

## 经纪信用收入增速提升，投行资管业务稳步修复

2025 年 04 月 01 日



分析师：张凯烽

执业证号：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

研究助理：李劲锋

执业证号：S0100124080012

邮箱：lijinfeng\_2@mszq.com

➤ **事件：3/28 晚间华泰证券发布 24 年年报。**2024 年全年，公司营业收入 415 亿元，同比+13.4%，较前三季度-2.04pct；归母净利润 154 亿元，同比+20.4%，较前三季度-10.23pct。年度营收及归母净利润均创历史新高。单季方面，24Q4 营业收入 100 亿元，环比-28.2%，同比+7.4%，同比较 24Q3-50.40pct；归母净利润 28 亿元，环比-60.8%，同比-10.6%，同比较 24Q3-148.57pct。

➤ **信用净收入同比增速明显提升，经纪全年同比转为增长，投行与资管业务收入降幅收窄，自营收入增速有所放缓。**2024 年全年公司自营/经纪/资管/信用/投行业务收入分别为 145/ 64/ 41/ 27/ 21 亿元，同比+24%/ +8%/ -3%/ +184%/ -31%，占比 35%/ 16%/ 10%/ 7%/ 5%。**从同比增速变化情况来看**，2024 年信用净收入增速大幅提升，全年较 2024 年前三季度+131.95pct；经纪收入全年累计同比也转为增长，较 24Q1-Q3 提升 22.46pct；投行与资管业务收入同比降幅分别收窄 9.80pct/ 1.09pct；而自营业务收入同比增幅下降 32.60pct。

➤ **分各业务来看：(1) 24Q4 单季自营收入同比负增，主因自营投资收益率同比转负，且金融投资规模同比降幅扩大。**24Q4 公司自营投资收入（不含 OCI 变动）25 亿元，环比-68.5%，同比-38.4%，同比增速连续两个季度大幅增长后，本季转为负增。**从金融投资规模来看**，24Q4 末公司金融投资 3598 亿元，同比-25.0%，降幅较 24Q3 末扩大 14.24pct。24Q4 末公司净资产规模 1917 亿元，同比+7.0%，增速也较 24Q3 末有所放缓；自营杠杆率 1.88 倍，同比-30.0%，同比降幅有所扩大。**持仓结构方面**，环比增配债权 OCI，但减配交易性金融资产、权益 OCI 和债权 AC，24 年 6 月/12 月末股票仓位保持低位，保持稳健风格。交易性金融资产/ 债权 OCI/ 债权 AC 占比分别为 83.9%/ 2.8%/ 13.3%，较 24Q3 分别-1.60pct/ +0.41pct/ 2.37pct。交易性金融资产规模 3017 亿元，环比 24Q3 大幅下降 11.9%，规模为 21Q2 以来最低值。**从投资收益率来看**，2024Q4 华泰证券年化自营投资收益率 2.7%，保持在 24 年仅次于 Q3 的次高水平，但同比转负；考虑 OCI 变动后的收益率 3.5%。我们认为随着公司资产负债结构优化，自营投资收入有望实现稳步增长。

➤ **(2) 单季经纪业务收入转为大幅增长，其中半年度代买证券与席位租赁收入同比转增，代销产品收入同比降幅收窄。**24Q4 公司经纪业务手续费净收入 25 亿元，环比+99.7%，同比+86.1%，较 24Q3 大幅提升 101.76pct，单季经纪收入同比自 22Q2 以来首次转为增长。**从净收入结构来看**，24 年下半年公司代买证券/席位租赁/代销产品/期货经纪净收入占比 78%/ 9%/ 7%/ 7%，较 24H1 分别变动+7.3pct/ -4.6pct/ -2.6pct/ -0.2pct。个人投资者积极入市对公司经纪收入贡献显著。24 年下半年代买证券收入同比大增 49.7%。24 年末代理买卖证券款中，个人/机构资金占比 68%/ 32%，资金同比+43.8%/ -1.5%。**其他经纪业务中**，24 年上/下半年席位租赁净收入分别同比-10.0%/ +3.2%，代销金融产品净收入分别同比-28.0%/ -19.0%，同比增速均有所回升。24H2 末华泰证券非货公募基金销售保有规模 1666 亿元，位列行业第二，规模同比+4.3%，增速较 24H1 末也明显回升。

