

2025 年 03 月 30 日

华泰证券 24 年年报点评：机构经纪、IPO、指数基金业务是亮点

华泰证券(601688)

评级：	买入	股票代码：	601688
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	20.98/11.83
目标价格：		总市值(亿)	1,587.00
最新收盘价：	17.58	自由流通市值(亿)	1,587.00
		自由流通股数(百万)	9,027.30

事件概述

公司实现营业收入(减去其他业务成本,下同)334.3 亿元、同比增 6%,归母净利润 153.5 亿元、同比增 20%。其中,24Q4 营业收入 93.8 亿元、同比/环比+29%/-20%;归母净利润 28.3 亿元、同比/环比-11%/-61%(环比下降由于三季度出售 AssetMark 记入非经常性损益导致高基数所致)。扣除公司三季度出售 AssetMark 等非经常性损益的影响,公司扣非净利润 90.3 亿元、同比-30%。全年 ROE 为 9.24%、同比+1.12pct;扣非 ROE 为 5.25%、同比-3.0pct。报告期末主动杠杆为 3.28 倍、同比降 0.89 倍。公司 2024 年全年拟分红归母净利润 30.58%(含中期分红)。

分析判断：

► 利息净收入暴增，经纪业务净收入小增

从收入增速来看，利息净收入、证券自营、经纪业务均实现正增，增速分别为 184%、24%、8%。投行、资管、对联营和合营企业投资收入均下降，降幅分别为 31%、3%、9%。扣非证券自营收入同比-30%。

从增量收入贡献来看，证券自营、利息、经纪业务分别贡献收入增幅的 150%、93%、26%。投行、对联营及合营企业投资、资管业务分别贡献-50%、-12%、-6%。

从收入结构来看，证券投资、经纪业务收入占比最高，分别为 43%、19%，资管、投行、利息、股权投资业务分别占 12%、6%、8%、7%。管理费用增幅低于收入增幅，全年同比增 2%。

► 收费类业务：机构经纪、IPO 及指数基金表现亮眼

2024 年公司经纪业务净收入 64.5 亿元，同比增 8%。24Q4 收入 24.8 亿元，同比增 86%，环比增 100%。全年零售经纪、机构经纪、代销金融产品、期货经纪净收入分别为 48.0、6.8、4.9、4.8 亿元，分别同比增 19%、降 4%、降 24%、降 16%，其中机构经纪收入明显跑赢头部同业。

报告期投行业务收入 21.0 亿元，同比降 31%。按承销金额市场份额来看，公司 IPO 业务规模 85.4 亿元，市场份额 12.88%，同比增 8.05pct；再融资规模 75.8 亿元。市场份额 5.35%，同比降 2.95pct；核心债券承销规模 3373.0 亿元，市场份额 5.55%，同比增 0.02pct。

受托资产管理业务收入 41.5 亿元，同比降 3%。华泰资管公司、南方基金及华泰柏瑞资产管理规模均显著增长，华泰柏瑞旗下宽基指数基金沪深 300ETF 规模接近 3,600 亿元，位居沪深两市非货币 ETF 规模市场第一。

► 资金类业务：金融资产投资及扣非投资收益率双降，利息支出大降

报告期公司证券自营业务收益 145.0 亿元，同比增 20%；扣除处置子公司的非经常损益后证券投资收益 81.7 亿元，同比-30%。报告期末金融资产投资规模 3598 亿元，同比降 25%；扣非投资收益率 1.94%，同比降 0.66pct。

利息净收入 27.0 亿元，同比增 184%。其中利息收入小幅下降，而利息支出大幅下降，一方面公司出售 AssetMark 后回笼资金利息支出下降，另一方面公司降杠杆降证券投资规模也减少了利息费用支出。

投资建议

鉴于市场环境的好转，以及公司在 2024 年降杠杆后后续有充足的加杠杆空间，我们上调公司 25-26 年营收 444.27/428.72 亿元的预测至 465.39/634.68 亿元，并增加 27 年预测 848.63 亿元，上调 25-26 年 EPS1.35/1.73 元的预测值 1.74、2.37 元，并增加 27 年预测值 3.10 元，对应 2025 年 3 月 28 日 17.58 的收盘价，PB 分别为 0.83、0.77、0.70 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

股债市场大幅波动自营投资收益下滑；市场交易萎缩；海外市场风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	365.78	414.66	465.39	634.68	848.63
YoY (%)	14.19	13.37	12.23	36.37	33.71
归母净利润(亿元)	127.51	153.51	156.73	214.21	279.43
YoY (%)	15.35	20.40	2.09	36.68	30.45
毛利率 (%)	34.86	37.02	33.68	33.75	32.93
每股收益 (元)	1.41	1.70	1.74	2.37	3.10
ROE	7.41	8.28	8.18	10.75	12.87
市盈率	12.51	10.34	10.13	7.41	5.68

