

分析师: 张洋
登记编码: S0730516040002
zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

投资交易表现强劲, 整体业绩明显修复

——华泰证券(601688)2025 年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

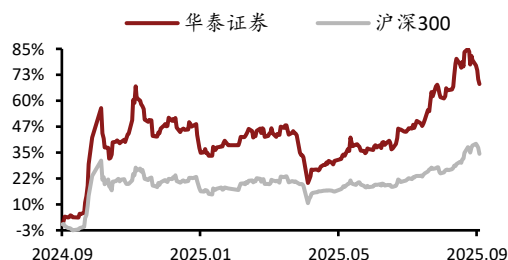
市场数据(2025-09-04)

收盘价(元)	20.27
一年内最高/最低(元)	22.33/12.60
沪深 300 指数	4,365.21
市净率(倍)	1.10
总市值(亿元)	1,829.83
流通市值(亿元)	1,829.53

基础数据(2025-06-30)

每股净资产(元)	18.48
总资产(亿元)	9,006.97
所有者权益(亿元)	2,001.34
净资产收益率(%)	4.30
总股本(亿股)	90.27
H 股(亿股)	17.19

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 聚源、中原证券研究所

相关报告

《华泰证券(601688)年报点评: 投行综合竞争力稳固、公募业务快速增长》 2025-04-11

《华泰证券(601688)中报点评: 缩表降杠杆, 整体稳健, 多项业务存在亮点》 2024-09-24

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 09 月 05 日

2025 年中报概况:华泰证券 2025 年上半年实现营业收入 162.19 亿元, 同比+31.01%; 实现归母净利润 75.49 亿元, 同比+42.16%; 基本每股收益 0.80 元, 同比+45.45%; 加权平均净资产收益率 4.30%, 同比+1.12 个百分点。2025 年半年度拟 10 派 1.50 元(含税)。

点评: 1.2025H 公司经纪及投行业务净收入、利息净收入、投资收益(含公允价值变动)占比出现提高, 资管业务净收入、其他收入占比出现下降。2.代买净收入随市增长, 代销业务企稳回暖, 合并口径经纪业务手续费净收入同比+37.86%。3.股权融资规模显著回升, 债权融资规模持续增长, 合并口径投行业务手续费净收入同比+25.46%。4.券商资管及参控股公募基金规模均保持增长, 合并口径资管业务手续费净收入同比-59.77%。5.权益交易打造稳定业务模式, 固收自营主动管理成效显著, 合并口径投资收益(含公允价值变动)同比+71.91%。6.两融余额保持稳定, 表内股票质押规模明显回升, 合并口径利息净收入同比+186.50%。7.国际业务收入同比-29.33%, 主因是去年下半年出售子公司导致同比基数较高。

投资建议:报告期内公司紧抓市场机遇, 证券经纪及财富管理业务整体表现稳健; 一级市场回暖复苏, 股权融资规模显著回升, 投行业务主要指标排名继续保持行业头部; 私募基金、另类投资业务聚焦服务战略新兴产业, 经营业绩显著改善; 虽然出售 AssetMark 后导致资管业务净收入明显下滑并对当期业绩形成拖累, 但投资交易业务表现强劲推动整体业绩明显修复。预计公司 2025、2026 年 EPS 分别为 1.48 元、1.57 元, BVPS 分别为 19.05 元、20.03 元, 按 9 月 4 日收盘价 20.27 元计算, 对应 P/B 分别为 1.06 倍、1.01 倍, 维持“增持”的投资评级。

风险提示: 1.权益及固收市场环境转弱导致公司业绩出现下滑; 2.股价短期波动风险; 3.资本市场改革的政策效果不及预期; 4.超预期事件导致公司的盈利预测与实际经营业绩产生明显偏差

	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入(亿元)	316.88	336.06	326.73	345.28
增长比率	14%	6%	-3%	6%
归母净利(亿元)	127.51	153.51	139.77	147.76
增长比率	15%	20%	-9%	6%
EPS(元)	1.35	1.62	1.48	1.57
市盈率(倍)	9.88	10.12	13.70	12.91
BVPS(元)	16.91	18.10	19.05	20.03
市净率(倍)	0.84	0.99	1.06	1.01

资料来源: Wind、中原证券研究所

注: 2023-2024 年营业收入已采用净额法调整并表的贸易类业务收入

华泰证券 2025 年中报概况：

华泰证券 2025 年上半年实现营业收入 162.19 亿元,同比+31.01%;实现归母净利润 75.49 亿元,同比+42.16%;基本每股收益 0.80 元,同比+45.45%;加权平均净资产收益率 4.30%,同比+1.12 个百分点。2025 年半年度拟 10 派 1.50 元(含税),分派红利总额占上半年合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润比例为 17.94%。

