

资金业务表现亮眼，单季盈利持续提升

2025 年 09 月 02 日



分析师：张凯烽

执业证号：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@glms.com.cn

分析师：李劲锋

执业证号：S0100525080005

邮箱：lijf@glms.com.cn

➤ **事件：8/29 华泰证券发布 25 年中报。**2025 年上半年，公司营业收入 162 亿元，公告口径同比+31.0%，较一季度-4pct；归母净利润 75 亿元，同比+42.2%，较一季度-17pct。从单季数据看，25Q2 归母净利润 39 亿元，环比+7.3%，同比+29.4%，同比较 25Q1 下降 30pct。2025H1 公司归母净利润接近 2021H1 的高点（78 亿元），单季盈利同比增速已连续 2 个季度保持在 20%以上。

➤ **上半年自营、信用与经纪收入持续高增，投行收入同比转为增长，资管业务同比降幅收窄。**2025 年上半年公司自营/经纪/信用/投行/资管业务收入分别为 66/ 38/ 20/ 12/ 9 亿元，同比+57%/ +38%/ +187%/ +25%/ -60%，占比 41%/ 23%/ 13%/ 7%/ 6%。**资金类业务延续一季度的亮眼表现**，25H1 自营业务收入同比较 25Q1 继续提速，利息净收入同比大增 1.9 倍；**收费类业务中**，25H1 投行业务收入转为同比增长；经纪业务收入同比增速保持在 30%以上；资管业务收入同比仍下降，但降幅较 25Q1 有所收窄。

➤ **分各业务来看：（1）自营业务方面，25Q2 单季自营收入环比同比均提速，自营杠杆率与投资收益率均环比提升。**25Q2 公司自营投资收入 39 亿元，环比/同比+40.6%/ +66.0%，环比同比均较 25Q1 提速。**从金融投资规模来看**，25 年一季度末公司金融投资 4341 亿元，环比大幅提升 14.8%，同比由降转增。其中净资产与自营杠杆分别环比+2.5%/ +12.0%，自营杠杆连续 2 个季度环比提升。**持仓结构方面**，25Q2 未交易性金融资产/ 债权 AC/ 债权 OCI/ 权益 OCI 占比分别为 82.7%/ 10.6%/ 5.0%/ 1.7%，公司对交易性金融资产/债权 OCI/权益 OCI 均环比增配，环比分别+15.3%/ +26.1%/ +276.3%，尤其是权益 OCI 由 2024 年 12 月末的 1 亿元大幅提升至 2025 年 6 月末的 74 亿元，而债权 AC 规模环比有所回落。**投资收益率方面**，25Q2 年化自营投资收益率 3.6%，环比同比均实现提升。我们认为公司自营杠杆持续回升，并持续增配两类 OCI 账户，有望推动自营投资收入稳定增长。

➤ **（2）经纪业务方面，25Q2 经纪业务收入同比增长 33.1%，上半年代买证券与代销产品收入同比大增。**25Q2 公司经纪业务手续费净收入 18 亿元，环比-6.1%，同比+33.1%，同比增速保持在 30%以上。25H1 代买证券/席位租赁/代销产品/期货经纪收入占比 77%/ 9%/ 8%/ 6%，同比+51.2%/ -2.2%/ +17.2%/ +8.4%，其中 25H1 代买证券收入较 24H2 大幅提速，代销金融产品与期货经纪收入同比均转为增长，而席位租赁收入同比降幅继续收窄。

➤ **（3）信用业务方面，债务结构优化叠加资金成本下行，利息支出同比显著回落。**25Q2 公司单季利息净收入 11 亿元，环比+11.1%，同比+123.0%。**从利息收入来看**，25Q2 末公司两融余额较 25Q1 末小幅回落，但股质规模环比提升，25Q2 末融资融券/股票质押式回购规模 1273 亿元/ 156 亿元，同比+20.6%/ -27.7%，带动上半年两融与股质利息收入同比回正。但降息背景下，公司上半年货币资金与结算备付金利息收入下降，利息收入仍同比回落。**从利息支出来看**，公司持续优化负债结构，24Q2-25Q2 单季利息支出已连续 5 个季度同比下降。25Q2 末公司应付债券规模 1124 亿元，年化平均利率 3.4%，二者同比均明显下行；尽管 25Q2 末卖出回购余额环比提升，但融资成本同样下行，带动 25Q2 单

