

华泰证券 (601688.SH)

低于预期，期待弹性

扣除三季度出售 AssetMark 的影响，24Q3 公司扣非净利润 63 亿，同比-35%；单季度扣非净利润 11 亿，同比-61%，环比-65%。

□ 总体概览：24Q3 公司实现营业收入 314 亿，同比+15%；归母净利润 125 亿，同比+31%。单季度营业收入 140 亿，同比+58%，环比+23%；归母净利润 72 亿，同比+138%，环比+139%。扣除公司三季度出售 AssetMark 的影响，24Q3 扣非净利润 63 亿，同比-35%；单季度扣非净利润 11 亿，同比-61%，环比-65%。年化 ROE 为 10.12%，较 23 年+2.0pct；经营杠杆为 3.58 倍，延续下行趋势。自营/经纪/资管/其他/投行/信用占主营收入比重分别为 50%/16%/13%/10%/6%/5%，同比分别为+14/-5/-2/-4/-5/+1pct。

□ 收费类业务：整体低于预期。

(1) 经纪随行就市，期待权益反转下的业绩弹性。受制于市场低迷、公募降佣，24Q3 经纪净收入 40 亿，同比-14%；单季度净收入 12 亿，同比-16%，环比-9%。对比 24Q3 和 3Q24 全市场日均股基交易额同比，预计公司股基市占率小幅下滑。往后看，受益于权益反转，凭借长期金融数字化转型下涨乐财富通对于长尾客户的深度覆盖，公司经纪向上弹性充足。截至 24Q3，代理买卖证券款为 1827 亿，较年初+26%，增速相对靠前。

(2) 总量控制拖累投行收入，IPO 市占率大幅提升。24Q3 投行净收入 14 亿，同比-41%；单季度净收入 4.3 亿，同比-37%，环比+20%。按发行日计，24Q3 公司 A 股 IPO 规模 59 亿，同比-61%，市占率 12.97%，同比+8.32pct，行业排名由第 7 跃升至第 2；再融资 148 亿，同比-79%，市占率 9.68%，同比-2.77pct，行业排名由第 2 跌至第 3。债券承销规模 9092 亿，同比-0.7%，市占率 9.01%，同比-0.17pct，行业排名维持第 3。

(3) 资管略低于预期。24Q3 资管净收入 30 亿，同比-4%；单季度净收入 8 亿，同比-24%，环比-27%。主要因为 9 月中旬前全市场整体低迷，权益投资收益普遍不高。

□ 资金类业务：出售 AssetMark 增厚投资收益，两融市占率逆市增长。

(1) 出售 AssetMark 增厚投资收益。24Q3 自营收入 120 亿，同比+57%；单季度收入 78 亿，同比+321%，环比+235%；年化投资收益率为 4.25%。扣除出售 Assetmark 新增的 56 亿投资收益后，24Q3 自营同比-16%；单季度同比+21%，环比-4%；年化投资收益率仅为 2.28%，较 23 年-0.77pct，仅高于 2022 年。截至 24Q3，公司交易性金融资产 3426 亿，较年初-17%；衍生金融资产 115 亿，较年初-29%。

(2) 两融市占率逆市增长。24Q3 利息净收入 13 亿，同比+52%；单季度利息净收入 5.9 亿，同比+175%，环比+23%。截至 24Q3，公司融出资金 1054 亿，较年初-6%，两融市占率 7.32%，较 23 年+0.51pct；买入返售金融资产 102 亿，较年初-18%。利息净收入增长，主要因为短期借款、融资款规模缩

强烈推荐（维持）

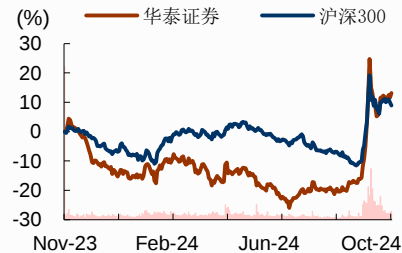
总量研究/非银行金融
目标估值：NA
当前股价：17.41 元

基础数据

总股本（百万股）	9027
已上市流通股（百万股）	7294
总市值（十亿元）	157.2
流通市值（十亿元）	127.0
每股净资产（MRQ）	20.6
ROE（TTM）	8.5
资产负债率	78.1%
主要股东	江苏省国信集团有限公司
主要股东持股比例	15.21%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	26	15
相对表现	13	19	6



