 起华泰证券持续展现 alpha



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：以 20/12/31 收盘为基点，上图展示华泰证券、中信
证券、沪深 300、券商指数净值走势

资料来源：Wind，申万宏源研究

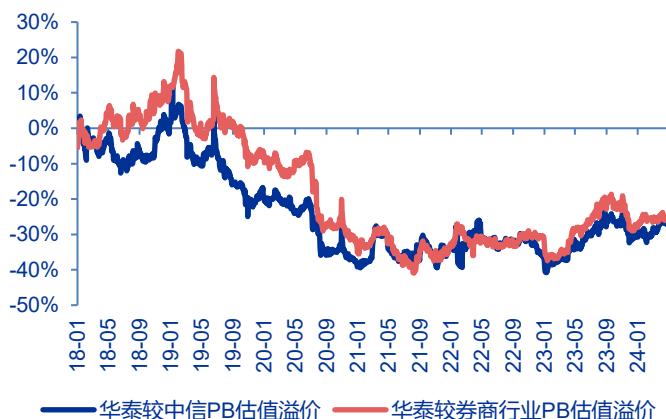
基本面无虞情况下华泰证券股价走势和 PB 估值出现分化。2021 年以来华泰证券股价走势持续跑赢行业，2023 年华泰股价较行业指数及可比公司中信证券展现出明显 alpha，然而其 PB 估值并未出现修复，2H19 以来华泰 PB 估值较中信证券及行业指数均持续呈现负溢价，2021 年估值差扩大到 40%左右，2023 年华泰较中信/行业指数 PB 差开始展现显著改善。

图 5：华泰证券 PB 估值复盘



资料来源：Wind，申万宏源研究

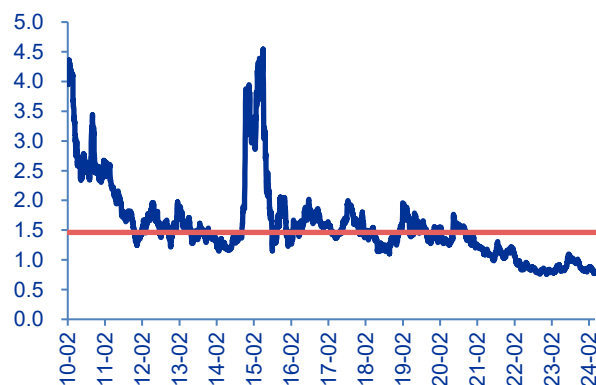
图 6：2H19 以来华泰 PB 估值跑输中信/行业板块



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：溢价=华泰 PB/中信 or 行业指数 PB-1

图 7：华泰当前 PB 位于历史 0.5%分位数（倍）

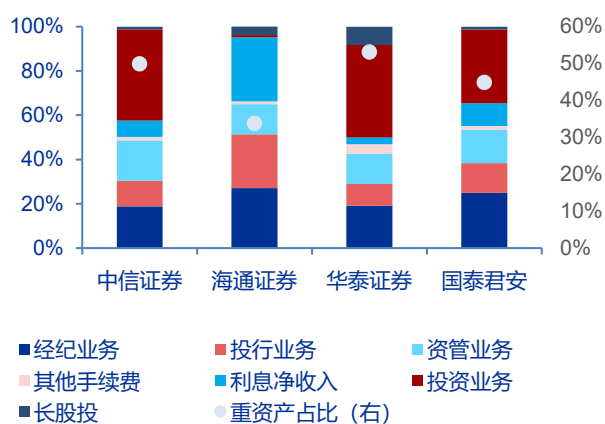


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.1 盈利结构重资本化导致收入不确定性放大

华泰证券业务模式从轻资本化转型为重资本化，券商自营业务收入占比较大，方向性投资容易受到市场波动的影响。我们选取净资产规模与华泰相近的可比公司中信证券、海通证券、国泰君安，华泰证券、中信证券、海通证券、国泰君安重资本业务均占据主营收半壁江山，2023 年占比分别为 53%、50%、34%、45%，其中自营投资收入占比主营收分别为 42%、41%、1%、33%。从交易性金融资产结构看，2023 年华泰证券股票敞口 1,958 亿元（可比公司中仅次于中信），股票占交易性金融资产比重在可比公司较高，在市场震荡环境下更易受影响。

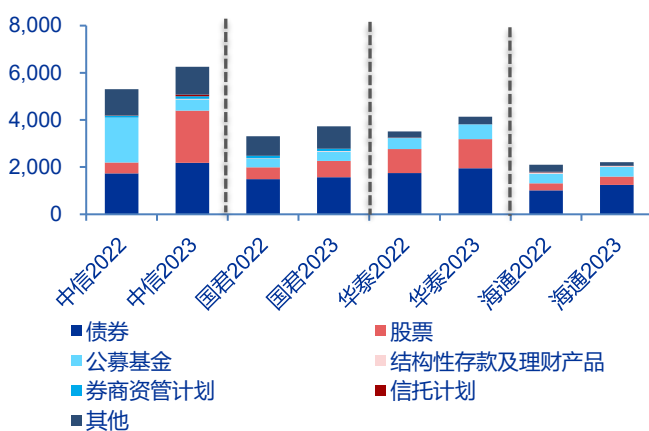
图 8：华泰较可比公司自营业务占比高



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：数据时间节点为 2023

图 9：华泰交易性金融资产股票敞口较大（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：数据时间节点为 2023

1.2 多轮再融资后 ROE 未明显提升拖累估值

重资本业务依赖于资本金，资本金驱动下融资需求较大。券商投资、信用等重资本业务的开展需要充足净资本，随着证券行业盈利重资本化，券商对资本金依赖度加大，频繁再融资拉低券商 ROE。华泰证券 2010 年以来经历 4 次股权融资：2010 年，A 股上市（股票代码：601688.SH，募资 156.91 亿元）；2015 年，H 股上市（股票代码：6886.HK，募资 387.57 亿港元）；2018 年，发行定增（募资 142.08 亿元），2019 年，在伦交所发行 GDR（股票代码：HTSC.L，募资 15.38 亿美元），多次募集资金扩充资本实力。

多轮融资后 ROE 较 2017 年没有明显提升，从而导致 PB 估值中枢下移。华泰证券向市场频繁、大量融资后，2019 年-2023 年 ROE 分别为 7.94%、8.61%、9.84%、7.49%、8.12%，较 2017 年（10.56%）没有提升，从而导致 PB 估值中枢从 2017 年的 1.60X 下移至 1.45X（18-19 年）。

表 1：华泰证券股权融资情况

发行股票							
股票代码	股票简称	上市日期	证券类型	上市板	交易所	募集资金（亿）	币种

601688.SH	华泰证券	2010/2/26	A 股	主板	上海证券交易所	156.91	CNY
HTSC.L	华泰证券 (GDR)	2019/6/17	存托凭证 _GLOBAL	主板	伦敦证券交易所	15.38	USD
6886.HK	HTSC	2015/6/1	普通股	主板	香港交易所	387.57	HKD

增发

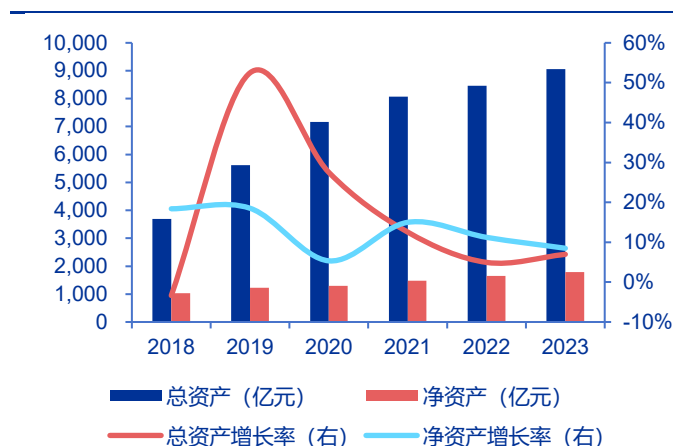
公告日期	发行日	发行类型	方案进度	发行对象	实际募资 (亿)	发行数量 (万股)	发行价格 (元)
2018/8/4	2018/7/23	定向	实施	机构投资者	142.08	108873.12	13.05

配股

公告日期	配股公告日	方案进度	配股对象	实际募资 (亿)	配股数量 (万股)	配股价 (元)	配股比例 (%)
2022/12/31		董事会预案	普通股股东		272,267.7		3.33

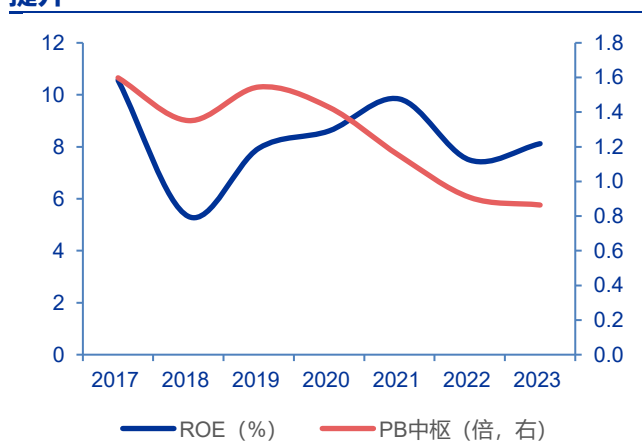
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 10: 华泰证券资产规模稳步上升



