

华泰证券 (601688.SH)

自营高增贡献良多、期待资负梳理下资金业务动能

25Q1 公司实现营业收入 82.3 亿, 同比+35%, 环比-18%; 归母净利润 36.4 亿, 同比+59%, 环比+29%。年化 ROE 为 8.4%, 同比+2.9pct; 经营杠杆为 3.36 倍, 较年初略有增长。

□ 总体概览: 自营高增贡献良多、期待资负梳理下资金业务动能。25Q1 公司实现营业收入 82.3 亿, 同比+35%, 环比-18%; 归母净利润 36.4 亿, 同比+59%, 环比+29%。截至 25Q1, 公司总资产 8233 亿, 较年初+1%; 归母净资产 1953 亿, 较年初+2%。年化 ROE 为 8.4%, 同比+2.9pct; 经营杠杆为 3.36 倍, 较年初略有增长。自营/经纪/信用/其他/投行/资管业务占主营收入比重分别为 37%/26%/13%/11%/7%/6%, 同比分别为 +4/+2/+9/+2/-3/-14pct。降本成效显著。25Q1 管理费用为 31.4 亿, 同比-12%, 占营业收入 (剔除其他业务收入) 比重为 43%, 同比-19pct。

□ 收费类业务: 经纪随行就市, 资管稳健, 期待并购、海外业务提供收入增量。

(1) 经纪随行就市。25Q1 经纪收入 19.4 亿, 同比+43%, 环比-22%。考虑到 25Q1 日均股基成交额 17465 亿, 同比+71%, 环比-16%, 预计佣金政策性调降和 Q1 量化交易活跃影响、业务综合费率持续下滑。

(2) 投行依旧承压, 期待并购、海外业务提供增量。25Q1 投行收入 5.4 亿, 同比-6%, 环比-27%。按发行日计, 25Q1 公司 IPO 募集资金 15.4 亿, 市占率 9.26%, 排名下滑至第三; 再融资 61.3 亿, 市占率 6.53%, 行业排名上行至第五; 债券承销金额 3023 亿, 市占率 9.27%, 排名稳居第四。港股股权承销金额 37 亿港元, 市占率 6.31%, 行业排名第五。项目储备上, 截至 25Q1, 公司股融 (IPO+再融资) 进行中项目 12 个, 行业排名第五。期待并购项目和海外业务的拓展潜力。

(3) 资管稳健。25Q1 资管收入 4.2 亿, 同比-62%。同比下滑和市场走势出现明显分歧, 是由于 24Q3 公司出售 AssetMark 后、对应收入减少。公司旗下南方基金、华泰柏瑞基金非货规模同比分别为 +18%、+58%, 非货 ETF 规模同比分别为 +60%、+74%。

□ 资金类业务: 低基数带动自营走高, 资负表梳理和利率宽松压降利息支出。

(1) 市场回暖、驱动自营增长。25Q1 自营收入 27.6 亿, 同比+47%, 环比+12%。截至 25Q1, 交易性金融资产 3115 亿, 较年初+3%; 公司增配 OCI 资产、平抑市场波动对表观利润的影响, 其他债权投资较年初+68%, 其他权益工具投资增长 18 亿。衍生品严监管持续, 衍生金融资产 75 亿、较年初-25%。

(2) 权益景气同比走高、有息负债下滑、资金成本降低, 推高利息净收入。25Q1 利息净收入 9.6 亿, 同比+319%, 环比-31%; 利息支出 22.2 亿, 同比-33%, 环比持平。综合看, 有息负债规模下滑、资金成本降低, 导致利息支出下滑、抬高利息净收入。截至 25Q1, 公司融出资金 1336 亿, 较年初+1%,

强烈推荐 (维持)

总量研究/非银行金融
目标估值: 19.50 元
当前股价: 16.05 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)	144.9
流通市值 (十亿元)	117.1
每股净资产 (MRQ)	21.6
ROE (TTM)	8.6
资产负债率	76.3%
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	-8	16
相对表现	-7	-5	12



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《华泰证券 (601688) —总量略不及预期, 结构性亮点突出》2025-03-30
- 2、《华泰证券 (601688) —低于预期, 期待弹性》2024-10-31
- 3、《华泰证券 (601688) —亮点颇多, 资管抢眼, 信用逆市提升》2024-08-31

郑积沙 S1090516020001

✉ zhengjisha@cmschina.com.cn

许诗蕾 研究助理

✉ xushilei@cmschina.com.cn

市占率 6.96%，较年初-0.15pct；买入返售金融资产 128 亿，较年初-16%。

□ **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、优质的高净值客群、以及指数产品领先布局优势，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。股融总量控制政策边际放松，政策鼓励并购重组、提供业务新增量，投行业务高弹性可期。考虑到监管呵护资本市场态度鲜明、市场风偏向好、情绪明显恢复，利好券商多数板块。公司作为头部券商有望优先受益、业绩持续向好。我们预计公司 25/26/27 年归母净利润至 141 亿元/162 亿元/180 亿元，同比 -8%/+15%/+11%。给定目标价 19.5 元，空间约为 22%。