➤ **(3) 单季资管收入环比回升，全年资管规模同比提速但资管费率回落。**24Q4 资管业务净收入 11 亿元，环比+36.9%，同比+0.5%，24Q3 市场热度低点资管收入短暂回落，24Q4 环比回升。**24 年资管规模转增后持续提速**，24 年末华泰证券资产管理规模 5563 亿元，同比+17.0%，增速较 24H1 的 10.7%继

推荐

维持评级

当前价格：

16.54 元

续提速 6.27pct。其中集合/单一/专项资产管理计划规模同比+18.4%/ +19.5%/ +1.4%，公募基金规模同比增长 44.5%。费率方面，24 全年资管费率 0.75%，较 23 年全年的 0.90%有所回落。**南方基金与华泰柏瑞基金规模大幅提升**，24 年末，南方基金管理资产规模 2.47 万亿元，同比+30.5%；华泰柏瑞基金管理资产规模 6882 亿元，同比+72.8%；华泰柏瑞旗下沪深 300ETF 规模达 3596 亿元，同比+174%，规模位居沪深两市非货币 ETF 规模市场第一。

➤ **(4) 信用业务方面，全年利息支出分项同比回落，融资融券规模创 2021 年后新高。**24Q4 公司利息净收入 14 亿元，为 21Q3 以来单季最高值，同比增长 13.55 倍。**利息支出分项同比显著回落**，24Q4 末公司卖出回购/拆入资金余额分别为 1210 亿/ 301 亿元，同比-16.0%/ -23.8%，对应的全年利息支出分别同比-13.7%/ -59.8%。其他利息支出分项中，应付债券/代买证券/应付短期融资款/短期借款利息支出也同比减少。**融资融券规模提升但股票质押回落**，24Q4 末融资融券业务余额 1301 亿元，为 2021 至今最高年末值，同比+6.2%，增速较 24H1 末增长 14.86pct。24Q4 末股票质押式回购待购回余额 162 亿元，同比-37.8%，降幅较 24H1 末扩大 16.26pct。23-24 年融出资金收益率从 7.0%下行至 5.1%，同期买入返售收益率从 4.2%下行至 2.8%。24 年全年融出资金和买入返售利息收入分别同比-13.6%/ -19.2%。

➤ **(5) 投行业务方面，全年债券承销金额保持增长，IPO 承销保持韧性。**24Q4 公司投行业务收入 7 亿元，环比+73.5%，同比-0.8%，较 24Q3 提升 36.57pct。**股权承销方面**，2024 年全年新股发行/增发新股承销金额分别为 85 亿/77 亿元，同比-50.8%/ -79.7%。IPO 同比降幅具备韧性，其中科创板、创业板 IPO 主承销金额 27.84 亿/30.22 亿元，行业排名均为第一。**债券承销方面**，2024 年全年债券主金额 6803 亿元，地方政府债券实际中标金额 345.58 亿元、实际中标地区数 33 个，均排名行业第一。**国际业务方面**，华泰金控(香港)完成 7 单港股 IPO 保荐项目，保荐数量位居全市场第三。

