

# 华泰证券(601688.SH/06886.HK)

## 数字化赋能一流投行，财富机构巩固竞争优势

### 核心观点:

- **数字化赋能一流投行建设。**华泰证券聚焦“科技赋能下的财富管理与机构服务双轮驱动”，自 2019 年公司深化混改与启动全面数字化转型以来，通过覆盖前中后台的数字化体系推动科技与业务深度融合，逐步实现盈利排名进阶。高管团队多有技术背景，兼具行业经验与创新活力，以市场为导向的选任和激励约束机制保障专业能力与相对稳定。公司 ROE 显著优于同业平均，杠杆底部回暖有望放大 ROE 弹性。
- **科技与业务深度融合，驱动全业务链价值提升。**科技人员及投入位居券商首位，推动公司近三年平均人均净利润仅次于中信，形成效能护城河。(1) 机构业务，2019 年推出“行知平台”、2020 年推出线上证券借贷交易平台“融券通”、信用研究系统“CAMS”和 FICC“大象平台”2023 年底开启对客服务，持续提升综合及平台化服务能力，带动机构业务收入的提速增长。(2) 财富管理流量及平台护城河巩固。2024 年涨乐财富通 APP 月均活跃度 1008 万人，稳居行业榜首；基金保有量领先，稳居行业第二。服务效能领先，2024 年经纪业务收入，每营业部平均贡献仅次于中信证券，每投顾经纪人员平均仅次于招商证券。ETF 资管和生态竞争优势突出，有望受益于指数化投资发展。
- **投行业务：**公司股权承销稳居行业前列，债券承销排名稳步提升，综合及专业化服务优势突出。投行资本化随着市场环境改善，有望触底回暖。华泰紫金投资领域聚焦于医疗健康和先进制造领域，有望受益于项目估值回升带动业绩弹性。
- **盈利预测与投资建议。**华泰凭借平台能力、客户基础、国际化布局，充分受益于市场复苏与结构转型。预计 2025-2026 年归母净利润分别为 157 亿元、178 亿元，考虑公司历史及可比估值情况，ROE 和景气度触底回升，给予 2025 年 1.3 倍 PB，对应 A 股合理价值 29.30 元/股，考虑 AH 溢价，H 股合理价值为 27.70 港元/股，均给予“买入”评级。
- **风险提示。**行业竞争加剧，政策改革不及预期，市场大幅波动等。

### 盈利预测:

指标 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	36578	41466	45607	50777	55137
增长率(%)	14%	13%	10%	11%	9%
归母净利润(百万元)	12751	15351	15680	17782	19494
增长率(%)	15%	20%	2%	13%	10%
EPS (元/股)	1.41	1.70	1.74	1.97	2.16
市盈率 (P/E)	10.60	13.03	12.75	11.24	10.26
市净率 (P/B)	0.91	1.05	0.98	0.93	0.88

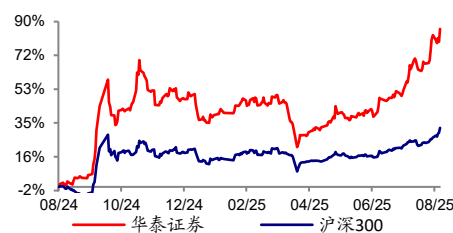
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	22.15 元/20.94 港元
合理价值	29.30 元/27.70 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-08-24

### 基本数据

股票代码	601688.SH	06886.HK
总股本 (百万股)	9027.30	9027.30
流通股本 (百万股)	7306.76	1719.05
总市值 (百万)	199,955 元	189,032 港元
一年内最高/低价	22.15-12.34 元	21.22-8.14 港元
30 日日均成交量 (百万股)	113.68	17.88
30 日日均成交额 (百万)	2,373 元	347 港元
近 3 个月涨跌幅 (%)	35.24	67.14

### 相对市场表现



### 分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

### 分析师:

严漪澜



SAC 执证号: S0260524070005



0755-82544248



yanyilan@gf.com.cn

请注意，严漪澜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

华泰证券 2025-04-29  
(601688.SH/06886.HK): 泛自营回升动能显著，业绩持续改善可期

## 目录索引

一、概况：数字化持续赋能，打造一流投行.....	5
（一）团队专业稳定，兼具行业经验与创新活力.....	5
（二）业务协同提升，头部地位稳固.....	6
二、科技赋能，释放科技与业务融合价值.....	8
（一）规模投入与精英团队构建科技护城河.....	8
（二）科技驱动全业务链价值提升.....	9
（三）从 AI 技术赋能到商业效能转化.....	11
三、机构服务：科技赋能巩固龙头竞争壁垒.....	11
（一）投行业务：股权承销稳居行业前列，债券承销排名稳步提升.....	11
（二）投行资本化：外部环境改善，行业触底回暖.....	12
（三）机构服务平台：技术赋能各主要业务条线.....	14
四、财富管理平台化转型领先，ETF 构筑竞争优势.....	16
（一）网点功能重塑与服务能级提升.....	16
（二）ETF 资管：规模效应与全面布局构筑护城河.....	16
（三）ETF 服务：客户赋能与生态构建.....	17
五、国际业务深化发展.....	18
（一）香港业务：打造全方位的综合性跨境金融服务平台体系.....	19
（二）美国业务：出售 ASSETMARK 彰显公司国际业务战略发展方向.....	20
六、盈利预测和投资建议.....	21
（一）盈利预测.....	21
（二）投资建议.....	22
七、风险提示.....	23
（一）行业竞争加剧风险.....	23
（二）市场大幅波动风险.....	23
（三）资本市场综合改革进度不及预期.....	24

## 图表索引

图 1: 华泰证券主营业务收入 (亿元) .....	7
图 2: 华泰证券主营业务收入占比 .....	7
图 3: 华泰证券剔除杠杆率 (倍) 及排名 .....	8
图 4: 华泰证券加权 ROE 及排名 .....	8
图 5: 华泰证券信息技术投入规模 (亿元) 及同比 .....	8
图 6: 大型券商技术人员人数 (人) 及占比 .....	8
图 7: 2021 年和 2024 年华泰证券技术人员学历结构 .....	9
图 8: 2021 年和 2024 年华泰证券技术人员年龄结构 .....	9
图 9: 涨乐财富通 APP 月均活跃度 (万人) .....	9
图 10: 2024 年全年券商 APP 月均活跃度 (万人) .....	9
图 11: 华泰行知提供全业务综合金融服务 .....	10
图 12: 融券通通过数字化连接券源供给方与需求方 .....	10
图 13: 华泰证券数字服务体系 .....	11
图 14: 大型券商 2022 年-2024 年平均人均营收及人均净利润 (万元) .....	11
图 15: 华泰股权承销、债券承销规模 (亿元) 及同比 .....	12
图 16: 华泰证券股权承销、债券承销排名 .....	12
图 17: 券商排队中申报项目 (个数) 及占比 .....	12
图 18: 华泰证券排队中申报项目各行业占比 .....	12
图 19: 私募股权投资基金实施投资项目金额 (亿元) 及家数 (家) .....	13
图 20: 华泰紫金营业收入 (亿元) 及净利润 (亿元) .....	13
图 21: 华泰紫金私募股权投资全部投资金额 (亿元) 及投资数量 (个) .....	13
图 22: 华泰创新投资科创板保荐跟投浮盈测算 (亿元) 及净利润 (亿元) .....	14
图 23: 华泰创新投资的投资规模 (亿元) 及同比 .....	14
图 24: 基金托管业务累计上线产品数量 (只) 及业务规模 (亿元) .....	15
图 25: 基金服务业务累计上线产品数量 (只) 及业务规模 (亿元) .....	15
图 26: 华泰证券两融规模 (亿元) 及市占率 .....	15
图 27: 华泰证券两融利息收入 (亿元)、增速及行业增速 .....	15
图 28: 2024 年大型券商营业部数量 (个) 及营业部平均经纪业务收入 (万元) .....	16
图 29: 2024 年大型券商投顾人数 (人) 及每人平均贡献经纪业务收入 (万元) .....	16
图 30: 华泰柏瑞和南方基金 ETF 规模 (亿元) 及市占率 .....	17
图 31: 华泰柏瑞和南方基金净利润 (亿元) 及 ROE .....	17
图 32: 2024 年大型券商保有规模 (亿元) 及市占率 .....	18
图 33: 华泰证券业务版图 .....	19
图 34: 券商境外业务营收占总营收的比重 .....	19
图 35: 华泰港股股权承销规模 (亿港元) 及市占 .....	20
图 36: 华泰证券港股保荐家数及市场份额 .....	20
图 37: AssetMark 营收 (亿元) 及占华泰证券国际业务营收比重 .....	21

图 38: 华泰证券 601688.SH 的 PB (LF) 估值 (元) ..... 23

表 1: 华泰证券现任高管职务与履历 ..... 5

表 2: 华泰证券部分核心指标规模与排名 (亿元) ..... 7

表 3: 分项业务盈利预测 (百万元) ..... 22

表 4: 同业估值对比 ..... 23

## 一、概况：数字化持续赋能，打造一流投行

### （一）团队专业稳定，兼具行业经验与创新活力

作为江苏省首批混改试点企业，早在2018年华泰证券被纳入全省第一批混合所有制改革试点企业名单。根据证券日报网，2019年3月，公司根据深化混改总体方案，开展职业经理人制度试点，建立以市场为导向的选人用人和激励约束机制，推进任期制和契约化管理，完善管理者薪酬制度，严格任期管理和绩效考核，建立退出机制；取消总裁、副总裁岗位，设立执行委员会。

**公司管理层技术背景推动业务创新。**华泰证券管理层技术基因浓厚，主要体现在高管团队的专业背景与分管业务深度融入数字化能力建设。**首席执行官周易**早年任职于江苏贝尔等通信技术领域，加入华泰证券后主导数字化转型，2009年华泰证券前瞻性布局互联网，并在移动金融大发展中赢得先机；**首席信息官韩臻聪**主导信息技术与数字化运营，其电信行业经验为金融科技基础设施升级提供支撑；**执行委员会委员陈天翔**作为网金领军人物，推动智能投顾与线上平台融合。高管平均年龄54岁，团队兼具行业经验与创新活力，形成“业务+科技”双轮驱动的领导架构。