推荐

当前价格：

维持评级

21.08 元

季利息支出同比下降 28.7%。随着未来市场两融余额走高，融资成本保持低位，我们认为公司信用业务收入有望持续高增。

➤ **(4) 投行业务方面，25Q2 投行收入同比转增，IPO/再融资均同比大幅增长，债券承销规模持续高增。**25Q2 华泰证券投行业务收入 6 亿元，环比+15.4%，同比+76.4%，自 23Q2 以来同比增速首次转增。**股权承销方面**，根据 iFinD 统计，25Q2 公司 IPO/再融资承销金额分别为 17 亿/ 480 亿元，同比+106%/ +1450%，均实现大幅增长。**债券承销方面**，25H1 公司债权主承销金额 6666 亿元，同比+24.3%，债承规模持续高增。2025 年上半年公司地方政府债券实际中标金额人民币 127.71 亿元，行业排名第一。

➤ **(5) 单季资管收入同比仍降，资管 AUM 同比提升但费率承压。**25Q2 公司资管业务净收入 5 亿元，环比+10.8%，同比-57.9%，同比降幅仍然较大。**资管方面**，25H1 末资产管理业务规模达到 6270 亿元，同比+23.9%；但平均费率从 24H2 的 0.20%下降至 25H1 的 0.15%，费率仍然有所承压。**公募方面**，根据 iFinD 统计，截至 25Q2 末，南方基金/华泰柏瑞基金公募 AUM 规模分别为 1.39 万亿/7081 亿元，同比+11.6%/ +46.0%，同比持续高增。25Q2 末华泰柏瑞旗下沪深 300ETF 规模 3747 亿元，位居沪深两市非货 ETF 规模市场第一，同比+77%。南方基金与华泰柏瑞基金盈利计入公司对合联营企业投资收益，相关收入不体现在资管收入分项中。受公募降费与资管产品转换影响，当前公司资管收入有所承压，伴随费率调降与产品转换完成，未来资管收入修复进程有望加速。

➤ **净资产收益率与归母净利率持续同比提升，业务及管理费率明显下降。**2025Q2 末公司总资产 9007 亿元，同比+7.9%。归母净资产 2001 亿元，同比+11.1%。年化加权平均 ROE 7.9%，同比+2pct。受收入口径变动影响，与 25Q1 相比，25H1 公司归母净利率升至 46.5%，其中业务及管理费率（剔除其他业务）升至 45.9%，但同比 24H1 仍下降 13pct；其他业务成本率下行至 83.0%。

➤ **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 9 月 2 日收盘价的 PE 为 11/ 11/ 10 倍。公司经纪业务优势稳固，经纪收入持续高增。伴随股权融资规模回暖，公司投行业务加速修复。今年以来资本市场回稳向好，两融余额持续高位，随着公司资产负债结构优化，利息收入有望持续高增。我们认为公司在经纪、投行等业务条线龙头优势有望持续增强。维持“推荐”评级。

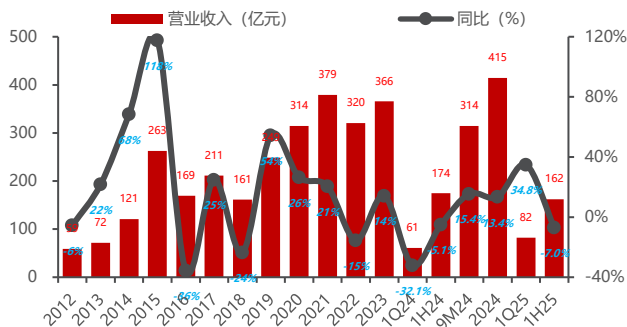
风险提示：经纪佣金率与资管费率下滑、APP 月活用户增长放缓、基金保有规模增长放缓等。

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 (%)	13.4	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 (%)	20.4	8.3	7.9	7.9
每股收益 (元)	1.70	1.84	1.99	2.14
PE	12	11	11	10
PB	1.1	0.9	0.8	0.8