➤ **净资产收益率回升至 9.2%，归母净利率升至 2017 年以来新高。**2024 年末公司总资产 8143 亿元，同比-10.1%。归母净资产 1917 亿元，同比+7.0%。年化加权平均 ROE 9.2%，23-24 年连续两年回升，同比+1.12pct。**24 年归母净利率 37.0%**，创 2017 年 (43.9%) 以来新高，同比+2.16pct。其中业务及管理费率(剔除其他业务) 52.1%，同比-2.19pct；其他业务成本率 100.3%，同比+2.12pct，其中大宗商品销售收入/成本分别达到 78.6 亿/79.5 亿，规模升至 21 年以来新高，同比分别+60.7%/ +61.0%。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收 450/ 481/ 514 亿元，归母净利润 166/ 179/ 193 亿元，对应 3 月 31 日收盘价的 PE 为 9/ 8/ 8 倍。公司 APP “涨乐财富通”月度活跃用户数保持证券行业首位，非货基金销售保有规模稳居行业前列，华泰柏瑞与南方基金 AUM 高增。随着资本市场交投热度稳步回升，我们认为公司经纪、资管等业务头部优势有望持续强化。维持“推荐”评级。

**风险提示：**经纪佣金率下滑、APP 月活用户增长放缓、基金保有规模增长放缓等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	41,466	44,994	48,097	51,432
增长率(%)	14.2	8.5	6.9	6.9
归属母公司股东净利润(百万元)	15,351	16,622	17,929	19,344
增长率(%)	15.4	8.3	7.9	7.9
每股收益(元)	1.41	1.84	1.99	2.14
PE	12	9	8	8
PB	0.8	0.7	0.7	0.6

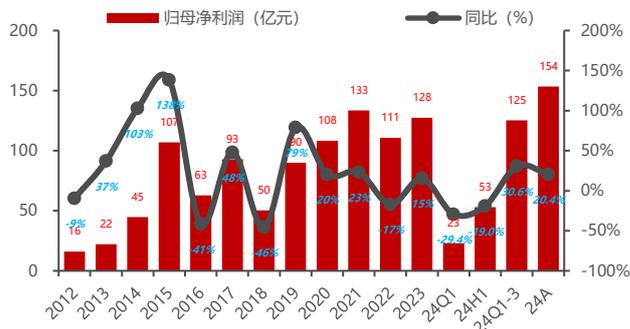
资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 3 月 31 日收盘价)

图1：华泰证券累计营业收入及增速



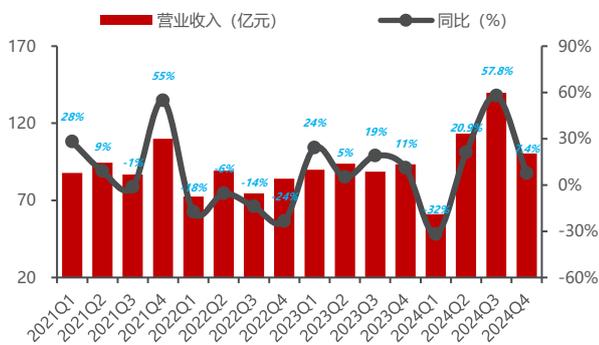
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图2：华泰证券累计归母净利润及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图3：华泰证券单季营业收入及增速



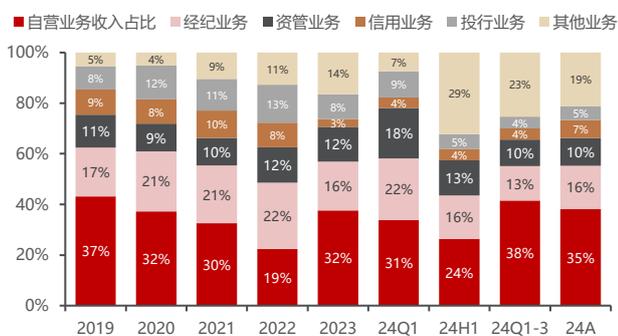
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图4：华泰证券单季归母净利润及增速



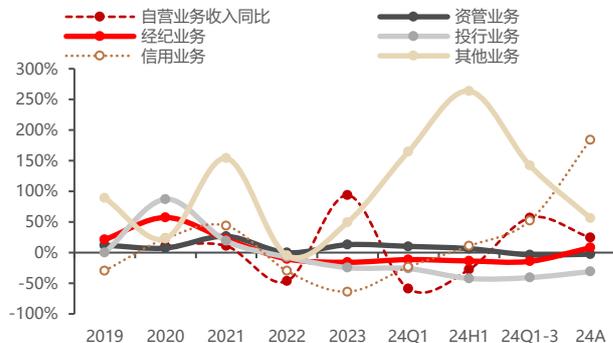
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图5：华泰证券营业收入结构变化



