

非银金融

2025 年 04 月 30 日

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 04 月 29 日

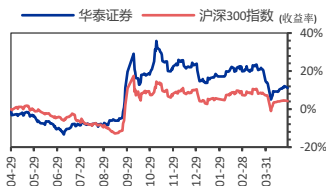
收盘价 (元)	15.85
一年内最高/最低 (元)	20.98/11.83
市净率	0.9
息率 (分红/股价)	3.66
流通 A 股市值 (百万元)	115,615
上证指数/深证成指	3,286.65/9,849.80

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	18.50
资产负债率%	76.27
总股本/流通 A 股(百万)	9,027/7,294
流通 B 股/H 股 (百万)	-/1,719

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

罗钻辉 A0230523090004
luozh@swsresearch.com

联系人

金黎丹
(8621)23297818x
jinld@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

华泰证券（601688）

——投资业务环比量增价减，两融市占率保持高位

事件：4/29，华泰证券披露 1Q25，业绩接近预告上限。1Q25 公司实现营收 82.3 亿元，同比+34.8%，环比-18.0%；归母净利润 36.4 亿元，同比+59.0%，环比+28.7%；1Q25 公司加权 ROE（年末化）2.10%，同比+0.73pct。

- **市场回暖背景下经纪、净利息、投资收入同比均实现高增。**1Q25 公司证券主营业收入 72.6 亿/同比+29%，环比-22%。**分项看**，经纪、投行、资管分别实现收入 19.4、5.4、4.2 亿元，同比分别+43%、-6%、-62%；净利息、净投资、长股投（主要是华泰柏瑞等参控股公募）收入/同比分别为 9.6 亿/+319%、25.8 亿/+40%、长股投 7.5 亿/+240%。**收入结构**：投资占比 36%、经纪占比 27%、资管占比 6%、净利息占比 13%、投行占比 7%、长股投占比 10%（剔除其他手续费）。
- **两融业务市占率维持 7%高位，利息净收入高增预计主因融资成本下行。**1Q25 市场两融余额为 1.92 万亿元较 24 年末+3%，期末公司融出资金 1,336 亿元/较上年末+1%，公司两融市占率保持 7%高位，在市场交投回暖周期利息净收入弹性较同业更强。期末公司有息负债规模 3,394 亿元，测算得 1Q25 公司年化负债成本为 2.67%（VS 2024 年为 3.19%、1Q24 年化为 3.53%）。
- **境内 IPO 承销超越中信证券，境外投行优势稳固。境内投行：**根据 Wind，按发行日统计，**IPO**：1Q25 公司完成 IPO 主承销规模共 15 亿/yoy-69%（VS 市场 yoy-26%），市占率 9.3%（VS 中信证券 7.6%）。**再融资（增发+配股+优先股）**：1Q25 公司再融资主承销规模 32 亿/yoy+11%（VS 市场 yoy+68%），市占率 4.0%（VS 中信证券 35.2%）。**债券承销**：1Q25 公司完成债券融资规模 2,891 亿元/yoy+28%（VS 市场 yoy+16%），市占率 9.1%（VS 中信证券 13.8%）。**境外投行**：1Q25 公司在港股市场 IPO 承销 3 家，IPO 承销规模 20.8 亿/排名行业第 2。
- **缩表趋势暂缓，1Q25 公司投资杠杆较 24 年提升，投资业务环比量增价减。**期末公司总资产 8,233 亿/较 24 年末+1%，净资产 1,953 亿/较 24 年末+2%。期末金融投资资产规模 3,855 亿/较 24 年末+4%，其中交易金融资产规模 3,115 亿/较 24 年末+3%，其他债权投资、其他权益工具投资分别较 24 年末+68%、+14.6 倍；测算得 1Q25 年化投资收益率 3.36%（VS 2024 年为 4.26%、1Q24 年化为 1.88%）；预计 1Q25 市场较 1Q24 平稳之下华泰证券投资业务实现较好的增长，而 1Q25 债市回调对公司投资业务有所影响（投资收益环比-24%）。
- **投资分析意见：上调 25E 盈利预测，下调 26-27E 盈利预测，维持买入评级。**根据报告期公司有息负债资金成本，我们下调 25E 融资成本假设，从而上调 25E 盈利预测；考虑到国泰海通强强联合对公司在投行、经纪业务方面有一定竞争影响，我们下调 26E-27E 的经纪业务市占率、投行业务市占率假设，从而下调 26E-27E 盈利预测。我们预计 2025-2027E 归母净利润分别为 146.0、161.2、170.5 亿元（原预测 138.8、165.6、178.8 亿元），同比分别-4.9%、+10.4%、+5.8%，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**经济下行；流动性收紧，市场大幅波动。

财务数据及盈利预测

百万元	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业收入	41,466	8,232	40,094	45,900	48,722
收入同比增长率 (%)	13.36%	34.83%	-3.3%	14.5%	6.1%
归属母公司净利润	15,351	3,642	14,597	16,116	17,047
净利润同比增长率 (%)	20.39%	58.97	-4.9%	10.4%	5.8%
每股收益 (元/股)	1.70	0.38	1.62	1.79	1.89
ROE (%)	9.30%	2.10%	8.30%	8.65%	8.60%
P/E	9.32		9.80	8.88	8.39
P/B	0.88		0.83	0.77	0.73

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

预测合并利润表

人民币：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	36,578	41,466	40,094	45,900	48,722
手续费及佣金净收入	14,613	12,948	13,762	14,256	14,840
利息净收入	952	2,705	4,844	6,116	6,952
投资净收益及公允价值变动	14,256	16,855	16,488	20,528	21,931
其他业务收入	6,757	8,959	5,000	5,000	5,000
营业支出	21,890	25,898	23,771	27,878	29,235
营业税金及附加	188	179	241	275	292
管理费用	17,079	17,434	18,844	21,803	23,143
资产减值损失	-411	246	200	200	200
其他业务成本	5,034	8,038	4,486	5,600	5,600
营业利润	14,688	15,569	16,323	18,022	19,487
营业外收支	-483	-216	0	0	0
利润总额	14,205	15,352	16,323	18,022	19,487
所得税	1,168	-167	1,306	1,442	1,949
净利润	13,037	15,519	15,017	16,581	17,538
少数股东损益	286	168	420	464	491
归属母公司净利润	12,751	15,351	14,597	16,116	17,047

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

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@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.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，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。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。本公司强烈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。

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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。