表 1：华泰证券现任高管职务与履历

姓名	现任职时间	现任职务	背景履历	年龄
张伟	2019年12月	党委书记，董事长	工商管理硕士。曾任江苏省电子工业厅副处长，江苏宏图高科技股份有限公司总裁、江苏高投集团董事长，2019年3月起担任本公司党委书记。	61
周易	2019年10月	首席执行官、执行委员会主任	计算机通信专业本科。曾任南京信网视讯科技股份有限公司董事长、上海贝尔富欣通信有限公司副总经理，2006年8月加入公司，曾任本公司党委副书记、总裁、党委书记、董事长等职务。2007年12月起任本公司董事。	57
孙含林	2019年12月	执行委员会委员，分管运营、资产托管	工商管理硕士。曾在中国人民银行江苏省分行工作，1997年8月加入公司，曾任本公司人事处处长、组织部部长、人力资源部总经理、纪委书记、稽查总监、党委委员、副总裁等职务。	60
张辉	2019年12月	执行委员会委员，分管证券投资	博士，技术经济及管理专业。2003年2月加入公司，曾任本公司资产管理总部高级经理、南通姚港路营业部副总经理、上海瑞金一路营业部总经理、证券投资部副总经理；综合事务部总经理、人力资源部总经理兼党委组织部部长。2017年4月起担任本公司董事会秘书。	51
焦晓宁	2020年3月	首席财务官，分管融资融券、计划财务、资金运营	美国乔治华盛顿大学会计学专业，财政部财政学研究所经济学硕士；曾在中国工商银行北京分行、财政部会计司工作，曾任证监会会计部副主任，2020年1月加入公司。	55
王翀	2017年3月	首席风险官，分管风险管理	伦敦商学院金融学、中国科学技术大学计算机科学硕士学位；曾在中国银行资金部/全球金融市场部、中国银行伦敦分行、JP摩根（英国）、中国国际金融有限公司（英国）工作。2014年12月加入公司，曾任本公司风险管理部总经理。	53
韩臻聪	2022年4月	执行委员会委员、首席信息官，分管信息技术、数字化运营	博士，管理科学与工程专业，高级经济师。曾在中国电信工作。2019年12月加入公司。	59
姜健	2019年12月	执行委员会委员，分管固定收益	硕士；1994年12月加入公司，曾任公司资产管理总部总经理、投资银行业务南京总部总经理、董事会秘书、副总裁、党委委员等职务。	59

陈天翔	2020年2月	执行委员会委员，分管投顾平台运营与财富管理	硕士，控制科学与工程专业。曾在东方通信股份有限公司、南京欣网视讯科技股份有限公司工作。2007年9月加入公司，曾任本公司经纪业务总部副总经理、网络金融部总经理等职务。	47
焦凯	2020年2月	合规总监、总法律顾问，分管法律合规	博士，金融学专业。曾在上交所工作。2019年12月加入公司，任本公司总法律顾问。	51
孙艳	2022年12月	人力资源总监	统计专业本科。1994年8月加入公司，2019年3月起担任本公司人力资源部总经理、党委组织部部长。	54

数据来源：华泰证券官网管理层信息、华泰证券2023年度股东大会公告、wind、广发证券发展研究中心

## （二）业务协同提升，头部地位稳固

总体上，华泰证券近年来实现了强劲增长与竞争力提升，巩固了头部地位。公司营收与归母净利润自2018年以来持续位居行业前四，并逐步实现排名进阶。2018-2022年，华泰证券营业收入连续五年稳居行业前四，体现其业务基本盘的韧性，2023年跃升至行业第2，根据公司年报，华泰证券2024年出售子公司AssetMark贡献了投资收益，扣非后归属母公司股东的净利润90.34亿元，排名第6；归母净利润自2019年起稳居行业前三，并于2023-2024年连续两年位列第2，2024年达153.5亿元。

从细分业务上看，业务结构从财富管理主导演变成深化实施科技赋能下的财富管理与机构业务“双轮驱动”发展战略，强化国际化布局。（1）财富管理业务收入从2018年的79.52亿元增至2024年的169.39亿元，始终为第一大收入来源，2018年占比近50%，2022年占比达48.8%，近年依托平台化服务夯实客户基础，占比稳定在41%-43%。（2）机构服务业务2019年到2021年受益于注册制试点，收入与占比逐年上升，2021年机构服务业务收入达93.23亿元，占比24.6%，然而，2021年后因“两强两严”等政策深化，业务面临挑战。2022年收入占比为15.27%，2023年小幅回升后2024年又降至48.68亿元，占比11.74%。（3）国际业务收入呈现跨越式增长态势，从2018年20.39亿元攀升至2024年143.4亿元，业务占比自2019年的10.75%跃升至2023年的22%、2024年的35%，成为公司第二大收入支柱。

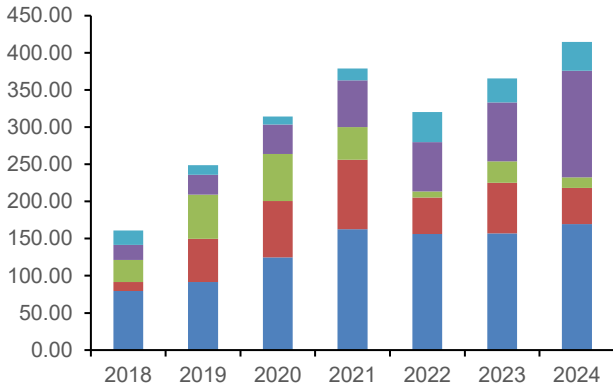
表 2: 华泰证券部分核心指标规模与排名 (亿元)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入	161.08	248.63	314.45	379.05	320.32	365.78	414.66
排名	4	4	4	4	4	2	3
归母净利润	50.33	90.02	108.22	133.46	110.53	127.51	153.51
排名	4	3	4	3	3	2	2
证券经纪业务收入	33.86	41.08	64.60	78.79	70.73	59.59	64.47
排名	5	5	6	6	3	3	4
投行业务收入	19.49	19.47	36.44	43.44	40.24	30.37	20.97
排名	6	6	6	5	6	6	6
资管业务收入	24.73	27.72	29.80	37.72	37.69	42.56	41.46
排名	3	3	4	3	3	3	3
其他业务收入	6.09	11.52	14.14	35.92	34.30	51.26	80.11
排名	14	15	17	12	10	7	4
扣非后归属母公司股东的净利润	50.09	88.34	106.19	131.92	107.72	128.87	90.34
排名	3	2	3	3	2	2	6

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 1: 华泰证券主营业务收入 (亿元)

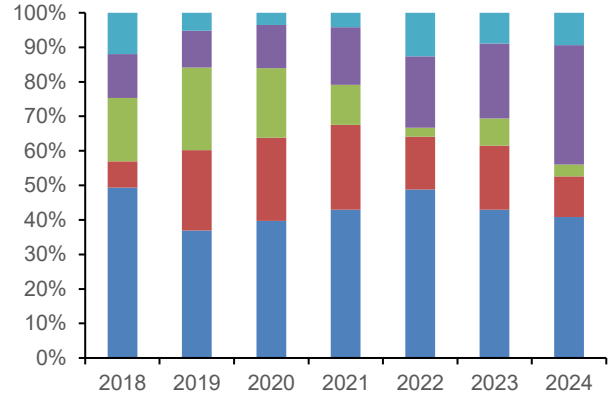
■ 财富管理业务 ■ 机构服务业务 ■ 投资管理业务 ■ 国际业务 ■ 其他



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 2: 华泰证券主营业务收入占比

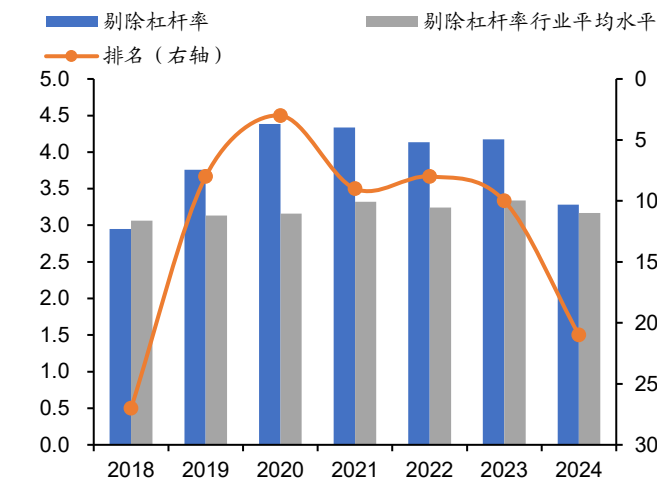
■ 财富管理业务 ■ 机构服务业务 ■ 投资管理业务 ■ 国际业务 ■ 其他



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

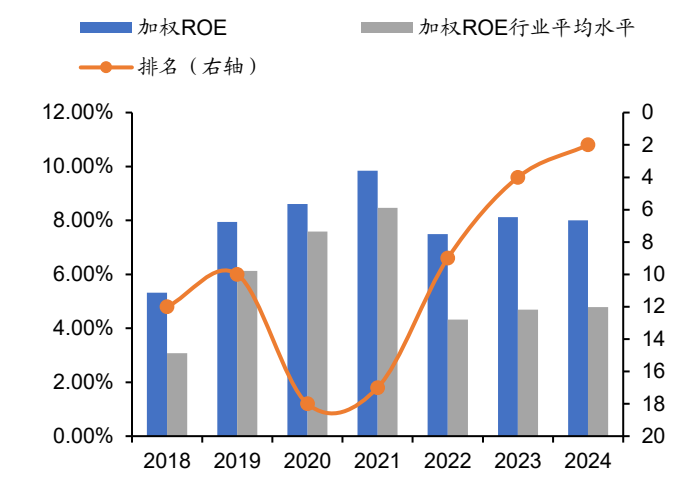
**华泰证券的加权ROE逆势提升。**公司加权ROE显著优于行业平均水平，2023-2024 年杠杆水平有所收缩。公司2024年加权ROE达8.01%，行业排名第2。公司剔除杠杆率由2018年的2.95倍上升至2020年的4.39倍，排名也从27名上升至第3名，之后华泰证券主动压缩风险资产，2024年剔除杠杆率为3.28倍，排名为21名。

图 3: 华泰证券剔除杠杆率 (倍) 及排名



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 华泰证券加权ROE及排名



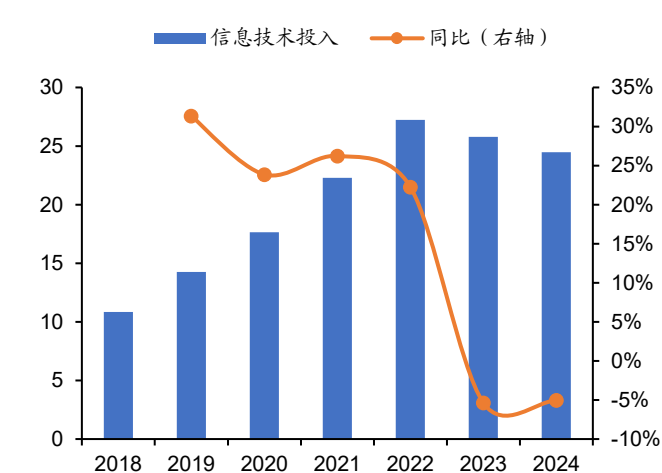
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 二、科技赋能，释放科技与业务融合价值

### (一) 规模投入与精英团队构建科技护城河

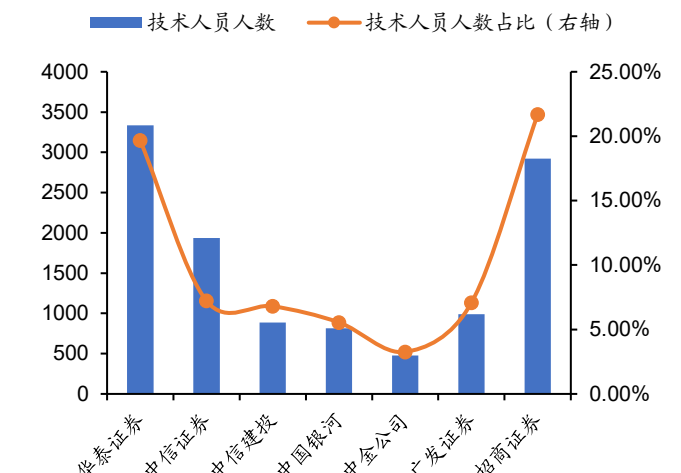
华泰证券在行业内率先确立了“科技驱动型综合证券集团”的战略定位，将数字化转型作为公司发展的核心引擎。行业领先的科技投入规模，2018年到2022年华泰的信息技术投入逐年上升，2024年信息技术投入24.48亿元，根据财联社统计，位居券商首位，高投入支撑了其在人工智能、大数据、云计算等前沿技术的深度布局，为业务创新提供底层技术保障。顶尖的科技人才储备，具有显著的年轻化、专业化特点。硕士及以上合计占从2021年的31.29%提升至2024年的49.4%。