点评：

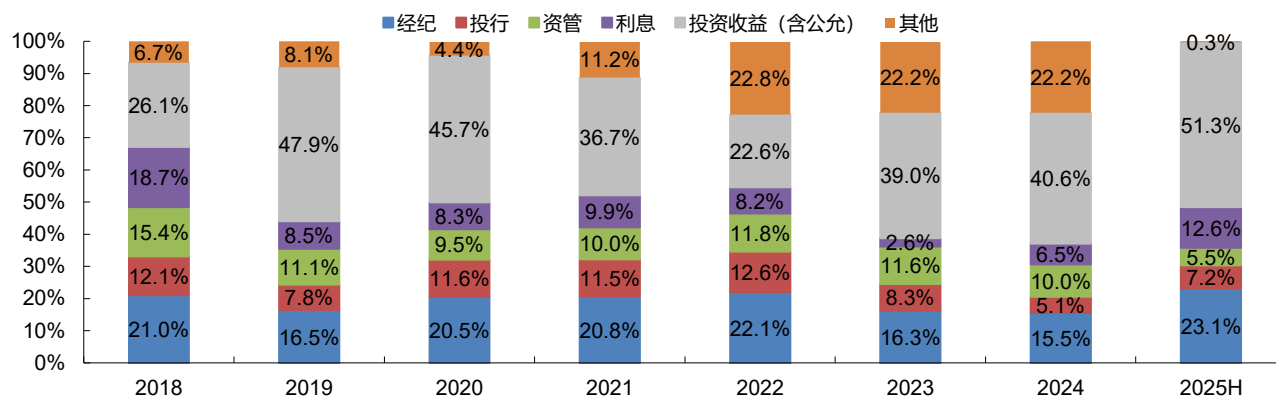
1. 经纪、投行、利息、投资收益(含公允价值变动)占比出现提高

2025H 公司经纪、投行、资管、利息、投资收益(含公允价值变动)和其他业务净收入占比分别为 23.1%、7.2%、5.5%、12.6%、51.3%、0.3%,2024 年分别为 15.5%、5.1%、10.0%、6.5%、40.6%、22.2%。

2025 年 7 月 8 日,财政部发布标准仓单交易相关会计处理实施问答,对于频繁签订买卖标准仓单的合同以赚取差价、不提取标准仓单对应商品实物的仓单交易,按照《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》的规定进行会计处理,即不应确认销售收入,而应将收取的对价与所出售标准仓单的账面价值的差额计入投资收益。自 2025 年 1 月 1 日起,公司按照净额法确认大宗商品贸易收入,并对可比期间财务报表数据进行追溯调整。

受会计政策变更以及各主营业务经营变化的影响,2025H 公司经纪及投行业务净收入、利息净收入、投资收益(含公允价值变动)占比出现提高,资管业务净收入、其他收入占比出现下降。其中,经纪业务净收入、投资收益(含公允价值变动)占比明显提高,其他收入占比显著下降。

图 1: 2018-2025H 公司收入结构



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

注：其他收入包括汇兑损益、资产处置收益、其他收益、其他业务收入等

2. 代买净收入随市增长，代销业务企稳回暖

2025H 公司实现合并口径经纪业务手续费净收入 37.54 亿元，同比+37.86%。

报告期内公司实现代理买卖证券业务净收入 28.91 亿元，同比+51.17%；实现交易单元席位租赁净收入 3.51 亿元，同比-2.20%。

代销金融产品业务方面，报告期内公司金融产品销售规模（除现金管理产品“天天发”外）3045.72 亿元，同比+33.73%。基金投顾业务稳健发展，期末业务规模为 210.37 亿元，较 2024 年底+16.36%。报告期内公司实现代销金融产品业务净收入 2.91 亿元，同比+17.25%。