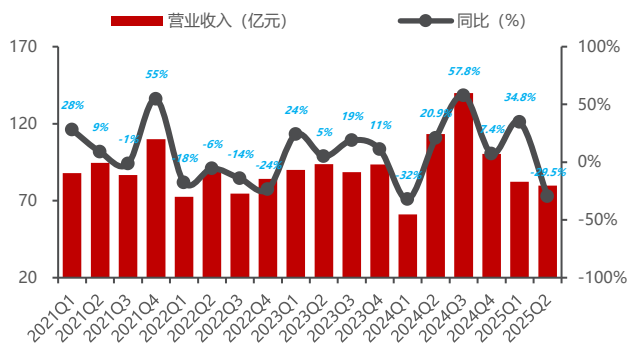
资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 2 日收盘价）

图1：华泰证券累计营业收入及增速



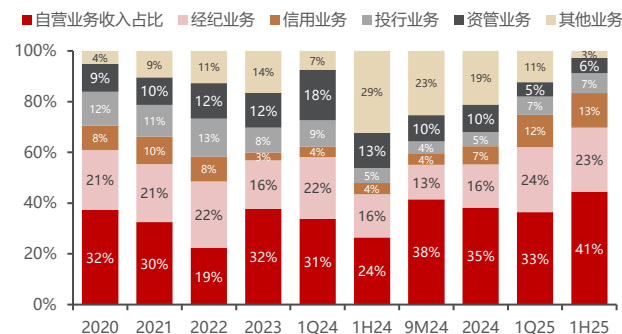
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图3：华泰证券单季营业收入及增速



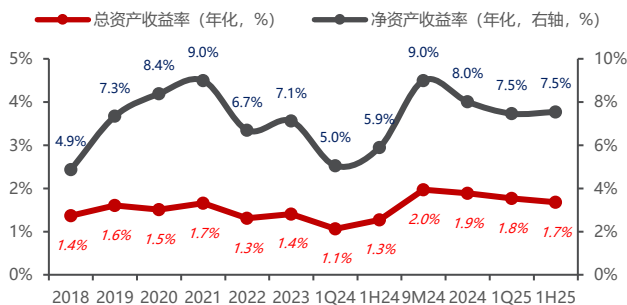
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图5：华泰证券营业收入结构变化



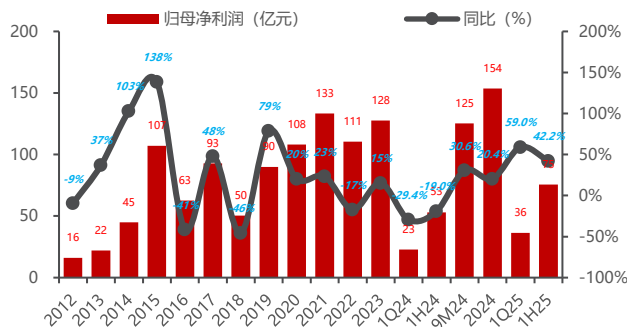
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：自营业务收入=投资收益+联合营企业投资收益+公允价值变动净收益，1H25 自营收入为新口径

图7：华泰证券 ROA 与 ROE 走势



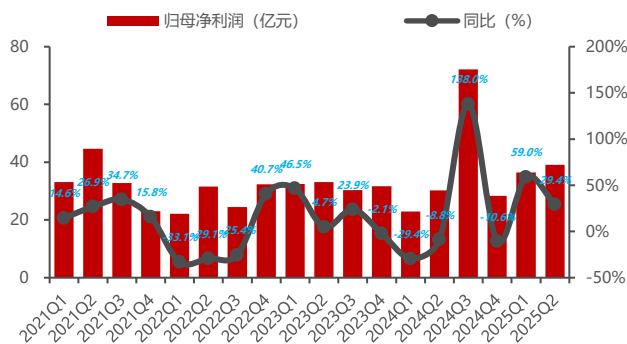
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：按期末总资产/净资产计算