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 11: 频繁多轮再融资后 ROE 较 17 年没有明显提升



资料来源: Wind, 申万宏源研究

2. 估值和基本面严重错配，坚持推荐

华泰证券财务表现卓越，2023 年业绩跃居行业第 2。资产方面，IPO 及再融资推动华泰证券资产规模实现跨越式增长，华泰证券 2017-2023 年总资产/净资产 CAGR 分别为 15.5%、12.7%，显著高于中信证券。**盈利方面**，华泰证券营业收入、归母净利润 2017-2023 年 CAGR 为 9.6%、5.4%；2023 年华泰证券营收/归母净利润分别 yoy+14%/yoy+5%（同期中信证券营收/归母净利润 yoy 分别为-8%/-7%），华泰证券营收及归母净利润均提升至行业第 2（仅次于中信证券）。**ROE 方面**，华泰证券自 2017 年以来 ROE 始终高于行业平均。

表 2: 华泰证券总量指标 vs 中信证券

单位: 亿元/年	总量指标	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2017-23CAGR
中信证券	总资产	6,256	6,531	7,917	10,530	12,787	13,083	14,533.59	15.1%
华泰证券		3,815	3,687	5,622	7,168	8,067	8,466	9,055	15.5%

华泰排名		5	6	3	2	2	3	3	
中信证券	净资产	1,498	1,531	1,616	1,817	2,092	2,531	2,688	10.2%
华泰证券		873	1,034	1,225	1,291	1,484	1,651	1,791	12.7%
华泰排名		4	4	3	4	3	2	2	
中信证券	营收	432.92	372.21	431.4	543.83	765.24	651.09	600.68	5.6%
华泰证券		211.09	161.08	248.63	314.45	379.05	320.32	365.78	9.6%
华泰排名		5	4	3	3	3	4	2	
中信证券	归母净利润	114.33	93.9	122.29	149.02	231	213.17	197.21	9.5%
华泰证券		92.77	50.33	90.02	108.22	133.46	110.53	127.51	5.4%
华泰排名		3	4	3	4	3	3	2	
中信证券	ROE (%)	7.8	6.2	7.8	8.7	11.8	8.7	7.8	
华泰证券		10.8	5.3	8	8.6	9.6	7.5	8.1	
行业		6.5	3.6	6.3	7.3	7.8	5.3	4.8	
华泰排名		5	16	11	25	20	9	4	

资料来源：Wind，中证协，申万宏源研究

注：华泰证券排名中 2017-2021 年排名取自中证协排名，2022-2023 年排名取自上市券商排名

注：ROE 2023 年排名取自截止 2024/4/25 已披露 23 年年报/业绩快报/业绩预告的 37 家上市券商

华泰证券各业务行业排名稳定提升，综合实力强。华泰证券作为老牌券商行稳致远，各项业务排名位居行业前列。**财富管理业务及机构经纪业务**凭借数字化平台持续领先优势，根据中证协，2021 年公司客户资金余额排名行业第 2，托管证券市值排名第 5，金融产品销售排名第 9；**投行业务股债联动，深耕江浙、北上等企业资源丰富区域，聚焦大健康、TMT 等新经济领域**，2021 年境内股权主承销规模、债券主承销规模、并购重组财务顾问业务分别排名行业第 3、第 4、第 3；**资管业务**依托庞大的客户基础和领先的业务模式保持稳定优势，2021 年管理资产规模排名行业第 4。

表 3：华泰证券各业务线指标协会排名（更新至 2021 年）

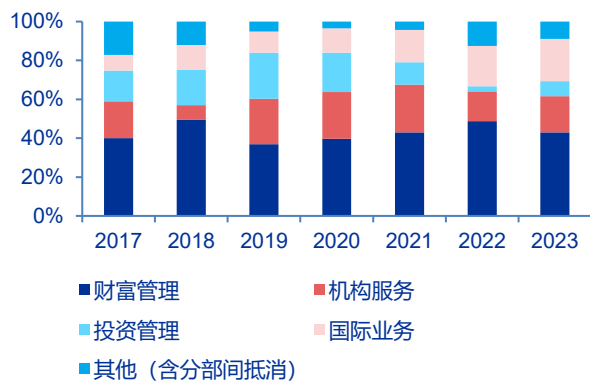
合并报表	单位：亿元	2018	2019	2020	2021
分类评级		AA	AA	AA	AA
总量指标排名	总资产排名	5	3	2	2
	净资产排名	4	4	4	3
	净资本排名	5	5	5	5
	营业收入排名	4	4	4	4
	净利润排名	4	3	4	3
效率指标排名	ROE 排名	12	11	19	17
	ROA 排名	14	16	29	29
	经营杠杆排名	29	9	3	6
业务线	协会指标	2018	2019	2020	2021
机构业务	客户资金余额	3	3	2	2
	托管证券市值	7	8	9	5
	基于柜台与机构客户对手方交易业务收入		2	2	3
经纪业务	证券经纪业务收入	6	6	7	5
	代理买卖证券业务收入	-	27	9	10

	交易单元席位租赁收入	14	8	7	11
	代理销售金融产品收入	6	9	9	9
投行业务	投资银行业务收入	5	6	5	4
	股票主承销佣金收入	3	7	3	3
	债券主承销佣金收入	12	8	7	4
	财务顾问业务收入	3	5	4	3
资管业务	资产管理业务收入	2	3	3	3
	资管 AUM	2	2	2	4
	证券投资业务	12	2	3	5
	股权投资业务	5	2	3	4

资料来源：中证协，申万宏源研究

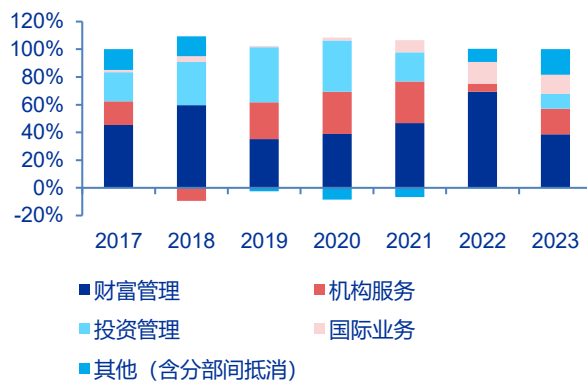
财富管理和机构业务双轮驱动，国际业务持续发力。华泰证券业务主要包括：财富管理、机构服务、投资管理和国际投资业务。从 2017-2023 年数据看，财富管理分部业务贡献公司营业收入超 4 成（取均值），贡献营业利润近 5 成（取均值），机构服务业务贡献营收近 2 成（取均值），营业利润贡献波动较大。**近年来，国际业务持续发力**，营收贡献由 2017 年的 8% 增长至 2023 年的 22%，营业利润贡献从 2017 年的 2% 增长至 2023 年的 14%，实现逆势增长。

图 12：华泰证券营收结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：华泰证券营业利润结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.1 瘦身健体：拟出售 AssetMark 回笼资金+聚焦主业

华泰证券达成收购 AssetMark 时战略目标，拟瘦身健体回笼资金聚焦主业。回顾：2016 年彼时华泰证券董事长周易先生在“考虑到中国高净值客户的资产配置需求，同时借鉴成熟市场客户服务体系，公司顺利完成收购美国 AssetMark 公司，为财富管理转型对接全球资源提供了强大的平台。”，对此华泰证券 2016 年完成对美国 TAMP 行业排名前三的公司 AssetMark 收购（作为华泰证券在美国的主要经营实体），AssetMark 于 2019 年 7 月在纽交所上市。AssetMark 被收购后保持运营独立性，通过领先的业务模式

和先进的技术平台实现平台资产规模稳步增长，行业地位持续稳固，对华泰证券收入不断提升。2023 年末 AssetMark 平台 AoP 1,089.28 亿美元/2016 年-2023CAGR 达到 19%，在美国 TAMP 行业中的市占率为 10.8%，稳居市场第 2。

新进展：2024/4/25，华泰证券公告拟通过 AssetMark 与 GTCR Everest Borrower 设立的特殊目的公司 GTCR Everest Merger Sub 吸收合并的方式出售 AssetMark 全部股权（68.4%）。考虑到华泰证券收购 AssetMark 时公告的目的：**1）拓展投资管理服务能力的机会；2）建立世界水平技术解决方案的潜力。我们认为华泰证券近几年国际化进程取得一定成果，基本达成收购 AssetMark 时设定的战略目标。**根据公司公告，若本次交易顺利，华泰证券将从本次交易中实现的收益约 17.93 亿美元现金，华泰证券 2024 年从此次交易中实现的收益（合并报表税前口径）预计约为 7.9573 亿美元（假设此次交易于 2024 年底完成）。

后续回笼的资金（17.93 亿美元折合约 127.4 亿人民币，按 7.1058 汇率转换）将用于补充公司营运资金以及其他一般公司用途。考虑到监管收紧再融资后华泰证券 280 亿配股终止（2023/10/30 公告），本次资金回笼可以有效补充华泰证券资本金。参考华泰证券此前 280 亿配股（已终止）投向，关注后续资金投向。

