

华泰证券 (601688.SH)

强烈推荐 (维持)

全面回暖，资产负债和降本成效显著

总量研究/非银行金融
目标估值: NA
当前股价: 21.68 元

25H1 公司实现营业收入 162 亿元, 同比+31%; 归母净利润 75 亿元, 同比+42%。年化后 ROE 为 8.60%, 较 24 年-0.64pct; 经营杠杆为 3.58 倍, 较 24 年有所抬升。

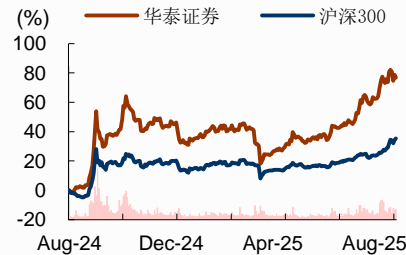
基础数据

总股本 (百万股)	9027
已上市流通股 (百万股)	7307
总市值 (十亿元)	195.7
流通市值 (十亿元)	158.4
每股净资产 (MRQ)	22.2
ROE (TTM)	8.8
资产负债率	77.8%
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%

□ 总体概览: 全面回暖, 资产负债和降本成效显著。25H1 公司实现营业收入 162 亿元, 同比+31%; 归母净利润 75 亿元, 同比+42%。截至 25H1, 总资产 9007 亿元, 较年初+11%; 归母净资产 2001 亿元, 较年初+4%。年化后 ROE 为 8.60%, 较 24 年-0.64pct; 经营杠杆为 3.58 倍, 较 24 年有所抬升。自营/经纪/信用/投行/资管占主营业务收入比重分别为 41%/23%/12%/7%/5%, 同比分别为+6/+0/+7/-1/-17pct。降本效果显著, 25H1 公司管理费率占调整后营业收入比重为 46%, 同比-13pct。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	24	82
相对表现	4	9	46



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 收费类业务: 全面回暖。

相关报告

- 《华泰证券 (601688) — 自营高增贡献良多、期待资产负债下资金业务动能》2025-04-30
- 《华泰证券 (601688) — 总量略不及预期, 结构性亮点突出》2025-03-30
- 《华泰证券 (601688) — 低于预期, 期待弹性》2024-10-31

郑积沙 S1090516020001
✉ zhengjisha@cmschina.com.cn
许诗蕾 研究助理
✉ xushilei@cmschina.com.cn

(1) 市场提振、经纪显著回暖。25H1 经纪收入 37.5 亿元, 同比+38%; 其中代理买卖收入 44.5 亿元、同比+53%, 交易席位租赁收入 3.5 亿元、同比-2%; 代销金融产品收入 2.9 亿元、同比+17%。财富管理业务围绕客户差异化、多层次资产配置需求、不断丰富金融产品供给体系, 构建完善买方投顾服务体系, 25H1 末公司金融产品保有数量 14433 只、同比+2%, 金融产品销售规模 3046 亿元、同比+34%, 基金投顾规模 210 亿元、稳步增长。

(2) 股融常态化在途、投行弹性回归。25H1 投行收入 12 亿元, 同比+25%。25H1 公司完成股权主承销数量 14 单, 主承销金额 490 亿元、同比+151%, 其中 IPO 主承销规模位列行业第二名; 完成或推进芯联集成重组、华润三九收购天士力控制权等多单标杆性并购重组项目, 从披露情况看 25H1 公司担任独立财务顾问的审核类重组项目首次披露数量位列行业第一; 在香港市场完成 9 单 IPO 保荐项目、保荐数量位居市场第二; 项目储备相对充足, 截至 25 年 8 月 28 日, 排队中的 A 股 IPO、再融资项目分别有 12 个、12 个。债券承销方面, 25H1 公司全品种债券承销数量为 1777 单, 主承销金额 6666 亿元、同比+24%, 其中地方政府债实际中标金额位列行业第一。

(3) 资管稳步向上。25H1 资管收入 8.9 亿元, 同比-67%, 同比下滑原因系 24Q3 公司出售 AssetMark、对应收入减少。证券资管, 25H1 末华泰资管 AUM 6270 亿元, 同比+24%; 公募基金, 公司旗下南方基金、华泰柏瑞非货 AUM 同比分别为+27%、+59%, 非货 ETF 规模同比分别为+97%、+79%; 私募股权基金, 25H1 末实施投资项目金额 5.86 亿元、同比+85%。