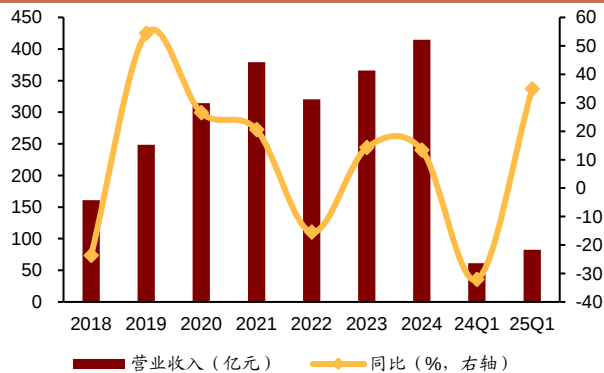
□ **风险提示：政策力度不及预期、市场波动加剧、公司市占率提升不及预期等。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	36578	41466	46323	54810	65862
同比增长	14.2%	13.4%	11.7%	18.3%	20.2%
营业利润(百万元)	14687	15569	15313	17615	19791
同比增长	21.0%	6.0%	-1.6%	15.0%	12.4%
归母净利润(百万元)	12751	15351	14122	16224	18027
同比增长	15.4%	20.4%	-8.0%	14.9%	11.1%
每股收益(元)	1.35	1.70	1.56	1.80	2.00
PE	11.9	9.4	10.3	8.9	8.0
PB	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

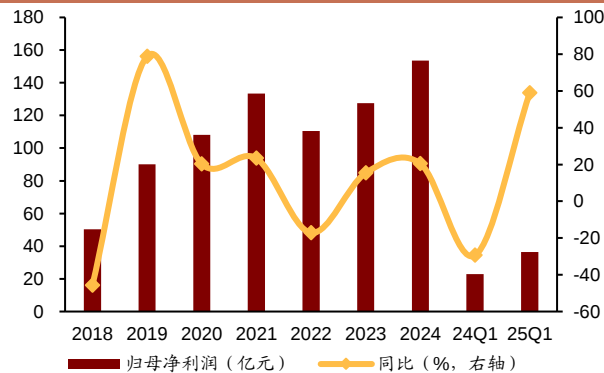
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：华泰证券营业收入



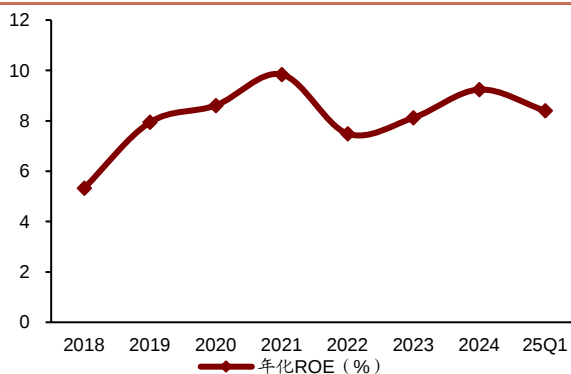
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：华泰证券归母净利润



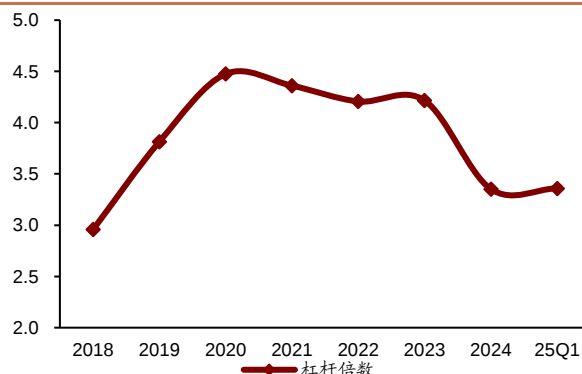
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：华泰证券年化 ROE



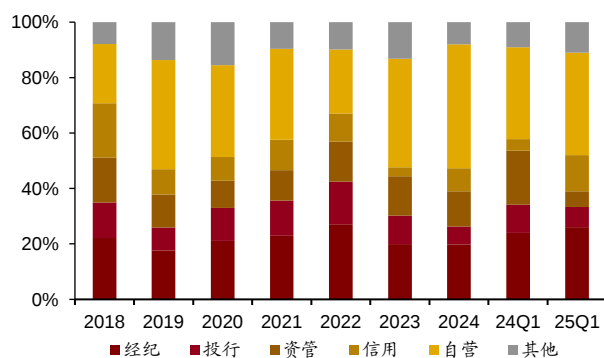
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：华泰证券杠杆倍数