图 14: AssetMark AoP/市占率稳中有升



资料来源：公司年报，申万宏源研究

注：市占率数据统计节点均为当期三季度末

图 15: AssetMark 对华泰证券营收贡献情况



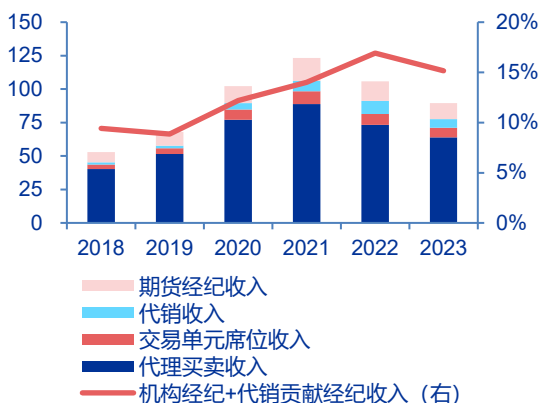
资料来源：公司年报，申万宏源研究

2.2 财富管理：低佣金策略+金融科技赋能下优势稳固

依托佣金费率策略+“涨乐财富通”平台，华泰快速扩大零售业务市场份额。1) **低佣策略：**华泰证券于 2013 年率先“万 3 开户”，低佣抢占零售业务市场份额，后续华泰佣金率长期维持极低水平，根据公司财报，华泰证券股基成交额自 2014 年以来连续 7 年全行业第一，2023 华泰股基成交额为 37.16 万亿元，市占率约 7.72%，稳居行业首位。2) **互联网战略意识，科技驱动零售业务转型延续市占率优势：**华泰证券于 2007 年着手打造一体化后台和 CRM 系统（客户关系管理），2009 年设计开发涨乐交易和涨乐理财手机客户端；2010 年华泰证券开始统一客户服务营销，实行同类客户、同等服务、同等收费；2011 年华泰证券将所有营业部纳入统一的管理体系、理财服务体系；2012-2013

年快速推动轻型网点建设；2014 年公司推出面向客户的移动服务平台涨乐财富通，2019 年底上线投顾服务云平台，并实现与涨乐财富通的全面贯通。当前，华泰证券“涨乐财富通”已迭代升级至 v8 版本，2023 年末华泰证券“涨乐财富通”月活 906.43 万人/连续多年排名证券公司类 APP 第一名。

图 16：华泰证券经纪业务收入结构

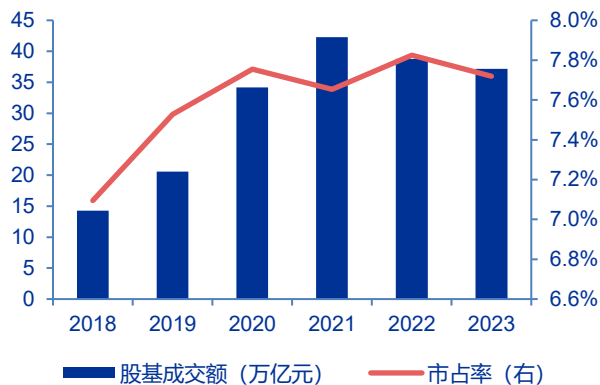


资料来源：公司年报，申万宏源研究

注：经纪业务收入=证券经纪收入+期货经纪收入

注：图中数据未剔除支出项，非净收入概念

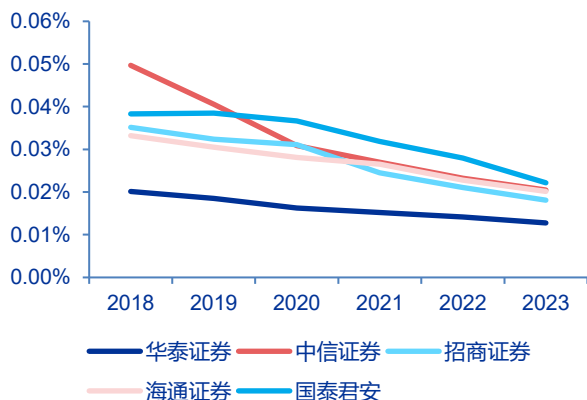
图 17：华泰证券股基成交额及市占率



资料来源：公司年报，申万宏源研究

注：市占率=公司股基成交额/A 股市场股基成交额

图 18：华泰证券经纪业务佣金率显著低于同业

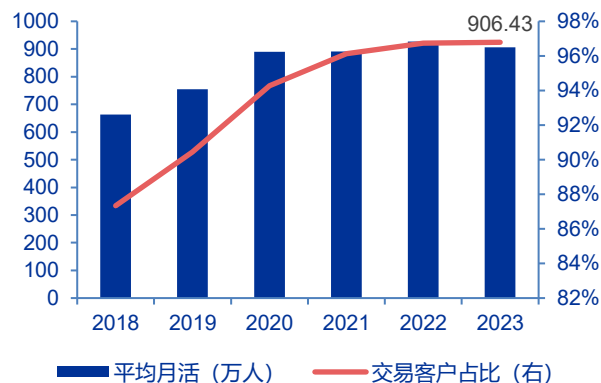


资料来源：申万内部模型，公司年报，申万宏源研究

注：2018-2022 年数据均来自申万内部模型，1H23 数据根据财报计算

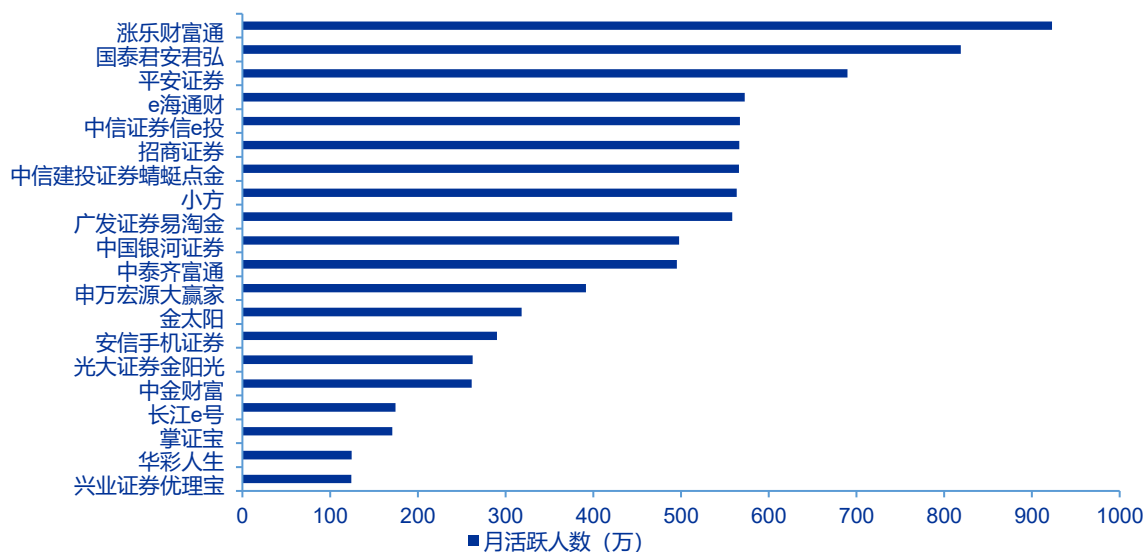
注：佣金率=(证券经纪业务净收入-代销金融产品收入)/股基成交额

图 19：涨乐财富通月活和交易客户占比稳步上升



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 20：涨乐财富通 2024 年 1 月月活数 923 万，在自营类证券服务 APP 中排第一

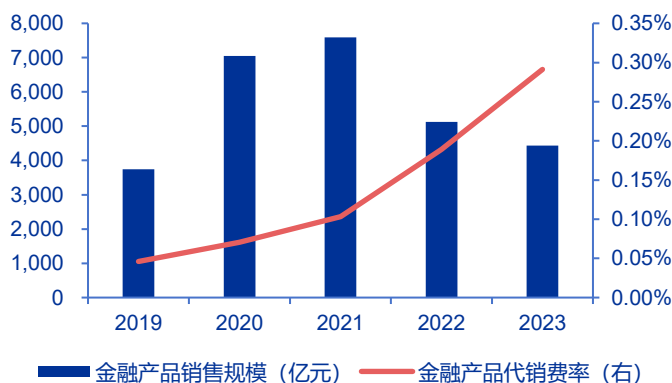


资料来源：易观千帆，申万宏源研究

依托数字化平台+客户分层策略，华泰证券公募代销及基金投顾规模均位居行业前列。

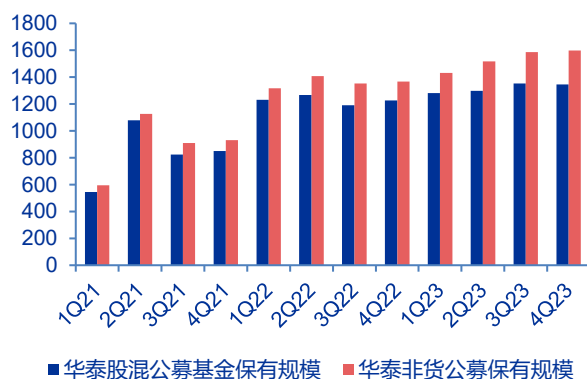
华泰证券依托线上线下渠道和客户规模体量优势，实现金融产品数量和规模稳步提升。根据**公司财报**，截至 2023 年末公司金融产品保有数量 11,070 只（不含现金管理产品“天天发”），销售规模为 4,435.24 亿元，2023 年华泰证券实现代销收入 6.5 亿/贡献经纪业务净收入比重为 12%。根据中基协，4Q23 华泰证券股混合公募保有量 1,345 亿元、非货公募保有量 1,597 亿元，均排名证券行业第二。2) **基金投顾模式持续迭代更新**。华泰证券为 2020 年 2 月首批基金投顾试点券商，于 2020 年 10 月推出“涨乐星投”，2021 年升级为“省心投”，2022 年成立面向客户的买方投研服务中心——省心研究院（团队超 100 人），2023 年推出了主理人“带你省心投”的基金投顾服务模式。华泰证券将基金投顾定位为资产配置的底仓，在客户账户中起到压舱石和稳定器的作用，在市场持续震荡情况下买方投顾的价值凸显。