□ 资金类业务: 自营亮眼、客需稳增、负债成本显著下滑。

(1) 自营亮眼, 客需业务稳健增长。25H1 自营收入 66.3 亿元、同比+57%,

预计公司 Q2 抓住股债机会、巧做波段、实现投资收益高增，加之科创主线火热、公司另类投资股质同比高增。截至 25H1，交易性金融资产 3591 亿元、较年初+19%，结构上公募基金、债券、股票较年初分别增长 31%、19%、5%；其他债权投资 215 亿元、较年初+112%；其他权益工具投资 74 亿元、较年初+73 亿元，预计公司加仓高股息资产、平抑方向性敞口带来的损益波动。衍生品方面，25H1 末衍生金融资产 72 亿元，较年初-28%，主要为权益衍生规模下降；场外衍生品交易规模稳步增长，25H1 末收益互换、场外期权存续规模分别为 942 亿元、1449 亿元，同比分别为+2%、+8%。此外，25H1 公司汇兑净损失 6.4 亿元，系上半年人民币升值所致。

(2) 信用业务规模随行就市，负债成本显著下滑。25H1 利息净收入 20.4 亿元，同比+187%，同比高增系公司利息支出同比-29%所致、公司资产负债梳理成效初显。截至 25H1，母公司两融规模 1273 亿元、较年初-2%，市占率为 6.88%、较 24 年小幅下滑；股票质押式回购 156 亿元、较年初-4%。

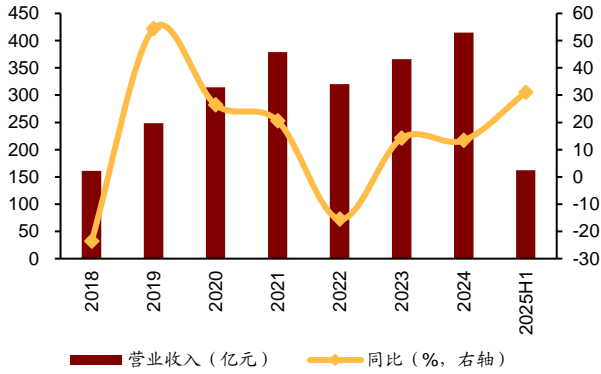
- 海外业务或进入爆发期。25H1 华泰国际净利润 11.5 亿元，同比+26%；考虑剔除 Assetmark 贡献 3.7 亿元利润，华泰国际净利润同比+112%。
- 投资建议：维持“强烈推荐”评级。公司具备前瞻战略布局，依托长期的科技高水位投入、优质的高净值客群、以及指数产品领先布局优势，看好公司数字化财富管理服务水平 and 客需驱动的投资盈利能力进一步提升。股融常态化在途，政策鼓励并购重组、提供业务新增量，投行业务高弹性可期。资产负债梳理成效初显，显著降低负债成本，后续有望进一步打开投资端空间、全面增强公司客需服务能力、提高自营收益率。此外，海外业务纵深突破，业绩或进入兑现期。考虑到市场火热、市场风偏向好，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。我们上调公司 25/26/27 年归母净利润至 179 亿元/194 亿元/214 亿元，同比+17%/+8%/+11%。
- 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	50407	58240	69611
同比增长	14.2%	13.4%	21.6%	15.5%	19.5%
营业利润(百万元)	14687	15569	19351	21007	23496
同比增长	21.0%	6.0%	24.3%	8.6%	11.8%
归母净利润(百万元)	12751	15351	17937	19362	21417
同比增长	15.4%	20.4%	16.8%	7.9%	10.6%
每股收益(元)	1.35	1.70	1.99	2.14	2.37
PE	16.1	12.7	10.9	10.1	9.1
PB	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0

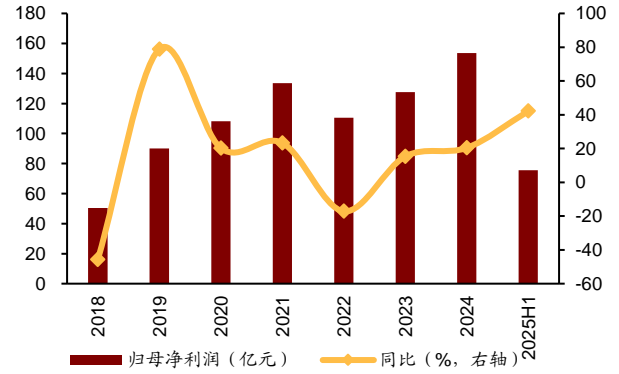
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：华泰证券营业收入