图2：华泰证券累计归母净利润及增速



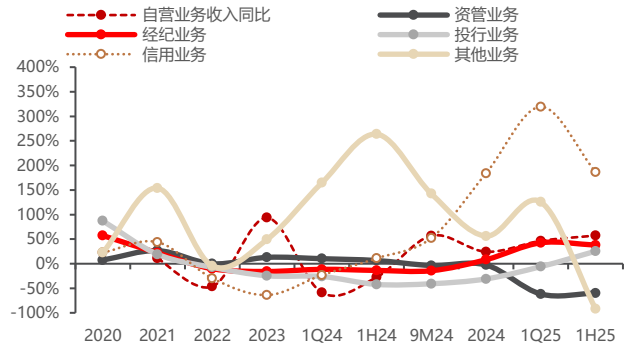
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图4：华泰证券单季归母净利润及增速



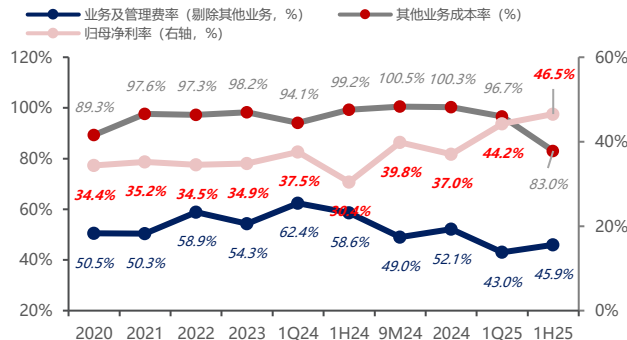
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：华泰证券分业务条线收入同比增速



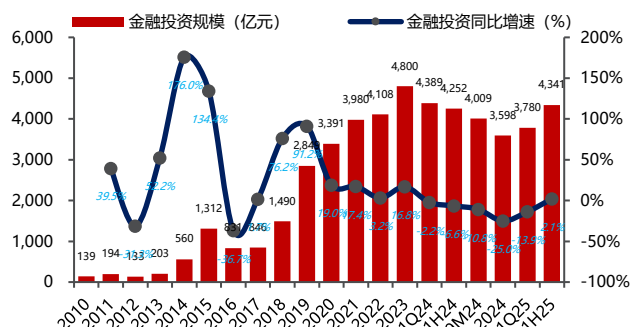
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：财政部7月发布《标准仓单交易相关会计处理实施问答》，1H25 其他业务收入/成本为新口径

图8：华泰证券归母净利润率、管理费率与其他业务成本率



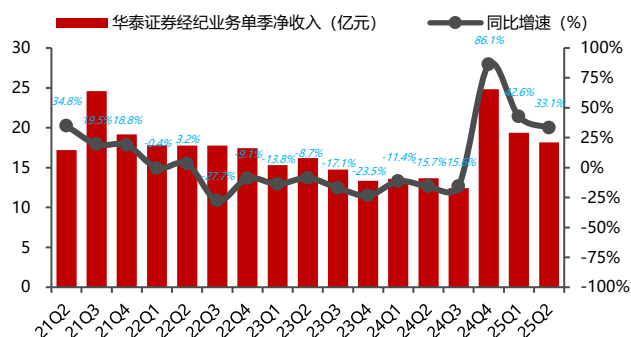
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：1H25 营业总收入、其他业务收入/成本均为新口径

图9：华泰证券金融投资规模及增速



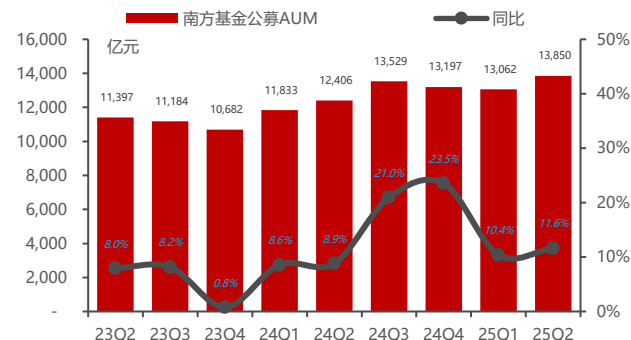
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图11：华泰证券经纪业务收入及增速