图 5: 华泰证券信息技术投入规模 (亿元) 及同比



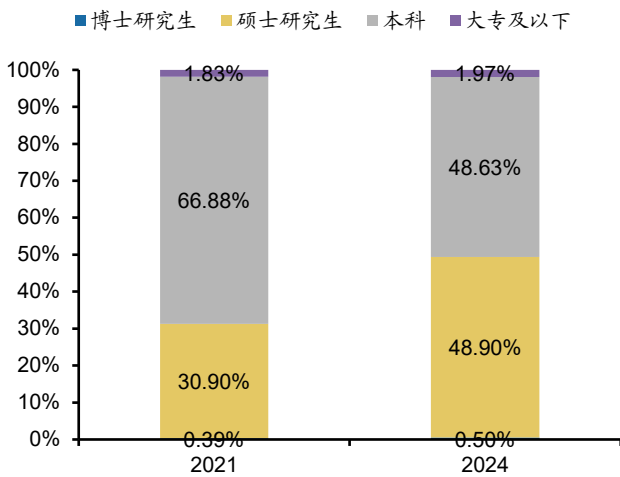
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 6: 大型券商技术人员人数 (人) 及占比



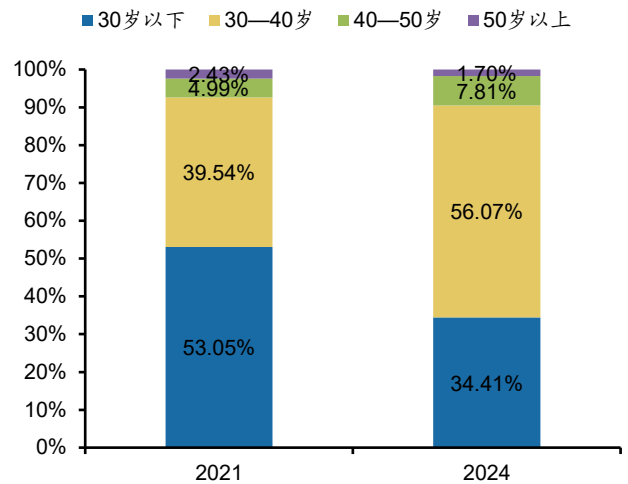
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 7：2021年和2024年华泰证券技术人员学历结构



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 8：2021年和2024年华泰证券技术人员年龄结构



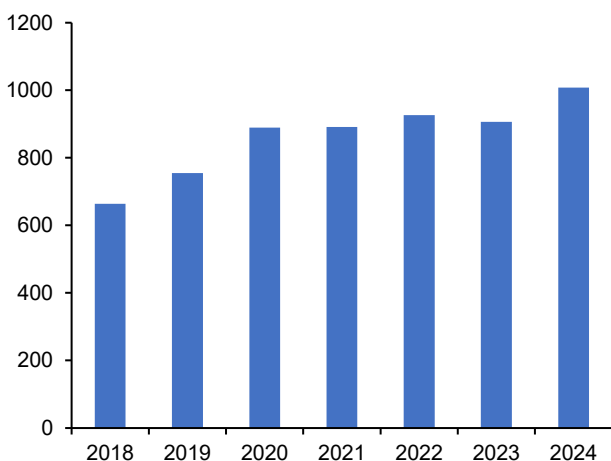
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

## （二）科技驱动全业务链价值提升

### 1. 财富管理：构建智能服务生态

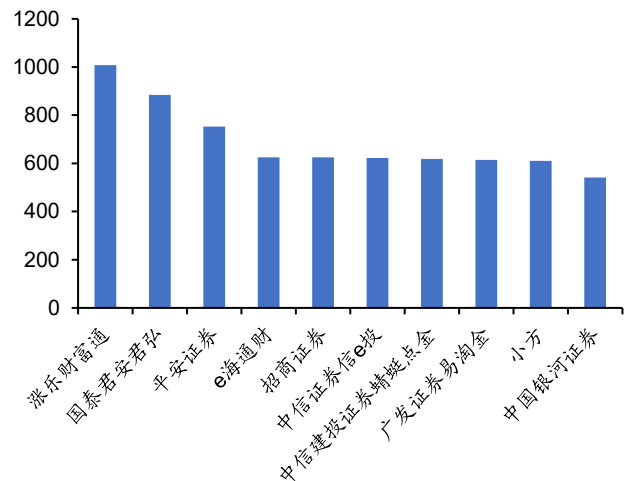
华泰证券以APP为核心载体，通过AI投顾、数字员工等技术重构财富管理价值链，打造了行业领先的数字化服务生态。该平台月均活跃用户数呈现持续稳健增长，从2018年663.69万人攀升至2024年1008万人。尤其在2024年，其月均活跃用户数突破千万级大关，同比大幅提升11.2%，成为证券行业首个月均活跃用户数超千万的APP，并以显著优势稳居行业榜首。这标志着华泰证券通过科技赋能已构建全场景数字化财富管理平台，其智能服务生态的用户粘性与市场影响力持续领跑同业。

图 9：涨乐财富通APP月均活跃度（万人）



数据来源：公司年报，易观千帆，广发证券发展研究中心

图 10：2024年全年券商APP月均活跃度（万人）



数据来源：易观千帆，广发证券发展研究中心

### 2. 机构服务：重塑专业服务模式

在机构业务领域，华泰证券通过技术赋能实现服务模式升级。行知平台是公司专为机构投资者和企业打造的一站式机构客户服务品牌，通过全生命周期场景整合与智能

化服务引擎，彻底打破传统机构业务割裂式服务模式，整合研究、交易、风险管理全链条服务，持续打造智能化、自助化、千人千面的平台体验。

通过自主研发的智能信用研究、定价与量化一体化系统“CAMS”和FICC领域的大交易平台“大象平台”，借力FICC业务数字化转型夯实服务能力。根据中国债券信息网，“CAMS”以其深耕的信用研究定价能力为基石，充分结合公司信用债投资交易经验，始终致力于构建信用研究和投资交易研究一体化系统。“大象平台”实现了一站式量化策略研发、极速交易、客户服务等能力，数字化展业模式贯穿客需覆盖、资产定价、做市交易的全环节，《大象FICC多资产实时定价、做市和风险对冲平台》项目荣获央行金融科技发展奖中证券公司唯一的“一等奖”。平台赋能下，公司2023年银行间现券交易量突破12万亿，交易所现券和银行间市场利率互换交易量双双突破2万亿，X-Swap利率互换交易排名位居行业前列，助推市场扩容增类、健全多层次资本市场体系。根据中国经济网，2023年底FICC大象平台对客户服务启航，正式面向银行、信托、保险、基金、券商等机构客户开放。

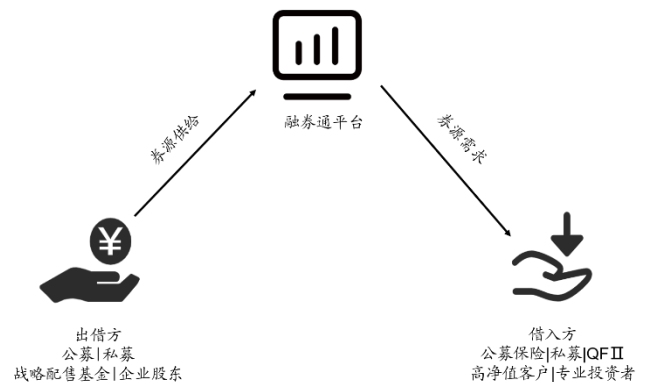
根据华泰行知官网，2020年6月华泰证券推出全市场首个开放式的线上证券借贷交易平台“融券通”。平台定位为场内外一体化枢纽，通过数字化连接券源供给方与需求方，在监管框架内构建“报价-撮合-清算”闭环，推动融券业务从离散化线下对接向线上智能撮合转型。融券通不仅是独立产品，更是华泰科技赋能战略在机构业务链的关键落点，驱动全业务价值重塑。（1）一站式机构服务生态：平台与“行知”APP深度整合，形成了集融券、研究服务、投行项目服务、金融产品咨询定制于一体的机构综合服务体系。（2）致力于实现全业务链协同增效：跨业务链券源整合打通内部券池壁垒，释放全业务链存量资产价值，提升整体客户黏性。（3）轻资本模式转型：传统融券依赖券商自有券源，消耗大量资本金。融券通创新采用平台化中介模式，华泰角色从“券源持有者”转为“生态运营者”，撮合机构间直接借贷。

图 11：华泰行知提供全业务综合金融服务



数据来源：华泰行知官网，广发证券发展研究中心

图 12：融券通通过数字化连接券源供给方与需求方



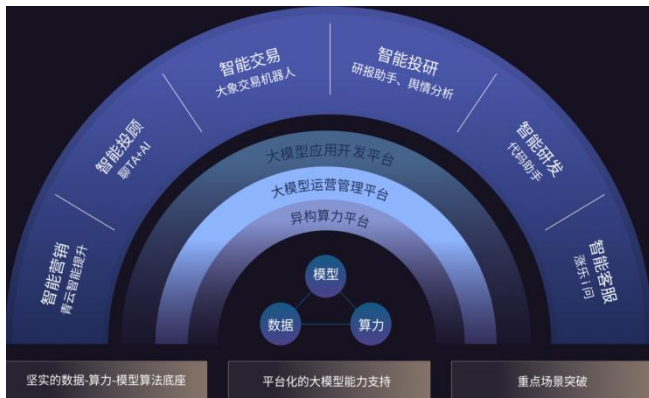
数据来源：华泰证券频道公众号，广发证券发展研究中心

### （三）从 AI 技术赋能到商业效能转化

华泰证券的数字服务体系呈现“三层架构、六维突破”的科技生态闭环，通过基础层、平台层、场景层的协同联动，将人工智能、大数据、低延时交易等技术深度融入业务场景。技术基座层形成数据-算力-模型三角支撑，为科技赋能提供底层支持；平台层为大模型能力中枢，释放AI规模化价值，大模型运营管理平台负责管理和优化大模型的运行，确保模型的高效和稳定，智能应用开发平台提供丰富的开发工具和环境，支持快速开发和部署各种基于大模型的应用；场景层实现六大智能化业务突破，技术深度融入交易、投研、投顾、营销、研发等业务链，实现体验、效率、风控三重革命。