资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：自营业务收入=投资收益+联合营企业投资收益+公允价值变动净收益

图6：华泰证券分业务条线收入同比增速



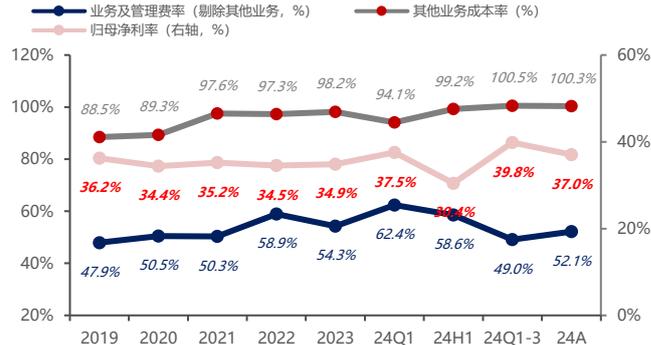
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图7：华泰证券ROA与ROE走势



资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：按期末总资产/净资产计算

图8：华泰证券业务及管理费率



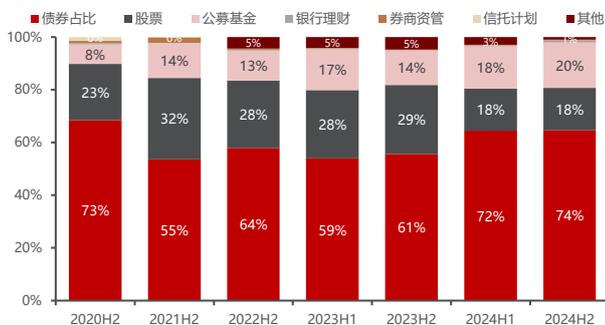
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：华泰证券金融投资规模及增速



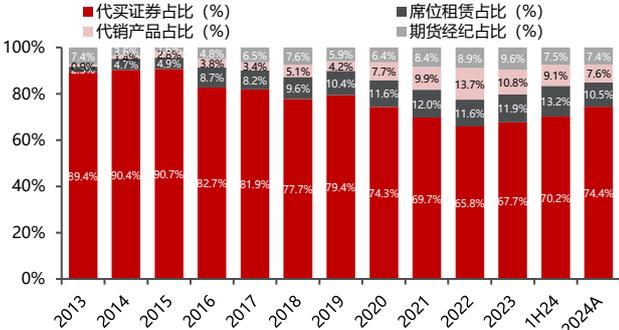
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图11：华泰证券整体资产配置占比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图13：华泰证券经纪业务收入结构



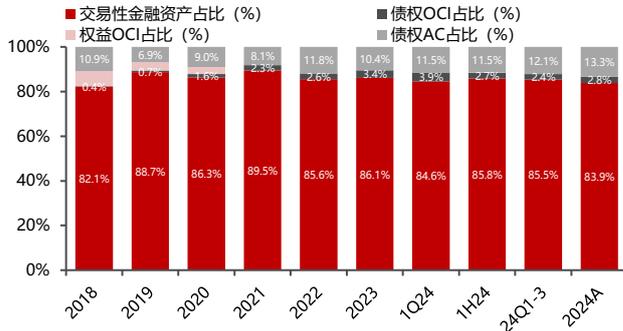
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图15：华泰证券托管客户资产规模及增速



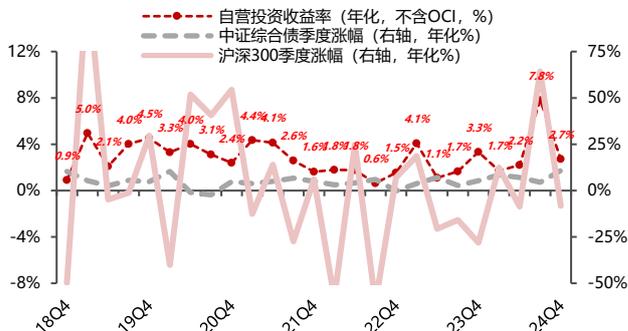
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：华泰证券债权与权益 OCI 规模



