

科技赋能各业务协同发展，财富管理头部地位稳固保持

——华泰证券首次覆盖报告

核心观点

- 持续并购促使公司迅猛发展，近年来营收主要由财富管理业务驱动。** 1) 2003 年公司收购南方基金 45% 的股权；2005 年以 34 家营业部的体量托管亚洲证券；2009 年吸收合并信泰证券和联合证券；2016 年收购 Assetmark，2019 年成为首家 A+H+G 三地上市的券商。2) 2024H1 财富管理业务占比总营业收入 41.78%，较 2019 年提升 4.9pct。3) 券商指数近期有所反弹，但估值仍低于历史 10 年中位数。同时各时段华泰证券 PB 估值几乎均小于券商指数的 PB 估值，估值具有性价比，叠加在头部效应的行业背景下，公司估值或将得到进一步提高，投资性价比凸显。
- 财富管理龙头地位显著，致力于构建业务闭环。** 1) 公司 2023 年股基交易额 37.16 万亿元，佣金率为 0.0197%，佣金市占率为 6.30%，在传统经纪业务竞争日益激烈的环境下，仍保持行业领先地位，其中 2023 年前股基交易额均位于市场首位。2) 多平台建设打造一站式综合金融服务，涨乐财富通持续完善服务场景和策略支持、提供智能化资产配置服务；AORTA 与涨乐财富通无缝衔接、帮助投资顾问及时掌握客户需求；“省心投”作为投顾收入来源，通过涨乐财富通入口进行获客。3) 两融业务方面，近期二级市场股价走强，融资规模已回升至近两年高位，融资买入额占比持续上升。预计市场信心将推动全市场融资规模进一步上升，同时公司领先的财富管理业务将带动公司两融业务进一步增长，巩固龙头地位。
- 自营业务发展前景可期，国际业务持续深化。** 1) 截至 2023 年末自营资产规模 3719.04 亿元，位列行业第二，近期落地的互换便利（SFISF）落地将刺激公司自营业务进一步扩张。2) 作为场外期权一级交易商，公司场外衍生品业务中场外期权存续规模持续上升，未来去方向性投资趋势下将进一步扩大场外期权规模。3) 公司国际业务持续深化，2022 年在新加坡成立子公司，2024 年 9 月出售 AssetMark，并在越南市场获批证券交易代码。2024H1 国际业务实现营业收入 65 亿元人民币，营收规模跃升第一，对营业收入的贡献达 37.22%，较 2019 年提升 26.5pct。

盈利预测与投资建议

- 预测公司 24-26 年 BVPS 分别为 21.27/22.29/23.56 元，按照可比公司估值法，给予 25 年 1.10 倍 PB 估值，对应股价 24.52 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

系统性风险对估值的压制；市场成交量、IPO 政策、公司国际业务等存在不确定性。

公司主要财务信息

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32,032	36,578	42,928	42,156	47,754
同比增长(%)	-15.50%	14.19%	17.36%	-1.80%	13.28%
营业利润(百万元)	12,142	14,687	17,962	15,262	16,772
同比增长(%)	-25.69%	20.96%	22.30%	-15.03%	9.90%
归属母公司净利润(百万元)	11,053	12,751	16,363	13,719	15,178
同比增长(%)	-17.18%	15.36%	28.33%	-16.16%	10.64%
每股净资产(元)	18.19	19.74	21.27	22.29	23.56
总资产收益率(%)	1.34%	1.46%	1.83%	1.52%	1.59%
净资产收益率(%)	6.91%	7.28%	8.66%	6.85%	7.19%
市盈率	14.57	12.63	9.79	11.67	10.55
市净率	0.98	0.90	0.83	0.80	0.75
经纪业务佣金率(%)	2.18%	1.97%	1.92%	1.91%	1.90%

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

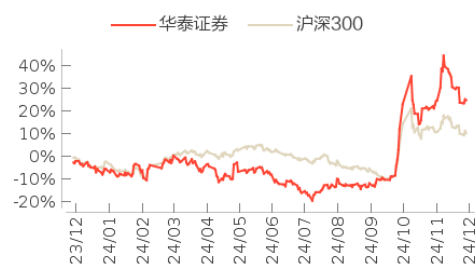
投资评级

买入（首次）

股价（2024年11月28日）	17.68元
目标价格	24.52元
52周最高价/最低价	20.98/11.34元
总股本/流通A股（万股）	902,730/901,338
A股市值（百万元）	159,603
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2024年11月30日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-4.28	2.2	44.53	24.58
相对表现%	-1.35	4.51	26.7	14.52
沪深300%	-2.93	-2.31	17.83	10.06



证券分析师

王晶 021-63325888*6072
wangjing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120030

联系人

鲍丙文 baobingwen@orientsec.com.cn

相关报告

自营大幅回暖，ROE 显著修复：——华泰 2023-04-29
证券 1Q2023 业绩点评

目录

1. 科技金融协同发展，头部地位逐渐形成	6
1.1 地方性成长为综合性券商	6
1.2 头部地位进一步巩固	7
2. 财富管理业务筑成护城河	10
2.1 经纪业务市场地位领先，线上持续保持较高活跃度	10
2.2 数字化赋能财富管理业务，智能投顾是大势所趋	12
2.3 信用业务保持稳定，两融业务独占鳌头	13
3. 投行业务市场地位不断提高	15
3.1 股权融资业务整体承压，债权融资成为发力点	15
3.2 并购重组将大展宏图，政策或将持续加码	17
4. 自营业务是公司未来发展亮点	18
4.1 自营资产规模增长迅速，权益类占比持续降低	18
4.2 场外衍生品业务持续发力	20
5. 投资管理业务均衡发展	21
5.1 私募股权投资规模有所下降	21
5.2 二级市场规模不断上升	22
5.3 另类投资业务前景可期	24
6. 国际业务持续扩张中	24
7. 盈利预测与投资建议	28
7.1 盈利预测	28
7.2 投资建议	29
8. 风险提示	30

图表目录

图 1: 公司业务涵盖广泛	6
图 2: 华泰证券业务生态及战略	7
图 3: 信息技术投入金额增长明显	7
图 4: 华泰证券技术人员人数及占比位于首位	7
图 5: 华泰证券营业收入排名上升明显	8
图 6: 华泰证券净利润排名上升明显	8
图 7: 华泰证券净资产排名上升明显	8
图 8: 华泰证券总资产排名表现	8
图 9: 头部券商 2023 年营收及平均复合增长率	8
图 10: 头部券商 2023 年净利润及平均复合增长率	8
图 11: 2023 年头部券商各业务净收入构成 (亿元)	9
图 12: 华泰证券自营业务净收入相对同业占比较高	9
图 13: 华泰证券各业务营收构成 (亿元)	9
图 14: 华泰证券财富管理业务与国际业务贡献主要营收	9
图 15: 公司 PB 指数处于低位	10
图 16: 华泰证券股基交易额增长明显	10
图 17: 受市场影响华泰证券佣金率降低明显	10
图 18: 华泰证券近年来营业部数量保持稳定	11
图 19: 华泰证券营业部平均经纪业务收入位于市场前列	11
图 20: “涨乐财富通”累计下载量	11
图 21: “涨乐财富通”平均月活数保持稳定	11
图 22: “涨乐财富通”月活数位于券商 APP 首位	12
图 23: 线上交易成为主要交易方式	12
图 24: 头部券商投资顾问数量及占总员工比重	13
图 25: 数字化赋能财富管理服务	13
图 26: 华泰证券两融市占率保持稳定	14
图 27: 华泰证券两融利率保持稳定	14
图 28: 头部券商 23 年融资融券利息收入对比	14
图 29: 华泰证券 24H1 融资融券利息收入位于首位	14
图 30: 华泰证券股票质押式回购余额有所下降	14
图 31: 华泰证券整体维持担保比例及平均履约保障比例情况	14
图 32: 全市场股权分业务融资规模 (亿元) 及占 GDP 比重	15
图 33: 全市场股权分业务融资规模占比	15
图 34: 华泰证券股权融资各业务主承销金额 (亿元)	16

图 35: 华泰证券股权融资各业务主承销金额占比	16
图 36: 华泰证券股权主承销金额市场排名跃升至市场第二	16
图 37: 华泰证券股权业务市占率保持上升	16
图 38: 华泰证券投行各业务主承销收入构成情况 (百万元)	17
图 39: 华泰证券投行各业务主承销收入占比	17
图 40: 华泰证券债券承销规模稳步扩张	17
图 41: 华泰证券债券承销市场份额占比上升明显	17
图 42: 头部券商投资资产分类 (亿元)	19
图 43: 头部券商各投资资产比例	19
图 44: 2023 年头部券商权益及非权益自营资产规模 (亿元)	19
图 45: 2023 年头部券商权益及非权益自营资产规模占比	19
图 46: 华泰证券自营资产增长迅速 (亿元)	19
图 47: 华泰证券权益类自营资产占比下降明显	19
图 48: 华泰证券衍生工具规模 (亿元)	21
图 49: 华泰证券场外衍生品存续规模上升明显	21
图 50: 华泰紫金投资金额及项目数变动情况	22
图 51: 华泰紫金私募基金月均规模名列前茅	22
图 52: 全市场公募基金规模上升明显	22
图 53: 全市场证券及子公司私募资管规模持续下降	22
图 54: 华泰证券单一资管计划规模下降明显 (亿元)	23
图 55: 华泰证券 ABS 发行规模及排名变动情况	23
图 56: 南方基金管理资产规模及市占率位于市场前列	23
图 57: 华泰柏瑞基金管理资产规模及市占率持续增长	23
图 58: 华泰创新投资业务概览	24
图 59: 华泰创新投资规模与存续项目数	24
图 60: 国际业务逐步推进中	25
图 61: 华泰证券国际业务覆盖广泛	25
图 62: 华泰金控 (香港) 国际市场营收占比不断提高	26
图 63: 部分头部券商国际业务营收比较 (百万元)	26
图 64: 华泰金控 (香港) 股票交易量增长明显	26
图 65: 华泰金控 (香港) 机构融资交易发行规模变动	26
图 66: AssetMark 对国际业务营收贡献不断下降	27
图 67: AssetMark 平台资产规模上升明显	27
表 1: 2023 年华泰各业务净收入排名	9
表 2: 华泰证券并购重组金额数量及排名情况	18
表 3: 华泰证券估值模型预测指标 (单位: 百万元)	28

表 4：华泰证券收入分类预测表.....	29
表 5：华泰证券可比公司估值表.....	29

1. 科技金融协同发展，头部地位逐渐形成

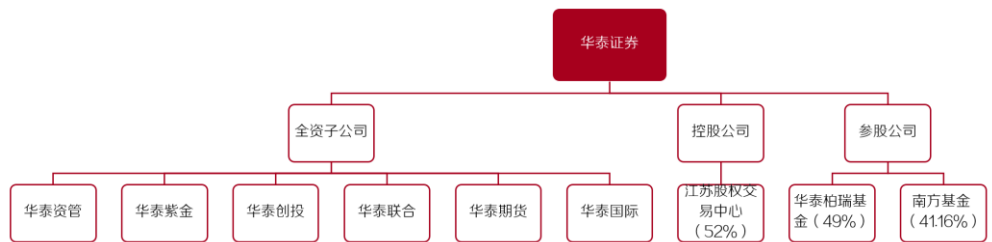
1.1 地方性成长为综合性券商

前身系江苏省证券公司，逐步成长为全国头部券商。公司的前身为江苏省证券公司，成立于 1991 年，并于 1997 年实施增资并更名为江苏证券。1999 年，江苏证券将注册资本增加到 8.50 亿元，并更名为华泰证券。同年，华泰证券被核准为综合类证券公司。公司逐步由地方型券商发展为全国范围内的综合性券商，也跻身行业龙头券商。2010 年公司 A 股在上海证券交易所挂牌上市交易；2015 年公司 H 股在香港联合交易所挂牌上市交易；2019 年公司全球存托凭证在伦敦证券交易所成功上市交易。自此，公司也成为一家在上海、香港和伦敦三地上市的中国金融机构。

公司的稳步向前得益于成功的并购拓展。公司于 2003 年公司收购南方基金 45% 的股权；2005 年以 34 家营业部的体量托管亚洲证券，成为亚洲证券资产的受让方，原亚洲证券的 48 家营业部和 12 家服务部全部被华泰纳入旗下；2009 年吸收合并了信泰证券和联合证券。公司吸收合并信泰证券后，获取其 20 家营业部，扩大自身经纪业务版图。吸收联合证券和华泰联合证券的成立，加强了公司在一线城市的布局，有利于公司打造投行精品招牌；2016 年，公司收购了 Assetmark，加大在财富管理领域的布局。在不同领域的并购加速公司业务版图的扩大。

集团业务涵盖金融各个领域。华泰证券业务覆盖广泛，截至 24 年半年度，在中国境内拥有 245 家营业部，28 家分公司，拥有各条线业务体系完备的子公司。公司拥有全资子公司：华泰资管、紫金投资、华泰创投、华泰联合、华泰期货、华泰国际；公司的控股子公司：江苏股权交易中心；参股公司有：华泰柏瑞基金，南方基金。