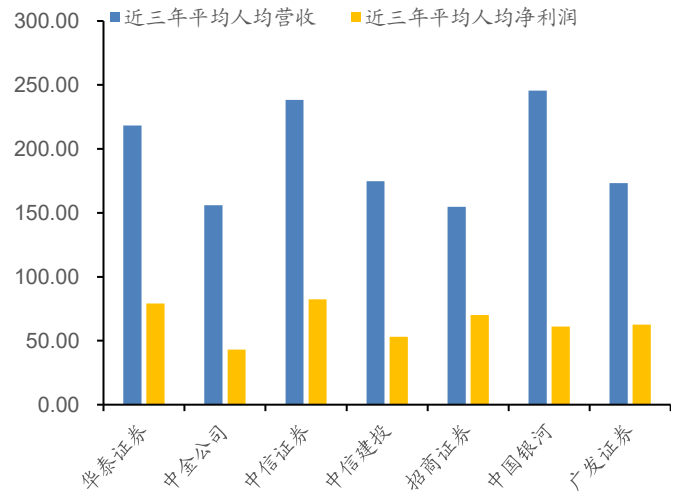
通过基础层、平台层和场景层的协同联动，华泰证券将数字技术从成本中心转化为利润引擎，构建了自动化替代、数据驱动与生态协同三位一体的效能提升机制：以智能平台替代基础人力，显著压缩运营成本；通过客户画像与算法匹配，提升资源投入精准度与周转效率；打通全业务链资源建立跨部门资产共享机制，放大单位人员产出。该机制推动公司近三年平均人均营收达218.23万元，仅次于中信与中国银河；人均净利润79.13万元，仅次于中信，在头部券商中形成显著的效能护城河。

图 13：华泰证券数字服务体系



数据来源：公司官网数字服务，广发证券发展研究中心

图 14：大型券商2022年-2024年平均人均营收及人均净利润（万元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

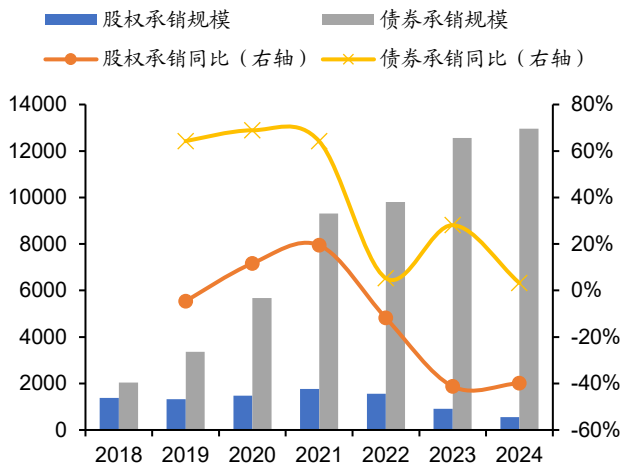
## 三、机构服务：科技赋能巩固龙头竞争壁垒

### （一）投行业务：股权承销稳居行业前列，债券承销排名稳步提升

华泰证券股权承销稳居行业前列，债券承销排名稳步提升。2018年到2021年受益于注册制试点和资本市场活跃，股权承销规模从1385亿元上升至1762亿元，凭借对科技创新企业的深度覆盖及大型IPO项目承销优势，排名稳居行业前四；2022年及以后监管层阶段性收紧IPO审核节奏，叠加市场低迷，导致股权承销规模骤降，2024年股权承销规模为548.97亿元，同比-40%，但华泰凭借存量客户和综合服务能力，排名逆势上升至第2名；华泰证券充分运用全牌照优势，整合投行、资管、自营资源，为发行人提供“承销-做市-风险管理”一体化服务，债券承销规模从2018

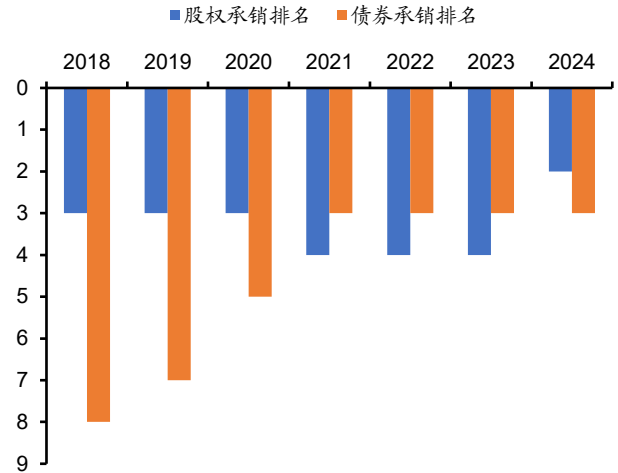
年的2043亿元持续增长至2024年的12960亿元，排名也从第8名升至第3名。

图 15: 华泰股权承销、债券承销规模 (亿元) 及同比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

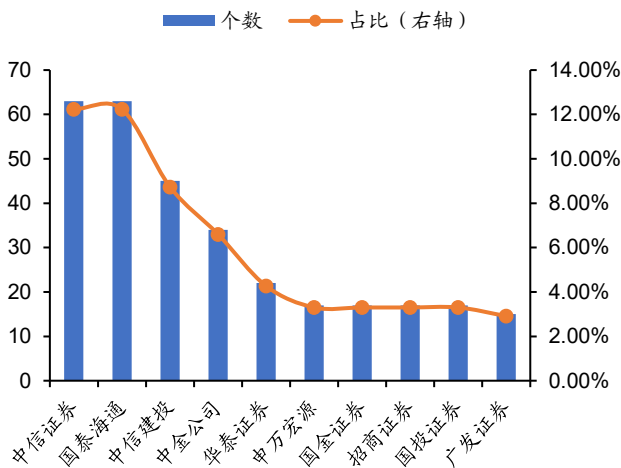
图 16: 华泰证券股权承销、债券承销排名



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

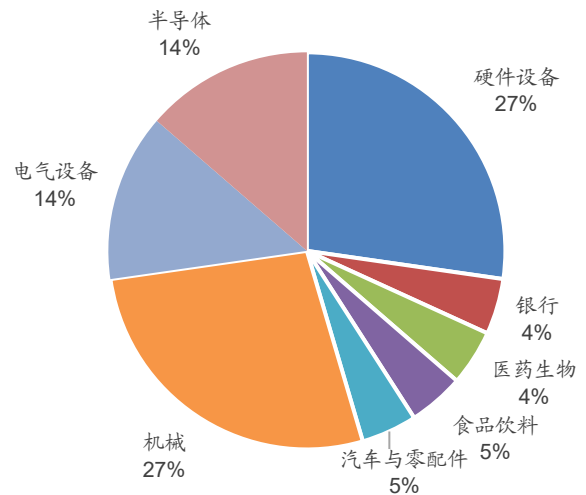
根据wind, 截至2025年6月30日, A股市场剔除终止项目后排队申报的IPO项目合计515个。华泰证券以22个排队项目位居行业第五, 市场份额达4.27%。尽管在项目总量上未占据规模优势, 但其通过高度集中的行业布局和精细化服务模式, 在高端制造领域构建了独特的竞争优势。华泰证券的22个申报项目中, 硬件设备、机械、电气设备、半导体四大领域合计占比达82%, 显著高于行业平均水平, 体现对高端制造的战略聚焦, 契合科创板“硬科技”定位。

图 17: 券商排队中申报项目 (个数) 及占比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 华泰证券排队中申报项目各行业占比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

## (二) 投行资本化: 外部环境改善, 行业触底回暖

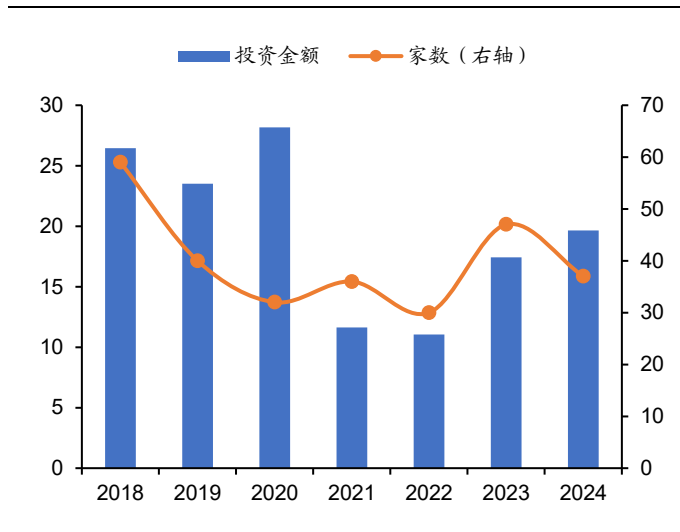
### 1. 私募股权投资: 多元化退出路径优化与市场回暖, 推动业绩底部改善

私募股权业务底部回暖, 募投管退正向循环下投资金额有望企稳回升。华泰证券2018年到2020年私募股权投资金额相对较高, 年均投资额超25亿元, 华泰紫金营收与净利润也处于较高的水平, 2020年华泰紫金营收为32.15亿元, 同比+34%, 净利润为23.5亿元, 同比+35%。2022年起监管政策收紧, 项目估值下

滑，2022年投资金额降至11.04亿元，同比-4.99%，投资家数为30家，华泰紫金营收-8.07亿元，净利润-6.86亿元；2024年以来外部环境改善，政策支持私募股权发展，投资金额开始企稳回升，2024年投资金额为19.64亿元，同比增长12.74%，投资家数为37家。

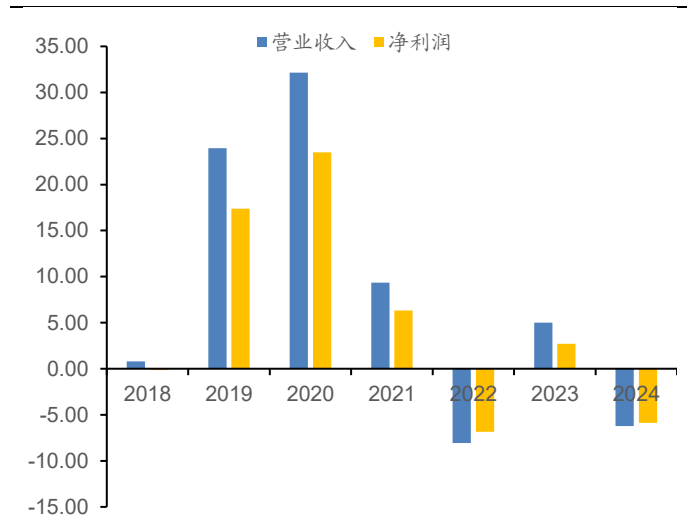
华泰紫金投资领域聚焦于医疗健康和先进制造领域，有望受益于项目估值回升带动业绩弹性。截止至2025年8月14日，医疗健康领域累计投资19.98亿元，投资数量达47个，先进制造、前沿科技、人工智能等领域合计投资14.35亿元，投资数量达37个。

图 19: 私募股权投资基金实施投资项目金额 (亿元) 及家数 (家)