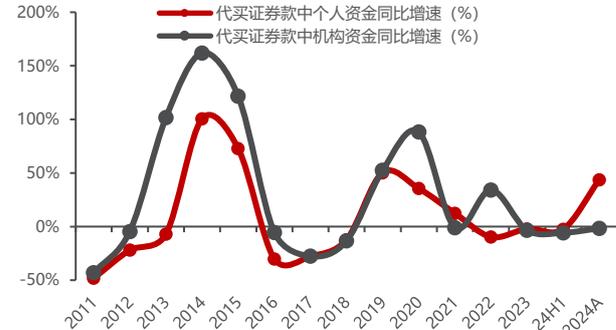
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图12：华泰证券自营投资收益率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图14：华泰证券代买证券款中个人/机构资金同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：华泰证券金融产品销售规模及增速



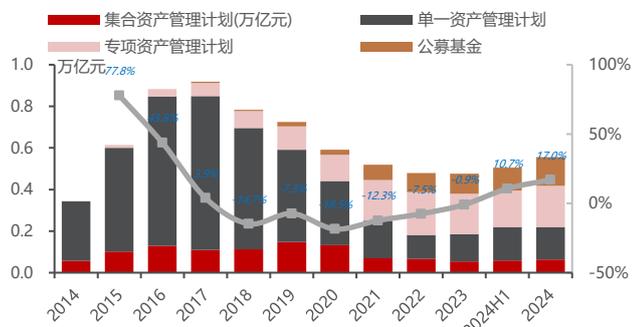
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图17: 华泰证券金融产品保有数量及增速



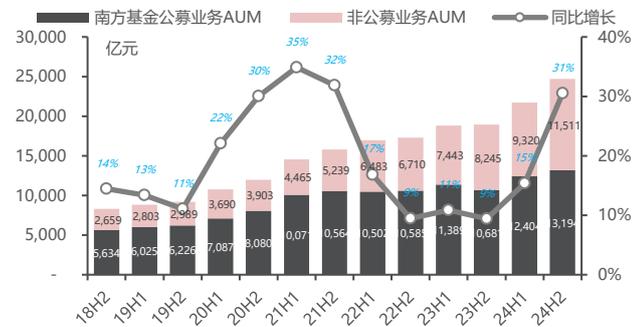
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: 华泰证券资管业务规模及增速



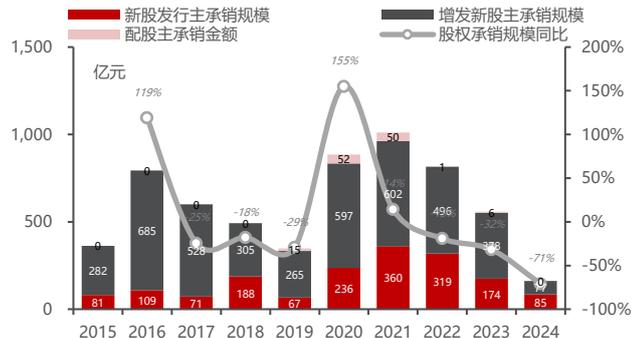
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图21: 南方基金 AUM 及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图23: 华泰证券股权主承销规模及排名



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: 华泰柏瑞沪深 300ETF 规模及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图20: 华泰证券非货基金销售保有规模及增速



资料来源: 中基协, 民生证券研究院

图22: 华泰柏瑞基金 AUM 及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图24: 华泰证券债券主承销规模及排名