图 1：公司业务涵盖广泛（截至 2024/6/30）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

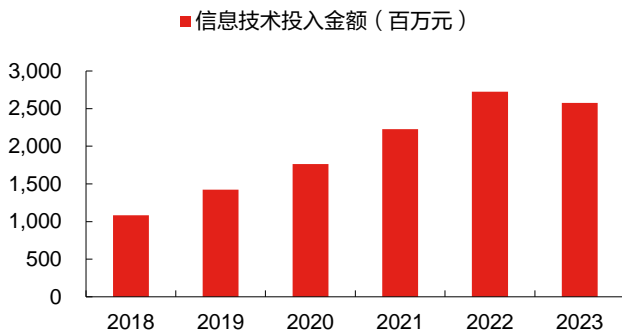
科技驱动的证券行业转型开拓者，塑造核心竞争力。华泰证券 2009 年在行业内率先提出互联网战略，长期致力于金融科技战略布局和投入，结合全业务链优势，打造市场领先的整体金融科技解决方案，有效支撑并赋能业务发展。公司始终坚持以业务为中心的科技发展定位，多年来一直保持信息技术的高水位资金和人员投入，致力打造领先的信息技术自主研发能力与卓越的数字化产品创新能力，通过科技赋能和数字化运营持续提升客户服务体验，推动智能运营，持续优化管理模式，驱动业务高速发展。华泰证券金融科技长期坚持以自研为主，信息技术投入金额从 2018 年的 10.85 亿元增长至 2023 年的 25.78 亿元，年平均复合增长率为 18.90%。截至 2023 年末，华泰证券拥有 3286 位技术人员，技术人员占总员工比重为 19.73%，排名市场第一。

图 2：华泰证券业务生态及战略



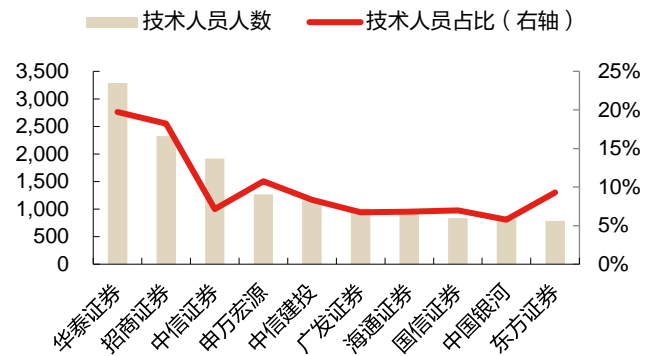
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 3：信息技术投入金额增长明显



数据来源：公司年报，东方证券研究所

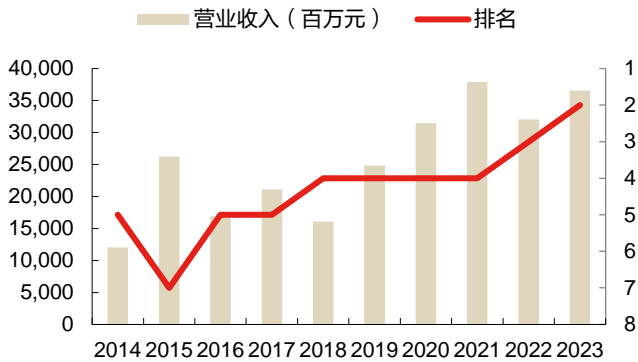
图 4：华泰证券技术人员人数及占比位于首位



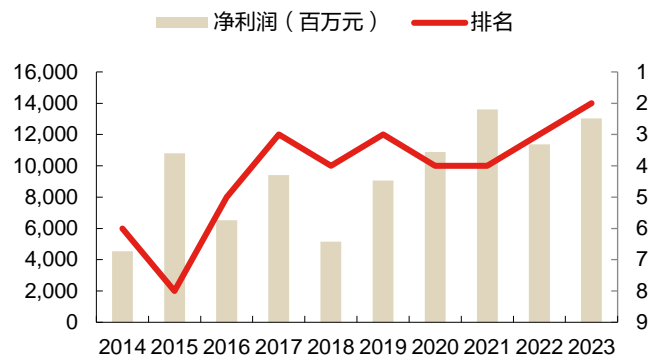
数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2 头部地位进一步巩固

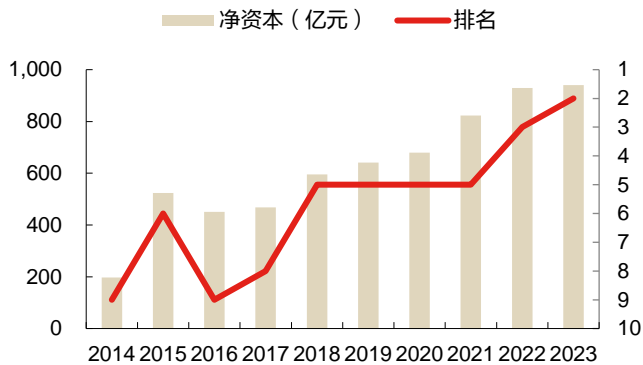
华泰证券头部地位凸显，指标排名上升显著。十年来华泰证券的营业收入、净利润、净资产排名均稳步上升，其中 2023 年营业收入为 365.8 亿元，平均复合增长率为 11.73%；净利润为 130.4 亿元，平均复合增长率为 11.12%。

图 5：华泰证券营业收入排名上升明显


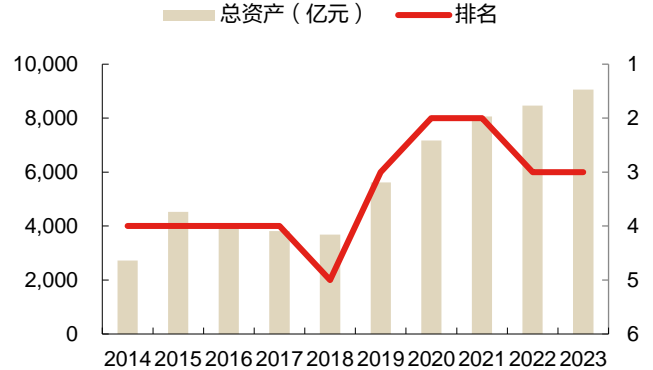
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 6：华泰证券净利润排名上升明显


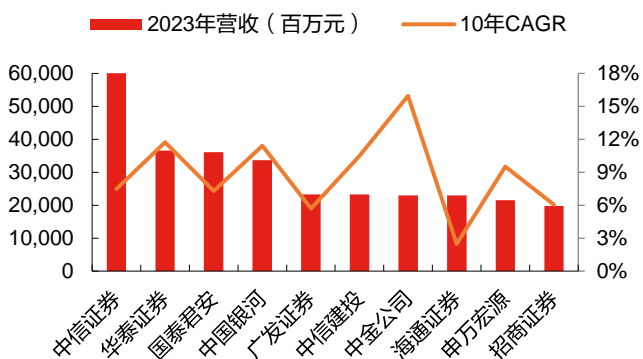
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 7：华泰证券净资本排名上升明显


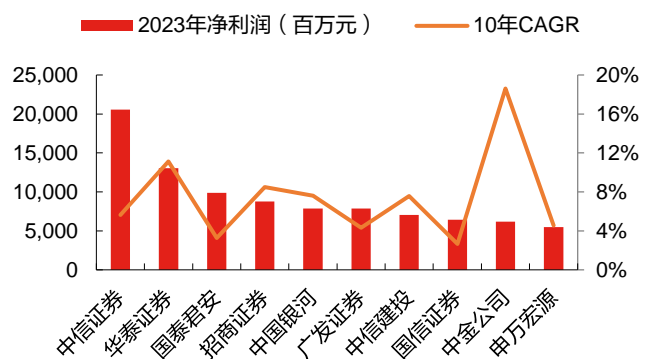
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 8：华泰证券总资产排名表现


数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 9：头部券商 2023 年营收及平均复合增长率


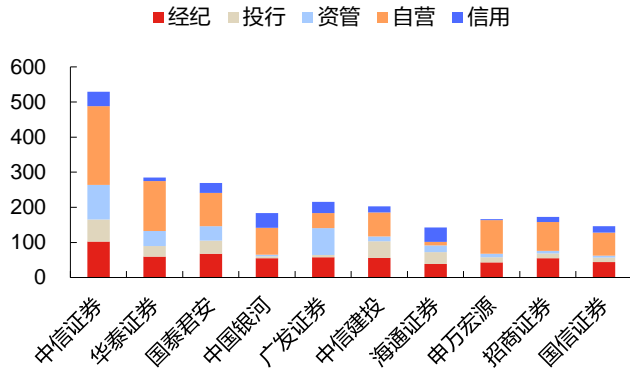
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 10：头部券商 2023 年净利润及平均复合增长率


数据来源：公司年报，东方证券研究所

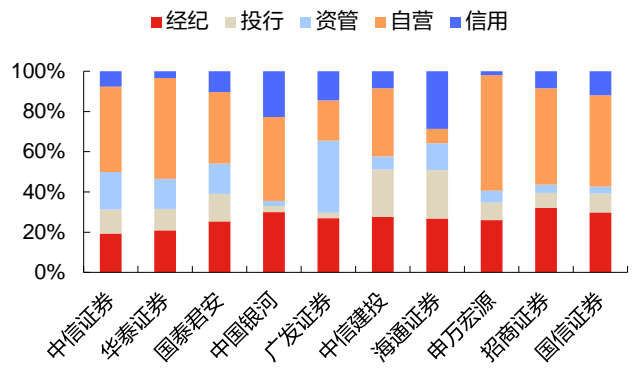
自营收入排名领先，财富管理与国际业务驱动总营收增长。2023 年公司自营收入为 142.55 亿元，自营业务收入仅次于中信证券，近十年平均复合增长率为 17.01%。从各业务营收构成来看，受资本市场波动、IPO 业务收紧等影响，2024H1 投资管理与机构服务业务收入下降明显，合计占比仅为 9.42%；财富管理业务总体保持坚挺，2024H1 占比总营业收入 41.78%，较 2019 年提升 4.9pct，持续保持在 40% 上下；国际业务逆势增长明显，2024H1 营业收入的贡献达 37.22%，较 2019 年提升 26.5pct。

图 11：2023 年头部券商各业务净收入构成（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：华泰证券自营业务净收入相对同业占比较高



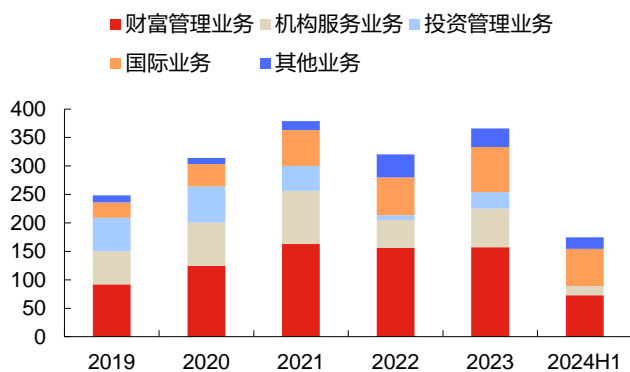
数据来源：Wind，东方证券研究所

表 1：2023 年华泰各业务净收入排名

经纪	投行	资管	自营	信用	总营收
3	5	3	2	9	2

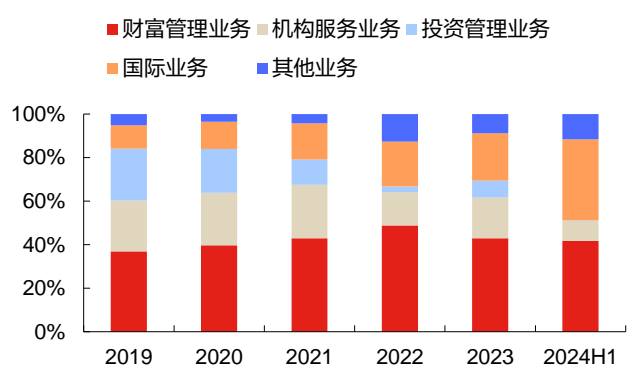
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：华泰证券各业务营收构成（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

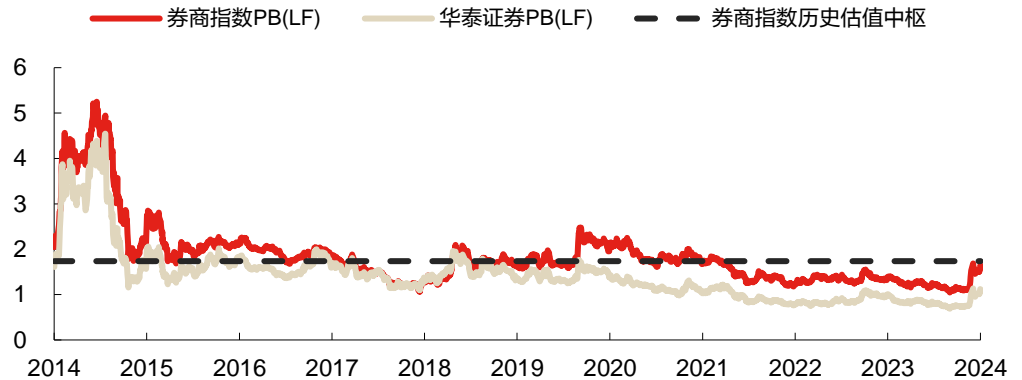
图 14：华泰证券财富管理业务与国际业务贡献主要营收



数据来源：Wind，东方证券研究所

公司 PB 仍位于历史低位，估值极具性价比。从 10 年历史估值走势来看，券商指数近期有所反弹，但仍低于 10 年历史中位数。同时各时段华泰证券 PB 估值几乎均小于券商指数的 PB 估值，估值具有性价比，叠加在头部效应的行业背景下，公司估值或将得到进一步提高，投资性价比凸显。