期货经纪业务方面，报告期内公司实现期货经纪业务净收入 2.21 亿元，同比+8.43%。

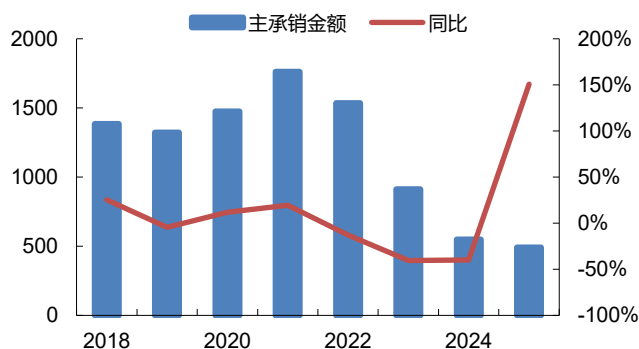
3. 股权融资规模显著回升，债权融资规模持续增长

2025H 公司实现合并口径投行业务手续费净收入 11.68 亿元，同比+25.46%。

股权融资业务方面，报告期内公司股权主承销金额 490.07 亿元，同比+150.74%。其中，IPO 主承销规模排名行业第 2 位。根据 Wind 的统计，截至 2025 年 9 月 4 日，公司 IPO 项目储备 12 个（不包括辅导备案登记项目），排名行业第 6 位。

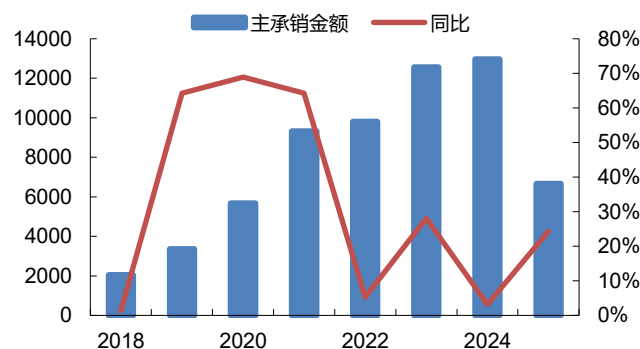
债权融资业务方面，报告期内公司各类债券主承销金额 6666.00 亿元，同比+24.34%。

图 2：公司股权融资规模（亿元）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

图 3：公司债权融资规模（亿元）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

4. 券商资管及参控股公募基金规模均保持增长

2025H 公司实现合并口径资管业务手续费净收入 8.93 亿元，同比-59.77%。

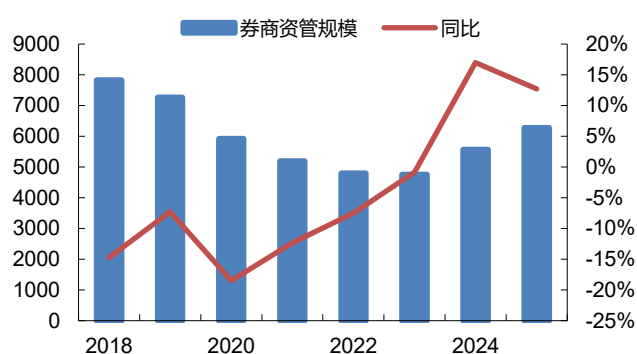
券商资管业务方面，报告期内华泰资管聚焦投资资管和投行资管，以追求绝对收益为理念，持续打磨优质产品线。截至报告期末，华泰资管管理总规模为 6270.32 亿元，较 2024 年底+12.72%。其中，集合、单一、专项、公募管理规模分别为 1085 亿元、1504 亿元、2023 亿

元、1659 亿元，较 2024 年底分别+452 亿元、-58 亿元、+42 亿元、+272 亿元；企业 ABS 发行规模 589.46 亿元，同比+38.93%，排名行业第 4 位，较 2024 年底-2 位。报告期内公司实现资产管理业务净收入 2.43 亿元，同比-89.05%，主要由于去年三季度公司出售 AssetMark 导致当期收入减少而同比基数较高。

公募基金业务方面，截至报告期末，公司参股的南方基金（持股 41.16%）管理资产规模合计为 25935 亿元，较 2024 年底+8.37%。其中，公募业务管理规模 13843 亿元，较 2024 年底+4.92%。公司参股的华泰柏瑞基金（持股 49%）管理资产规模合计为 7307 亿元，较 2024 年底+6.18%。其中，公募业务管理规模 7074 亿元，较 2024 年底+5.71%。报告期内南方基金、华泰柏瑞基金实现营业收入分别为 37.97 亿元、9.52 亿元，同比分别+11.63%、-5.71%。