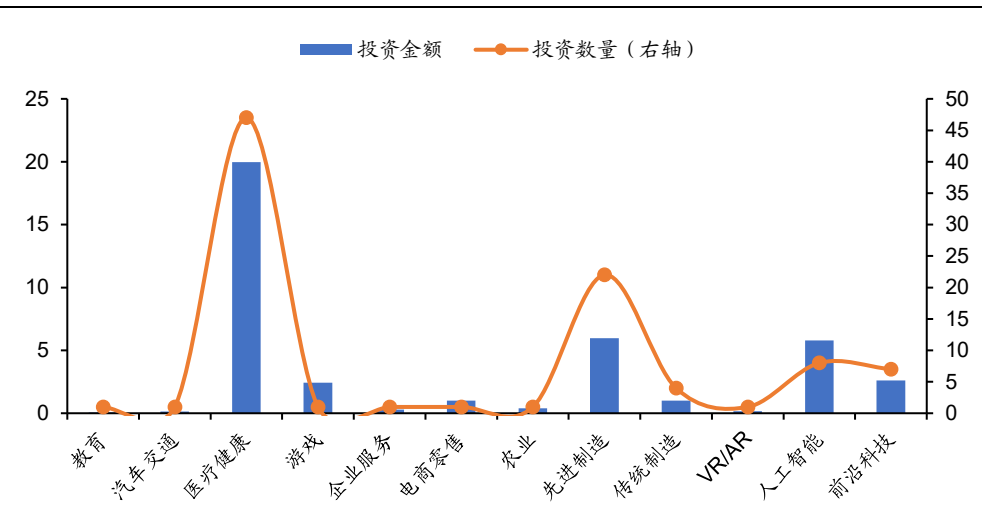
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 20: 华泰紫金营业收入 (亿元) 及净利润 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 华泰紫金私募股权投资全部投资金额 (亿元) 及投资数量 (个)



数据来源: it 桔子, 广发证券发展研究中心

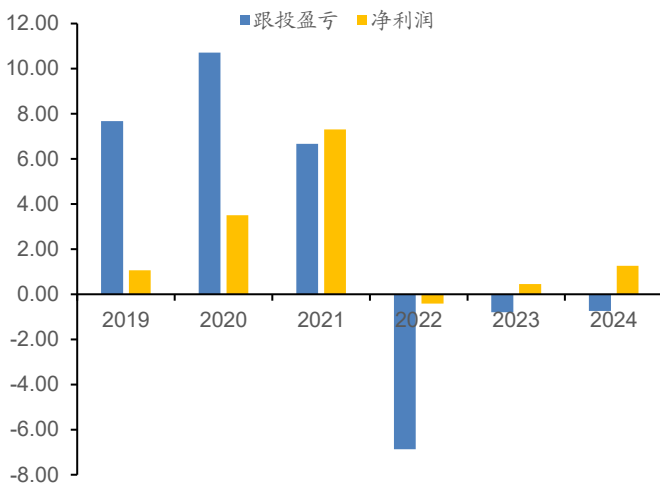
注: 截止至 2025 年 8 月 14 日

## 2. 另类投资业务: 收益受科创板市场表现影响

另类子公司主要开展跟投业务和直投业务。2019年科创板推出，实行跟投制度，要求券商通过另类子公司，使用自有资金对保荐科创板股票进行跟投，跟投比例为2%~5%，锁定期为24个月。在创业板中，实施差异化跟投，对于未盈利企业、存在表决权差异安排企业、红筹企业以及发行价格（或者发行价格区间上限）超过规定的中位数、加权平均数孰低值的企业，需要保荐机构的相关子公司参与跟投。直投业务主要是另类子公司使用自有资金直接参与投资。

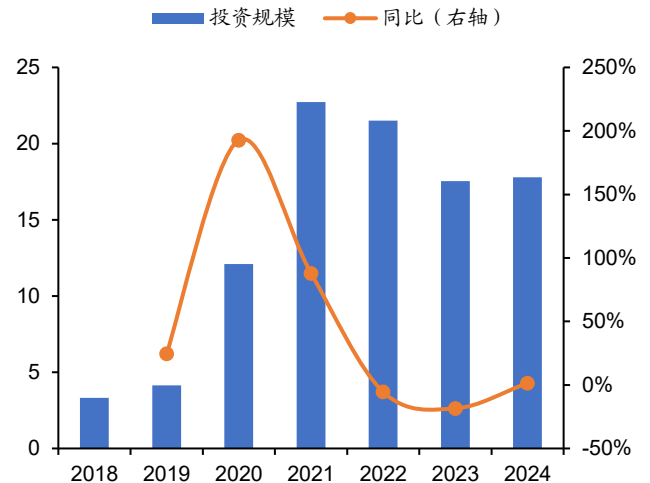
华泰创新投资充分发挥业务协同效能，着力发展金融科技股权投资和科创板跟投业务，稳步探索创业板跟投业务和北交所战略配售业务。2019年到2021年受益于科创板的开市，华泰作为头部承销商，跟投收益显著，投资的规模也逐年上升，2021年科创板跟投收益为6.67亿元，净利润7.31亿元，华泰创新投资的投资规模为22.74亿元，同比增长88%；2022年始，由于科创板估值回落、监管收紧导致IPO放缓，跟投退出受阻，2022年到2024年科创板跟投收益均为负，净利润大幅下滑，华泰创新投资的投资规模也有所下滑，2024年投资规模为17.78亿元。

图 22：华泰创新投资科创板保荐跟投浮盈测算（亿元）及净利润（亿元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 23：华泰创新投资的投资规模（亿元）及同比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

### （三）机构服务平台：技术赋能各主要业务条线

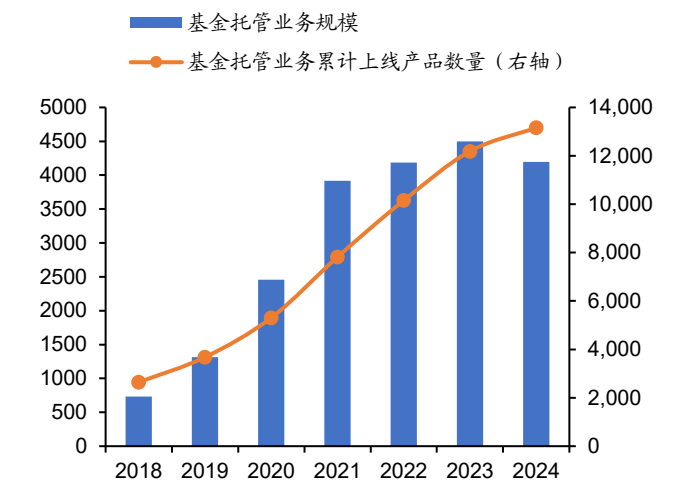
华泰证券强化科技创新投入，促进科技与业务深度融合，以技术赋能各主要业务条线，通过“一个华泰”平台化模式，打通投行、研究、交易、PB等资源，实现机构需求与业务资源的高效传导。

#### 1.主经纪商（PB）业务：构建开放的服务生态圈，提供发展新动能

2020年11月，华泰证券发布专业机构一体化服务平台INCOS 3.0，基于高效的托管运营服务，依托数字化和全业务链优势，推出托管运营、数字服务、全业务链服务三大核心模块，赋能前台的投资研究、信用评价、交易执行，中后台的估值清算、舆情风控、投后分析，为专业机构提供一体化解决方案。依托INCOS的数字化托管运营能力，托管业务高速增长，基金托管规模从2018年的733亿元跃升至2024年的4198亿元，累计上线产品数量从2,642只增至13159只，凸显平台对资管机构全生命周期服务的支撑力；基金服务规模在2024年达1.19万亿元，同比增长10.4%，累计服务产品数量突破1.9万只，增量主因INCOS的全业务链协同效应，推动服务深

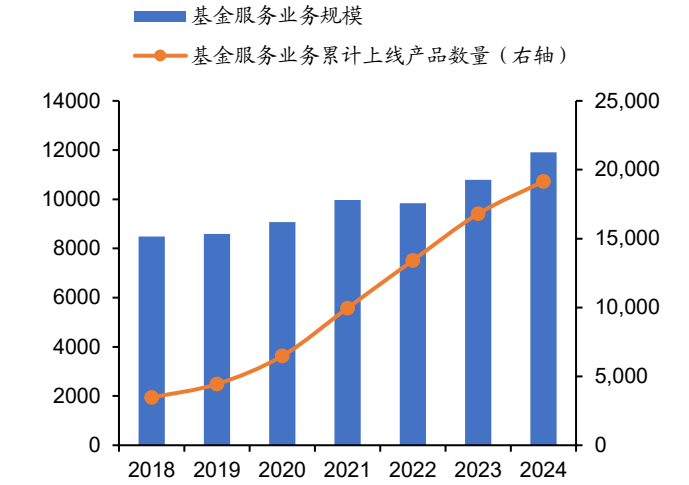
度与客户黏性同步提升。

图 24: 基金托管业务累计上线产品数量 (只) 及业务规模 (亿元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 25: 基金服务业务累计上线产品数量 (只) 及业务规模 (亿元)

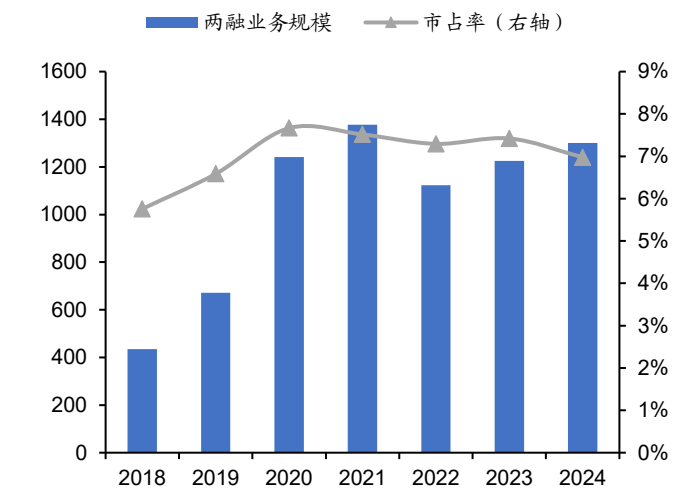


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 2. 资本中介业务: 科技驱动效率, 支撑规模增长

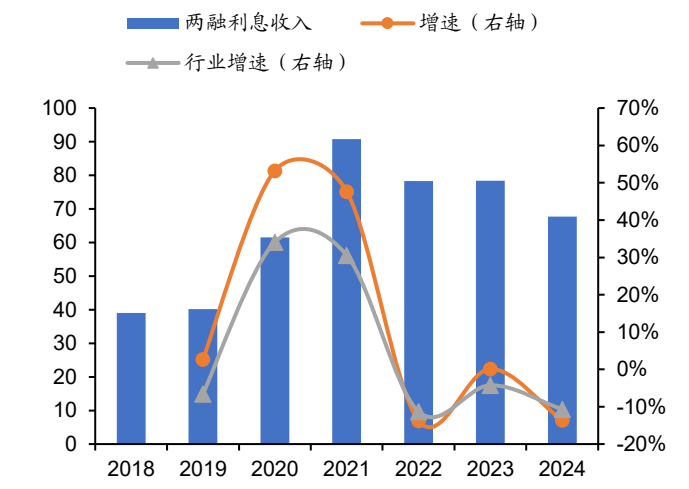
根据华泰行知官网, 2020年6月, 华泰证券发布全市场首个开放式的线上证券借贷交易平台融券通, 实现了融券业务的智能化匹配和高效执行, 显著提升机构客户交易效率与杠杆使用意愿。2018年到2021年华泰证券的两融规模和利息收入均呈现上升的趋势, 2020年推出线上证券借贷交易平台“融券通”后, 2021年利息收入上升至90.79亿元, 增速达47.65%, 高于行业的30.57%, 规模从上升至1376.99亿元, 市占率达7.52%; 2022年权益市场震荡, 两融需求萎缩, 2023年监管强化两融逆周期调节, 融券业务相对受损, 但华泰两融利息收入增速相对行业仍保持一定韧性。