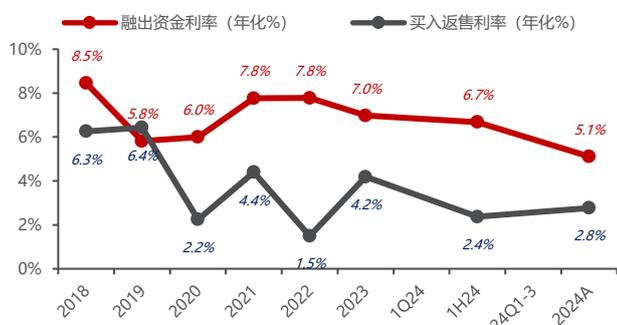
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图25: 华泰证券融资融券规模及增速



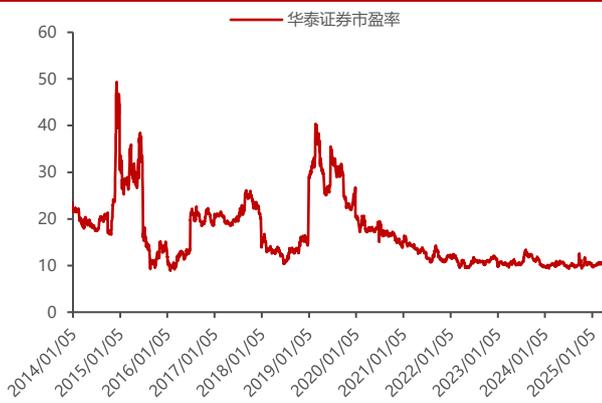
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图27: 华泰证券融出资金与买入返售收益率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图29: 华泰证券市盈率 (PE)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图26: 华泰证券股票质押式回购待购回余额及增速



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图28: 华泰证券卖出回购规模及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图30: 华泰证券市净率 (PB)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

## 华泰证券财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>415</b>	<b>450</b>	<b>481</b>	<b>514</b>
手续费及佣金净收入	129	145	165	180
其中: 经纪业务手续费净收入	64	74	82	90
其中: 投资银行业务手续费净收入	21	23	25	27
其中: 资产管理业务手续费净收入	41	46	50	55
利息净收入	27	29	30	32
自营投资收入	145	157	166	176
其中: 投资净收益	217	157	166	176
其中: 公允价值变动净收益	-49	0	0	0
其他业务收入	80	84	88	93
<b>营业支出</b>	<b>259</b>	<b>275</b>	<b>292</b>	<b>311</b>
税金及附加	2	2	2	2
业务及管理费	174	189	202	216
信用减值损失	2	-1	-1	-1
其他业务成本	80	83	87	91
<b>营业利润</b>	<b>156</b>	<b>175</b>	<b>189</b>	<b>203</b>
<b>利润总额</b>	<b>158</b>	<b>174</b>	<b>188</b>	<b>203</b>
所得税	-2	6	7	7
净利润	160	168	181	195
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>154</b>	<b>166</b>	<b>179</b>	<b>193</b>

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率 (%)	13.4	8.5	6.9	6.9
净利润增长率 (%)	20.4	8.3	7.9	7.9
<b>盈利能力</b>				
归母净利润率 (%)	37.0	36.9	37.3	37.6
总资产收益率 ROA (%)	1.9	1.9	2.0	2.0
净资产收益率 ROE (%)	8.0	7.8	7.8	7.8
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	76.4	75.4	74.8	74.2
资产负债率 (剔除代买证券款, %)	69.5	68.5	68.0	67.5
<b>经营效率</b>				
自营收益率 (%)	4.0	4.0	3.9	3.8
业务及费用率 (剔除其他业务, %)	42.0	42.0	42.0	42.0
其他业务成本占收入比例 (%)	100.3	98.6	98.6	98.6
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.70	1.84	1.99	2.14
每股净资产	21.2	23.5	25.3	27.3
每股股利	0.5	0.5	0.5	0.4
<b>估值分析</b>				
PE	10	9	8	8
PB	0.8	0.7	0.7	0.6
股息收益率 (%)	2.8	2.7	3.0	3.2