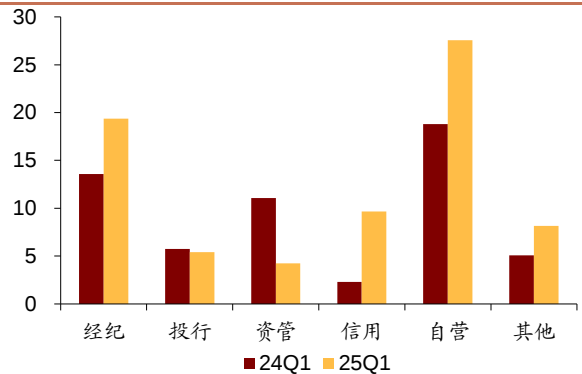
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：华泰证券营收结构



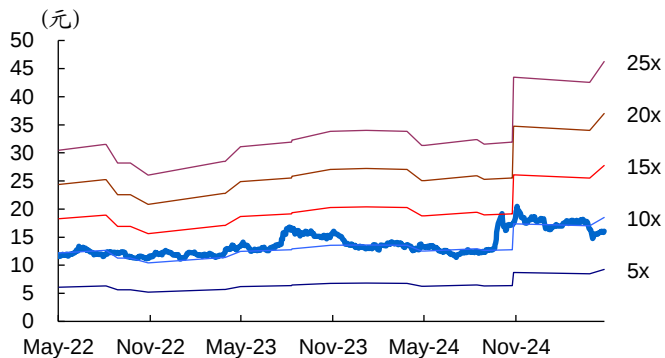
资料来源：公司公告、招商证券

图 6：华泰证券营收及分部收入同期对比（亿元）



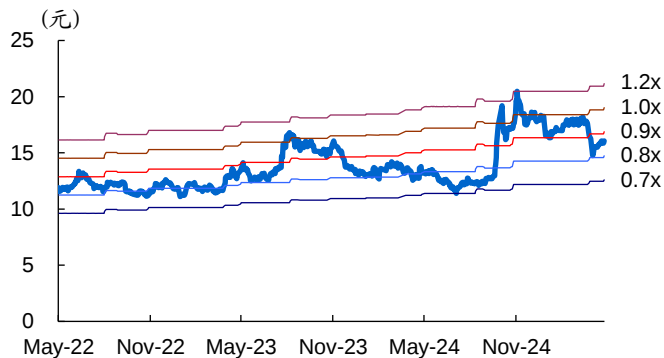
资料来源：公司公告、招商证券

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	32,032	36,578	41,466	46,323	54,810	65,862
手续费及佣金净收入	16,236	14,613	12,948	16,917	18,772	20,349
代理买卖证券业务净收入	7,073	5,959	6,447	8,088	8,954	9,582
证券承销业务净收入	4,024	3,037	2,097	2,744	3,057	3,246
受托客户资产管理业务净收入	3,769	4,256	4,146	4,644	5,201	5,825
利息净收入	2,633	952	2,705	4,424	4,928	5,033
投资净收益	10,459	13,281	21,716	11,033	12,109	14,556
其中: 对联营企业和合营企业的投资	2,000	2,585	2,354	3,000	3,000	3,001
公允价值变动净收益	-3,214	975	-4,862	1,161	1,345	1,617
汇兑净收益	2,199	1,323	750	550	660	661
其他收益	288	307	193	251	264	277
其他业务收入	3,430	5,126	8,011	11,987	16,732	23,369
资产处置收益	1	2	4	0	0	0
营业支出	19,890	21,890	25,898	31,010	37,196	46,071
税金及附加	190	188	179	278	329	395
管理费用	16,849	17,079	17,434	19,473	21,199	23,080
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
信用减值损失	-485	-411	246	232	274	395
其他业务成本	3,336	5,035	8,038	11,028	15,394	22,200
营业利润	12,142	14,687	15,569	15,313	17,615	19,791
加: 营业外收入	155	276	6	0	0	0
减: 营业外支出	69	759	222	93	110	132
其中: 非流动资产处置净损失						
利润总额	12,228	14,205	15,352	15,220	17,505	19,659
减: 所得税	863	1,168	-167	898	1,050	1,376
加: 未确认的投资损失						
净利润	11,365	13,036	15,519	14,322	16,455	18,283
减: 少数股东损益	313	286	168	201	230	256
归属于母公司所有者的净利润	11,053	12,751	15,351	14,122	16,224	18,027
加: 其他综合收益	1,196	316	598	465	538	647
综合收益总额	12,561	13,352	16,117	14,787	16,993	18,930
减: 归属于少数股东的综合收益总额	499	328	131	296	340	379
归属于母公司普通股股东综合收益总额	12,062	13,025	15,985	14,491	16,653	18,552
每股收益 (元):						
基本每股收益	1.18	1.35	1.62	1.56	1.80	2.00
稀释每股收益	1.16	1.33	1.62	1.56	1.80	2.00