图 26: 华泰证券两融规模 (亿元) 及市占率



数据来源: 公司年报, wind, 广发证券发展研究中心

图 27: 华泰证券两融利息收入 (亿元)、增速及行业增速



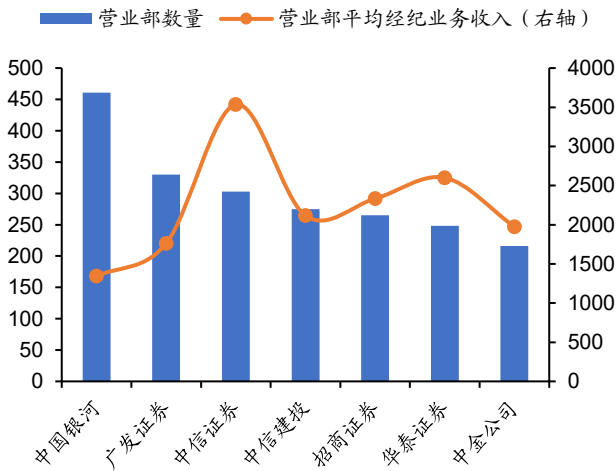
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 四、财富管理平台化转型领先，ETF 构筑竞争优势

### （一）网点功能重塑与服务能级提升

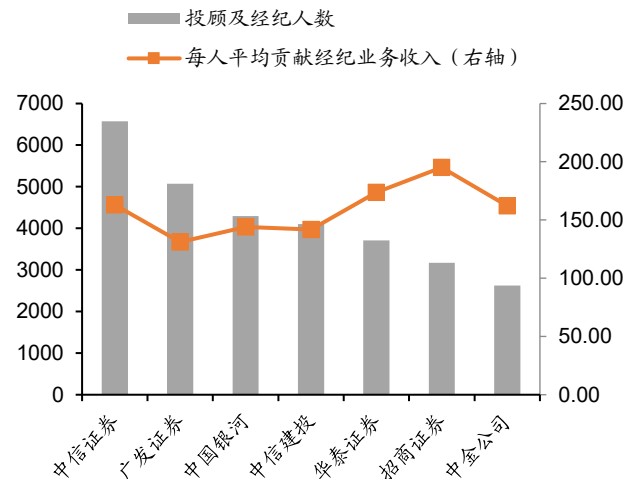
根据公司年报，华泰证券自2019年起正式启动全面数字化转型，将传统网点升级与数字化转型深度协同，在财富管理业务实现全面革新，线下网点升级为高净值服务中心，聚焦定制化资产配置服务，吸引高净值客户深度黏着，线上以“涨乐财富通”为核心构建智能化财富管理平台，覆盖大众客户智能化投资需求。尽管其营业部数量仅有248家，低于同业头部券商，但其营业部平均经纪业务收入达2600万元，显著高于行业平均水平，仅次于中信证券；截至2025年3月，华泰证券的投顾及经纪人数为3710人，但2024年人员人均经纪业务创收为174万元，仅次于招商证券，体现了华泰通过数字化平台赋能投顾，提升个体生产力，实现了“少而精”的效能优化。

图 28：2024 年大型券商营业部数量（个）及营业部平均经纪业务收入（万元）



数据来源：各公司年报，Wind，广发证券发展研究中心  
注：截止至 2024 年 12 月 31 日

图 29：2024 年大型券商投顾人数（人）及每人平均贡献经纪业务收入（万元）



数据来源：证券业协会、wind，广发证券发展研究中心  
注：员工统计截止至 2025 年 3 月

### （二）ETF 资管：规模效应与全面布局构筑护城河

根据公司年报，华泰证券参股华泰柏瑞（持股49%）和南方基金（持股41.16%），通过前瞻性的战略布局和强大的资源整合能力，在ETF领域构建了独具特色的竞争优势，形成了覆盖全产品线、全生命周期的ETF资管生态体系。

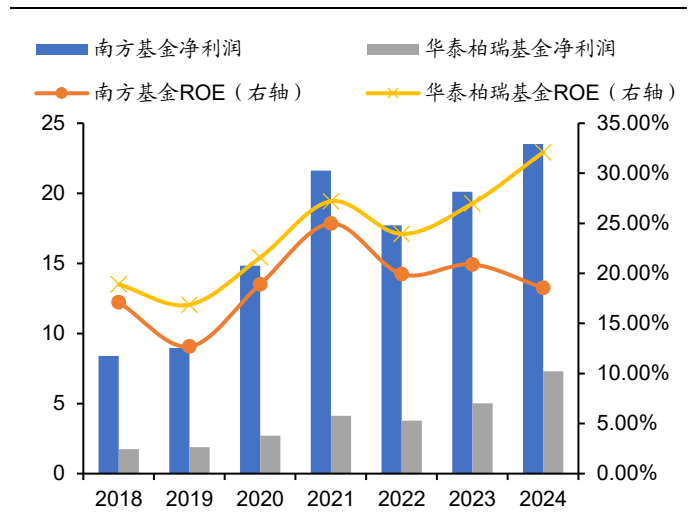
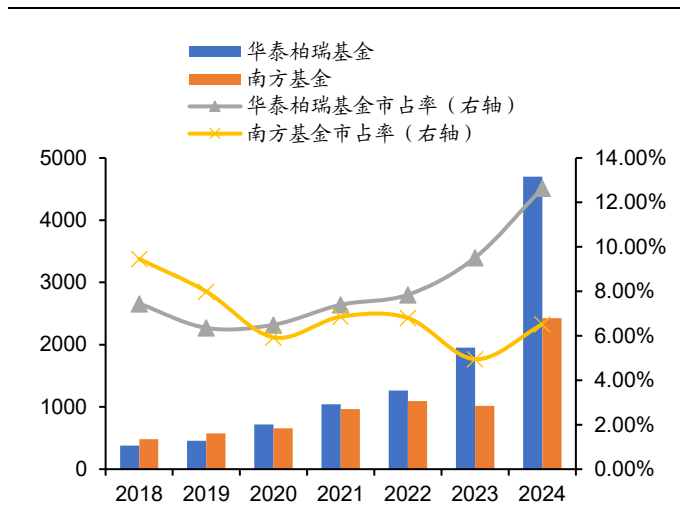
华泰证券实现了全市场领先的管理规模。华泰柏瑞基金的ETF规模实现跨越式增长，市占率持续提升。规模从2018年的379亿元猛增至2024年的4701亿元，2024年增速尤为显著，同比+141%，市占率从7.45%跃升至12.64%，凭借旗舰产品的显著规模效应，华泰柏瑞基金旗下的核心ETF产品吸引了庞大的资金沉淀与高频交易，形成了显著的市场深度与流动性优势，ETF头部地位加速巩固。南方基金稳居第一梯队。南方基金的ETF规模从2018年的480.69亿元增至2024年的2,423.44亿元，尽管近年来ETF市占率有所下滑，但仍处于第一梯队，2024年市占率为6.52%。

盈利贡献强劲，资本效率行业领先。华泰柏瑞的净利润和ROE整体呈现增长的趋势，净利润从2018年的1.76亿元增长至2024年的7.30亿元，ROE从2018年的18.9%升至2024年的32.09%；南方基金ROE在2019年之后持续稳定在18%-25%区间，为华泰证券提供持续且优质的利润来源。

共同构建华泰证券ETF产品矩阵的多元化和专业化。根据wind，华泰柏瑞基金在沪深300ETF、光伏ETF等领域已形成显著优势，截止2024年底华泰柏瑞基金管理50只ETF，覆盖被动指数、国际(QDII)、增强指数及货币市场等类型，形成宽基、行业、主题、跨境等多维度布局，据wind，华泰柏瑞沪深300ETF规模2024年底达3596亿元，为全市场规模最大的ETF，具备显著的规模集中度与流动性优势；而南方基金则在创业板ETF、中证500ETF等产品线上保持领先，截止至2024年底，南方中证500ETF规模达1017.5亿元，排名第七。

图 30：华泰柏瑞和南方基金ETF规模（亿元）及市占率

图 31：华泰柏瑞和南方基金净利润（亿元）及ROE



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

### （三）ETF 服务：客户赋能与生态构建

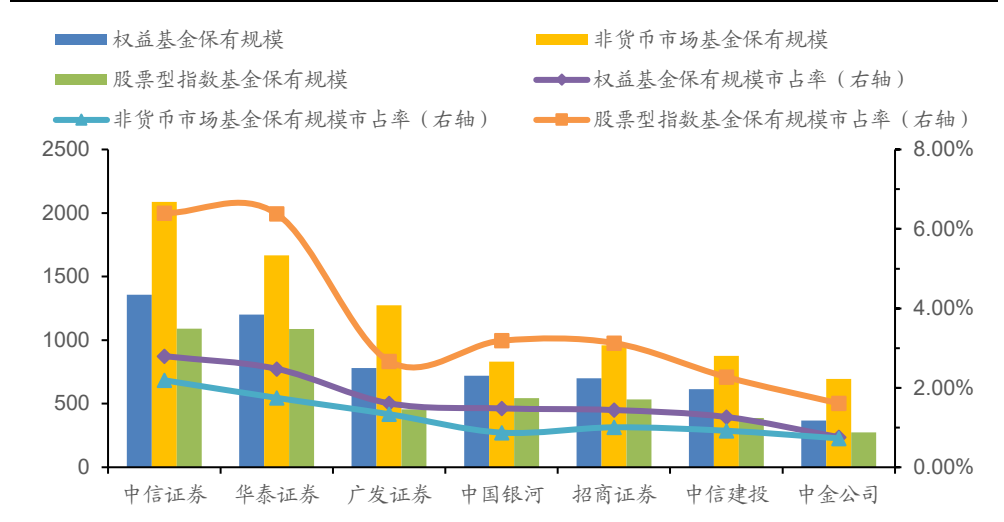
随着指数投资的壮大，证券公司持续完善ETF业务生态，提升针对零售客户的交易、配置与投顾服务深度与黏性，提升针对机构客户的券结、托管、代销、做市协同服务能力。华泰证券围绕“科技驱动+生态协同”战略，构建了以数字化平台、专业投顾为核心的ETF生态服务体系。

通过自主研发的数字化平台，为ETF投资者提供全流程、智能化、个性化的投资体验。“涨乐财富通”平台作为华泰证券财富管理的核心载体，月活数常年位居券商自营APP首位。该平台实现了ETF交易的全流程线上化，从产品筛选、数据分析到智能交易、定投和持仓跟踪，提供一站式服务。依托强大的数字化平台，构建“平台+人”的买方投顾生态。华泰证券将“平台+人”的服务模式作为其向买方投顾模式战略转型的核心载体，致力于打造一套体系化、可扩展的投资顾问服务体系，为投顾提供智能化工具、精准客户洞察、高效工作流程与丰富内容支持，大幅提升服务效率与决策科学性；锻造专业化队伍，不断完善专业培训、平台赋能和激励引导机制，持续推动投顾队伍向职业化、高素质方向进化，提升客户有效覆盖和资产配置

深度。

全渠道保有量领先。截止至2024年底，华泰证券权益基金保有规模人民币1202亿元，市占率2.48%；非货币市场基金保有规模人民币1666亿元，市占率1.75%；股票型指数基金保有规模人民币1087亿元，市占率6.38%，均排名证券行业第二，反映其财富管理客户转化、机构服务、数字化平台的全链路能力。