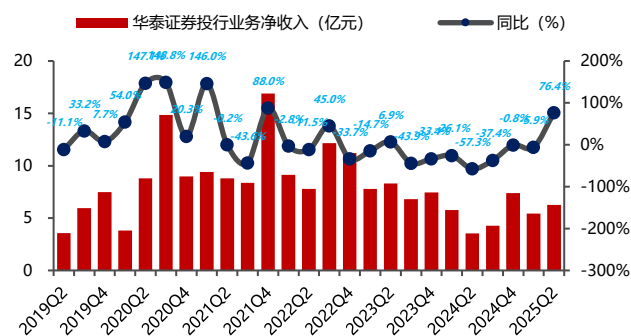
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图13：南方基金公募 AUM 及增速



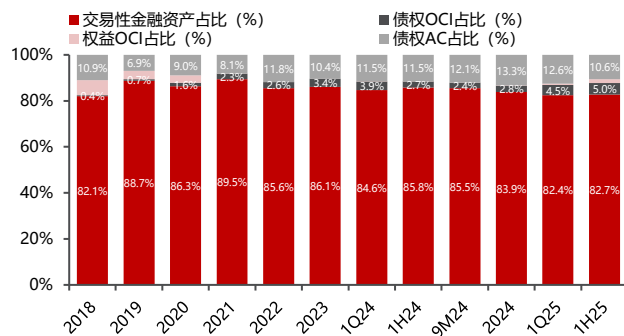
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15：华泰证券投行业务净收入及增速



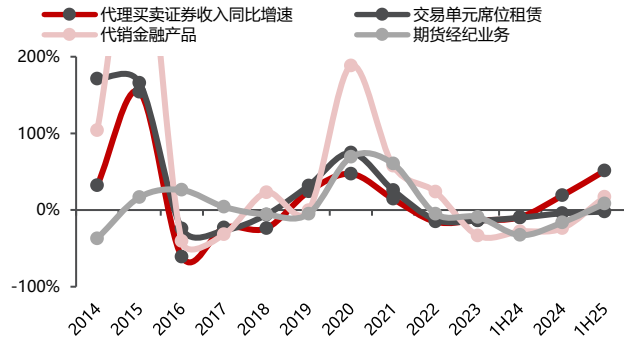
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图10：华泰证券金融投资结构



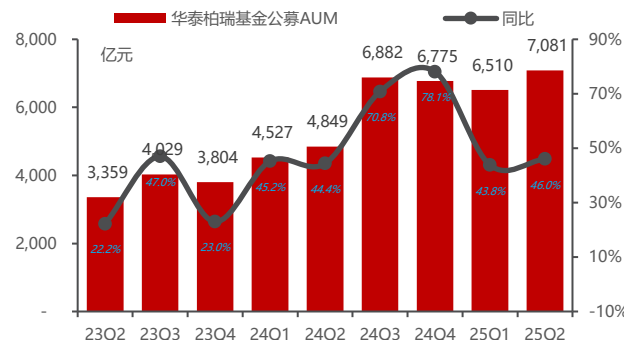
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图12：华泰证券代买证券款规模及增速



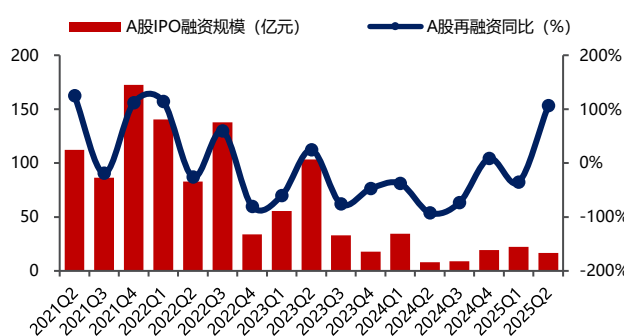
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图14：华泰柏瑞基金公募 AUM 及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图16：华泰证券 IPO 承销规模及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图17：华泰证券融出资金规模及增速



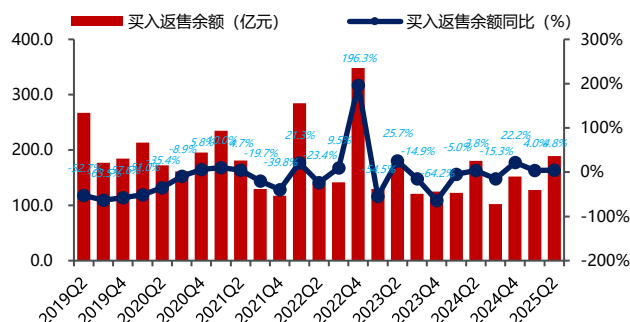
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图19：华泰证券市盈率 (PE)