图 21：华泰证券金融产品销售规模及代销费率



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 22：华泰公募销售保有规模稳中有升 (亿元)



资料来源：公司年报，申万宏源研究

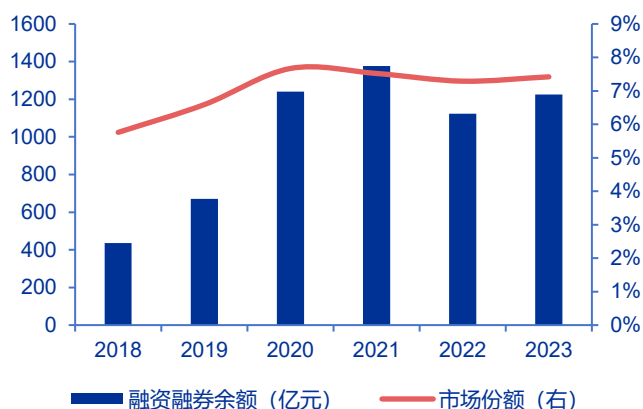
图 23：华泰依托全业务链资源，打造不同风险收益特征的产品序列

	财富管理客户 聚焦集团2000万个人客户		机构客户 企业、金融客户定制化服务	
基础配资	报价产品	现金管理	现金及流动性管理	净值型委外 高收益债 “固收+”系列 债券指数 信用挖掘 利率债配置
	基础债券	权益量化	固收系列	
	固收+系列		权益系列	
特色化产品	FOF产品	GAMA等跨境产品	类固收系列	股权质押、股权激励、ABS、 可转债
	股票质押零售系列	结构化产品	FOF/MOM定制	
	股权投资		跨境系列	结构化产品、美元债、 GAMA
			ABS及公募REITs	

资料来源：公司官网，申万宏源研究

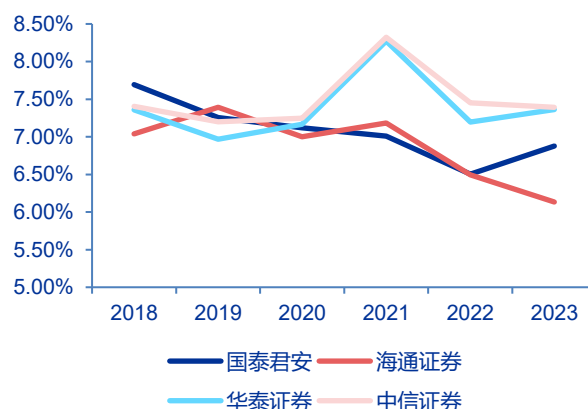
两融业务量价齐升。华泰证券近年来大力发展两融业务，2018 年补充资本金，其中不超过 100 亿投入以两融为主的信用交易业务，2022 年全新发布“融券通 4.0”，通过智能撮合、AI 定价、券池管家三大核心引擎打造开放式数字化证券借贷平台。在资本金补充+科技赋能驱动下，华泰证券两融业务规模和市占率迅速扩大。根据公司财报，2023 末华泰证券两融余额为 1225.15 亿元，市场份额达 7.42%，两融费率（年化）为 7.36%/可比公司中仅次于中信证券。

图 24：华泰证券融资融券余额及市占率



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 25：华泰证券两融利率可比公司中较高



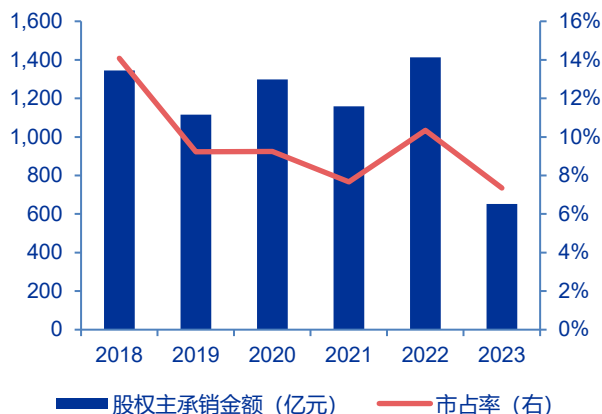
资料来源：公司年报，申万宏源研究

2.3 机构服务：投行股债均衡，交易去方向化成效显著

投行业务均衡发展，各项细分业务排名靠前。华泰证券通过子公司华泰联合开展投行业务，各项业务均衡发展。1H23 公司股承逆市发展尽显公司底蕴，2H23 严监管基调下有所承压。根据公司财报，华泰证券 1H23 股权承销金额 472.05 亿元/yoy+31%（含 IPO、增发、配股、优先股），同期行业股权承销 yoy-3%。2023 华泰证券 IPO 承销 20

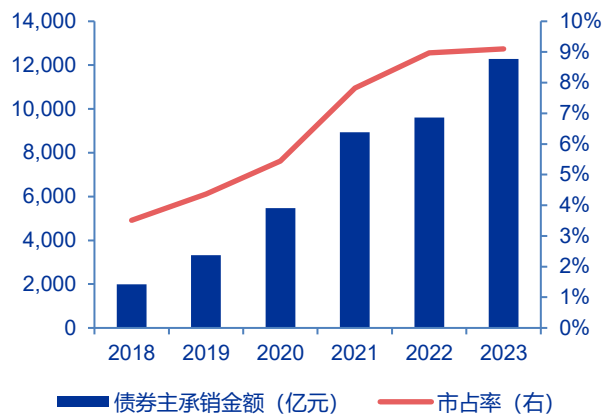
家/承销规模 173.6 亿元/yoy-44% (同期行业 IPO 规模 yoy-31%)。债券融资方面,华泰证券发挥股债联动的全业务链优势,不断完善客户分层管理,2023 年华泰证券全品种债券主承销规模 12,279 亿元/市占率 9.1%,排名行业第 3,行业地位稳固。

图 26: 华泰证券股权主承销金额及市占率



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

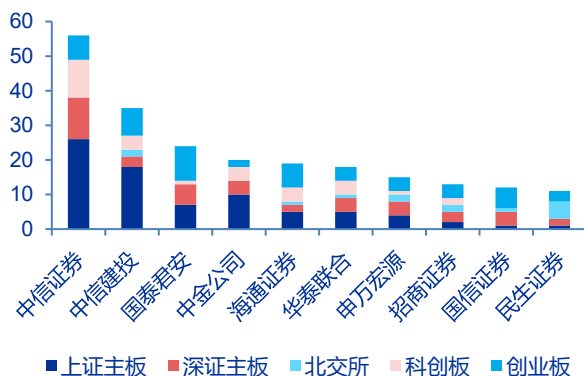
图 27: 华泰证券债券主承销数量及市占率



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

华泰证券股权融资项目储备丰富, 长期深耕并购重组业务显效, IPO、再融资阶段性收紧背景下投行展业保持韧性。截至 2024/4/25, 公司进行中股权储备项目 18 家 (剔除中止审查、终止审查、终止注册、不予注册项目), 排名行业第 6, 其中 IPO 项目 6 单。随着 IPO 业务进入收紧节奏, 并购重组成为监管鼓励方向, 华泰证券 2012 年以来许可类并购重组项目累计交易数量位居市场第一, 品牌优势稳固, 根据公司财报, 2023 年公司担任独立财务顾问的许可类重组交易首次披露数量 7 单, 排名行业第 1。华泰证券凭借并购重组业务优势, 有望在 IPO 发行放缓期内继续保持投行韧性。

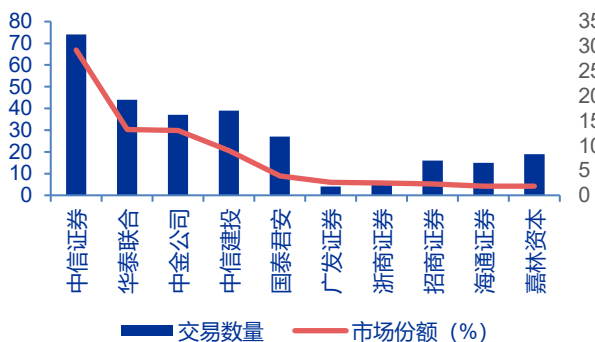
图 28: 华泰证券股权项目储备排名行业第 6 (单)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 数据截止 2024/4/25