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《华泰证券 (601688) 一亮点颇多，资管抢眼，信用逆市提升》
2024-08-31
- 2、《华泰证券 (601688) 一权益震荡拖累业绩，整体符合预期》
2024-04-29
- 3、《华泰证券 (601688) 一营收净利超预期增长，资管自营表现亮眼》
2024-03-29

郑积沙 S1090516020001
zhengjisha@cmschina.com.cn
张晓彤 研究助理
zhangxiaotong2@cmschina.com.cn

减，利息支出对应减少。

□ **投资建议：维持“强烈推荐”评级。**公司具备前瞻战略布局，依托长期的科技高水位投入、客群高规模与高质量的优势，看好公司数字化财富管理服务水平和客需驱动的投资盈利能力进一步提升，持续带来业绩高表现。考虑到924金融发布会、926政治局会议、1018金融街论坛年会，监管呵护资本市场、政策暖风频吹，市场风偏向好、情绪明显恢复，利好券商多数板块。而在流动性保持宽松的背景下，券商板块估值将持续受益。我们调整公司24/25/26年归母净利润至175/176/186亿元，同比+37.3%/+0.4%/+5.7%。

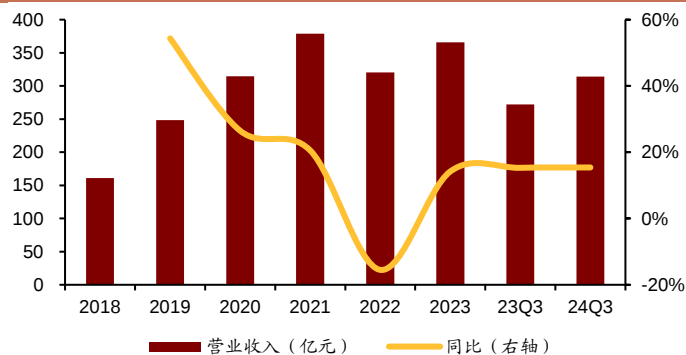
□ **风险提示：政策力度不及预期、市场波动加剧、公司市占率提升不及预期等。**

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	32032	36578	42870	43907	46822
同比增长	-15.5%	14.2%	17.2%	2.4%	6.6%
营业利润(百万元)	12142	14687	19192	19275	20365
同比增长	-25.7%	21.0%	30.7%	0.4%	5.7%
归母净利润(百万元)	11053	12751	17511	17585	18579
同比增长	-17.2%	15.4%	37.3%	0.4%	5.7%
每股收益(元)	1.18	1.35	1.94	1.95	2.06
PE	14.92	13.04	9.08	9.04	8.55
PB	1.03	1.00	0.98	0.93	0.99

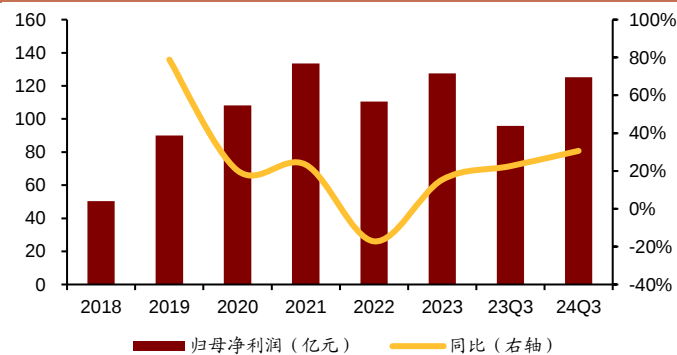
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：华泰证券营业收入