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

联系电话：010-59775356

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

资产负债表					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,503.20	1,776.39	2,283.27	2,550.44	2,812.06
其中：客户资金存款	1,040.23	1,381.18	1,795.53	2,028.95	2,231.84
结算备付金	423.16	439.00	394.28	572.87	644.79
其中：客户备付金	331.87	327.63	256.84	425.92	481.29
融出资金	1,123.41	1,325.46	1,338.71	1,593.71	1,912.45
金融投资	4,799.63	3,598.02	4,440.39	4,747.67	5,282.25
交易性金融资产	4,134.60	3,017.47	3,723.92	3,981.62	4,429.94
债权投资	501.17	477.94	589.83	630.65	701.66
其他债权投资	162.62	101.36	125.09	133.74	148.80
其他权益工具投资	1.25	1.26	1.55	1.66	1.85
持有至到期投资	-	-	-	-	-
买入返售金融资产	124.60	152.28	153.81	153.81	153.81
长期股权投资	204.15	222.37	274.44	293.43	326.47
固定资产	45.86	42.16	52.03	55.64	61.90
无形资产	75.15	20.36	25.13	26.86	29.89
递延所得税资产	7.03	15.92	19.65	21.01	23.37
投资性房地产	1.36	1.82	2.25	2.40	2.67
其他资产	747.53	548.92	40.73	40.73	40.73
资产总计	9,055.08	8,142.70	9,513.01	10,735.16	12,050.73
短期借款	114.79	33.63	36.99	40.69	44.76
应付短期融资款	254.76	288.53	317.38	349.12	384.03
拆入资金	395.37	301.14	331.25	364.38	400.81
交易性金融负债	526.71	404.48	485.38	582.46	698.95
衍生金融负债	168.82	109.44	131.33	157.59	189.11
卖出回购金融资产款	1,440.56	1,210.48	1,452.58	1,743.09	2,091.71
代理买卖证券款	1,447.01	1,845.87	2,399.63	2,711.58	2,982.74
其他负债	20.90	15.47	20.12	22.73	25.00
负债合计	7,232.91	6,223.77	7,562.35	8,629.86	9,739.80
股本	90.75	90.27	90.27	90.27	90.27
资本公积金	696.02	688.38	688.38	688.38	688.38
盈余公积金	88.38	97.27	97.27	99.33	105.86
未分配利润	424.31	486.94	518.34	646.87	814.53
一般风险准备	234.58	254.85	250.26	271.68	299.62
归属于母公司所有者权益	1,791.08	1,916.74	1,917.37	2,069.38	2,271.50
负债及股东权益	9,055.08	8,142.70	9,513.01	10,735.16	12,050.73
每股指标 (单位：元)					
每股净利润	1.41	1.70	1.74	2.37	3.10
每股净资产	19.74	21.23	21.24	22.92	25.16

利润表					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	365.78	414.66	465.39	634.68	848.63
代理买卖证券业务净收入	59.59	64.47	101.19	126.28	145.48
证券承销业务净收入	30.37	20.97	27.81	35.72	44.80
受托客户资产管理业务净收入	42.56	41.46	49.94	58.43	74.03
利息净收入	9.52	27.05	29.87	43.06	55.85
投资净收益	132.81	217.16	113.02	155.30	200.43
公允价值变动净收益	9.75	-48.62	-	-	-
汇兑净收益	13.23	7.50	-	-	-
其他业务收入	51.26	80.11	125.21	195.68	305.82
营业支出	218.90	258.98	301.71	411.00	556.30
营业税金及附加	1.88	1.79	1.82	2.35	2.91
管理费用	170.79	174.34	171.25	207.82	240.68
信用减值损失	-4.11	2.46	2.50	3.23	4.00
其他业务成本	50.35	80.38	125.13	195.59	305.71
营业利润	146.87	155.69	163.68	223.68	292.33
利润总额	142.05	153.52	156.74	214.22	279.45
所得税	11.68	-1.67	-1.70	-2.32	-3.03
归属母公司净利润	127.51	153.51	156.73	214.21	279.43
主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	14.19	13.37	12.23	36.37	33.71
归母净利润(%)	15.35	20.40	2.09	36.68	30.45
收入结构					
手续费净收入(%)	16.29	15.55	21.74	19.90	17.14
承销收入(%)	8.30	5.06	5.98	5.63	5.28
资产管理收入(%)	11.64	10.00	10.73	9.21	8.72
利息净收入(%)	2.60	6.52	6.42	6.79	6.58
投资收益(%)	31.91	34.97	17.96	18.67	18.20
其他业务收入(%)	29.26	27.90	37.17	39.81	44.07
获利能力					
自营投资收益率(%)	2.62	3.45	2.08	2.58	3.08
杠杆率	4.25	3.29	3.71	3.88	3.99
ROE(%)	7.41	8.28	8.18	10.75	12.87
ROA(%)	1.46	1.79	1.78	2.12	2.45
估值					
PE	12.51	10.34	10.13	7.41	5.68
PB	0.89	0.83	0.83	0.77	0.70

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。