图 15：公司 PB 指数处于低位



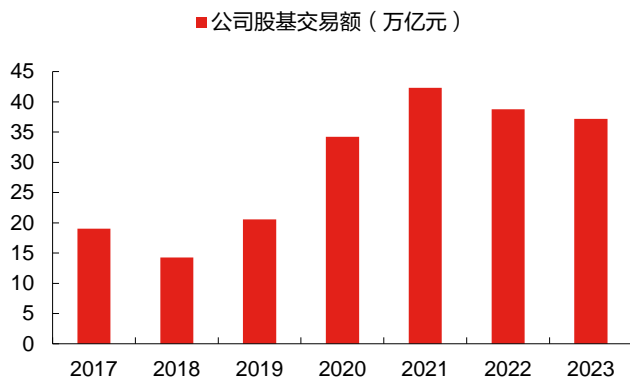
数据来源：Wind，东方证券研究所

2. 财富管理业务筑成护城河

2.1 经纪业务市场地位领先，线上持续保持较高活跃度

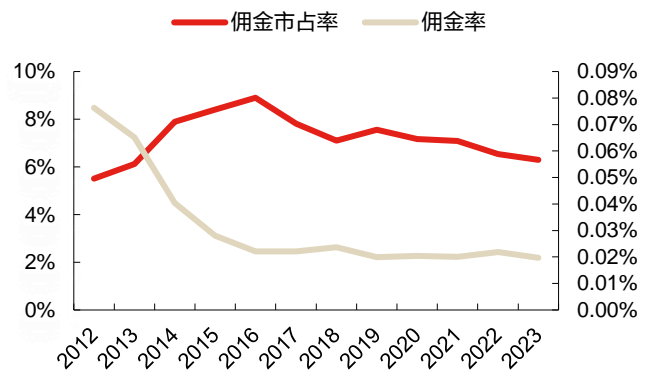
股基交易额处于绝对领先，佣金率营业部运转高效。公司 2023 年股基交易额 37.16 万亿元，佣金率为 0.0197%，佣金市占率为 6.30%，在传统经纪业务竞争日益激烈的环境下，仍保持行业领先地位。公司积极升级传统线下营业网点功能，持续优化营业网点布局，集中网点资源专注于为高净值客户与机构客户提供个性化综合金融服务。随着客户需求的多样化，公司针对客户的需求进行了部门架构改革，截至 2024H1 公司营业部数量 245 个，较 2015 年底数量持平，经纪业务收入为 35.09 亿元，平均每个营业部营收 1432 万元，仅次于中信证券。

图 16：华泰证券股基交易额增长明显



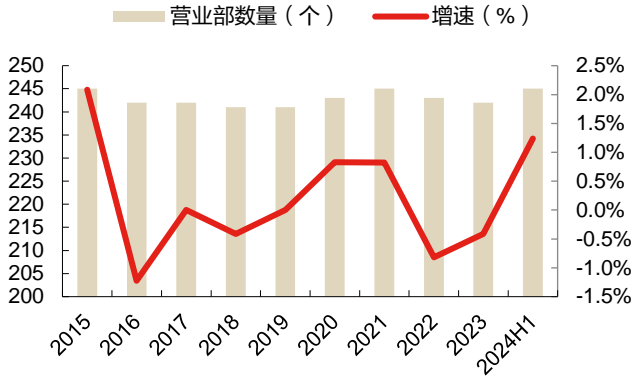
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 17：受市场影响华泰证券佣金率降低明显



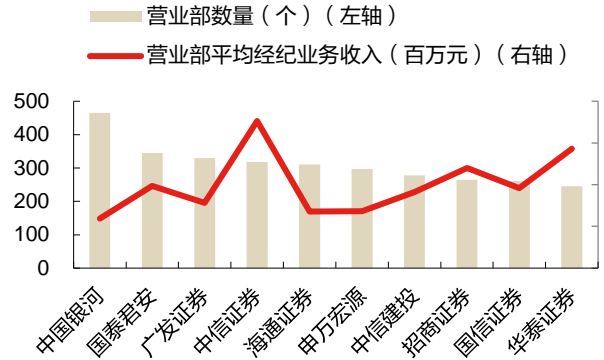
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 18：华泰证券近年来营业部数量保持稳定



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 19：华泰证券营业部平均经纪业务收入位于市场前列

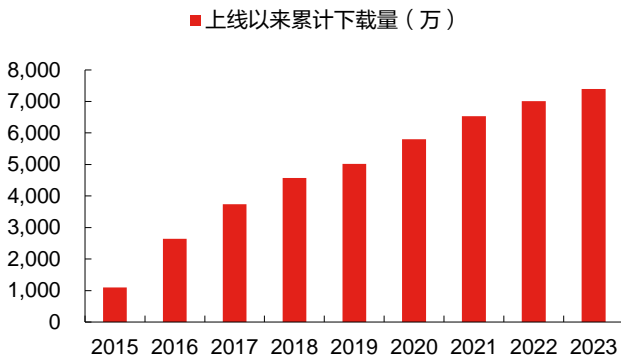


数据来源：Wind，东方证券研究所

线上成为财富管理业务战略关键。互联网是华泰证券发展经纪业务的长久战略，公司持续升级“涨乐财富通”为载体的互联网营销服务体系，不断提高互联网渠道覆盖度，提升互联网引流效应。随着“涨乐财富通”的品牌效应逐渐显现，线上平台已不仅是证券交易的途径，更是公司获取零售客户和归集客户资产的核心载体。公司 2014 年推出移动财富管理终端“涨乐财富通”，并持续对其进行优化升级。2021 年，涨乐财富通共发布 28 个版本，从构建内容互动场景及工具、提供沉浸式业务办理体验、打造特色化行情交易与账户服务等方面出发，积极建立围绕客户财富管理新趋势下的科技平台，以提升用户互动、扩大客户数量和资产规模为重点，持续完善服务场景和策略支持，提供智能化资产配置服务。

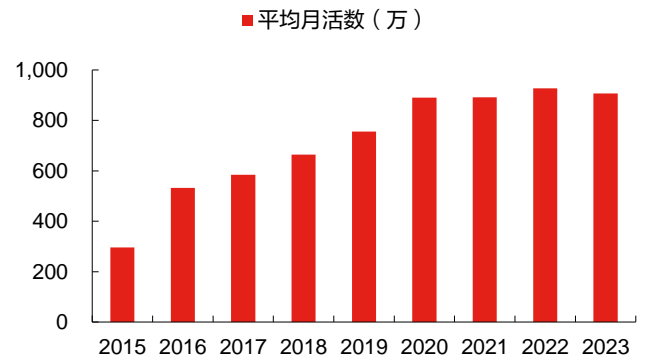
持续升级+互联网导流，“涨乐财富通”稳居券商 APP 月活榜第一。华泰证券对“涨乐财富通”的持续升级，显著提升了 APP 的品牌声望、用户活跃度与粘性。从 2014 年 APP 上线至 2023 年 12 月 31 日，“涨乐财富通”已累计下载 7401.24 万台；2015 年至 2023 年，APP 平均月活数由 296.54 万人大幅增长至 906.43 万人，通过移动终端交易的金额占公司总交易量比例由 72.91% 提升至 96.79%，可见客户对于线上交易的依赖性不断增强。根据易观千帆发布的 APP 月活数据，从 2018 年 11 月至今，“涨乐财富通”月活数远超其他传统券商 APP，稳居券商 APP 榜首。

图 20：“涨乐财富通”累计下载量



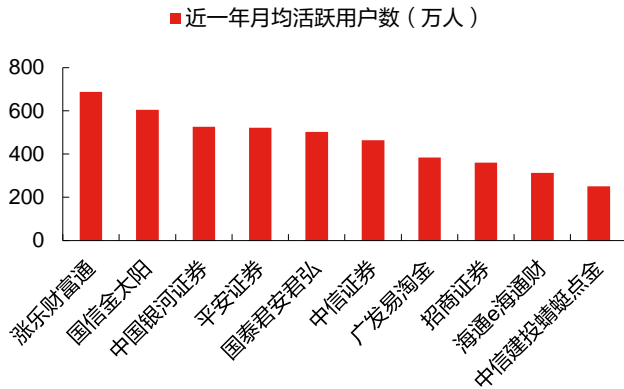
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 21：“涨乐财富通”平均月活数保持稳定



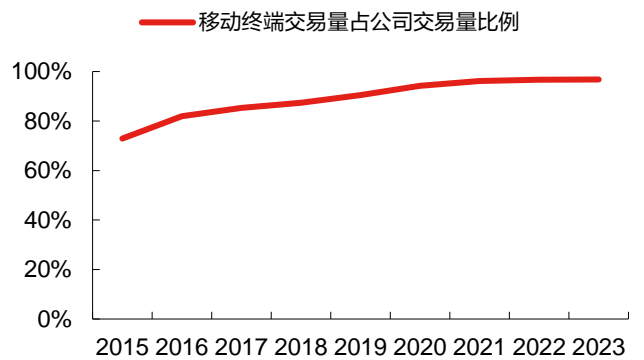
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 22：“涨乐财富通”月活数位于券商 APP 首位



数据来源：Quest Mobile, 东方证券研究所

图 23：线上交易成为主要交易方式



数据来源：公司年报, 东方证券研究所

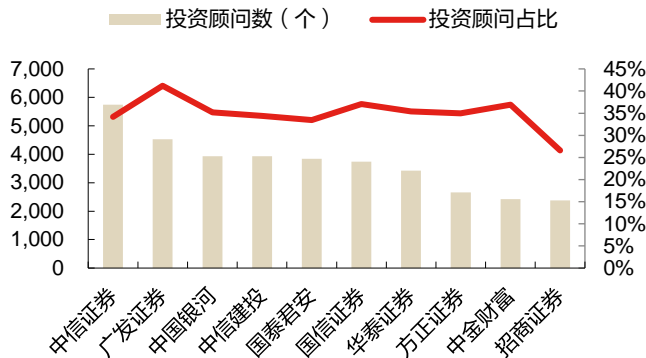
2.2 数字化赋能财富管理业务，智能投顾是大势所趋

平台协同实现“公司-投顾-客户”的信息贯通。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。

第一批获得基金投顾试点，公司投顾业务持续加码。2019 年 10 月，证监会发布《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，公募基金投顾业务自此扬帆起航，2020 年华泰证券获得试点开展基金投资顾问业务资格，10 月推出基金投顾品牌“涨乐星投”，2021 年升级为“省心投”，在涨乐财富通 APP 首页设置，2022 年成立面向客户的买方投研服务中心——省心研究院，拥有超 100 人的服务团队，以帮助客户用科学的方法实现资产的保值增值为使命，2023 年华泰证券推出主理人“带你省心投”的基金投顾服务模式，主理人根据市场信号变化，投资自己管理的策略，为投资者提供及时的投资参考，以实际行动陪伴投资者从容应对市场。

投顾业务发展空间仍然巨大。截至 2024 年 10 月，华泰证券共有 3426 个投资顾问，占总员工人数 35.38%，排名市场第四，投顾工作云平台与涨乐财富通无缝衔接，帮助投资顾问即时掌握客户需求。截至 2023 年末，中国公募基金规模 27.6 万亿，基民超 7.2 亿，但基金投顾规模仅 1500 亿，占公募基金规模比重 0.54%，客户仅有 524 万，券商较基金公司、第三方代销机构相比，具有线上 APP 和线下营业网点覆盖全国、投研端和产品端能力较强、财富管理经验丰富等优势，券商买方投顾业务未来仍有很大的发展空间。

图 24：头部券商投资顾问数量及占总员工比重



数据来源：证券业协会，东方证券研究所，数据截至 2024 年 10 月

图 25：数字化赋能财富管理服务

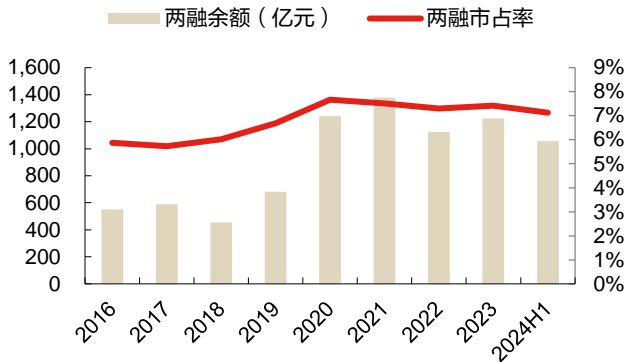


数据来源：公司官网，东方证券研究所

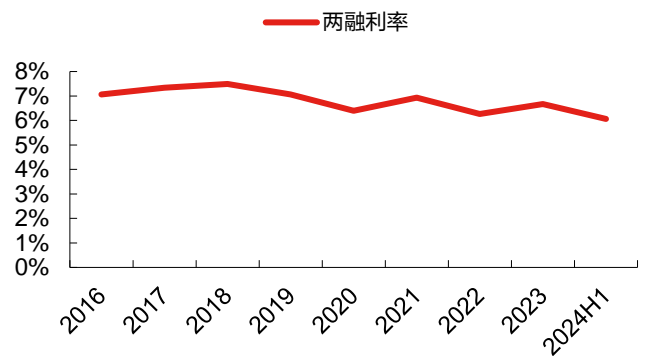
财富管理业务向买方投顾转型是大势所趋。2023 年 6 月，证监会推出《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》，旨在推动基金投资顾问业务试点转常规，进一步强调服务与客户的匹配度以及服务的持续性；2023 年 7 月起，证监会发布公募基金费率改革工作安排，公募基金费率改革将按照“管理费用-交易费用-销售费用”的实施路径，分三阶段稳步降低公募行业综合费率，目前前两阶段已经落地。传统机构经纪业务和代销金融产品业务将承受较大压力，政策旨在通过规范化的政策推动机构财富管理业务的优化布局改革。尽管财富管理业务下券商基金销售规模近年来增长迅速，但在公募基金费率改完全落地后规模将有所下滑。因此在增量有限的情况下，未来要加大投顾的规模与专业性，对存量进行挖掘与再分配。促进券商代销向买方投顾转型，弱化基金代销的周期属性，依靠投顾业务加速向财富管理转型，发挥产品线和渠道优势、对存量客户进行二次开发，为客户提供契合风险偏好、符合投资目标的资产配置方案，从而覆盖高、中、低净值的多数人群。