图 29: 华泰证券并购重组财务顾问优势稳固



资料来源: Wind, 申万宏源研究

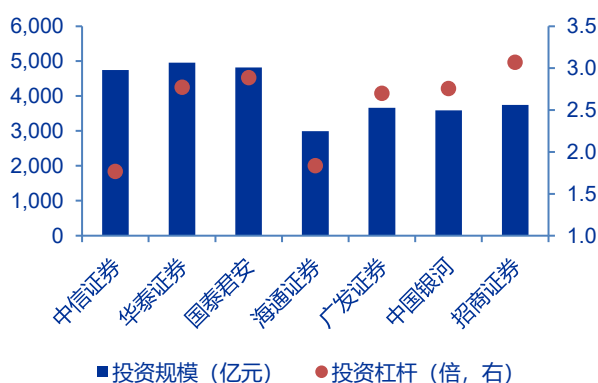
注: 统计时间区间为 2020 年-2023 年

注: 仅统计担任独立财务顾问

华泰证券自营资产规模扩张，权益类资产配置比重上升，场外衍生品市占率稳健。根据公司财报，华泰证券自营资产由 2018 年的 1,490 亿元增长到 23 年的 4,962 亿元（仅次于中信证券），CAGR 达 27.2%，2023 末华泰证券投资杠杆（自营资产/归母净资产）2.77 倍。**近年来权益类资产比重增加。**2023 末华泰证券交易性金融资产中债券/股票/基金分别占比 47%/30%/15%，权益投资规模占比仅次于中信证券（对应图 9）。**场外衍生品业务方面，**华泰证券于 2018 年 7 月取得场外期权一级交易商资格，证券凭借较强资本实力以及风险定价能力保持较高市占率，根据中证机构间报价系统最新数据，1H23 末公司存量收益互换/场外期权业务市占率分别为 12.6%/9.2%，协会排名中“基于柜台与机构客户对手方交易业务收入”排名行业第 3（协会最新更于 2021 年数据）。

2013 年起自营推动“去方向化”转型，投资收益率较同业更稳健。根据公司年报，华泰证券 2013 年便明确提出股票投资去方向化转型，完善大数据交易体系建设发展对冲，推动盈利水平稳健提升。2023 年华泰证券投资收益率 2.82%，近 3 年自营收益率波动低于可比公司。

图 30：华泰及可比公司自营规模及占归母净资产

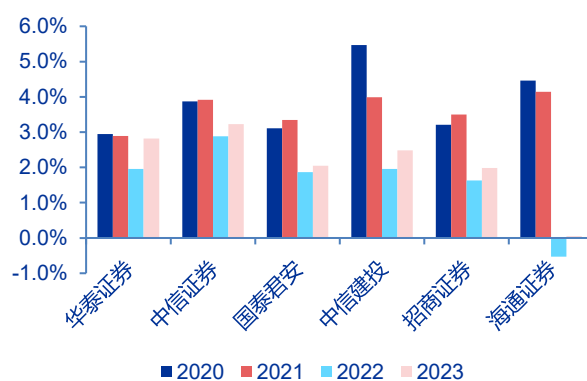


资料来源：公司年报，申万宏源研究

注：自营资产规模=金融投资+衍生金融资产

注：图中数据为 2023 年度

图 31：华泰证券投资收益率表现稳健



资料来源：公司年报，申万宏源研究

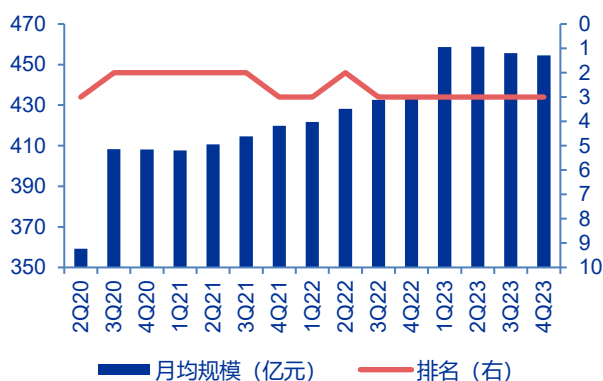
直投子公司华泰紫金深耕医疗、TMT 等新经济领域，私募基金 AUM 行业第 3。华泰紫金专注布局重点行业，积极推动已投企业借助全面注册制改革契机实现上市退出，根据公司官网，华泰紫金已助推宏微科技（688711.SH）、虹软科技（688088.SH）、诺唯赞生物（688105.SH）、荣昌生物（688331.SH）、硕世生物（688399.SH）登陆资本市场。2022 年私募股权基金管理业务压力较大，华泰紫金全年净亏损 6.9 亿元，2023 扭亏为盈（净利润 2.71 亿元），但是较 2021/2022 年盈利水平（2021/2022 年净利润分别为 23.5 亿元/6.3 亿元）大幅缩水。**私募基金规模行业靠前：**根据中基协，4Q23 华泰紫金投资私募基金月均 AUM 454.48 亿元，排名行业第 3。

图 32：华泰紫金深耕医疗、TMT 等新经济领域，助推被投企业登陆资本市场

 宏微科技 (688711.SH) 2020年投资，2021年成功登陆科创板	 虹软科技 (688088.SH) 2017投资，2019助力首批登陆科创板	 诺唯赞生物 (688105.SH) 2018年投资，2021年成功登陆科创板
 荣昌生物 (688331.SH) 2017年投资，2020作为唯一中资保荐人助力H股上市，2022年助力登陆科创板	 硕世生物 (688399.SH) 2019年投资，2019年成功登陆科创板	 赛分科技 国际化布局的分离纯化液相色谱材料企业-2018年独家领投，2022年申报科创板
 亿高 微波消融领域龙头企业-2022年领投，2023年申报科创板	 新施诺 国产半导体AMHS设备龙头企业-2022年投资，助推半导体制造国产化进程	 华大制造 国内稀缺的能实现基因测序仪大规模商业化的企业-2020年投资，2022年科创板上市

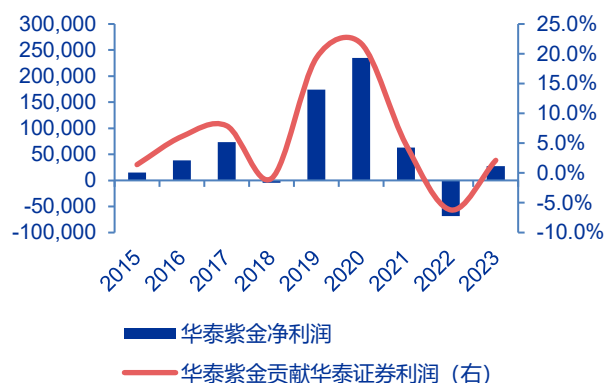
资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 33：华泰紫金私募月均 AUM 行业排名稳定



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 34：华泰紫金对华泰证券业绩贡献波动较大（万元）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

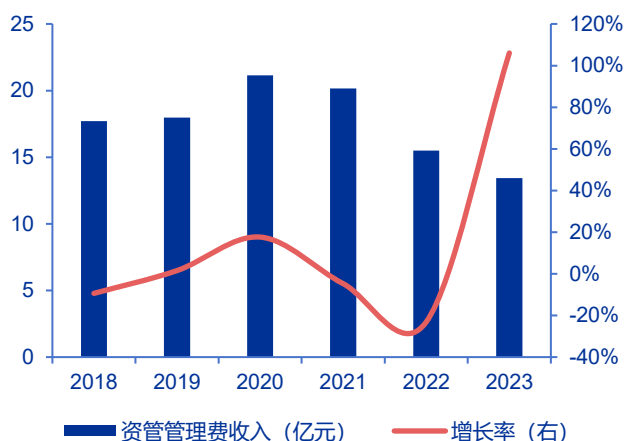
2.4 资管业务：参股南方基金及华泰柏瑞，收入连续六年行业第一

大资管稳定贡献业绩，华泰证券资管收入连续 6 年行业第一。华泰通过参股南方基金（2023 参股 41.16%）和华泰柏瑞（2023 参股 49%）开展公募基金业务，通过旗下全资子公司华泰资管开展资管业务。按股权比例计算，2023 南方基金、华泰柏瑞及华泰资管合计贡献集团归母净利润 16%。华泰证券 2023 年资管业务收入 42.6 亿元/yoy+13%，正向拉动主营收 1.7pct。

华泰资管费率显著高于可比公司。华泰证券 2018 年以来资管费率（资管业务净收入/平均资管规模）显著高于可比公司中信证券和招商证券。2023 华泰资管佣金费率（年化）为 0.28%，同期中信证券和招商证券分别为 0.14%/0.23%，资管费率提升或得益于公司资产结构的优化，以及主动管理规模的提升，有望继续保持费率优势。