图 32：2024年大型券商保有规模（亿元）及市占率



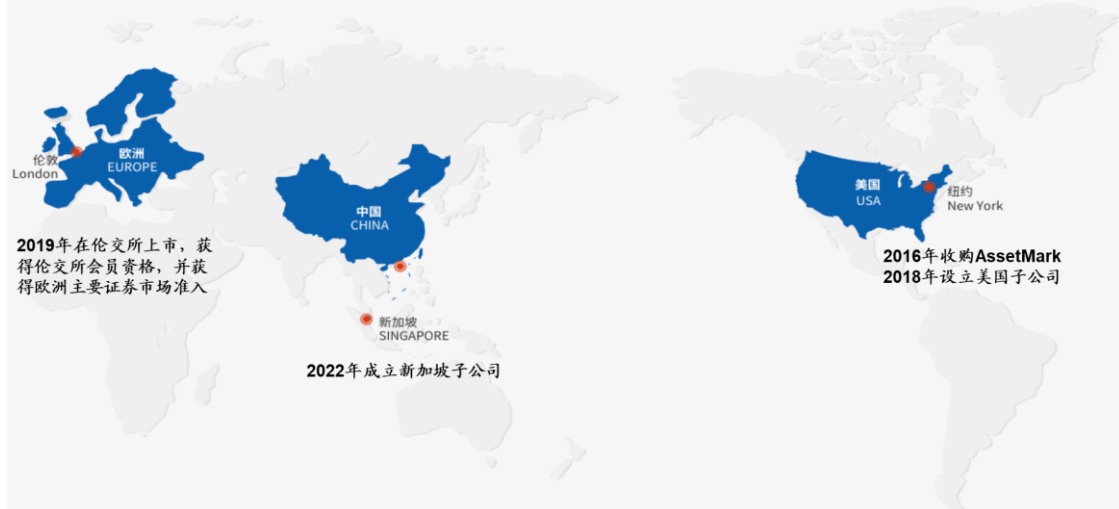
数据来源：基金业协会，广发证券发展研究中心

## 五、国际业务深化发展

华泰证券通过全资子公司华泰国际作为境外业务控股平台，形成以香港为基地、辐射全球的战略布局，构建了覆盖全球主要市场的综合金融服务网络。以战略并购切入美国市场，根据公司年报，华泰证券2016年收购美国AssetMark公司，首次实现境外战略并购；实现欧洲市场突破，根据公司官网业务版图，华泰证券2019年在伦交所上市，获得伦交所会员资格，并获得欧洲主要证券市场准入；覆盖东南亚新兴市场，2022年设立新加坡子公司，以新加坡为中心覆盖东南亚区域。

作为华泰证券开展国际业务的战略控股平台，华泰国际充分依托母公司的平台化与数字化核心优势，深度整合并高效对接华泰证券的全业务链体系。华泰国际着力提升综合管理水平与运营效率，不断夯实其作为资本市场的专业中介定位，通过构建与完善高质效的跨境综合金融服务生态体系，以实现在全球主要金融市场的深化发展与影响力提升。

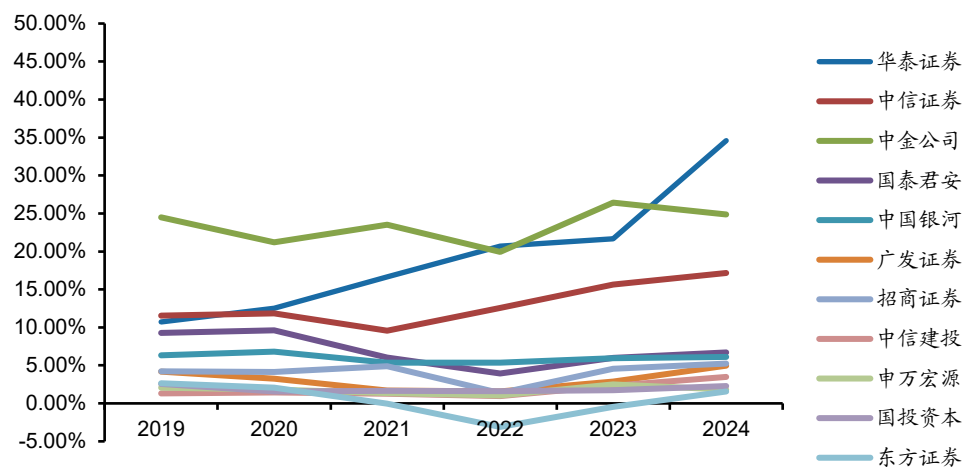
图 33: 华泰证券业务版图



数据来源：公司官网业务版图、广发证券发展研究中心

国际业务营收增长迅速，领跑头部券商。华泰证券国际业务展现出强劲的增长动能，境外业务营收占总营收的比重呈现逐年上升的趋势，从2016年的1%上升至2024年的35%，稳居行业前二。在母公司数字化平台与全业务链资源深度整合的支撑下，华泰构建了完善的跨境综合服务生态，推动国际业务发展。

图 34: 券商境外业务营收占总营收的比重



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

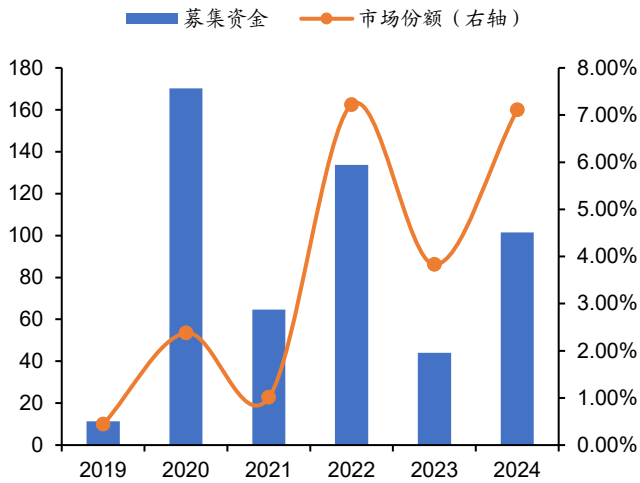
### （一）香港业务：打造全方位的综合跨境金融服务平台体系

#### 1. 投行业务：位居行业前列

跟随港股IPO市场，华泰证券的港股股权承销募集资金波动较大，但市场份额整体呈现上升的趋势。2019年募集资金为11.28亿港元，市场份额为0.44%，2020年流动性宽松推动港股市场融资额激增，华泰证券股权承销募集资金升至170亿港元，但市场份额受整体市场扩容影响仅小幅提升至2.38%；2021年到2023年IPO市场情绪疲软，华泰证券的股权承销募集资金及承销家数均有所下滑，根据wind，2022

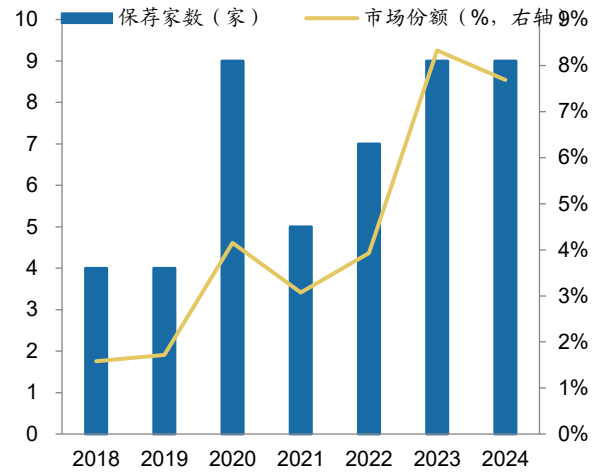
年华泰在港股IPO前五大项目中作为两家的保荐人，当年募集资金达134亿港元，市场份额达7.22%；2024年结构性复苏带动回升，2024年华泰金控（香港）完成9单港股IPO保荐项目，市场份额占比7.7%，市场排名第三。

图 35: 华泰港股股权承销规模 (亿港元) 及市占



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 36: 华泰证券港股保荐家数及市场份额



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 2. 财富管理业务: 提供全球资产一站式投资服务

华泰国际财富管理业务持续提升线上线下一体化运营，强化多元产品对客户销售渠道，高净值客户场内业务大幅提升，“涨乐全球通”获客质量明显优化，“跨境理财通”业务正式上线，跨境联动效果强化。

华泰证券将“跨境理财通”业务与其跨境一体化联动战略深度结合，以“一个华泰”服务大湾区居民的多元化财富管理需求。产品体系多元化。根据中国基金报，首批产品涵盖上百只公募基金、债券，覆盖人民币、港元、美元等多币种，风险等级从低到高全面布局，南向通包括1个月至30年期美债及国际顶尖基金经理管理的多策略基金，北向通投资者可选择华泰证券精选的多层次、不同风格、不同行业主题的优质公募基金产品。

作为华泰证券跨境财富管理的关键平台，涨乐全球通旨在提供全球资产一站式投资服务，覆盖港股、美股、A股等多市场交易，与涨乐财富通形成协同，构建“境内+跨境”双轮驱动的财富管理生态。实现多市场交易覆盖，根据涨乐全球通官网，涨乐全球通支持港股、美股、A股（沪港通/深港通）、新加坡市场股票交易，并提供现金管理、公募基金、海外保险等多元化金融产品；“**三零**”会员制颠覆行业成本结构，根据江苏省财政厅报道，涨乐全球通2020年率先提出创新型会员体制下的零佣金服务体系，让投资者可以轻松通过会员一键实现0佣金、0平台费、0打新手续费、0基金申赎费，以透明的收费方式真正将科技的红利与零售投资者共享。

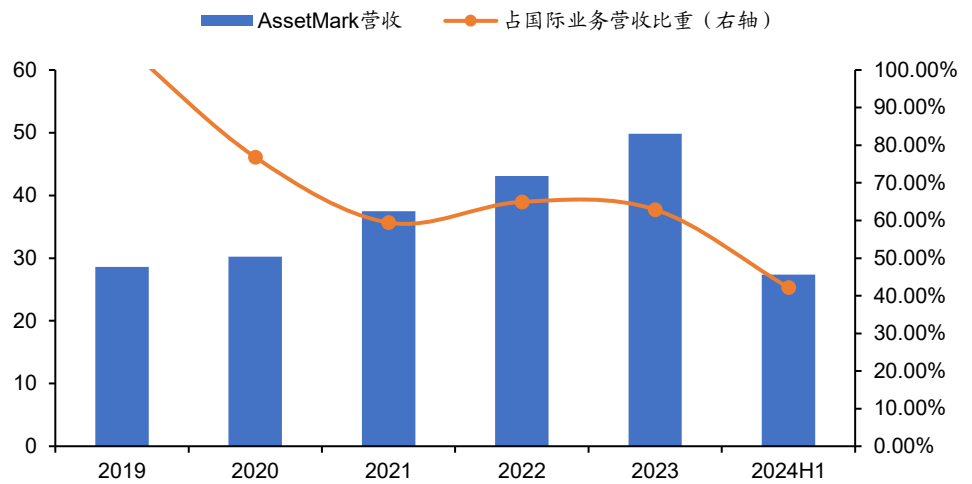
### （二）美国业务: 出售 AssetMark 彰显公司国际业务战略发展方向