2.3 信用业务保持稳定，两融业务独占鳌头

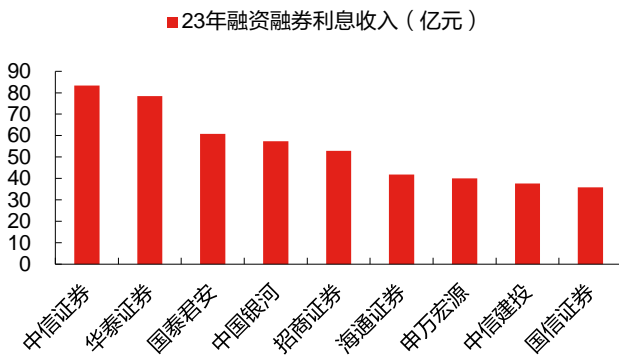
大力发展两融业务，资本中介发展态势良好。公司资本中介业务发展态势良好，融资融券业务规模快速提升并显著高于市场平均水平，市场份额继续扩大，公司压缩股票质押式回购并优化业务结构，业务风险平稳可控。1) 2019 年以来，监管全方位松绑了券商两融业务规则，两融标的大幅提升，截至 2024H1，公司融资融券业务余额为 1055.54 亿元，平均复合增长率为 10.19%，市场份额 6.06%。公司融资融券业务利息收入为 34.58 亿元，行业排名提高至第一。两融利率相对保持稳定，2023 年两融利率为 6.68%，较 2019 年降低 0.4pct。2) 截至 2024H1，公司股票质押式回购业务待购回余额为人民币 216.17 亿元、平均履约保障比例为 222.81%，其中，表内业务待购回余额为人民币 44.72 亿元、平均履约保障比例为 237.07%，表外业务待购回余额为人民币 171.45 亿元。

图 26：华泰证券两融市占率保持稳定


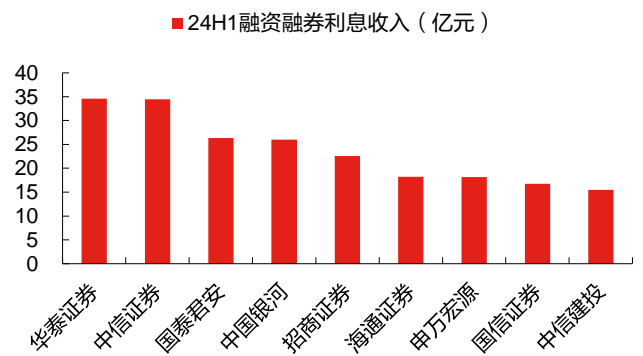
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 27：华泰证券两融利率保持稳定


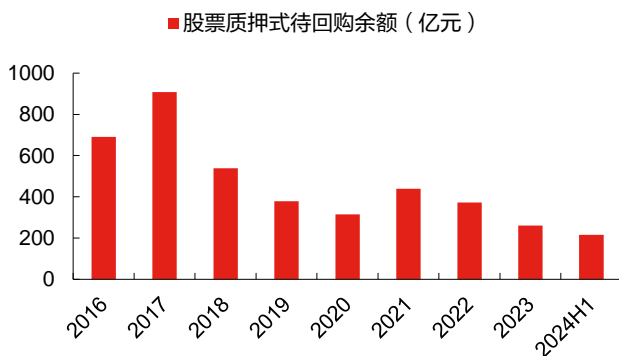
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 28：头部券商 23 年融资融券利息收入对比


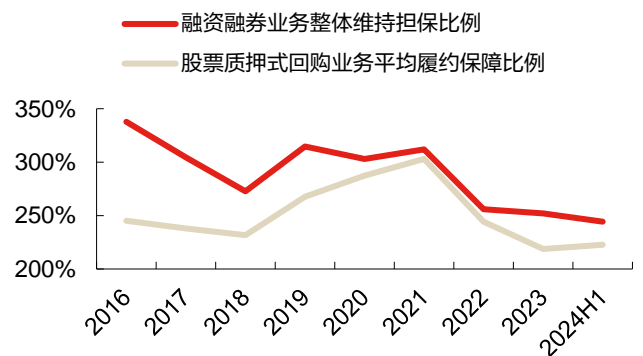
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 29：华泰证券 24H1 融资融券利息收入位于首位


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 30：华泰证券股票质押式回购余额有所下降


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 31：华泰证券整体维持担保比例及平均履约保障比例情况


数据来源：Wind，东方证券研究所

公司的财富管理业务优势地位稳固，未来市占率或将持续恢复。九月底以来市场活跃度持续提升，日均股基交易额超过 15000 亿元，两融余额也恢复到去年同期水平，投顾业务也在进一步深化中。未来在头部券商集中，中小券商整合的趋势下，公司的财富管理战略、投顾一体化以及金融科技

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

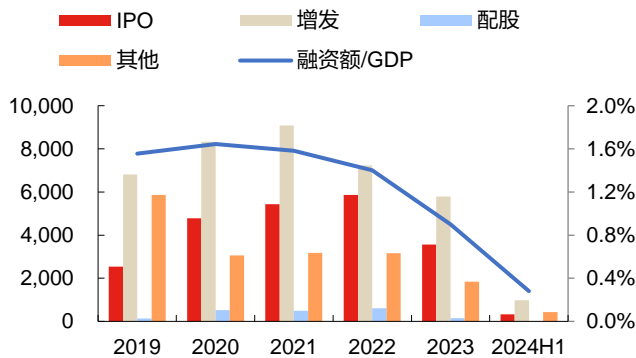
赋能下，未来公司市占率有望得到一定提升，财富管理业务地位也将进一步稳固。

3. 投行业务市场地位不断提高

3.1 股权融资业务整体承压，债权融资成为发力点

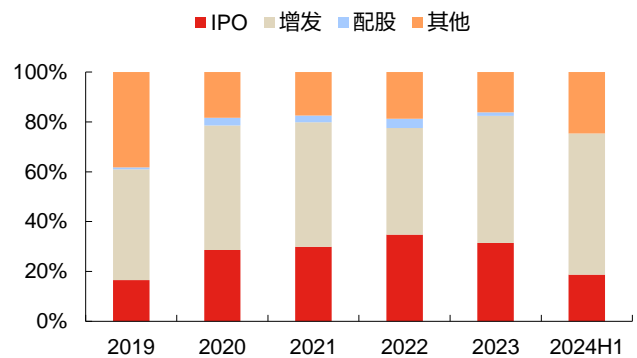
受政策影响股权融资业务收紧，整体规模大幅缩减。2023年8月，证监会统筹一二级市场平衡优化IPO、再融资监管安排，一是根据市场情况，阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡。二是对于金融行业上市公司或者其他行业大市值上市公司的大额再融资，实施预沟通机制，关注融资必要性和发行时机。三是突出扶优限劣，对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模；2024年4月，沪深交易所所在证监会的指导下修订发布《股票发行上市审核规则》等系列规则，主板、创业板/科创板上市门槛大幅提高。政策收紧下，全市场2024H1的股权融资总额为1729.73亿元，占比GDP仅为0.28%，较2020年的1.64%下降明显，其中增发规模占比提升明显，从2019年的44%提升至2024H1的57%。

图 32：全市场股权分业务融资规模（亿元）及占 GDP 比重



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 33：全市场股权分业务融资规模占比

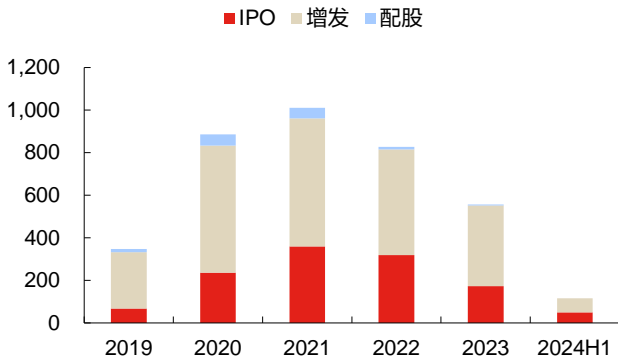


数据来源：Wind，东方证券研究所

市场低迷下华泰投行业务排名逆势增长，业务市占率表现强劲。在全市场IPO业务萎缩的情况下，公司IPO业务规模占比逆势增长，从2019年的19%提升至2024H1的44%；同时2024H1股权主承销金额195.45亿元，市场排名首次提升至第二。IPO市占率从2019年的2.65%提升至2024H1的15.49%，总体市占率从2019年的3.66%提升至2024H1的8.84%。

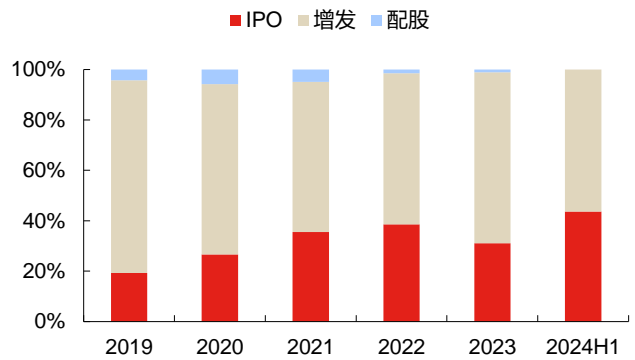
公司股权承销金额大幅降低，“修炼内功”成为关键。2024H1的IPO承销金额为50.33亿元，占比不足23全年的1/3，增发承销金额为64.89亿元，占比仅约为23全年的1/6。整体来看，2024年以来IPO业务已进入强监管时期，IPO门槛提高有助于筛选出更具竞争力和成长潜力的企业进入市场。监管将统筹考虑从源头提高上市公司质量以及资本市场投融资功能的动态平衡，发行节奏放缓、发行规模降低已成为新常态，各证券公司IPO项目储备的质量成为关键。截至10月22日，华泰证券IPO申报项目数量合计84个，位于行业第五，其中报送证监会3家，已审核通过2家，证监会注册2家，均位于行业前三。

图 34：华泰证券股权融资各业务主承销金额（亿元）



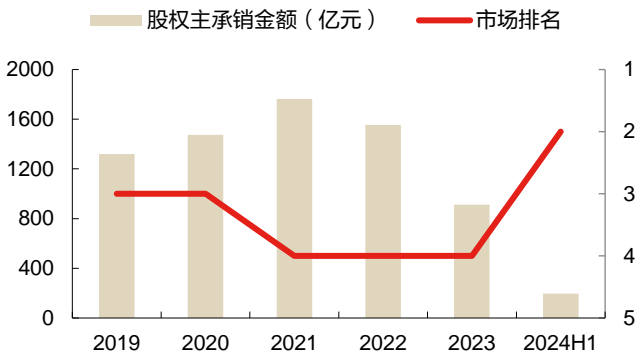
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 35：华泰证券股权融资各业务主承销金额占比



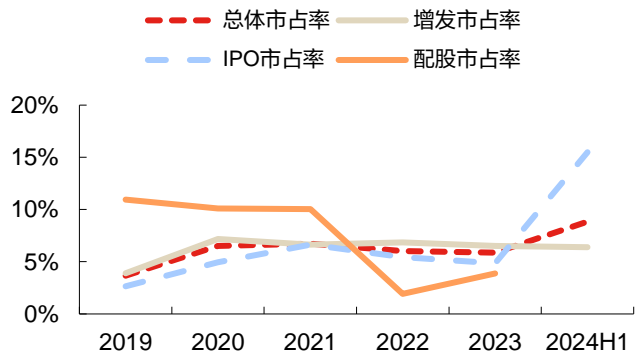
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 36：华泰证券股权主承销金额市场排名跃升至市场第二