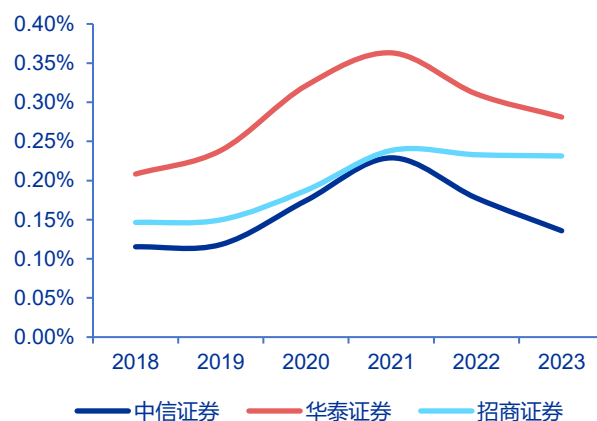
南方基金非货 AUM 行业稳定前 10，华泰柏瑞 ETF 管理经验丰富。南方基金是国内首批批准开业的基金管理公司，旗下产品结构平衡多元，根据 Wind，2023 年末南方基金资产规模 10442 亿元/排名行业第 5/199，其中非货公募 AUM 为 4889 亿/占比 47%，货基 5553 亿元/占比 53%，旗下产品涵盖股票型、混合型、债券型、货币型、指数型、QDII 型、FOF 型等，产品种类丰富。**华泰柏瑞**是一家 2004 年成立的中外合资基金管理公司，拥有 A 股市场第一只跨市场沪深 300ETF（成立于 2012 年，是市场上规模最大的沪深 300ETF）。根据 Wind 数据，2023 年末华泰柏瑞公募 AUM 3738 亿/yoy+24%/排名行业第 24/199，其中 ETF 规模 1951.3 亿元/占比公募 AUM48%，华泰柏瑞 ETF 规模排名行业第 3。**规模排名前 30 的公募基金中，华泰证券参股 2 家，在公募业务同业内有领先优势。**

图 35：资管业务收入及同比增长情况



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 36：华泰证券资管费率高于同业



资料来源：公司年报，申万宏源研究

表 4：规模排名前 30 的公募基金中华泰证券参股 2 家

规模排名	基金公司	参股券商	持股比例
1	易方达基金	广发证券	22.65%
2	广发基金	广发证券	54.53%
3	华夏基金	中信证券	62.20%
4	南方基金	华泰证券	41.16%
6	博时基金	招商证券	49%
7	富国基金	海通证券	27.77%
8	鹏华基金	国信证券	50%
10	汇添富基金	东方证券	35.41%

11	招商基金	招商证券	45%
15	华安基金	国泰君安	51%
16	兴证全球基金	兴业证券	51%
18	银华基金	西南证券/第一创业/东北证券	44.1%/26.1%/18.9%
19	景顺长城基金	长城证券	49%
21	中欧基金	国都证券	20%
23	万家基金	中泰证券	60%
26	华泰柏瑞基金	华泰证券	49%
29	长城基金	长城证券/东方证券	47.06%/17.65%

资料来源：Wind，申万宏源研究

2.5 国际业务：全球布局创造发展新机遇

华泰证券发挥集团平台优势，国际业务以中国香港为中心，辐射欧美和东南亚市场。随着全球财富管理多元化资产配置的重要性日益凸显，国际业务逐步成为券商拓展发展空间、新的利润增长点。华泰证券国际化布局较早，通过全资子公司华泰国际及全资孙公司开展国际业务。根据公司官网及财报，华泰证券 2006 年成立华泰金控（香港）、2016 年收购美国统包资产管理平台 AssetMark（2024/4/25 华泰证券公告拟出售 AssetMark 全部股权）、2018 年设立华泰证券（美国）、2022 年设立华泰证券（新加坡）。2023 年末华泰国际资产规模超 2000 亿港元，综合实力稳居中国香港中资券商第一梯队前列（资产规模较中信证券国际差距 25%）。2016-2022 年华泰证券国际业务收入 CAGR 达 76%，2023 华泰证券国际营收 142.7 亿港元/超越中信证券国际，成为可比公司最高。根据华泰证券分部报告，2023 年国际业务分部贡献营收/营业利润分别为 22%/16%。

表 5：华泰证券国际业务发展进程

时间	国际业务发展进程
2023 年	华泰金控（香港）成为卢森堡证券交易所上市和交易会员，并成为香港交易所认股证“窝轮”发行商
2022 年	AssetMark 完成对 Adhesion Wealth 的全资收购，持续打造领先的业务模式和先进的技术平台
2022 年 9 月	新设新加坡子公司获批
2022 年	华泰金控（香港）正式取得香港联交所的特殊目的收购公司（SPAC）交易所参与者资格，是首批取得该资质的在港中资券商
2022 年	华泰证券（美国）获得欧洲主要证券交易所的市场准入
2021 年 12 月	华泰金控（香港）正正式成为伦交所集团旗下绿宝石交易平台（Turquoise）会员，成为获得伦交所、绿宝石平台双会员资格资产规模最大的亚洲券商
2021 年 7 月	AssetMark 完成对 Voyant 的全资收购，进一步优化技术平台及运营环境，保持在统包资产管理平台领域的领先地位
2021 年	获得在加拿大与机构投资者开展证券交易的业务资格
2020 年 12 月	华泰金控（香港）正式开展伦交所全球存托凭证的做市业务，成为亚洲首家伦交所注册做市商
2019 年 9 月	华泰金控（香港）获得伦交所会员资格，获准交易符合伦交所相关规定范围内的证券
2019 年 7 月	AssetMark 在纽交所成功上市

2019 年 6 月	华泰证券 GDR 在伦交所成功上市， 公司成为首家按照沪伦通业务规则登陆伦交所的中国公司
2018 年	华泰证券（美国）注册成立，2019 年 6 月获得美国经纪交易商牌照，2020 年获得自营牌照
2016 年	公司收购美国 TAMP 行业排名前三的公司 AssetMark，为财富管理转型对接全球资源提供了强大的平台，国际化发展迈出关键一步
2024 年 4 月	综合考虑当前统包资产管理平台行业的竞争格局和公司国际业务进一步发展的需要，华泰证券公告拟向私募股权投资管理公司 GTCR 旗下基金整体出售所持有统包资产管理平台 AssetMark 全部股权，预计获得约 17.93 亿美元现金，利于公司进一步优化资产和资源配置。

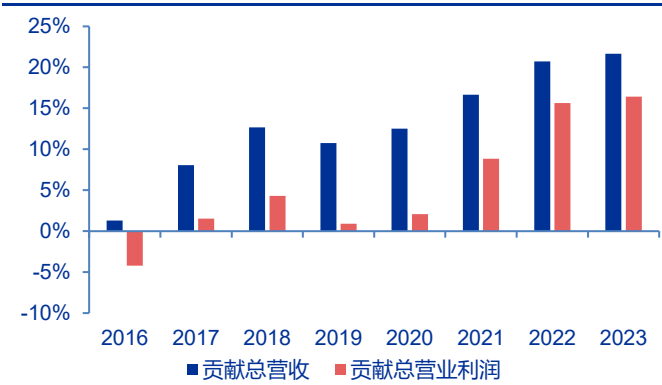
资料来源：公司年报，申万宏源研究

表 6：华泰证券国际业务布局情况

业务布局	业务条线
华泰金控（香港）	投资银行、跨境和结构性融资、股权衍生品、研究和股票销售、FICC、资产管理、私人财富管理、网络金融与零售
华泰证券（新加坡）	股权业务平台、FICC、财富管理平台、基金平台、旗舰投行业务
华泰证券（美国）	证券承销、面向机构投资者的证券经纪、并购财务顾问、融资和委外、FICC
AssetMark (拟全部出售给私募股权投资管理公司 GTCR 旗下基金)	美国财富管理业务

资料来源：公司年报，申万宏源研究

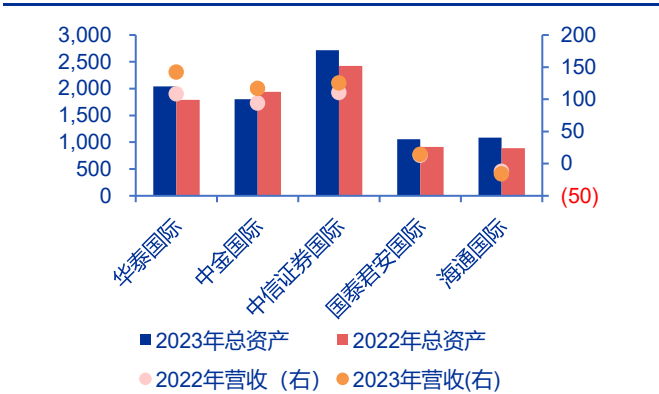
图 37：国际业务对华泰证券业绩贡献稳健



资料来源：公司年报，申万宏源研究

注：数据来源及计算根据公司分部报告

图 38：华泰国际 VS 可比公司国际业务（亿港元）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

香港布局：“4+1”业务平台体系持续深化，多业务领跑在港中资券商。华泰证券香港业务主要由华泰国际全资子公司华泰金控（香港）经营，主要包括股权业务、FICC、财富管理、基金平台和旗舰投行业务。根据公司财报，**财富管理方面**，华泰金控股股票交易量从 2017 年的 331.5 亿港元增长至 2022 年的 2985.4 亿港元，CAGR 为 55%。根据 Aipo 数据，2023 年华泰金控（香港）年成交 1548 亿港元/港股券商排名第 31/中资券商排名第 7，市占率为 6.06%。**投行业务方面**，受中概股返港和内资企业上市推动，华泰金控（香港）港股 IPO 市场的保荐项目参与率不断攀升，2023 年完成 9 单港股 IPO 保荐项目

