

华泰证券（601688.SH）

业绩超预期，综合实力行业领先

2025 年 10 月 31 日

——华泰证券 2025 三季度报点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

gaochao1@kysec.cn

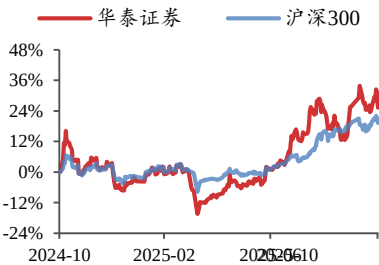
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

日期	2025/10/31
当前股价(元)	21.72
一年最高最低(元)	23.65/14.60
总市值(亿元)	1,960.63
流通市值(亿元)	1,587.03
总股本(亿股)	90.27
流通股本(亿股)	73.07
近 3 个月换手率(%)	100.78

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

● 业绩超预期，综合实力行业领先

2025Q1-3 公司营业收入/归母净利润为 271/127 亿元，同比+12.6%/+1.7%，扣非净利润同比+100%，业绩好于我们预期，单 Q3 归母净利润 52 亿，环比+33%。2025Q1-3 年化加权平均 ROE 9.61%，同比-0.51pct，期末杠杆率（扣客户保证金）3.86 倍，同比+0.28 倍有所扩表。2025Q1-3 经纪/投行/资管/利息净收入/大投资业务分别为 66/19/14/33/130 亿元，同比+66%/+44%/-64%/+151%/-3%，核心业务增长动能强劲，资管和投资同比下降主因 AssetMark 资管收入基数以及 2024Q3 处置产生的非经常性损益高基数。预计 2025-2027 年公司归母净利润 168/217/251 亿元，同比+9%/+29%/+16%（对应 2025 年扣非归母净利润同比+85%），对应 PE 为 11.7/9.0/7.8 倍，当前 PB（LF）1.14 倍，公司业务综合实力强，AI 涨乐 APP 上线引领行业，维持“买入”评级。

● 经纪同比高增，投行增速扩张

（1）2025Q1-3 经纪净收入同比+66%，单 Q3 同比+128%，环比+56%（2025Q1-3 市场股基 ADT 同比+112%；2025Q3 同比+212%，环比+66%）。

（2）2025Q1-3 投行业务净收入 19.5 亿，同比+44%，较中报的 25% 增速扩张。据 Wind，前三季度公司 IPO 承销数量 8 单、主承销金额 109 亿元，同比+74%；华泰金控（香港）承销 IPO 项目金额 160 亿，同比+869%，排名第四。

（3）2025Q1-3 资管业务净收入为 13.5 亿元，同比-64%，主要受 AssetMark 高基数影响，单 Q3 资管净收入为 4.6 亿，环比-2%。

● 自营投资收益率改善，旗下基金公司 AUM 高增，资金成本下降

（1）2025Q1-3 公司自营投资收益(含公允价值变动损益、汇兑损益，不含联营) 100.5 亿元，同比-15%，主要是 AssetMark 处置高基数，单季度自营环比+19%。前三季度自营投资收益率 3.9%，较中报的 3.5% 扩张。2025Q3 末自营金融资产规模 3829 亿，同比+8%，环比+2%。

（2）2025Q1-3 联营合营投资收益 30 亿，同比+84%，单季度 13 亿，环比+35%，预计南方基金、华泰柏瑞和 PE 子公司贡献增量。2025Q3 末南方基金非货/偏股 AUM 8005/4605 亿，同比+21%/+17%，环比+14%/+21%，华泰柏瑞非货/偏股 AUM 6983/5858 亿，同比+20%/+15%，环比+17%/+15%。

（3）2025Q1-3 利息净收入 32.7 亿，同比+151%，利息收入/支出分别为 100/68 亿元，同比+1%/-22%，利息支出显著下降，公司出售资管子公司后，受海外高利率资金成本影响下降。2025Q3 末公司两融市占率 7.14%，环比+0.01pct。