数据来源：Wind，东方证券研究所

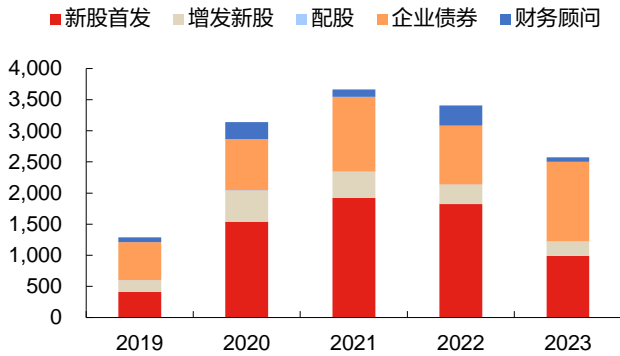
图 37：华泰证券股权业务市占率保持上升



数据来源：公司公告，Wind，东方证券研究所

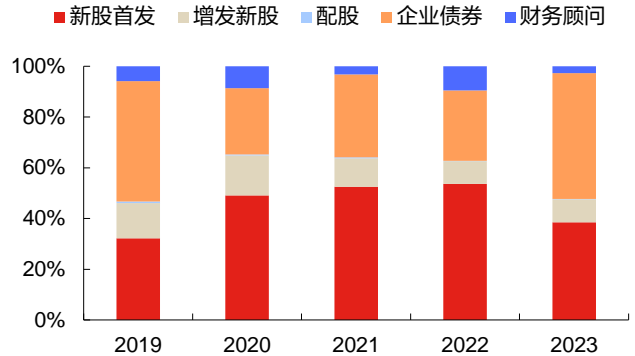
公司债权融资业务发展迅猛，成为投行业务发力点。受股权融资业务遇冷影响，公司债券承销收入占比从 2022 年的 27.81% 增长至 2023 年的 49.54%，预计 24-25 年仍会处于高位。2024H1 公司债券主承销金额为 5361 亿元，市场排名连续三年半保持第 3，市场份额从 2019 年的 4.21% 增长至 2024H1 的 8.83%。为应对股权融资业务的新常态，行业普遍加大了债权融资业务的展业力度、深挖业务潜力，以期扩大收入来源并减缓投行业务的下滑压力，预计未来三年行业各类债券承销规模也将维持在近年来的高位。

图 38：华泰证券投行各业务主承销收入构成情况（百万元）



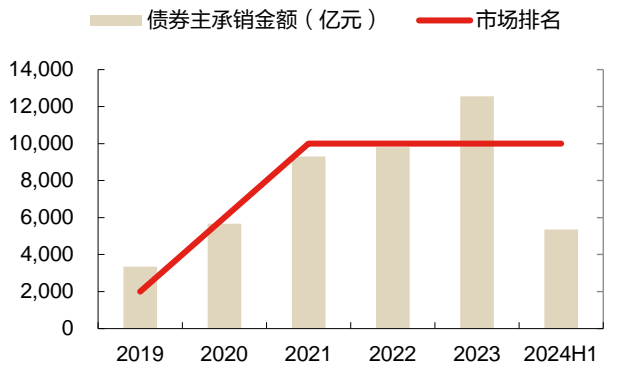
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 39：华泰证券投行各业务主承销收入占比



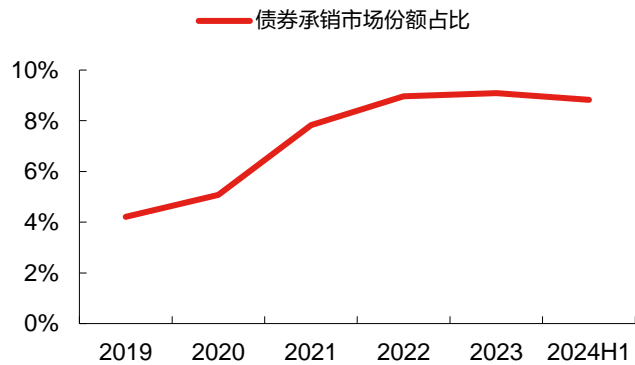
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 40：华泰证券债券承销规模稳步扩张



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 41：华泰证券债券承销市场份额占比上升明显



数据来源：Wind，东方证券研究所

3.2 并购重组将大展宏图，政策或将持续加码

政策持续支持并购重组，将是未来投行业务发展着力点。2024 年 4 月，证监会发布《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，对科技企业从上市融资、并购重组、债券发行、私募投资等全方位提出支持性举措；6 月，证监会发布《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》，强化科创板“硬科技”定位，开展深化发行承销制度试点，优化科创板上市公司股债融资制度，更大力度支持并购重组。在股权融资业务进入持续收紧新常态的背景下，科技企业有望得到资本市场直接融资的优先支持；7 月，中国证券业协会组织开展 2024 年证券公司并购重组业务评价工作，旨在进一步推动证券公司活跃并购重组业务、助力上市公司通过并购重组提质增效、增强资本市场内在稳定性；9 月证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，明确支持跨界并购、允许并购未盈利资产，还表示将提高监管包容度、提高交易效率、提升中介服务水平，并加强监管。整体来看，目前聚焦科技型企业以及并购重组是政策鼓励和引导的方向，是应对股权融资业务新常态的可行路径及有效手段，未来行业投行业务将继续向全业务链条生态转型，持续提升服务科技创新能力、资源整合能力是上市券商获取股权融资业务增量的有力保障。

公司并购重组业务持续领先。公司积极参与推动产业并购整合、服务国企改革深化提升行动、服

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

务上市公司质量提升，财务顾问业务多元化发展并持续保持领先优势。2022 年并购重组交易家数 9 家、交易金额人民币 1650.67 亿元，均排名行业第二；同时根据上市公司公开披露信息统计，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，排名行业第一，控制权收购类交易披露数量 11 单、完成数量 8 单，均排名行业第一；2024H1 担任独立财务顾问的审核类重组项目首次披露数量 3 单，排名行业第一。预计公司将持续深耕并购重组业务，保持市场领先。

表 2：华泰证券并购重组金额数量及排名情况

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
家数	21	11	15	14	9	9	9
家数排名	1	5	3	1	2	3	2
交易金额（亿元）	1889.53	413.04	1104.27	1280.65	504.19	648.93	1650.67
交易金额排名	2	4	1	1	2	3	2

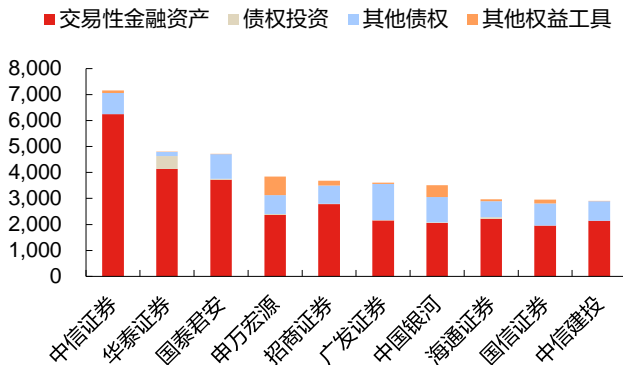
数据来源：公司公告，东方证券研究所

投行业务虽然整体展业受限，但对其他业务有引流作用。投行业务是券商整体业务的重要入口，也是券商高净值客户的重要来源，上市和准上市公司的高管和骨干层均有望成为券商财富管理业务的重要客源。同时，投行业务优势也将带来券商在直投等一级市场产品上的竞争优势。华泰证券深耕投行业务，将积极推进以投行客户为中心的平台化和生态化战略，依托全业务链大平台，发挥证券化资产流量入口的作用，同时不断加强投行业务与其他各项业务的联动协同，打造“买方+卖方+研究”三位一体的机构客户服务生态圈。未来将进一步增强公司在整体业务的竞争力及市占率。

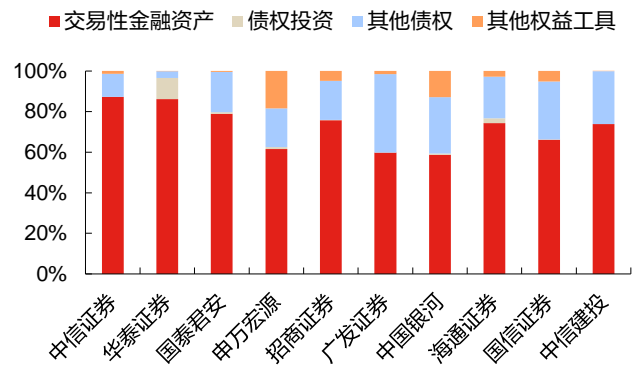
4. 自营业务是公司未来发展亮点

4.1 自营资产规模增长迅速，权益类占比持续降低

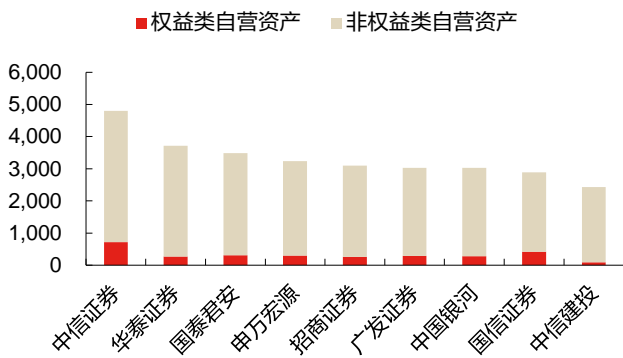
自营规模快速增长，投资风格稳健。近年来公司的自营资产规模保持快速增长的态势，截至 2023 年末自营资产规模 3719.04 亿元，位列行业第二，五年平均复合增长率 14.75%。从投资资产来看，2023 年交易性金融资产占比超 80%，其他权益工具占比极小接近 0%；公司的自营投资风格较为稳健，2023 年权益类自营资产规模为 268.87 亿元，权益类资产占比不断缩小，从 2015 年的 52%减少至 2023 年的 7%，低于大多数头部券商的权益类资产配置比例。

图 42：头部券商投资资产分类（亿元）


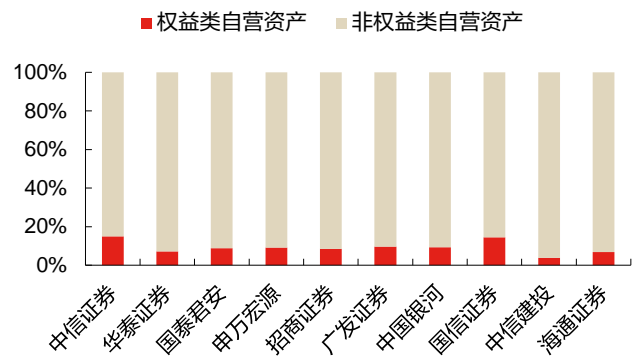
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 43：头部券商各投资资产比例


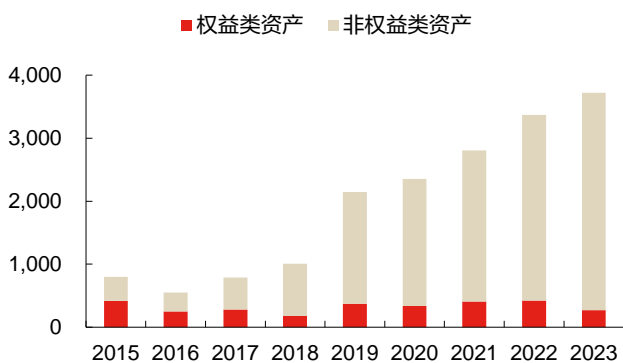
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 44：2023 年头部券商权益及非权益自营资产规模（亿元）


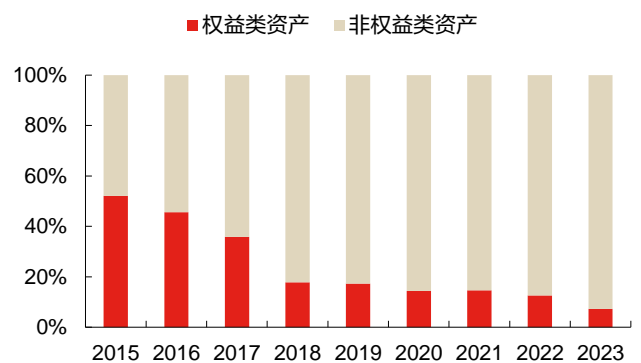
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 45：2023 年头部券商权益及非权益自营资产规模占比


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 46：华泰证券自营资产增长迅速（亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 47：华泰证券权益类自营资产占比下降明显


数据来源：Wind，东方证券研究所

推进权益类投资业务模式全面向交易导向转型，坚持去方向化。公司致力于深化权益投资研究，完善决策和风险管理体系统，拓展多样化交易策略，并通过创新业务模式和平台性能提升，构建一个多市场、多层次的立体化业务体系。同时，集团利用大数据和人工智能技术，发展多策略交易

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

业务，强化宏观对冲，提升交易规模和盈利能力。在适应市场和监管变化的同时，集团不断强化风险管理，打造专业化、多策略的绝对收益体系，通过基本面研究、交易能力和平台建设的协同，持续提升投研能力，优化投资交易链路，增强策略适应性和抗风险能力。开展股票、ETF 和衍生工具的投资与交易，并从事科创板股票做市与金融产品做市服务等。

科创板做市业务将带来稳定增量。华泰证券作为首批获准开展科创板股票做市交易业务的证券公司之一，于 2022 年 10 月开展科创板股票做市交易业务，公司注重优化迭代做市交易策略与系统，积极探索业务协同模式，持续完备风控体系，业务运营稳健，业务规模有序扩张。2023 年科创板股票做市交易业务累计报备做市股票 106 只，上市基金做市业务累计为 615 只基金提供流动性服务，场内衍生品做市业务取得多个权益类和商品类期权、期货品种的做市商资质；截至 2024H1，科创板股票做市交易业务累计报备做市股票 123 只，上市基金做市业务累计为 556 只基金提供流动性服务，均位居市场前列。预计未来规模或将进一步上升。