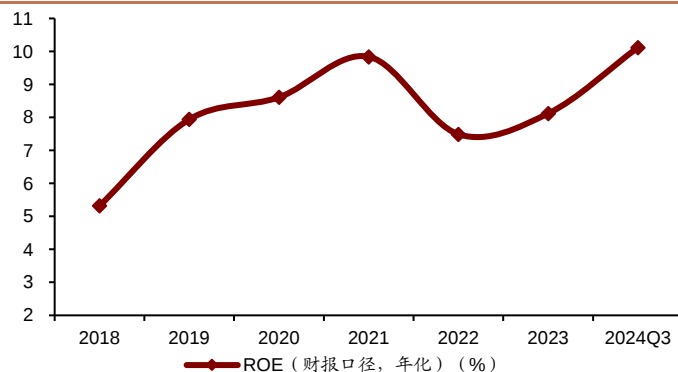
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：华泰证券归母净利润



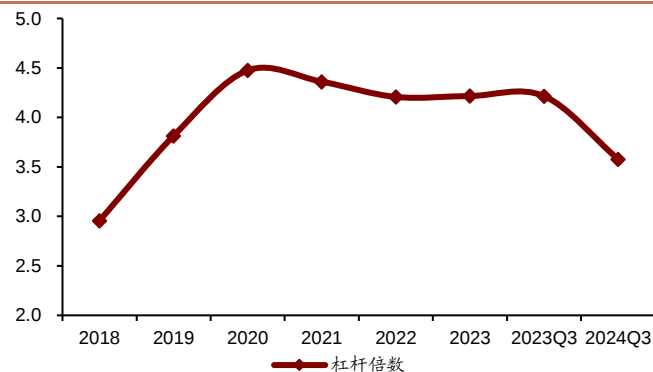
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：华泰证券年化 ROE



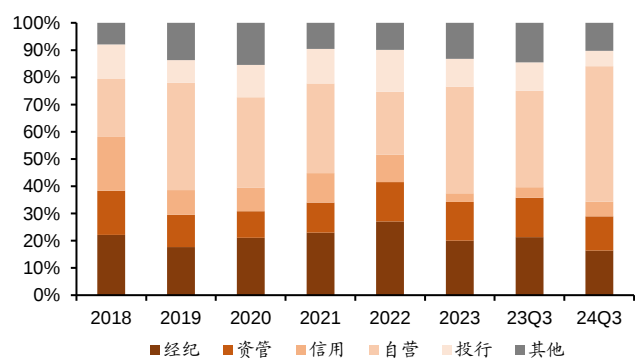
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：华泰证券杠杆倍数



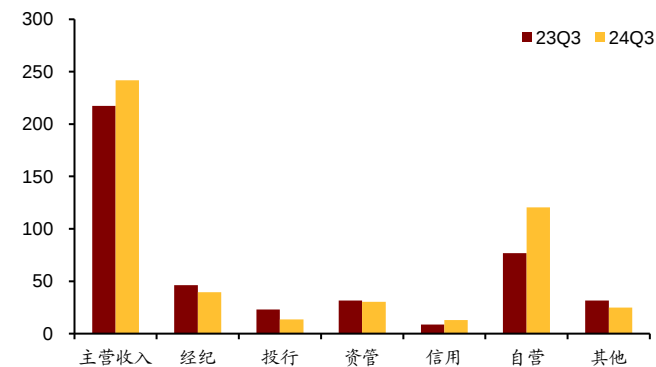
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：华泰证券营收结构