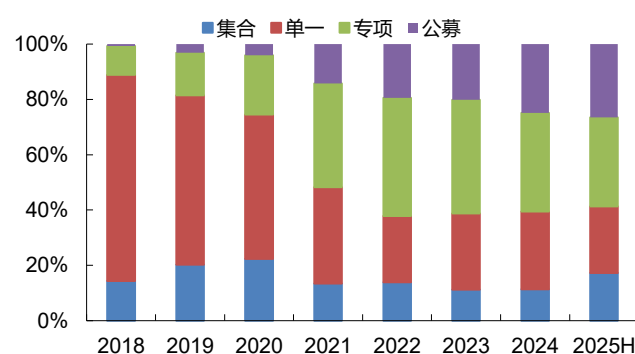
私募基金业务方面，报告期内华泰紫金投资提高项目选择标准，积极寻求已投资企业多元化退出路径。截至报告期末，华泰紫金投资及其二级子公司备案存续的私募股权投资基金合计实缴规模 478.91 亿元，较 2024 年底稳中有升。报告期内华泰紫金投资实现营业收入 4.32 亿元，同比显著扭亏为盈。

图 4：公司券商资管规模（亿元）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

图 5：公司券商资管业务结构（亿元）



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

5. 权益交易打造稳定业务模式，固收自营主动管理成效显著

2025H 公司实现合并口径投资收益（含公允价值变动）83.22 亿元，同比+71.91%。

权益类自营业务方面，报告期内公司持续迭代升级绝对收益投资交易体系，围绕大数据交易、宏观对冲和创新投资业务三条业务线，不断提升专业化投资交易能力和风险管控能力，积极打造可持续发展的、稳定的权益交易业务模式。

固定收益类自营业务方面，报告期内公司深耕策略研发和交易定价核心能力，跟随市场变化及时调整策略、优化持仓结构、提升组合流动性，自营交易策略的多样化和灵活性不断提升，主动管理成效显著。

场外衍生品业务方面，截至报告期末，公司收益互换、场外期权存续规模分别为 942 亿元、

1449 亿元，较 2024 年底分别+11.2%、+7.7%。

另类投资业务方面，报告期内华泰创新投资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。截至报告期末，华泰创新投资存续投资规模 16.12 亿元，较 2024 年底-9.3%，投资性质主要包括科创板跟投、股权投资等。报告期内华泰创新投资实现营业收入 3.95 亿元，同比扭亏为盈。

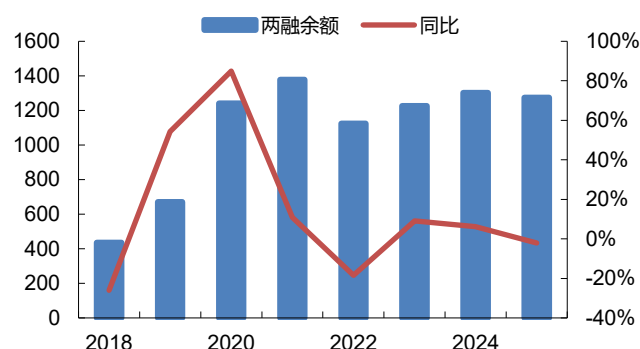
6. 两融余额保持稳定，表内股票质押规模明显回升

2025H 公司实现合并口径利息净收入 20.37 亿元，同比+186.50%。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为 1273.21 亿元，较 2024 年底-2.14%。报告期内公司实现两融业务利息收入 35.09 亿元，同比+1.49%。

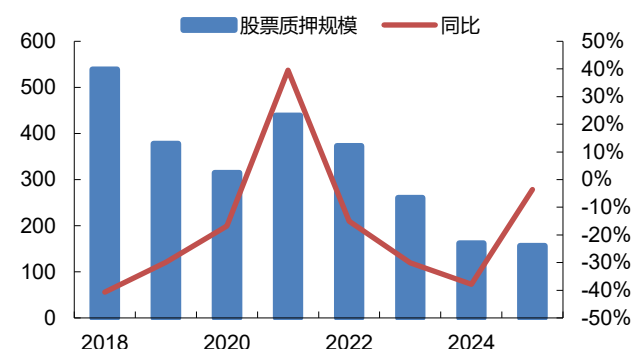
股票质押式回购业务方面，截至报告期末，公司股票质押待购回余额 156.26 亿元，较 2024 年底-3.54%。其中，表内业务待购回余额为 60.79 亿元，较 2024 年底+52.74%。报告期内公司实现股票质押回购利息收入 0.65 亿元，同比-23.55%。