战略性加码 FICC 做市交易，固收规模大幅提升。公司积极搭建 FICC 全品种投资管理与综合交易平台，持续探索业务模式并丰富产品发行体系，助力实体经济转型升级。固定收益自营投资业务践行去方向化的大类资产轮动下的对冲基金组合管理模式，积极把握市场机会并有效控制风险敞口暴露，以领先的定价能力和平台赋能，获取低波动、低回撤的稳定收益率，实现良好投资业绩。开展银行间及交易所债券市场各类 FICC 和衍生工具的投资与交易业务，银行间债券、债券通、交易所债券、国债期货、商品期权等多品种做市业务，境内外 FICC 产品创设及客需交易业务等。

互换便利（SFISF）落地将刺激自营业务进一步扩张。2024 年 10 月 18 日，央行与证监会联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》，明确参与机构可质押债券、股票 ETF、沪深 300 成分股、公募 REITs 等资产，换入国债或互换央票并进行回购融资，用于股票、股票 ETF 的投资和做市，申请额度超 2000 亿元（首期总额度 5000 亿元，未来可视情况扩大）。具体来看，换入的国债和央票不纳入“自营非权益证券/净资本”分子计算范围，且相关的自营权益资产、做市持有的权益资产不纳入“自营权益证券/净资本”分子计算范围；换入的国债、互换央票及回购融资后开展自营投资、做市交易持有的权益类资产，不计入表内资产总额、减半计算市场风险和所需稳定资金；符合条件的投资，经公司内部评估后可归入其他权益工具核算；允许证券公司使用不超过 10% 的融资资金用于对冲，有利于平滑方向性投资波动，提升券商参与积极性。公司作为首批参与的 20 家证券基金公司之一，诸多利好政策加码将进一步刺激自营投资规模进一步上升。

4.2 场外衍生品业务持续发力

公司大幅加码衍生品业务布局，实现跨越式发展。截至 24H1，权益类合约与其他类合约名义本金分别达到 2318.3 亿元、23456.1 亿元，全部衍生品名义本金为 25774.4 亿元，自 2019 年平均年复合增长率 55.14%。

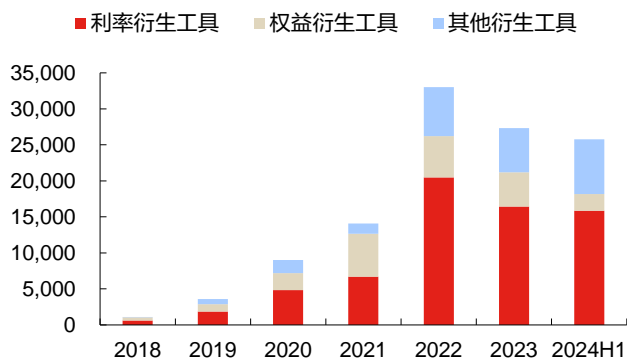
场外期权规模增长明显，持续带来盈利点。我国券商场外衍生品主要分为收益互换和场外期权，后者贡献主要收入，场外期权主要分为个股期权和股指期货。自 2018 年中国证券业协会下发《关于进一步加强证券公司场外期权业务自律管理的通知》以来，场外期权业务高速发展，华泰证券具有场外期权一级交易商资质，可以在市场直接进行对冲交易，而二级交易商只能与一级交易商进行对冲交易，不能在市场直接进行对冲交易。自首批 7 家一级交易商名单公布后，仅有申万宏源在 2021 年获得场外期权一级交易商资格，此后便无新增，牌照控制将使得头部券商竞争优势进一步扩大。公司场外期权规模占比上升明显，截至 2024H1，公司收益互换业务存续合约笔数 9326

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

笔，存续规模 869.06 亿元、场外期权存续合约笔数 1872 笔，存续规模 1425.45 亿元，场外期权存续规模占比达 62%。

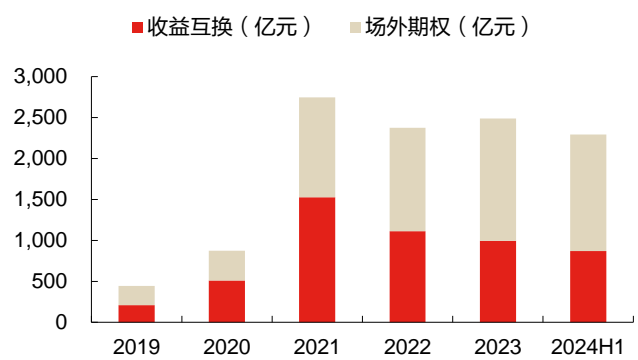
场外衍生品业务具有去方向性。自营以交易导向型业务作为主方向，对冲风险。相较于纯方向性投资，交易业务的绝大多数头寸都是有对冲持仓的，风险敞口较低，且随着业务规模的不断扩大，风险对冲分散的程度越高，中长期来看投资的收益风险比更高，对于资本金运用的性价比也更高，因此交易业务具备自然垄断的性质，华泰证券作为场外期权一级交易商，未来市场整体存续规模上升的态势下，公司的场外衍生品业务收入也将稳定上升。

图 48：华泰证券衍生工具规模（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 49：华泰证券场外衍生品存续规模上升明显



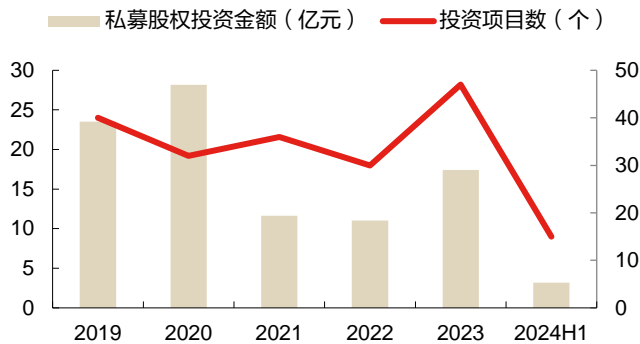
数据来源：Wind，东方证券研究所

5. 投资管理业务均衡发展

5.1 私募股权投资规模有所下降

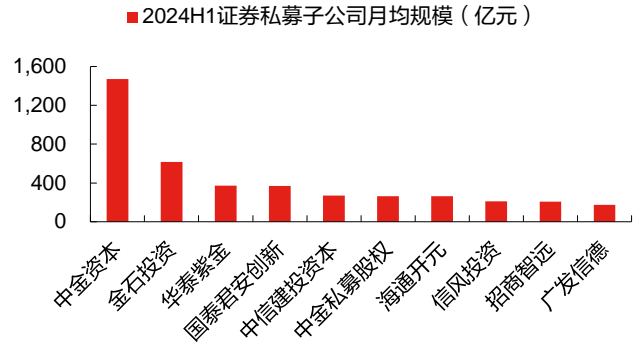
全资子公司华泰紫金投资进行一级私募股权投资业务。华泰紫金深耕一级股权投资市场，专注行业研究，深入布局重点行业，不断挖掘并投资行业优质项目，积极推动已投资企业借助注册制改革契机实现上市退出，同时加强与大型国有企业、行业龙头企业、上市公司等开展合作，推进新基金募集，扩大基金管理规模，持续做好投资业务项目储备。虽然投资项目数相对坚挺，但由于近年来一级市场 IPO、并购等资金退出方式受到阻碍，华泰紫金投资金额从 2019 年的 24 亿元下降至 2023 年的 17 亿元。截至 2024H1，华泰紫金投资及其二级子公司作为管理人在中国证券投资基金业协会备案存续的私募股权投资基金合计 30 只，合计认缴规模人民币 621.78 亿元，合计实缴规模人民币 462.62 亿元。24H1 私募股权投资基金实施投资项目合计 15 个，投资金额合计人民币 3.17 亿元。根据中国证券投资基金业协会截至 2024 年一、二季度的统计，华泰紫金投资私募基金 24H1 月均规模排名行业第三，仅次于中金资本与金石投资。随着并购政策的不断落地，未来有望与投行部门进行联动，形成“投资—并购—退出”业务一体化发展。

图 50：华泰紫金投资金额及项目数变动情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 51：华泰紫金私募基金月均规模名列前茅

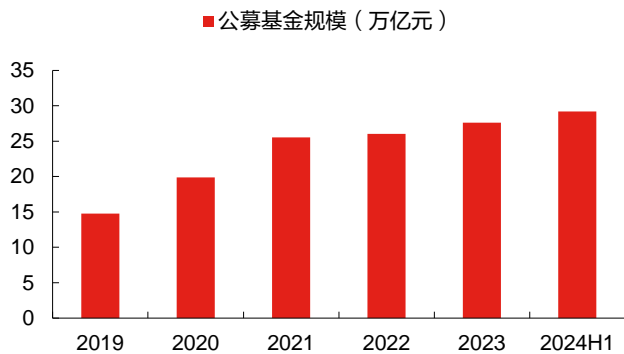


数据来源：Wind，东方证券研究所

5.2 二级市场规模不断上升

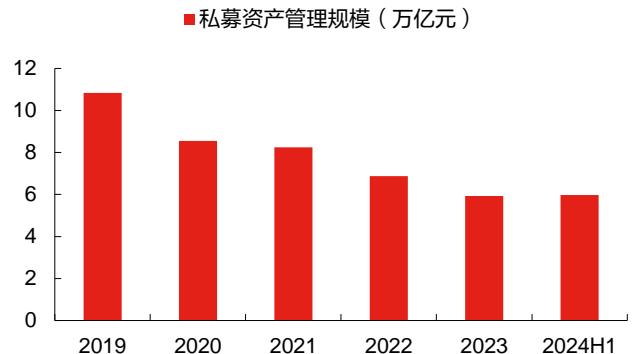
公募基金规模上升显著，证券市场私募规模不断缩小。随着我国金融改革全面深化、资本市场体系不断完善、资管业务配套制度持续健全、公募基金费率改革深入推进以及养老金体系逐步优化，资管业务生态向高质量发展转型，深度竞合、提质增效的业务发展新格局加速形成。公募基金规模从 2019 年的 14.77 万亿元增长至 2024H1 的 29.20 万亿元，平均复合增长率为 16.35%；证券及子公司私募资管规模从 2019 年的 10.83 万亿元降低至 2024H1 的 5.98 万亿元。

图 52：全市场公募基金规模上升明显



数据来源：中国证券投资基金业协会，东方证券研究所

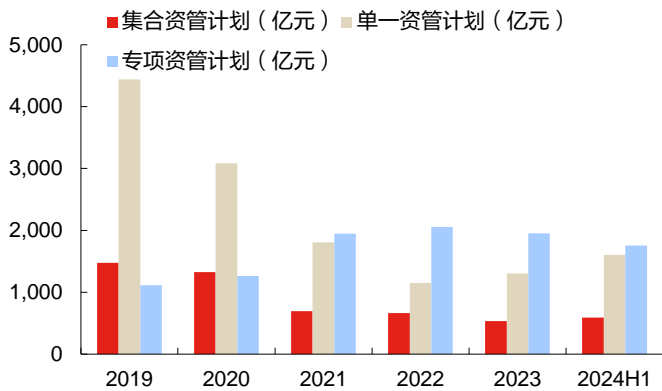
图 53：全市场证券及子公司私募资管规模持续下降



数据来源：中国证券投资基金业协会，东方证券研究所

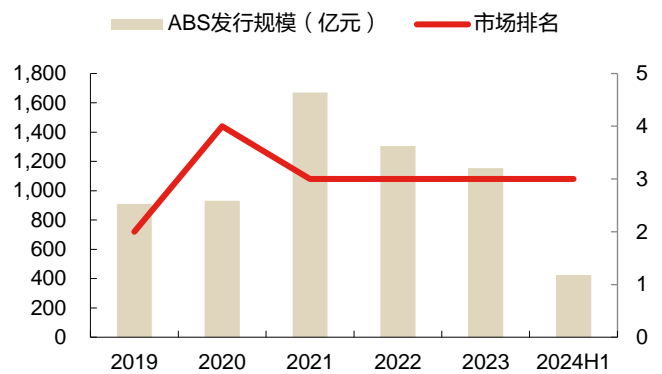
资管新规背景下通道业务受抑制严重，资产配置向主动管理业务转型。公司资管业务由全资子公司华泰证券（上海）资产管理有限公司来进行，由于通道业务受抑制严重，单一资管规模由 2019 年 4439 亿元的下降至 2024H1 的 1603 亿元；专项资产管理计划（主要投资于 ABS 类资产）由 2019 年的 1116 亿元增长至 2024H1 的 1757 亿元，平均复合增长率为 10.61%，同时资管部门的 ABS 发行规模近几年一直稳定在市场前三。

图 54：华泰证券单一资管计划规模下降明显（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

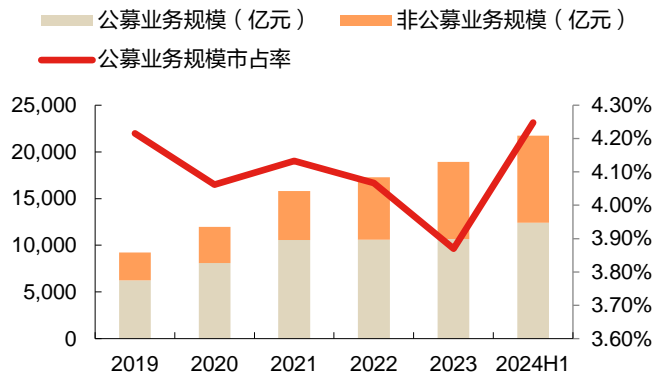
图 55：华泰证券 ABS 发行规模及排名变动情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