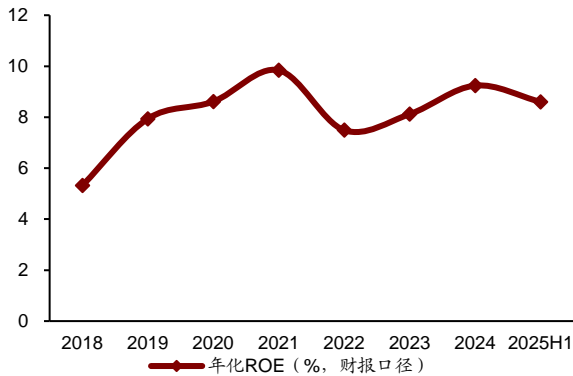
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：华泰证券归母净利润



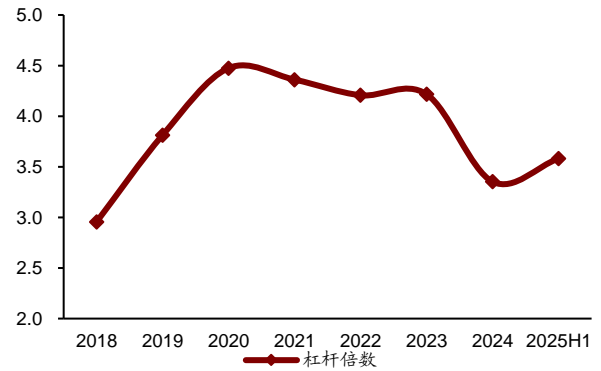
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：华泰证券年化 ROE



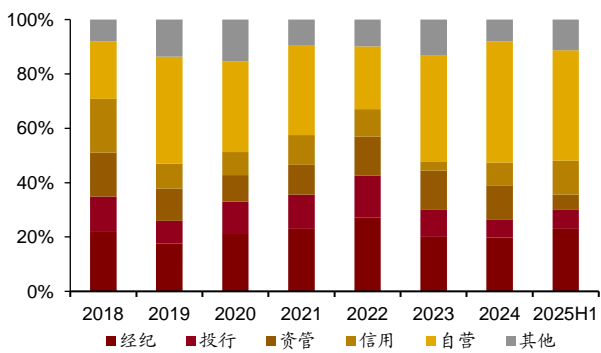
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：华泰证券杠杆倍数



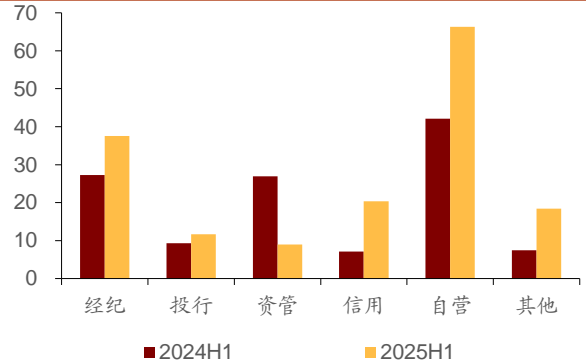
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：华泰证券营收结构



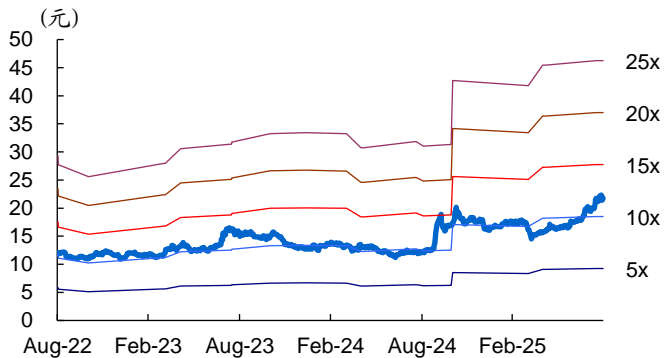
资料来源：公司公告、招商证券

图 6：华泰证券营收及分部收入同期对比 (亿元)