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>货币资金</b>	<b>1,776</b>	<b>1,609</b>	<b>1,622</b>	<b>1,645</b>
其中: 客户资金存款	1,381	1,378	1,408	1,438
<b>结算备付金</b>	<b>439</b>	<b>521</b>	<b>532</b>	<b>543</b>
其中: 客户备付金	328	408	417	426
<b>存出保证金</b>	<b>335</b>	<b>470</b>	<b>480</b>	<b>490</b>
<b>金融投资</b>	<b>3,598</b>	<b>3,909</b>	<b>4,240</b>	<b>4,594</b>
其中: 交易性金融资产	3,017	3,259	3,520	3,801
其中: 债权投资	478	537	597	656
其中: 其他债权投资	101	111	123	135
其中: 其他权益工具投资	1	1	1	2
<b>衍生金融资产</b>	<b>100</b>	<b>108</b>	<b>117</b>	<b>126</b>
<b>融出资金</b>	<b>1,325</b>	<b>1,392</b>	<b>1,461</b>	<b>1,534</b>
<b>买入返售金融资产</b>	<b>152</b>	<b>160</b>	<b>168</b>	<b>176</b>
<b>应收款项</b>	<b>56</b>	<b>61</b>	<b>65</b>	<b>69</b>
<b>长期股权投资</b>	<b>222</b>	<b>204</b>	<b>204</b>	<b>204</b>
<b>商誉</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>固定资产</b>	<b>42</b>	<b>48</b>	<b>49</b>	<b>51</b>
<b>其他资产</b>	<b>96</b>	<b>152</b>	<b>154</b>	<b>156</b>
<b>资产合计</b>	<b>8,143</b>	<b>8,633</b>	<b>9,093</b>	<b>9,590</b>
<b>代理买卖证券款</b>	<b>1,846</b>	<b>1,885</b>	<b>1,926</b>	<b>1,967</b>
<b>代理承销证券款</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>交易性金融负债</b>	<b>404</b>	<b>445</b>	<b>489</b>	<b>538</b>
<b>衍生金融负债</b>	<b>109</b>	<b>120</b>	<b>132</b>	<b>146</b>
<b>卖出回购金融资产款</b>	<b>1,210</b>	<b>1,332</b>	<b>1,465</b>	<b>1,611</b>
<b>应付短期融资款</b>	<b>289</b>	<b>289</b>	<b>289</b>	<b>289</b>
<b>拆入资金</b>	<b>301</b>	<b>301</b>	<b>301</b>	<b>301</b>
<b>短期借款</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>34</b>
<b>应付款项</b>	<b>723</b>	<b>768</b>	<b>816</b>	<b>868</b>
<b>应付债券</b>	<b>1,155</b>	<b>1,155</b>	<b>1,155</b>	<b>1,155</b>
<b>应付职工薪酬</b>	<b>107</b>	<b>130</b>	<b>139</b>	<b>149</b>
<b>租赁负债</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>14</b>
<b>长期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他负债</b>	<b>35</b>	<b>40</b>	<b>41</b>	<b>43</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,224</b>	<b>6,509</b>	<b>6,800</b>	<b>7,114</b>
<b>股本</b>	<b>90</b>	<b>90</b>	<b>90</b>	<b>90</b>
<b>资本公积</b>	<b>688</b>	<b>689</b>	<b>688</b>	<b>688</b>
<b>其他综合收益</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
<b>其他权益工具</b>	<b>283</b>	<b>283</b>	<b>283</b>	<b>283</b>
<b>一般风险准备</b>	<b>255</b>	<b>293</b>	<b>325</b>	<b>360</b>
<b>未分配利润</b>	<b>487</b>	<b>627</b>	<b>735</b>	<b>852</b>
<b>归属于母公司股东权益</b>	<b>1,917</b>	<b>2,120</b>	<b>2,287</b>	<b>2,468</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>8</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>1,919</b>	<b>2,124</b>	<b>2,293</b>	<b>2,476</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>8,143</b>	<b>8,633</b>	<b>9,093</b>	<b>9,590</b>

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048