/排名市场第 2，并以全球协调人身份完成 6 单 GDR 发行项目/发行数量和发行规模均居市场第一。

表 7：华泰金控（香港）业务布局情况

业务平台	细分业务
股权业务平台	开展跨境股票衍生品交易、设计以及销售业务，为客户提供各类权益类资本中介服务
固收业务平台	开展各类 FICC 和衍生工具的投资与交易，并为各类机构客户提供销售、交易和做市服务等 FICC 全产品品类的解决方案
财富管理平台	为客户提供涉及全球不同资产类别的客户经纪、孖展和财富管理服务
基金平台	1)大湾区基金为客户提供杠杆收购、战略并购、上市前融资、业务扩张等定制化解决方案； 2)中概股回归基金关注具有行业成长潜力的中后期投资、跨境并购、分拆和私有化投资机会
旗舰投行业务	向中国及国际客户提供股权及债券承销保荐服务、财务顾问服务

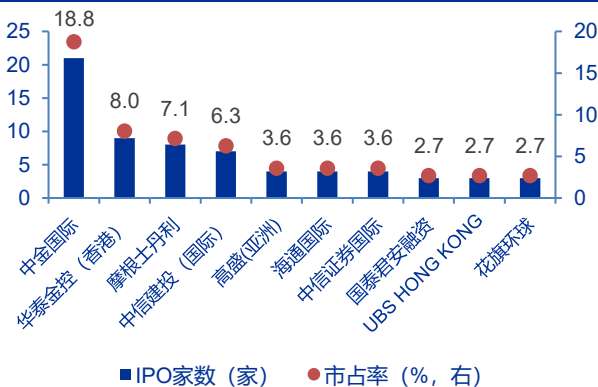
资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 39：华泰金控 IPO 保荐市占率稳步提升



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 40：中国香港 IPO 保荐人整体排名（2023 年）



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 8：2023 年港股中资券商综合成交排名（不完全统计）

中资券商名称	年成交总额 (亿港元)	年成交排名变动	市占率
富途证券	9,150	2	35.80‰
中银国际	5,838	0	22.84‰
中信里昂	4,191	-1	16.40‰
国泰君安	2,766	3	10.82‰
中信证券国际	1,582	3	6.19‰
华泰金控 (香港)	1,548	5	6.06‰
招商证券	1,071	2	4.19‰

资料来源：AiPo，申万宏源研究

3. 盈利预测和估值

3.1 盈利预测：出售 AssetMark 带来一次性收益拟大幅增厚 24E 业绩

华泰证券 2023 年业绩表现显著优于行业（行业 2023 年净利润 yoy-3%，华泰证券 yoy+15%），2024/4/25 华泰证券公告拟出售所持 AssetMark 的全部股权，假设交易在 2024 年完成，则大幅增厚 2024E 业绩（一次性收益 7.9573 亿美元）。我们预计公司 2024-2026 年营业收入 370 亿元、383 亿元、405 亿元，同比分别增长 1%、3%、6%；预计 2024-2026 年归母净利润 173 亿元、129 亿元、146 亿元，同比分别+36%、-26%、+13%，EPS 分别为 1.92 元、1.42 元、1.61 元，年末 BPS 分别为 18.5 元、19.4 元、20.6 元，平均 ROE 分别为 10.5%、7.2%、7.7%。

表 9：华泰证券重要财务指标预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标（元）					
每股收益	1.22	1.41	1.92	1.42	1.61
每股净资产	16.07	16.99	18.48	19.43	20.56
关键运营指标（%）					
ROE	7.5%	8.1%	10.5%	7.2%	7.7%
净利率	34.5%	34.9%	46.8%	33.6%	36.0%
营业收入（百万元）	32,032	36,578	37,017	38,272	40,451
收入同比增长率	-15.5%	14.2%	1.2%	3.4%	5.7%
归属母公司净利润（百万元）	11,053	12,751	17,312	12,861	14,554
净利润同比增长率	-17.2%	15.4%	35.8%	-25.7%	13.2%
资产负债率	80.2%	79.9%	79.5%	79.9%	80.1%
估值指标（倍）					
P/E	11.3	9.4	6.9	9.3	8.3
P/B	0.83	0.78	0.72	0.68	0.65

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：估值指标根据 2024/4/25 收盘价计算

市场交投逐步修复，华泰证券借力“涨乐财富通 8.0”金融科技平台经纪业务市占率稳中有升。假设 2024E-2026E 经纪业务市占率分别为 7.7%、7.8%、7.9%，考虑到华泰经纪业务零售客户占比较高，未来在监管一系列政策刺激下交投情绪有望回暖，佣金率有望保持在 2023 年水平 0.0128%。以代销金融产品为主的其他收入受公募费改政策影响短期内下降。假设 2024E-2026E 经纪业务中其他收入合计为 10.9 亿元、9.8 亿元、8.9 亿元。综合预计公司 2024E-2026E 经纪业务净收入分别为 58.7 亿元、59.1 亿元、60.8 亿元。

监管收紧股权融资背景下华泰证券投行业务收入小幅下滑。华泰证券 IPO 及再融资业务聚焦大健康、TMT 等新经济领域区域，考虑到华泰证券收回华泰联合 100%股权，在监管收紧股权融资背景下假设 2024E-2026E 华泰证券股权融资市占率稳定在 7.5%；华泰证券股债联动，全品种债券承销额行业排名稳中有升，假设 2024E-2026E 华泰证券债券承销市占率保持在 9.0%。财务顾问方面，华泰证券自 2012 年以来经中国证监会核准及注册的并购重组累计交易数量居市场第一名，监管鼓励优质企业通过并购重组做大做强，我们认为在股权融资收紧情况下并购重组财务顾问收入会成为券商投行业务下一个发力点，假设 2024E-2026E 华泰证券财务顾问业务收入小幅逐步提升为保持为 2.5 亿元、3 亿元、4 亿元。综合预计 2024E-2026E 公司投行业务净收入 26.3 亿元、28.3 亿元、31.7 亿元。

参股公募 AUM 稳健增长，华泰大资管具备成长性。根据 Wind，公司参股南方基金 41.16%，参股华泰柏瑞 49%，南方基金/华泰柏瑞 AUM 2018 - 2023 年 CAGR 分别为 14%/31%，资管规模稳健增长。南方基金、华泰柏瑞 AUM 结构中主动权益基金占非货规模比重较小，管理费率调降 短期内对公司公募业务影响有限。假设 2024E-2026E 公司受托资管规模分别为 5500、6000、6500 亿元，同时考虑华泰证券拟出售 AssetMark 全部股权，则假设 2024E-2026E AssetMark 将不再纳入公司合并报表范围，不再贡献收入。综合预计 2024E-2026E 公司资管业务净收入 26.8 亿元、30.0 亿元、32.6 亿元。

假设两融市占率保持稳定，两融利息收入小幅增长。假设 2024E-2026E 市场两融余额分别为 1.56 万亿元、1.63 万亿元、1.69 万亿元，公司依托开放式融券通平台和客户优势，两融市占率保持较高，假设 2024E-2026E 公司两融市占率保持在 7%；两融利率维持在 7.2%，预计 2024E-2026E 公司两融利息收入 79.9 亿元、80.4 亿元、83.7 亿元。

假设投资规模持续提升，投资收益率有所改善。假设 2024-2026E 华泰证券投资规模分别为 5320、5740、6160 亿元，华泰证券场外衍生品竞争优势明显，对冲能力进一步提升，我们预计随着权益市场回暖（2024/2/1-2024/4/25 沪深 300 上涨 9.79%），2024E-2026E 华泰证券综合投资收益率从 3.0%小幅提升至 3.1%。

表 10：华泰证券各业务线核心假设

业务	单位: 亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经纪业务	经纪业务净收入	78.8	70.7	59.6	58.7	59.1	60.8
	代理买卖证券业务净收入	64.4	54.8	47.4	47.7	49.3	51.9
	市场日均交易额	11,374	10,243	9947	10,033	10,230	10,639
	经纪业务市场份额	7.6%	7.8%	7.7%	7.7%	7.8%	7.9%
	佣金率	0.0152%	0.0141%	0.0128%	0.0128%	0.0128%	0.0128%
	其他收入（包括代销金融产品、期货经纪收入等）	14.42	15.95	12.15	10.94	9.84	8.86
单位: 亿元		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
投行业务	投行业务净收入	43.4	40.2	30.4	26.3	28.3	31.7
	股票融资业务净收入	11.5	7.0	3.4	3.6	3.7	4.4
	市场股票融资额	15,142	13,673	8,902	9,260	9,630	11,344
	股票融资市场份额	8.0%	6.0%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
	股票承销业务规模	1,207	827	664	694	722	851