根据公司年报，2024年9月华泰证券完成出售所持美国控股子公司AssetMark Financial Holdings, Inc. 全部股权交易，出售AssetMark彰显公司国际业务战略发展方向。AssetMark对国际业务收入的贡献率持续走低，从2019年的107.3%降

至2024H1的42.18%，这反映华泰国际业务对于AssetMark的依赖度降低，自建的国际业务网络收入增速已显著超越AssetMark。

出售AssetMark的本质是战略资源再配置的主动选择。实现资金效率最大化，根据公司年报，华泰2024年以17.93亿美元出售，现金可用于补充营运资金，支持东南亚等新兴市场布局，其资本回报率显著高于持有成熟市场的TAMP平台；**战略重心转向高增长区域**，华泰国际业务中，东南亚子公司、港股承销、跨境理财通等新增业务贡献提升，而AssetMark所在美国TAMP市场竞争加剧、毛利率承压。出售后资源可倾斜至港新财富管理、投行等更高潜力领域，更聚焦可控的离岸人民币资产及亚太业务。

图 37: AssetMark营收(亿元)及占华泰证券国际业务营收比重



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 六、盈利预测和投资建议

### (一) 盈利预测

鉴于券商普遍具有高贝塔属性，其业务受市场环境的影响，我们首先对市场进行预测，市场景气度将呈现持续回暖的态势。

#### 1. 预计市场交易活跃度回升

根据wind，自2025年8月13日以来，沪深两市连续8个交易日成交额超过2万亿元，2025上半年A股账户新增开户数1260万户，同比增长33%，当前活跃度已为券商经纪业务提供强支撑。假设市场日均成交额2025-2026年分别同比+40%、+15%。截止2025年8月21日，两融余额已回升至2.15万亿元，杠杆资金的加速入场，市场风险偏好提升，增量资金逐渐流入，预计市场两融余额持续回升。

#### 2. 自营业务显著回暖贡献盈利增量

据wind，截止2025年8月21日，近一年以来沪深300收益率为29%，受益于此，上市券商自营盘在权益类资产配置上收益显著，成为业绩增长首要驱动力，假设沪深300收益率2025-2026年分别+20%、+5%。投行业务逐渐底部回暖，2025H1股权

募集资金达7628亿元，同比+403%，其中IPO规模374亿元，同比+15%；假设股权承销额2025-2026年分别同比+35%、+10%。

基于以上假设，我们预计华泰证券2025-2027年分别实现营业总收入456、508、551亿元，分别变动+10%、+11%、+9%；实现归母净利润157亿元、178亿元、195亿元，分别同比+2%、+13%、+10%。

表 3: 分项业务盈利预测 (百万元)

百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
佣金手续费收入	14613	12948	16630	18489	20997
经纪业务	5959	6447	8357	9901	11330
投行业务	3037	2097	2621	2936	3376
资管业务	4256	4146	5652	5652	6291
投资收益 (含公允)	14255	16854	16101	17506	18297
利息净收入	952	2705	3503	4932	5386
营业总收入	36578	41466	45607	50777	55137
yoy	14%	13%	10%	11%	9%
归属母公司净利润	12751	15351	15680	17782	19494
yoy	15%	20%	2%	13%	10%

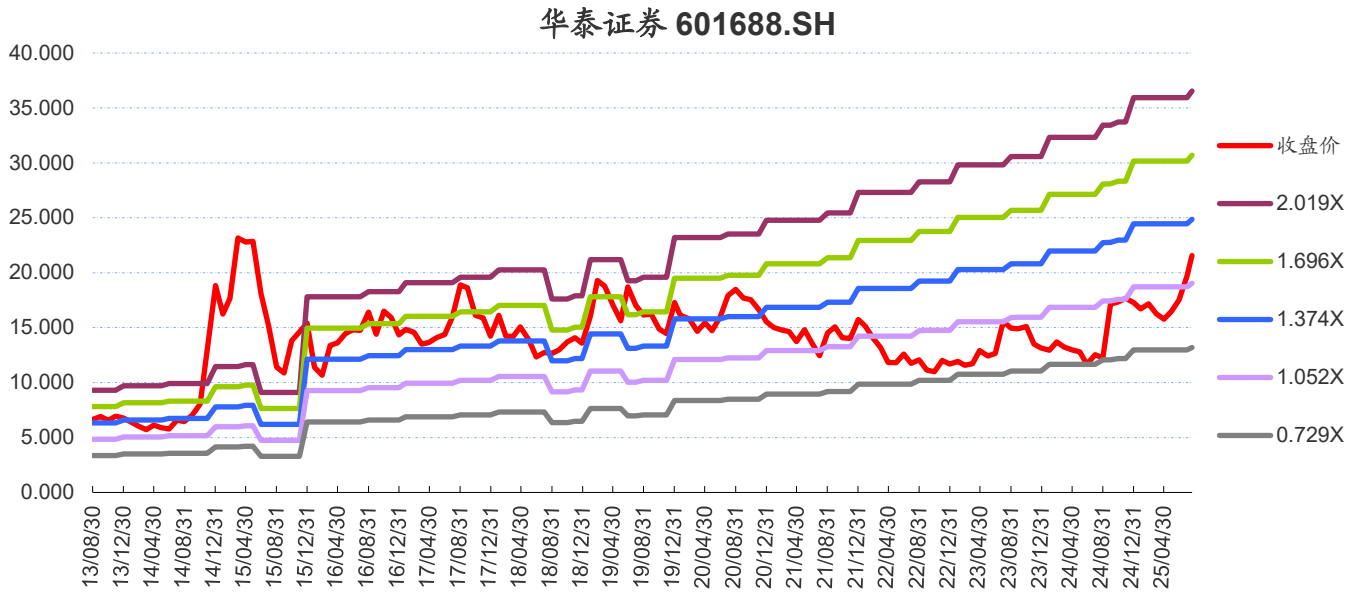
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心，盈利预测来源于广发证券

## (二) 投资建议

从业务结构、市场地位等方面考虑，我们选取中信证券、国泰海通、中金公司、中国银河、招商证券5家券商作为可比公司，这几家券商均为国内全牌照综合类头部券商，业务结构、财务规模与市场地位处于同一竞争梯队，能够全面反映华泰证券在行业中的竞争态势与发展水平。

华泰证券与可比券商的估值差异主要源于其领先的科技赋能与零售财富管理优势。在居民财富管理需求持续释放、资本市场改革深化推动机构业务增长、以及金融科技加速赋能的三重驱动下，华泰凭借其顶尖的线上平台能力、庞大的客户基础、高效的运营体系及稳健的综合实力，有望充分受益于市场复苏与结构转型。预计公司2025-2026年归母净利润分别为157亿元、178亿元，每股净资产为22.54/23.81元，鉴于华泰证券显著的科技优势及均衡发展的业务结构，综合考虑公司历史估值及可比公司估值情况，ROE和景气度触底回升，给予2025年1.3倍PB，对应A股合理价值29.30元/股，考虑AH溢价，H股合理价值为27.70港元/股，均给予“买入”评级。

图 38: 华泰证券601688.SH的PB (LF) 估值 (元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 4: 同业估值对比

		股价 (元)	BPS (2025E) (元)	BPS (2026E) (元)	归母净利润 (2025E) (亿元)	ROE (2025E)	PB (2025E)	PB (2026E)
600030.SH	中信证券	32.20	19.64	20.98	249.77	8.4%	1.64	1.54
601211.SH	国泰海通	21.50	17.56	18.59	220.15	9.1%	1.22	1.16
601995.SH	中金公司	38.86	24.21	25.67	69.19	6.5%	1.61	1.51
601881.SH	中国银河	18.86	11.78	12.60	113.79	7.8%	1.60	1.50
600999.SH	招商证券	19.32	14.63	15.76	116.07	8.5%	1.32	1.23

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

来源 wind 一致预测, 市场价格相关数据更新至 2025 年 8 月 22 日

## 七、风险提示

### (一) 行业竞争加剧风险

行业竞争加剧或影响盈利能力和建设国际一流投行过程中也面临着海外投行的业务竞争。

### (二) 市场大幅波动风险

市场成交、股权债权市场环境等预测存在不确定性, 可能较当前预期出现较大变化。如果出现流动性等金融系统性风险, 依然会对券商板块和公司经营产生明显负面影响。

### （三）资本市场综合改革进度不及预期

为推动多层次资本市场改革和加大对外开放，监管部门不断出台或修订完善行业监管政策，可能会对公司业务开展及竞争格局产生影响。

资产负债表						利润表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>资产</b>	905508	814270	915222	995482	1085173	<b>营业收入</b>	36578	41466	45607	50777	55137
客户资金	137210	170881	193816	203507	213683	手续费及佣金 净收入	14613	12948	16630	18489	20997
自有资金	55426	50658	55390	59702	63411	经纪佣金	5959	6447	8357	9901	11330
交易性金融资产	413460	301747	325887	351958	380114	投行收入	3037	2097	2621	2936	3376
长期股权投资	20415	22237	22904	23820	25011	资管收入	4256	4146	5652	5652	6291
固定资产	4586	4216	3876	3564	3276	投资收益	14255	16854	16101	17506	18297
使用权资产	1368	998	728	531	387	利息净收入	952	2705	3503	4932	5386
商誉	3419	51	51	51	51	其他收入	6757	8959	9372	9850	10457
其他资产	219383	215562	266860	308747	357645	<b>营业支出</b>	-21890	-25898	-28190	-31024	-33483
<b>负债</b>	723291	622377	711509	780289	856963	业务管理费	-17079	-17434	-18699	-20311	-21503
代理买卖证券款	144701	184587	193816	203507	213683	其他支出	-5035	-8038	-8883	-9949	-11142
其他负债	578590	437790	517693	576782	643280	<b>营业利润</b>	14687	15569	17417	19752	21654
<b>权益</b>	182217	191894	203713	215193	228210	营业外收入与 支出	-483	-216	2	2	3
归属于母公司的 股东权益	179108	191674	203479	214946	227949	<b>利润总额</b>	14205	15352	17419	19754	21656
少数股东权益	3109	220	234	247	262	所得税	-1168	167	-1168	167	-1568
<b>主要财务比率</b>						<b>净利润</b>	13036	15519	15851	17976	19707
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	归母净利润	12751	15351	15680	17782	19494
<b>成长能力</b>						少数股东损益	286	168	171	194	213
营业收入增长	14%	13%	10%	11%	9%	<b>综合收益</b>	13352	16117	15871	17996	19728
归属母公司净利 润增长	15%	20%	2%	13%	10%	归母综合收益 总额	13025	15985	15741	17849	19567
<b>获利能力</b>											
净利率	35%	37%	34%	35%	35%						
ROA	1.4%	1.9%	1.7%	1.8%	1.8%						
ROE	7.4%	8.3%	7.9%	8.5%	8.8%						
<b>每股指标 (元)</b>											
每股收益	1.41	1.70	1.74	1.97	2.16						
每股净资产	19.73	21.12	22.54	23.81	25.25						

## 广发非银金融行业研究小组

- 陈福：首席分析师，经济学硕士，2017年进入广发证券研究发展中心。
- 刘淇：联席首席分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 严漪澜：资深分析师，中山大学金融学硕士，2022年进入广发证券发展研究中心。
- 李怡华：高级分析师，上海财经大学财务管理硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。
- 唐关勇：高级分析师，对外经济贸易大学保险学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。