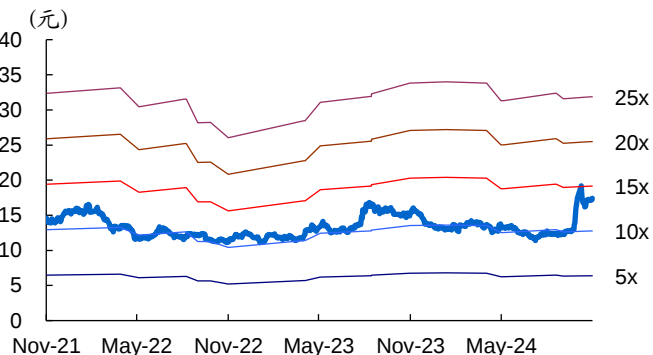
资料来源：公司公告、招商证券

图 6：华泰证券主营收及分部收入同期对比（亿元）



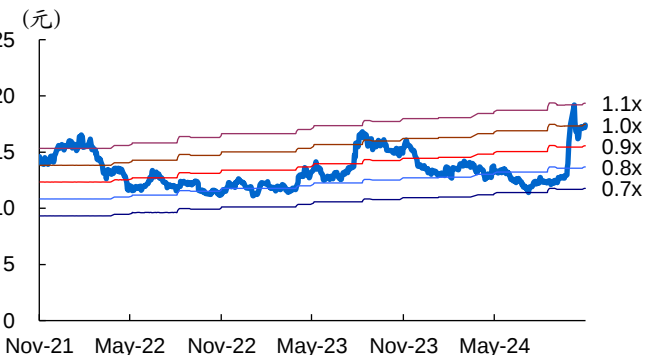
资料来源：公司公告、招商证券；注：主营业务收入为调整后结果。

图 7：华泰证券历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 8：华泰证券历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

财务预测表

表 1: 损益表 (单位: 百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	37,905	32,032	36,578	42,870	43,907	46,822
手续费及佣金净收入	16,673	16,236	14,613	13,995	15,313	16,390
代理买卖证券业务净收入	7,879	7,073	5,959	5,968	6,686	7,507
证券承销业务净收入	4,344	4,024	3,037	1,961	2,354	2,404
受托客户资产管理业务净收入	3,772	3,769	4,256	4,700	4,900	5,100
利息净收入	3,751	2,633	952	1,167	1,345	1,605
投资净收益	13,592	10,459	13,281	16,906	16,259	17,486
其中: 对联营企业和合营企业的投资	2,630	2,000	2,585	1,400	3,000	3,000
公允价值变动净收益	309	-3,214	975	1,633	1,711	1,943
汇兑净收益	-282	2,199	1,323	450	550	660
其他收益	271	288	307	200	210	221
其他业务收入	3,592	3,430	5,126	8,518	8,518	8,518
资产处置收益	0	1	2			
营业支出	21,567	19,890	21,890	23,677	24,632	26,457
税金及附加	240	190	188	171	263	281
管理费用	17,274	16,849	17,079	16,225	16,225	17,848
资产减值损失	0	0	0	2	2	2
信用减值损失	-548	-485	-411	-643	220	234
其他业务成本	3,505	3,336	5,035	7,922	7,922	8,092
营业利润	16,339	12,142	14,687	19,192	19,275	20,365
加: 营业外收入	8	155	276	0	0	0
减: 营业外支出	74	69	759	86	88	94
其中: 非流动资产处置净损失						
利润总额	16,273	12,228	14,205	19,106	19,187	20,271
减: 所得税	2,672	863	1,168	1,146	1,151	1,216
加: 未确认的投资损失						
净利润	13,601	11,365	13,036	17,960	18,036	19,055
减: 少数股东损益	255	313	286	449	451	476
归属于母公司所有者的净利润	13,346	11,053	12,751	17,511	17,585	18,579
加: 其他综合收益	-626	1,196	316	754	685	777
综合收益总额	12,975	12,561	13,352	18,714	18,720	19,832
减: 归属于少数股东的综合收益总额	215	499	328	468	562	694
归属于母公司普通股股东综合收益总额	12,760	12,062	13,025	18,246	18,159	19,138
每股收益:						
基本每股收益	1.47	1.18	1.35	1.94	1.95	2.06
稀释每股收益	1.46	1.16	1.33	1.94	1.95	2.06