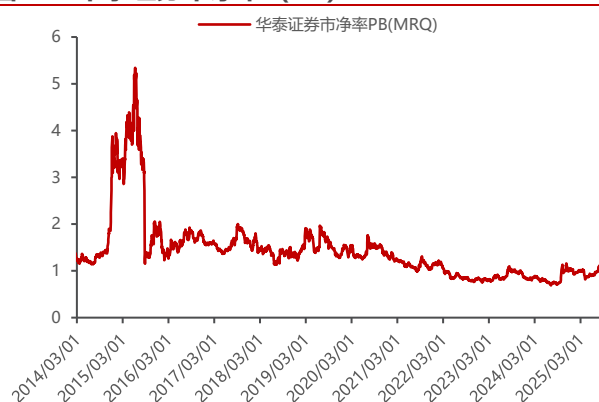
资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：截至 2025/9/2

图18：华泰证券买入返售规模及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图20：华泰证券市净率 (PB)



资料来源：iFinD，民生证券研究院。注：截至 2025/9/2

华泰证券财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	415	450	481	514
手续费及佣金净收入	129	145	165	180
其中: 经纪业务	64	74	82	90
其中: 投资银行	21	23	25	27
其中: 资产管理	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	-49	0	0	0
其他业务收入	80	84	88	93
营业支出	259	275	292	311
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
营业利润	156	175	189	203
利润总额	158	174	188	203
所得税	-2	6	7	7
净利润	160	168	181	195
归属于母公司净利润	154	166	179	193

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
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
盈利能力				
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
偿债能力				
资产负债率 (%)	76.4	75.4	74.8	74.2
剔除代买证券款 (%)	69.5	68.5	68.0	67.5
经营效率				
自营收益率 (%)	4.0	4.0	3.9	3.8
业务及费用率 (%)	42.0	42.0	42.0	42.0
其他业务成本率 (%)	100.3	98.6	98.6	98.6
每股指标 (元)				
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
估值分析				
PE	12	11	11	10
PB	1.0	0.9	0.8	0.8
股息收益率 (%)	2.4	2.2	2.3	2.5

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,776	1,613	1,627	1,650
其中: 客户资金存款	1,381	1,378	1,408	1,438
结算备付金	439	521	532	543
其中: 客户备付金	328	408	417	426
存出保证金	335	470	480	490
金融投资	3,598	3,909	4,240	4,594
其中: FVTPL	3,017	3,259	3,520	3,801
其中: 债权 AC	478	537	597	656
其中: 债权 OCI	101	111	123	135
其中: 权益 OCI	1	1	1	2
衍生金融资产	100	108	117	126
融出资金	1,325	1,392	1,461	1,534
买入返售金融资产	152	160	168	176
应收款项	56	61	65	69
长期股权投资	222	204	204	204
商誉	1	1	1	1
固定资产	42	48	49	51
其他资产	96	152	154	156
资产合计	8,143	8,638	9,098	9,595
代理买卖证券款	1,846	1,885	1,926	1,967
代理承销证券款	1	1	1	1
交易性金融负债	404	445	489	538
衍生金融负债	109	120	132	146
卖出回购金融资产款	1,210	1,332	1,465	1,611
应付短期融资款	289	289	289	289
拆入资金	301	301	301	301
短期借款	34	34	34	34
应付款项	723	772	821	873
应付债券	1,155	1,155	1,155	1,155
应付职工薪酬	107	130	139	149
租赁负债	10	10	12	14
长期借款	0	0	0	0
其他负债	35	40	41	43
负债合计	6,224	6,514	6,805	7,119
股本	90	90	90	90
资本公积	688	689	688	688
其他综合收益	17	17	17	17
其他权益工具	283	283	283	283
一般风险准备	255	293	325	360
未分配利润	487	627	735	852
归母股东权益	1,917	2,120	2,287	2,468
少数股东权益	2	4	6	8
股东权益合计	1,919	2,124	2,293	2,476
负债和股东权益合计	8,143	8,638	9,098	9,595

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测。注: 股价为 2025 年 9 月 2 日收盘价

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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