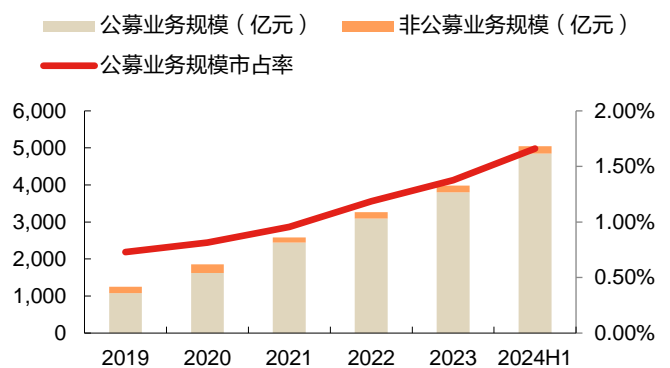
公司参股的华泰柏瑞基金与南方基金二级市场表现亮眼。公司通过参股南方基金 41.16%和参股华泰柏瑞基金 49%进行基金业务，南方基金资产管理规模从 2019 年的 9214 亿元增长至 2024H1 的 21724 亿元，平均复合增长率为 21.00%，其中公募业务规模市占率今年反弹明显，2024H1 为 4.25%，排名全市场第 4；华泰柏瑞基金资产管理规模从 2019 年的 1255 亿元增长至 2024H1 的 5045 亿元，平均复合增长率为 36.24%，且公募业务规模市占率持续升高，2024H1 为 1.66%。

图 56：南方基金管理资产规模及市占率位于市场前列



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 57：华泰柏瑞基金管理资产规模及市占率持续增长



数据来源：Wind，东方证券研究所

公募基金费改将传导至券商资管业务领域。首先，目前公募基金费改第一阶段降低管理费率以及第二阶段降低交易费率均已落地。其中，降低管理费或将对公募基金收入造成负面冲击，销售激励由支付交易佣金转为基金公司费用支出势必侵蚀公募基金利润，预计短期上市券商参控股公募基金的收入贡献度将有所下降。其次，截至目前已有 14 家券商或者券商资管子公司持有公募基金牌照，公募费改将直接影响相关券商资管公募基金业务的盈利能力。第三，公募基金费改将对券商私募资管的主动管理产品形成引导效应，为保证产品竞争力、向投资者让利，券商私募资管的产品费率向公募费率靠拢将是大概率事件，进而导致行业资管业务净收入承压下行。

未来资产规模扩张放缓，行业发展以规范化为主，注重客户回报成为关键。随着管理费率降低，公募基金的规模将保持小幅度的回升，但未来政策或将限制资产规模扩张，预计资管行业整体收益以及公司资管收入的增速有限。后续的竞争焦点在于，不去过分追求产品规模的扩张，需要从

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

提高客户回报出发，形成存量竞争，尽可能争夺存量的市场份额。未来要从需求和回报中加强研究水平，更好地为投资者做好服务，提高投资者信心，从而形成资管行业的健康发展。

5.3 另类投资业务前景可期

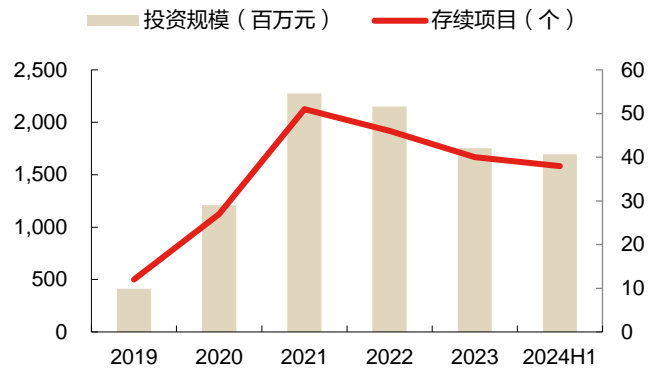
本集团通过全资子公司华泰创新投资开展另类投资业务。2019年4月，上海证券交易所发布《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》，试行保荐机构相关子公司跟投制度。证券公司成立另类投资子公司参与跟投，既能够协同投资银行业务提升竞争优势，也可以增厚投资收益拓宽盈利来源。华泰创新投资充分发挥业务协同效能，着力发展金融科技股权投资和科创板跟投业务，稳步探索创业板跟投业务和北交所战略配售业务。截至2024H1，存续投资项目38个，投资规模人民币169,501.21万元，投资性质主要包括科创板跟投、股权投资等。受IPO收紧影响近年来投资规模有所降低，但近期科创板市场行情走强将导致跟投收益上涨，并随着业务多元化发展，未来投资规模或将得到反弹。

图 58：华泰创新投资业务概览



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 59：华泰创新投资规模与存续项目数



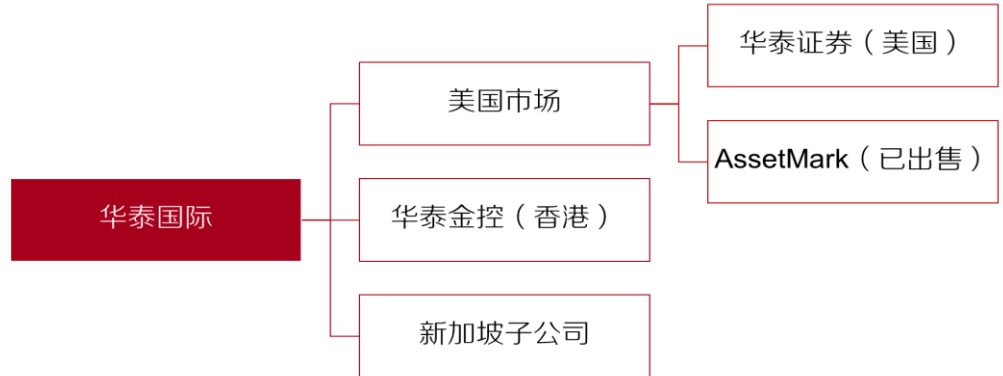
数据来源：公司年报，东方证券研究所

6. 国际业务持续扩张中

公司不断拓展国际市场和业务范围。在境外市场，公司以华泰国际作为拓展海外业务的控股平台，通过其持有的华泰金控（香港）、AssetMark、华泰证券（美国）、新加坡子公司等运营主体经营国际业务，以香港市场为依托，稳步布局美国、欧洲及东南亚等主要市场。其中2006年成立华泰国际全资子公司华泰金控（香港）以经营香港市场，全方位对接集团全业务链体系，为境内外客户提供一站式跨境综合金融服务；2016年公司完成AssetMark收购，为财富管理转型对接全球资源提供了强大的平台；2018年，华泰国际于美国注册成立了全资下属公司华泰证券（美国），2019年6月获得经纪交易商牌照。后续还获得美国自营交易牌照、加拿大与机构投资者开展证券交易的业务资格以及欧洲主要证券交易所的市场准入，成为美国期货产品的介绍经纪商，并获得美国国债经纪经销商资格；2020年12月，华泰金控（香港）成为首家取得伦交所做市商资格的亚洲金融机构；2022年9月，华泰国际在新加坡设立了全资子公司，围绕构建“投行+财富+机构交易”的证券服务体系，不断获取当地相关牌照，并以新加坡为区域中心覆盖东南亚新兴经济体，为海外投资者提供具有中国特色的产品及服务；2024年9月，华泰国际旗下子公司率先以中资券商身份，于越南证券市场监管机构获批证券交易代码，将以合格境外投资者身份在越南的两大主要证券交易所——胡志明市证券交易所（HOSE）和河内证券交易所（HNX）进行直接交易。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 60：国际业务逐步推进中



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 61：华泰证券国际业务覆盖广泛

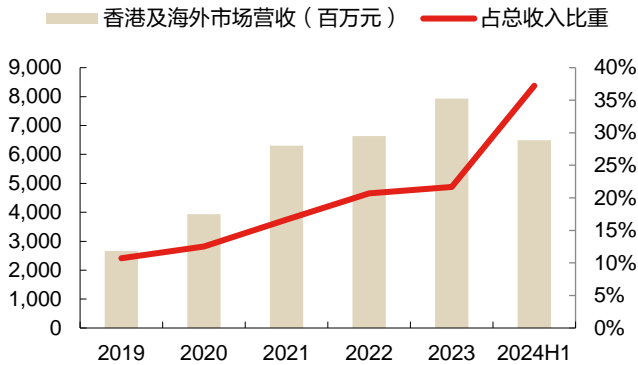


数据来源：公司官网，东方证券研究所

国际业务营收增长迅速，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。2024H1 香港及海外市场实现营业收入 65 亿元人民币，营收规模反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 37%，较 2019 年提升 26pct。

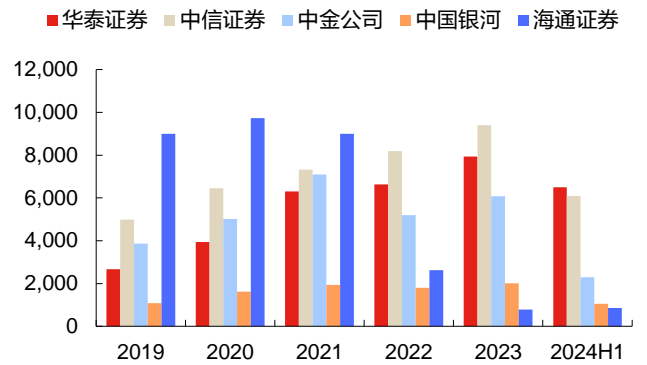
香港市场表现亮眼，股票交易量增长明显。香港市场致力于打造全方位的综合跨境金融服务平台体系，在波动的市场环境下凭借先进的平台实力及有效的风险管控能力，保持业务规模稳定。股权业务平台、固收业务平台、财富管理平台、基金资管平台和旗舰投行业务的业务体系持续深化，差异化竞争优势巩固提升。股票交易量从 2019 年的 563 亿港元增长至 2023 年的 3092 亿港元，平均复合增长率为 53.06%；机构融资交易发行规模从 2019 年的 197 亿港元增长至 2023 年的 335 亿港元，平均复合增长率为 14.17%。

图 62: 华泰金控（香港）国际市场营收占比不断提高



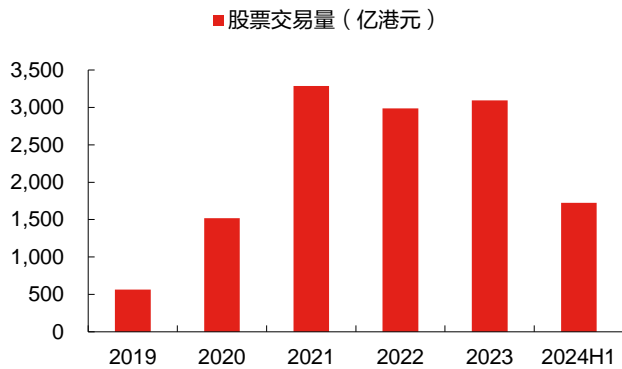
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 63: 部分头部券商国际业务营收比较 (百万元)



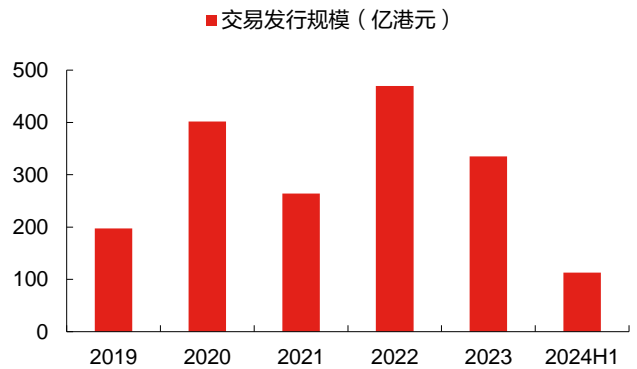
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 64: 华泰金控（香港）股票交易量增长明显



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 65: 华泰金控（香港）机构融资交易发行规模变动

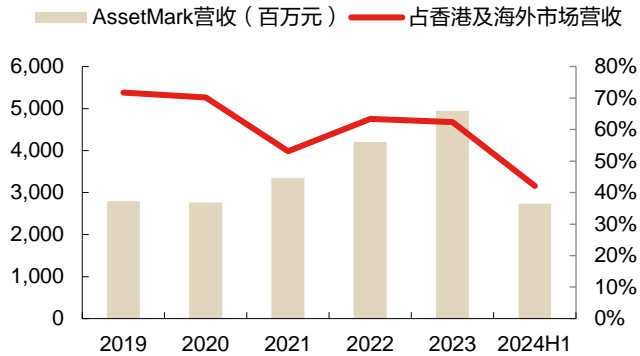


数据来源: Wind, 东方证券研究所

AssetMark 营收与资产规模取得快速增长。AssetMark 营收从 2019 年的 28 亿元增长到 2023 年的 49 亿元，平均复合增长率 15.33%。平台资产规模从 2019 年的 616 亿美元上升到 2024H1 的 1194 亿美元，平均复合增长率 15.84%，同时其资产管理规模在 TAMP 行业市占率维持在 11% 左右，排名从第三提升至第二。使用平台服务的投资顾问增收效果显著，吸引更多投顾在过去 5 年中入驻 AssetMark，形成规模效应，客户数量增长，粘性提高与客户收益增加的良好循环。截至 2024H1，AssetMark 平台总计服务 9,245 名独立投资顾问，较 2019 年年底增长约 16.17%；AssetMark 平台总计服务的终端账户覆盖了逾 26 万个家庭，较 2019 年年底增长约 62.50%。