资料来源: 公司数据、招商证券

表 2：资产负债表（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产：						
货币资金	155,612	150,320	177,639	248,698	268,294	290,619
其中：客户资金存款	110,431	104,023	138,118	198,958	223,578	242,182
结算备付金	38,746	42,316	43,900	69,348	83,389	90,327
其中：客户备付金	30,029	33,187	32,763	50,624	60,040	65,036
拆出资金						
融出资金	100,648	112,341	132,546	132,833	132,762	137,590
金融投资	410,845	479,963	359,802	449,148	504,989	568,793
其中：交易性金融资产	351,546	413,460	301,747	385,232	437,012	496,449
债权投资	48,553	50,117	47,794	51,617	54,198	56,908
其它债权投资	10,504	16,262	10,136	12,163	13,622	15,257
其他权益工具投资	242	125	126	136	156	180
以摊余成本计量的金融资产						
衍生金融资产	15,788	16,260	9,991	19,262	21,851	24,822
买入返售金融资产	34,824	12,460	15,228	24,870	26,829	29,062
持有待售资产	0	0	417	0	0	0
应收款项	7,804	9,744	5,587	9,956	11,255	12,185
合同资产						
应收利息						
存出保证金	42,707	40,544	33,451	31,391	38,572	41,782
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	19,241	20,415	22,237	23,369	24,936	26,658
固定资产	4,682	4,586	4,216	4,003	3,741	3,524
在建工程	196	566	1,275	1,339	1,406	1,476
无形资产	7,440	7,515	2,036	2,138	2,245	2,357
其中：交易席位费						
商誉	3,352	3,419	51	53	54	56
递延所得税资产	596	703	1,592	1,025	1,286	1,602
投资性房地产	218	136	182	200	220	220
使用权资产	1,410	1,368	998	998	998	998
其他资产	2,458	2,852	3,121	3,277	3,441	3,613
资产总计	846,567	905,508	814,270	1,022,821	1,097,268	1,175,591
负债：						
短期借款	7,997	11,479	3,363	7,421	5,392	6,406
其中：质押借款						
应付短期融资款	25,773	25,476	28,853	34,624	39,817	45,790
拆入资金	25,878	39,537	30,114	36,136	43,364	52,036
交易性金融负债	48,576	52,671	40,448	52,583	60,470	69,541
衍生金融负债	9,638	16,882	10,944	18,404	21,769	25,035
卖出回购金融资产款	144,118	144,056	121,048	223,828	241,464	261,557
代理买卖证券款	152,552	144,701	184,587	265,277	302,133	327,273
代理承销证券款	150	228	70	150	149	123
应付职工薪酬	11,893	10,583	10,706	11,958	13,018	14,173
长期应付职工薪酬						
应交税费	999	662	525	520	599	672
应付款项	105,298	110,287	72,296	47,392	31,066	20,365
应付利息						
合同负债	219	178	105	105	105	105

持有待售负债	0	0	75	0	0	0
代理业务负债						
长期借款	805	647	0	0	0	0
应付债券	139,419	159,816	115,459	121,232	127,293	133,658
递延所得税负债	2,204	1,961	477	472	543	610
预计负债	0	570	746	746	746	746
租赁负债	1,519	1,468	1,015	913	822	740
其他负债	1,681	2,090	1,547	1,146	848	628
负债合计	678,718	723,291	622,377	822,906	889,599	959,457
所有者权益(或股东权益):						
股本	9,076	9,075	9,027	9,027	9,027	9,027
其它权益工具	19,200	25,700	28,300	28,300	28,300	28,300
其中: 优先股						
永续债	19,200	25,700	28,300	28,300	28,300	28,300
资本公积金	70,482	69,602	68,838	68,838	68,838	68,838
减: 库存股	1,202	1,064	101	101	101	101
其它综合收益	793	1,069	1,703	700	701	702
盈余公积金	7,791	8,838	9,727	9,727	9,727	9,727
未分配利润	37,923	42,431	48,694	54,223	60,574	67,631
一般风险准备	21,024	23,458	25,485	26,917	28,563	30,391
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	165,088	179,108	191,674	197,632	205,630	214,516
少数股东权益	2,762	3,109	220	2,283	2,040	1,618
所有者权益合计	167,849	182,217	191,894	199,915	207,670	216,134
负债及股东权益总计	846,567	905,508	814,270	1,022,821	1,097,268	1,175,591

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。