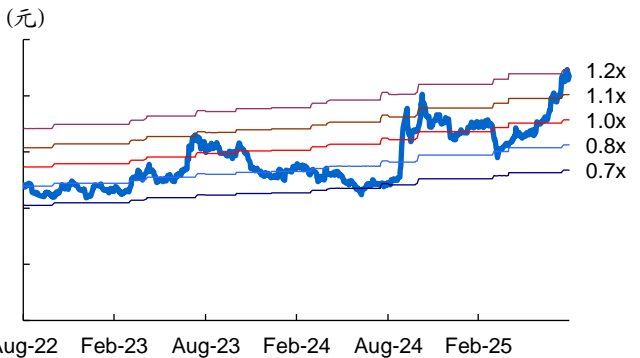
资料来源：公司公告、招商证券

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

附：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	50,407	58,240	69,611
手续费及佣金净收入	16,236	14,613	12,948	14,970	16,162	17,173
代理买卖证券业务净收入	7,073	5,959	6,447	8,422	8,988	9,593
证券承销业务净收入	4,024	3,037	2,097	2,950	3,199	3,180
受托客户资产管理业务净收入	3,769	4,256	4,146	2,156	2,415	2,704
利息净收入	2,633	952	2,705	4,038	4,387	4,889
投资净收益	10,459	13,281	21,716	17,228	18,234	21,263
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	1,813	2,026	2,363
汇兑净收益	2,199	1,323	750	120	435	278
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	31,055	37,233	46,116
税金及附加	190	188	179	302	349	418
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	252	291	418
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	19,351	21,007	23,496
加：营业外收入	155	276	6	0	0	0
减：营业外支出	69	759	222	101	116	139
其中：非流动资产处置净损失						
利润总额	12,228	14,205	15,352	19,251	20,890	23,356
减：所得税	863	1,168	-167	1,059	1,253	1,635
加：未确认的投资损失						
净利润	11,365	13,036	15,519	18,192	19,637	21,721
减：少数股东损益	313	286	168	255	275	304
归属于母公司所有者的净利润	11,053	12,751	15,351	17,937	19,362	21,417
加：其他综合收益	1,196	316	598	635	770	945
综合收益总额	12,561	13,352	16,117	18,827	20,407	22,666
减：归属于少数股东的综合收益总额	499	328	131	377	408	453
归属于母公司普通股股东综合收益总额	12,062	13,025	15,985	18,450	19,999	22,213
每股收益（元）：						
基本每股收益	1.18	1.35	1.62	1.99	2.14	2.37
稀释每股收益	1.16	1.33	1.62	1.99	2.14	2.37

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	220,919	244,507	270,548
其中: 客户资金存款	110,431	104,023	138,118	176,735	203,756	225,457
结算备付金	38,746	42,316	43,900	51,981	59,912	66,890
其中: 客户备付金	30,029	33,187	32,763	37,946	43,137	48,161
拆出资金						
融出资金	100,648	112,341	132,546	151,946	153,245	159,436
金融投资	410,845	479,963	359,802	469,866	528,419	595,295
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	25,339	28,380	31,785
其他权益工具投资	242	125	126	7,677	8,829	10,153
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	22,092	24,451	27,055
持有待售资产	0	0	417	0	0	0
应收款项	7,804	9,744	5,587	10,834	11,960	12,878
合同资产						
应收利息						
存出保证金	42,707	40,544	33,451	39,265	40,320	43,104
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	103	106	109
递延所得税资产	596	703	1,592	1,540	1,624	2,035
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	10,203	21,321	33,999
资产总计	846,567	905,508	814,270	1,030,057	1,141,261	1,271,406
负债:						
短期借款	7,997	11,479	3,363	18,552	11,834	16,408
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	198,827	220,057	243,493
代理买卖证券款	152,552	144,701	184,587	236,277	269,876	298,618
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	12,463	13,567	14,771
长期应付职工薪酬						
应交税费	999	662	525	658	714	799
应付款项	105,298	110,287	72,296	90,370	112,962	141,203
应付利息						
合同负债	219	178	105	141	123	132
持有待售负债	0	0	75	0	0	0

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
代理业务负债						
长期借款	805	647	0	183	183	183
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	598	648	725
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	4,333	4,549	4,777
负债合计	678,718	723,291	622,377	827,188	928,944	1,048,777
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	1,740	1,875	2,050
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	55,716	63,296	71,681
一般风险准备	21,024	23,458	25,485	27,304	29,268	31,440
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	200,552	210,231	220,963
少数股东权益	2,762	3,109	220	2,317	2,086	1,666
所有者权益合计	167,849	182,217	191,894	202,869	212,317	222,629
负债及股东权益总计	846,567	905,508	814,270	1,030,057	1,141,261	1,271,406

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。