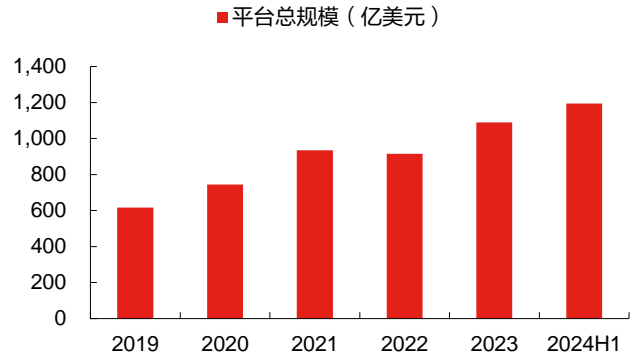
出售 AssetMark 彰显公司国际业务战略发展方向。2024 年 4 月，华泰证券公告称拟通过直接协议整体出售方式出售华泰国际所持 AssetMark 的全部 5087.38 万股普通股，2024 年 9 月，华泰证券公告称其出售所持统包资产管理平台 AssetMark 全部股权已完成交割，最终交易对价为 17.93 亿美元。随着国际业务发展逐渐多元化，香港等其他市场收入不断增长，AssetMark 对国际业务收入的贡献在不断降低，出售将进一步优化资产和资源配置，同时从交易角度来看，对 AssetMark 的交易给公司带来超过 10 亿美元的盈利，实现投资收益和股东回报最大化。

图 66: AssetMark 对国际业务营收贡献不断下降



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 67: AssetMark 平台资产规模上升明显



数据来源: Wind, 东方证券研究所

国际业务进一步拓展下未来前景可期。目前国内金融市场竞争日益激烈，券商同质化问题严重，头部券商纷纷加强境内外一体化布局。虽然公司出售 AssetMark 后国际业务营收将会减少 30% 左右，但整体业务规模仍将处于龙头地位。从公司战略角度来看，香港与新加坡市场仍然是发展中心，从财富管理业务角度来看，香港市场可以直接参与全球股市投资，“涨乐全球通”APP 已提供覆盖港股、美股、A 股、新加坡股等多市场行情、交易、基金、闲钱理财、智能投顾、保险等专业金融产品与服务，以及包括交流圈、直播、课堂等社交、投教的多元互动体验，将吸引高净值客户群体进行投资；从机构业务角度来看，东南亚市场是中国企业对外投资的重要目的地，特别是新能源汽车、动力电池等领域的中国企业均有从“产品出海”到“产业链出海”的趋势，催生了大量跨境融资、并购重组、资产管理等金融服务。预计未来公司在国际市场的业务范围及影响力将得到进一步提高。

7. 盈利预测与投资建议

7.1 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

从整个市场来看：

市场日均成交额方面，10 月股基成交额总体是 41 万亿元，1-10 月股基成交额一共是 208 万亿元，23 年全年股基成交额是 240 万亿元，保守分析若 11-12 月股基成交额保持在 30-35 万亿元之间，24 全年预计日均成交额预计上涨 10%；25-26 年随着市场稳定恢复，预计每年增长 5%；

股权融资方面，24 年全年市场股权融资全面收紧，IPO 家数、规模以及增发都将出现大幅下降，预计 25-26 年会有所恢复，但考虑到监管趋严，较难恢复到之前水平。预计 24-26 年的 IPO 家数增长率为 -72%/+10%/+10%，单个 IPO 规模增长率为 -35%/+5%/+5%，增发规模增长率为 -66%/+15%/+15%；

从公司来看：

佣金率以及资管费率方面，完全竞争格局下全市场佣金率预计还会出现小幅的下降，但已接近底部；随着公募基金费率改革三阶段的落地，预计未来主动与定向资管费率也会出现一定程度的下降。

表 3：华泰证券估值模型预测指标（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
市场日均股基成交额	1,023,434	991,706	1,090,876	1,145,420	1,202,691
%日均成交额增速	-10%	-3%	10%	5%	5%
市场 IPO 家数增长率	-18%	73%	-72%	10%	10%
单个 IPO 规模增长率	32%	-17%	-35%	5%	5%
市场增发规模增长率	-20%	-20%	-66%	15%	15%
公司佣金市占率	6.54%	6.30%	6.30%	6.50%	6.70%
公司佣金率（‰）	0.218	0.197	0.192	0.191	0.190
公司两融市占率	7.29%	7.42%	7.23%	7.33%	7.43%
公司主动资管规模	159,539	149,356	171,759	176,912	182,220
%增长率	11%	-6%	15%	3%	3%
%主动资管费率	0.79%	0.62%	0.57%	0.55%	0.53%
公司定向资管规模	114,806	130,751	169,976	175,076	180,328
%增长率	-36%	14%	30%	3%	3%
%定向资管费率	0.1853%	0.1911%	0.0900%	0.0850%	0.0800%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 4：华泰证券收入分类预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经纪业务	7,073.1	5,958.9	6,441.2	6,941.7	7,473.7
占比	22%	16%	15%	16%	16%
同比增速	68%	-16%	8%	8%	8%
投行业务	4,024.3	3,036.9	2,415.4	2,294.9	2,593.6
占比	13%	8%	6%	5%	5%
同比增速	97%	-25%	-20%	-5%	13%
资管业务	3,769.0	4,256.0	4,424.6	4,655.3	4,605.1
占比	12%	12%	10%	11%	10%
同比增速	63%	13%	4%	5%	-1%
投资交易业务	6,026.6	11,670.4	14,927.4	10,610.0	12,420.0
占比	19%	32%	35%	25%	26%
同比增速	-25%	94%	28%	-29%	17%
资本中介业务	2,632.8	952.3	1,340.6	1,809.4	2,233.4
占比	8%	3%	3%	4%	5%
同比增速	-27%	-64%	41%	35%	23%
其他业务	8,505.7	10,703.1	13,378.4	15,844.8	18,428.6
占比	27%	29%	31%	38%	39%
同比增速	818%	26%	25%	18%	16%

数据来源：Wind，东方证券研究所

7.2 投资建议

我们选择可比公司估值法进行估值，参考指标为市净率。考虑到净资产是衡量证券公司业务能力的重要指标，我们用每股净资产和市净率 PB 指标，并用可比公司法进行估值。综合考虑华泰证券作为龙头券商的相对优势，选择综合实力较强的中信证券、招商证券、国泰君安、广发证券、海通证券，同时将经纪业务收入占比较高的中国银河、国信证券也作为可比公司。七家可比公司对应 25 年调整后 PB 估值为 1.10 倍，我们预测公司 2025 年 BVPS 为 22.29 元，对应目标价 24.52 元。首次覆盖，给予公司买入评级。

表 5：华泰证券可比公司估值表

证券代码	公司简称	股价(元)	每股净资产(元)					市净率 PB			
		2024/11/28	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600030.SH	中信证券	29.87	17.01	18.65	19.74	20.94	1.76	1.60	1.51	1.43	
600999.SH	招商证券	18.85	12.30	13.84	14.84	15.94	1.53	1.36	1.27	1.18	
601211.SH	国泰君安	18.77	16.51	18.35	19.35	20.41	1.14	1.02	0.97	0.92	
601881.SH	银河证券	15.25	9.20	10.86	11.37	11.63	1.66	1.40	1.34	1.31	
000776.SZ	广发证券	16.15	14.86	17.53	18.51	19.53	1.09	0.92	0.87	0.83	
002736.SZ	国信证券	11.36	8.37	9.07	9.81	10.66	1.36	1.25	1.16	1.07	
600837.SH	海通证券	11.29	12.50	12.59	12.70	12.83	0.90	0.90	0.89	0.88	
	调整后平均 PB 估值						1.40	1.20	1.10	1.10	

数据来源：Wind，东方证券研究所

8. 风险提示

系统性风险对非银行金融业务及估值的压制。在券商业属性高 beta 的前提下，一旦系统性风险最终发生，将对券商业绩与股价产生重大负面影响。

市场成交量、IPO 政策等存在不确定性。市场成交量将直接影响财富管理经纪业务等收入，当前市场成交量较大，若有所减弱，可能对公司业绩造成负面影响；IPO 对投行业务收入影响较大，若政策持续收紧，可能对公司业绩造成负面影响。

国际业务存在不确定性。24H1 国际业务收入对营收贡献接近 40%，如果未来国际市场发生波动，会对营收产生较大负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
银行存款	155,612	150,320	165,388	169,880	191,404	成长能力					
其中: 客户存款	110,431	104,023	114,451	117,559	132,454	营业收入	-15.50%	14.19%	17.36%	-1.80%	13.28%
公司存款	45,181	46,296	50,937	52,321	58,950	手续费及佣金净收入	-2.62%	-10.00%	-0.68%	4.21%	5.16%
结算备付金	38,746	42,316	33,716	34,631	39,019	其中: 经纪业务	-10.23%	-15.75%	8.10%	7.77%	7.66%
其中: 客户备付金	30,029	33,187	26,442	27,160	30,601	投行业务	-7.36%	-24.54%	-20.47%	-4.99%	13.02%
公司备付金	8,717	9,129	7,274	7,471	8,418	资产管理	-0.08%	12.92%	3.96%	5.21%	-1.08%
投资资产	410,845	479,963	462,095	471,987	482,374	净利息收入	-29.81%	-63.83%	40.77%	34.97%	23.43%
其中: 交易性资产	351,546	413,460	396,563	405,052	413,966	自营收入	-46.53%	93.65%	27.91%	-28.92%	17.06%
债权投资	48,553	50,117	55,573	56,762	58,011	营业支出	-7.78%	10.06%	14.05%	7.72%	15.20%
其他债权投资	10,504	16,262	9,822	10,032	10,253	管理费用	-2.46%	1.36%	-0.87%	2.81%	13.28%
其他权益工具投资	242	125	138	141	144	营业利润	-25.69%	20.96%	22.30%	-15.03%	9.90%
存出保证金	42,707	40,544	41,931	43,070	48,527	归属于母公司净利润	-17.18%	15.36%	28.33%	-16.16%	10.64%
买入返售资产	34,824	12,460	13,709	14,082	15,866	资产分布					
长期股权投资	19,241	20,415	21,172	21,958	22,772	自有存款/总资产	5.34%	5.11%	5.75%	5.67%	5.98%
固定资产(含在建工程)	4,877	5,151	4,902	5,135	5,380	客户存款/总资产	13.04%	11.49%	12.92%	12.75%	13.43%
资产总计	846,567	905,508	885,691	921,979	986,599	投资资产/总资产	48.53%	53.00%	52.17%	51.19%	48.89%
交易性金融负债	48,576	52,671	47,536	52,290	57,519	买入返售资产/总资产	4.11%	1.38%	1.55%	1.53%	1.61%
代买卖证券款	152,552	144,701	159,207	163,531	184,250	投资资产/净资产	244.77%	263.40%	236.25%	230.10%	222.30%
应付职工薪酬	11,893	10,583	11,857	13,071	14,193	收入分布					
负债总计	678,718	723,291	690,092	716,855	769,610	手续费收入/营业收入	50.69%	39.95%	33.81%	35.88%	33.31%
股本	9,076	9,075	9,027	9,027	9,027	经纪业务/营业收入	22.08%	16.29%	15.00%	16.47%	15.65%
资本公积	70,482	69,602	68,834	68,834	68,834	投行业务/营业收入	12.56%	8.30%	5.63%	5.44%	5.43%
一般风险准备	37,923	42,431	49,906	54,452	60,799	资管业务/营业收入	11.77%	11.64%	10.31%	11.04%	9.64%
盈余公积	7,791	8,838	10,497	11,896	13,441	自营业务/营业收入	32.65%	36.31%	37.69%	28.00%	28.54%
未分配利润	21,024	23,458	26,776	29,574	32,664	净利息收入/营业收入	8.22%	2.60%	3.12%	4.29%	4.68%
少数股东权益	2,762	3,109	3,573	3,930	4,323	净利润驱动指标					
股东权益合计	167,849	182,217	195,599	205,124	216,989	公司股基交易额增速	-17.36%	-6.66%	10.91%	8.33%	8.23%
负债和股东权益总计	846,567	905,508	885,691	921,979	986,599	公司股基交易市占率	6.54%	6.30%	6.30%	6.50%	6.70%
						净佣金率(%)	0.22	0.20	0.19	0.19	0.19
						IPO市占率	5.44%	4.87%	15.49%	6.92%	7.10%
						再融资市占率	6.86%	6.53%	6.80%	6.70%	6.72%
						营业税金/营业收入	0.59%	0.51%	0.60%	0.60%	0.60%
						成本收入比	62.09%	59.85%	58.16%	63.80%	64.88%
						有效税率	7.06%	8.23%	7.64%	7.64%	7.64%
						获利能力					
						净利率	34.51%	34.86%	38.12%	32.54%	31.78%
						ROA	1.34%	1.46%	1.83%	1.52%	1.59%
						ROE	6.91%	7.28%	8.66%	6.85%	7.19%
						每股指标(元)					
						每股收益	1.22	1.41	1.81	1.52	1.68
						每股净资产	18.19	19.74	21.27	22.29	23.56
						估值比率					
						市盈率	14.57	12.63	9.79	11.67	10.55
						市净率	0.98	0.90	0.83	0.80	0.75

资料来源: 东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。