	股票承销佣金率	0.95%	0.84%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%
	债券融资业务净收入	26.9	28.8	24.6	20.2	21.6	23.3
	债券市场融资额	113,932	107,056	135,070	140,472	149,979	161,650
	债券承销市场份额	7.9%	9.0%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%
	债券承销业务规模	8,963	9,607	12,279	12,643	13,498	14,549
	债券承销佣金率	0.30%	0.30%	0.20%	0.2%	0.2%	0.2%
	财务顾问业务净收入	5.03	4.44	2.37	2.5	3.0	4.0
	单位: 亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资管业务	资管业务收入	37.7	37.7	42.6	26.8	30.0	32.6
	受托客户资产管理业务净收入	20.15	15.50	24.94	26.77	30.02	32.63
	受托客户资产管理规模	5,186	4,796	4,755	5,500	6,000	6,500
	受托客户资产管理费率	0.36%	0.31%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%
	AssetMark 净收入	17.57	22.19	17.62	0.00	0.00	0.00
	单位: 亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
信用业务	融资融券利息收入	90.79	78.30	78.4	79.9	80.4	83.7
	融资融券市场总规模	18,322	15,404	16,509	15,649	16,275	16,926
	市场份额	7.8%	7.7%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%
	融资融券规模	1,169	1,006	1,123	1,095	1,139	1,185
	融资融券利率	8.3%	7.2%	7.4%	7.2%	7.2%	7.2%
	买入返售利息收入	5.16	5.19	5.21	4.31	5.75	6.25
	买入返售业务规模	118	348	124.60	220	240	260
	平均利差	3.3%	2.2%	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%
	单位: 亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
自营业务	投资类业务收入	112.71	60.27	116.71	134.23	143.90	160.45
	投资类资产规模	4,132	4,266	4,962	5,320	5,740	6,160
	yoy	19%	3%	16%	7%	8%	7%
	综合投资收益率	3.3%	1.8%	2.9%	3.0%	3.0%	3.1%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

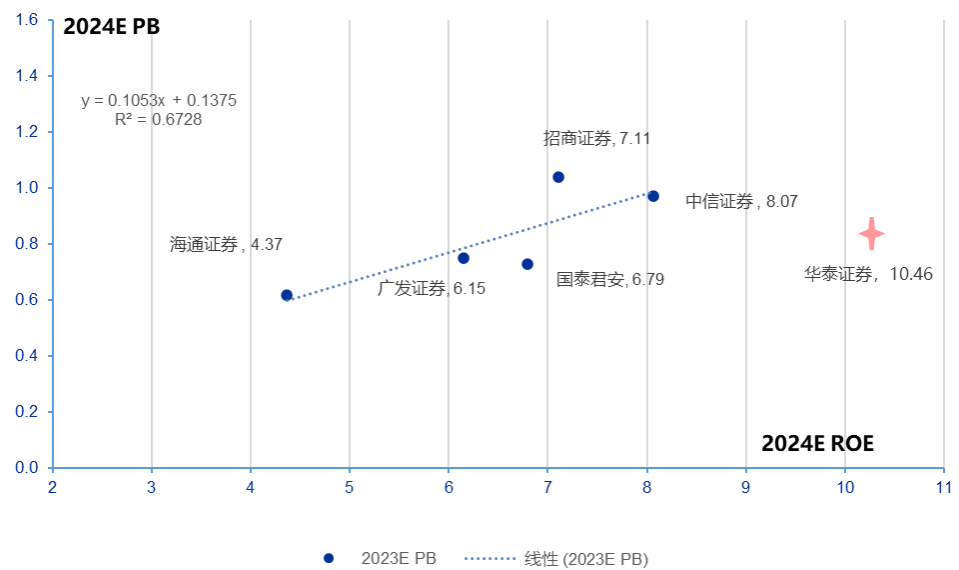
注: 经纪业务佣金率= (代理买卖业务收入-代理买卖业务支出+交易单元席位租赁) / 股基交易规模

3.2 PB-ROE 估值: 目标价向上空间 38%

公司作为一家综合性上市券商, 2023 年末净资产规模为 1,791 亿元, 我们选取净资产规模与华泰证券相近的上市券商作为可比公司, 最终确定中信证券、海通证券、国泰君安、广发证券、招商证券 5 家券商作为可比券商。

可比券商 PB-ROE 估值法下, 华泰证券明显被低估。我们预测华泰证券 2024E ROE 为 10.5% (受 2024E 出售 AssetMark 一次性损益影响), 预测其他 5 家可比券商 2024E ROE Wind 一致预测平均为 6.5%; 可比券商 2024E PB 估值平均 0.82 倍, 华泰证券 2024E 估值水平平均低于可比券商, 2024E ROE 高于可比券商均值, 存在估值修复空间。

图 41：可比券商 PB-ROE 估值法下华泰证券估值存在修复空间



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 11：华泰证券和对标公司 PB-ROE 情况

代码	上市券商	预测来源	2023 年末归母净资产 (亿元)	2024E ROE (%)	2024E PB	2024E BPS
601688.SH	华泰证券	申万模型预测	1,791	10.46	0.72	18.48
可比券商平均				6.50		6.50
600030.SH	中信证券	万得一致预测	2,688	8.07	0.97	18.72
600837.SH	海通证券	万得一致预测	1,632	4.37	0.62	13.20
601211.SH	国泰君安	万得一致预测	1,670	6.79	0.73	18.33
600999.SH	招商证券	万得一致预测	1,220	7.11	1.04	13.88
000776.SZ	广发证券	万得一致预测	1,357	6.15	0.75	17.15

资料来源：申万宏源研究

注：2024E PB 为 2024/4/25 收盘对应估值

预测华泰证券 2024E PB 估值为 0.99 倍，对应目标价为 18.3 元，较当前收盘价存在 38% 上涨空间。我们对 5 家券商 2024E ROE 及 2024E PB 进行回归分析，得到模型：

$$2024E PB \sim 2024E ROE * 0.1053 + 0.1375$$

我们将华泰证券 2024E ROE 10.46% 代入回归模型，预测得华泰证券 2024E PB 估值为 1.24 倍，考虑到华泰证券 2024E 受出售 AssetMark 一次性损益影响，2024E ROE 偏高，从而导致其计算得到 PB 偏高，参考华泰证券近 5 年 PB 中枢 1.12 倍，因此我们在模型拟合的 PB 结果上给予 20% 折价，预计公司 2024E 合理 PB 为 0.99 倍，对应目标价为 18.3 元/股，较当前（2024/4/25）收盘价上涨空间为 38%。

表 12：华泰证券预测合并损益表

人民币：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	32,032	36,578	37,017	38,272	40,451
手续费及佣金净收入	16,236	14,613	12,577	13,251	14,111
利息净收入	2,633	952	803	481	1,002
投资净收益及公允价值变动	7,246	14,256	16,138	17,040	18,837
其他业务收入	5,918	6,757	7,500	7,500	6,500
营业支出	19,890	21,890	23,265	23,890	24,176
营业税金及附加	190	188	190	230	243
管理费用	16,849	17,079	17,287	17,873	18,890
资产减值损失	-485	-411	200	200	200
其他业务成本	3,336	5,034	5,588	5,588	4,843
营业利润	12,142	14,688	13,752	14,382	16,275
营业外收支	86	-483	5,654	0	0
利润总额	12,228	14,205	19,407	14,382	16,275
所得税	863	1,168	1,596	1,151	1,302
净利润	11,365	13,037	17,811	13,231	14,973
少数股东损益	313	286	499	370	419
归属母公司净利润	11,053	12,751	17,312	12,861	14,554

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 13：华泰证券预测合并资产负债表

人民币：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	194,358	192,636	198,049	206,594	218,199
交易性及衍生金融资产	367,334	429,720	460,000	500,000	540,000
可供出售金融资产	59,299	66,504	72,000	74,000	76,000
存出保证金	42,707	40,544	44,868	46,345	48,817
长期股权投资	19,241	20,415	21,589	22,763	23,937
其他资产	163,629	155,689	162,429	168,810	175,367
资产合计	846,567	905,508	958,935	1,018,512	1,082,319
代理买卖证券款	152,552	144,701	138,049	142,594	150,199
卖出回购及拆入资金	169,996	183,593	255,360	287,000	320,320
短期融资券、应付债券及长短期借款	173,994	197,418	231,045	251,443	274,787
经营性负债及其他	182,177	197,579	138,335	132,342	121,242
负债合计	678,718	723,291	762,790	813,379	866,547
股本	9,076	9,029	9,029	9,029	9,029
其他所有者权益	156,012	170,079	183,509	192,126	202,346
归属母公司所有者权益	165,087	179,108	192,538	201,155	211,375
少数股东权益	2,762	3,109	3,608	3,978	4,397
负债及所有者权益合计	846,567	905,508	958,935	1,018,512	1,082,319

资料来源：Wind，申万宏源研究

4. 风险提示

- 1) 市场股基成交活跃度大幅下降，影响传统经纪业务市场空间、资管规模等业务指标，进而影响公司业绩。
- 2) 证券行业监管政策变动，或影响公司业务经营从而影响公司业绩。
- 3) 华泰证券出售 AssetMark 交易已取得江苏省财政厅的批准，本次交易的交割尚需完成特定政府部门同意、批准、通知或备案，交易存在不确定性。
- 4) 2024/4/19，江苏证监局对华泰证券采取责令改正的监管措施，关注华泰公司治理及合规问题。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。