图 6：公司两融余额（亿元）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

图 7：公司股票质押规模（亿元）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

7. 国际业务稳健进取

2025H 公司实现国际业务收入 23.08 亿元，同比-29.33%，主因是去年下半年出售子公司导致同比基数较高。

截至报告期末，公司国际业务的控股平台华泰国际运营平稳有序，各项财务指标均稳居香港中资券商第一梯队前列。

报告期内华泰金控（香港）持续深化包括股权业务平台、固收业务平台、财富管理平台、基金资管平台和旗舰投行业务的业务体系，业务发展稳健进取，差异化竞争优势巩固提升。

投资建议

报告期内公司紧抓市场机遇，证券经纪及财富管理业务整体表现稳健；一级市场回暖复苏，股权融资规模显著回升，投行业务主要指标排名继续保持行业头部；私募基金、另类投资业务聚焦服务战略新兴产业，经营业绩显著改善；虽然出售 AssetMark 后导致资管业务净收入明显下滑并对当期业绩形成拖累，但投资交易业务表现强劲推动整体业绩明显修复。

预计公司 2025、2026 年 EPS 分别为 1.48 元、1.57 元，BVPS 分别为 19.05 元、20.03 元，按 9 月 4 日收盘价 20.27 元计算，对应 P/B 分别为 1.06 倍、1.01 倍，维持“增持”的投资评级。

风险提示：1.权益及固收市场环境转弱导致公司业绩出现下滑；2.股价短期波动风险；3.资本市场改革的政策效果不及预期；4.超预期事件导致公司的盈利预测与实际经营业绩产生明显偏差

财务报表预测和估值数据汇总

表 1：资产负债表预测（亿元）

	2023A	2024A	2025E	2026E
资产：	9055.08	8142.70	9466.73	9911.66
货币资金	1503.20	1776.39	1954.03	2051.73
融出资金	1123.41	1325.46	1637.30	1719.17
金融投资	4799.63	3598.02	4385.72	4608.81
买入返售金融资产	124.60	152.28	192.90	183.26
应收利息及款项	97.44	55.87	92.18	96.79
长期股权投资	204.15	222.37	222.01	223.12
固定及无形资产	121.01	62.52	62.39	62.70
商誉	34.19	0.51	2.64	2.64
其他资产合计	1047.45	949.27	917.56	963.44
负债：	7232.91	6223.77	7411.80	7768.07
流动负债	764.92	623.30	814.76	855.50
交易性金融负债	526.71	404.48	413.13	421.39
卖出回购金融资产款	1440.56	1210.48	1586.69	1666.02
代理买卖证券款	1447.01	1845.87	2450.69	2573.22
应付费	1215.32	835.27	825.04	866.29
长期借款	6.47	0.00	1.83	0.00
应付债券	1598.16	1154.59	1112.36	1167.98
其他负债	233.77	149.79	207.30	217.67
所有者权益：	1822.17	1918.94	2054.93	2143.59
股本	90.75	90.27	90.27	90.27
其他权益工具	257.00	283.00	333.00	333.00
资本公积金	696.02	688.38	688.36	688.36
库存股	(10.64)	(1.01)	(0.10)	(0.10)
存留收益	523.38	601.24	661.36	727.50
一般风险准备	234.58	254.85	280.34	302.77
少数股东权益	31.09	2.20	1.70	1.79

资料来源：Wind、中原证券研究所

表 2：利润表预测（亿元）

	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入：	316.88	336.06	326.73	345.28
手续费及佣金净收入	146.13	129.48	128.59	137.05
其中：经纪业务	59.59	64.47	82.59	86.72
投行业务	30.37	20.97	25.16	27.68
资管业务	42.56	41.46	17.86	19.65
利息净收入	9.52	27.05	42.78	44.92
投资收益（含公允）	142.56	168.54	151.69	159.27
其他收入	18.67	10.98	3.67	4.04
营业支出：	170.00	180.38	168.91	178.44
管理费用	170.79	174.34	160.62	169.74
其他成本	(0.79)	6.04	8.29	8.70
营业外收入：	(4.83)	(2.16)	0	0
利润总额：	142.05	153.52	157.82	166.84
所得税	11.68	(1.67)	18.03	19.06
净利润：	130.36	155.19	139.79	147.78
少数股东损益	(2.86)	(1.68)	(0.02)	(0.02)
归母净利：	127.51	153.51	139.77	147.76

资料来源：Wind、中原证券研究所

注：2023-2024 年营业收入已采用净额法调整并表的贸易类业务收入

表 3：每股指标与估值

	2023A	2024A	2025E	2026E
EPS（元）	1.35	1.62	1.48	1.57
ROE（加权）	8.12%	9.24%	7.85%	7.89%
BVPS（元）	16.91	18.10	19.05	20.03
P/E（倍）	9.88	10.12	13.70	12.91
P/B（倍）	0.84	0.99	1.06	1.01

资料来源：Wind、中原证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。