资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 资产负债表 (单位: 百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产:						
货币资金	147,868	155,612	150,320	175,174	203,366	228,804
其中: 客户资金存款	110,631	110,431	104,023	134,749	162,693	190,670
结算备付金	41,591	38,746	42,316	46,713	58,311	67,468
其中: 客户备付金	33,010	30,029	33,187	35,035	43,733	42,505
拆出资金						
融出资金	116,942	100,648	112,341	110,829	123,998	132,848
金融投资	397,982	410,845	479,963	528,723	605,330	674,144
其中: 交易性金融资产	356,082	351,546	413,460	458,978	531,821	596,564
债权投资	32,422	48,553	50,117	51,670	53,272	54,924
其它债权投资	9,315	10,504	16,262	17,888	20,035	22,439
其他权益工具投资	163	242	125	187	202	218
以摊余成本计量的金融资产						
衍生金融资产	15,248	15,788	16,260	22,949	26,591	29,828
买入返售金融资产	11,752	34,824	12,460	14,014	20,337	22,880
持有待售资产						
应收款项	10,287	7,804	9,744	11,166	11,277	12,231
合同资产						
应收利息						
存出保证金	27,627	42,707	40,544	48,785	46,974	55,373
代理业务资产						
可供出售金融资产						
持有至到期投资						
长期股权投资	19,195	19,241	20,415	21,660	22,981	24,383
固定资产	3,950	4,682	4,586	4,964	5,117	5,407
在建工程	96	196	566	594	624	655
无形资产	6,791	7,440	7,515	7,891	8,286	8,700
其中: 交易席位费						
商誉	2,836	3,352	3,419	3,522	3,628	3,736
递延所得税资产	655	596	703	882	924	971
投资性房地产	294	218	136	150	165	181
使用权资产	1,132	1,410	1,368			
其他资产	2,404	2,458	2,852	3,308	3,838	4,453
资产总计	806,651	846,563	905,508	985,587	1,083,749	1,158,469
负债:						
短期借款	8,492	7,997	11,479	9,738	10,608	10,173
其中: 质押借款						
应付短期融资款	53,599	25,773	25,476	27,004	29,704	32,675
拆入资金	14,019	25,878	39,537	35,583	42,699	51,239
交易性金融负债	31,123	48,576	52,671	56,885	65,418	70,651
衍生金融负债	10,643	9,638	16,882	19,341	19,625	21,195
卖出回购金融资产款	130,710	144,118	144,056	164,663	183,029	205,923
代理买卖证券款	147,502	152,552	144,701	179,665	216,924	244,448
代理承销证券款	39	150	228	42	140	137
应付职工薪酬	12,815	11,893	10,583	10,054	10,054	11,059
长期应付职工薪酬						
应交税费	2,036	999	662	955	959	1,014
应付款项	103,637	105,298	110,287	115,513	120,986	126,718
应付利息			0	0	0	0
合同负债	266	219	178			

持有待售负债						
代理业务负债						
长期借款	723	805	647	647	647	647
应付债券	133,338	139,419	159,816	167,807	176,197	185,007
递延所得税负债	2,619	2,204	1,961	2,637	2,648	2,798
预计负债	0	0	570	570	570	570
租赁负债	1,231	1,519	1,468			
其他负债	1,824	1,681	2,090	2,598	3,230	4,015
负债合计	654,615	678,718	723,291	793,702	883,440	968,271
所有者权益(或股东权益):						
股本	9,077	9,076	9,075	9,029	9,029	9,029
其它权益工具	9,996	19,200	25,700	25,700	25,700	25,700
其中: 优先股						
永续债	9,996	19,200	25,700	25,700	25,700	25,700
资本公积金	70,562	70,482	69,602	69,602	69,602	69,602
减: 库存股	1,232	1,202	1,064			
其它综合收益	-217	793	1,069	700	700	701
盈余公积金	6,570	7,791	8,838	8,838	8,838	8,838
未分配利润	35,560	37,923	42,431	49,166	55,929	44,020
一般风险准备	18,106	21,024	23,458	25,254	27,058	28,963
外币报表折算差额						
未确认的投资损失						
归属于母公司所有者权益合计	148,423	165,088	179,108	188,290	196,857	186,854
少数股东权益	3,613	2,762	3,109	3,595	3,452	3,344
所有者权益合计	152,036	167,849	182,217	191,885	200,309	190,198
负债及股东权益总计	806,651	846,563	905,508	985,587	1,083,749	1,158,469

资料来源: 公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。