● **风险提示：**股市波动风险；市场竞争超预期；自营投资收益率不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	36,578	41,466	37,078	43,144	48,837
YOY(%)	14.2	13.4	-10.6	16.4	13.2
归母净利润(百万元)	12,751	15,351	16,750	21,680	25,067
YOY(%)	15.4	20.4	9.1	29.4	15.6
毛利率(%)	40.2	37.5	51.2	56.9	58.5
净利率(%)	34.9	37.0	45.2	50.3	51.3
ROE(%)	7.4	8.3	8.5	10.2	10.9
EPS(摊薄/元)	1.41	1.70	1.86	2.40	2.78
P/E(倍)	15.4	12.8	11.7	9.0	7.8
P/B(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	744,565	0		993,250	1,092,377
现金	150,320	177,639	278,989	301,711	317,589
应收票据及应收账款	9,744	5,587	5,587	5,587	5,587
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	584,502	488,309	613,793	685,951	769,201
非流动资产	160,943	142,735	183,016	189,658	196,691
长期投资	20,415	22,237	21,982	21,982	21,982
固定资产	4,586	4,216	4,316	4,416	4,516
无形资产	7,515	2,036	2,131	2,131	2,131
其他非流动资产	128,427	114,246	154,587	161,129	168,062
资产总计	905,508	814,270	1,081,385	1,182,908	1,289,068
流动负债	545,316	491,722	678,519	744,546	800,584
短期借款	11,479	3,363	18,000	19,800	19,998
应付票据及应付账款	110,287	72,296	88,841	108,841	128,841
其他流动负债	423,551	416,064	571,677	615,904	651,745
非流动负债	177,975	130,654	198,803	217,621	249,184
长期借款	647	0	0	0	0
其他非流动负债	177,328	130,654	198,803	217,621	249,184
负债合计	723,291	622,377	877,321	962,167	1,049,768
少数股东权益	3,109	220	234	253	274
股本	9,075	9,027	9,027	9,027	9,027
资本公积	69,602	68,838	68,838	68,838	68,838
留存收益	51,269	58,421	100,399	142,622	161,160
归属母公司股东权益	179,108	191,674	203,830	220,488	239,026
负债和股东权益	905,508	814,270	1,081,385	1,182,908	1,289,068

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-31458	68168	74288	84772	93696
净利润	13036	15519	16933	21917	25341
折旧摊销	1266	1227	1327	1427	1527
财务费用	20	20	0	0	0
投资损失	-3221	-4037	-4137	-4237	-4337
营运资金变动	2784	-42956	-37956	-32956	-27956
其他经营现金流	-45502	97621	98121	98621	99121
投资活动现金流	-6264	20496	20596	20696	20796
资本支出	0	0	0	0	0
长期投资	26087	21286	21386	21486	21586
其他投资现金流	3479	14169	14269	14369	14469
筹资活动现金流	17962	-59670	-102825	-96922	-111138
短期借款	11377	3356	3456	3556	3656
长期借款	91798	36076	36176	36276	36376
普通股增加	20	20	0	0	0
资本公积增加	6496	2598	2598	2598	2598
其他筹资现金流	10	9	0	0	0
现金净增加额	-18702	29552	-7940	8546	3355

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	36,578	41,466	37,078	43,144	48,837
营业成本	21,890	25,898	18,087	18,587	20,291
营业税金及附加	188	179	195	228	258
营业费用	28	28	28	28	28
管理费用	17,079	17,434	17,211	17,610	19,209
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	411	(246)	0	0	0
其他收益	5,035	8,038	681	749	824
公允价值变动收益	975	-4,862	0	0	0
投资净收益	13,281	21,716	17,306	20,829	24,290
资产处置收益	28	28	29	29	29
营业利润	14,687	15,569	18,990	24,557	28,546
营业外收入	276	6	6	7	8
营业外支出	759	222	182	212	240
利润总额	14,205	15,352	18,815	24,352	28,314
所得税	1,168	-167	1,881	2,435	2,973
净利润	13,036	15,519	16,933	21,917	25,341
少数股东损益	286	168	183	237	274
归属母公司净利润	12,751	15,351	16,750	21,680	25,067
EBITDA	15471	16580	20142	24352	28396
EPS(元)	1.41	1.70	1.86	2.40	2.78

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	14.2	13.4	-10.6	16.4	13.2
营业利润(%)	21.0	6.0	22.0	29.3	16.2
归属于母公司净利润(%)	15.4	20.4	9.1	29.4	15.6
获利能力					
毛利率(%)	40.2	37.5	51.2	56.9	58.5
净利率(%)	34.9	37.0	45.2	50.3	51.3
ROE(%)	7.4	8.3	8.5	10.2	10.9
ROIC(%)	6.7	7.9	7.6	9.1	9.8
偿债能力					
资产负债率(%)	79.9	76.4	81.1	81.3	81.4
净负债比率(%)	2.4	1.6	2.4	2.4	2.5
流动比率	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	4.2	4.8	3.9	3.8	4.0
应收账款周转率	416.9	540.9	663.6	772.2	874.1
应付账款周转率	20.3	28.4	22.4	18.8	17.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.41	1.70	1.86	2.40	2.78
每股经营现金流(最新摊薄)	-3.47	7.55	8.23	9.39	10.38
每股净资产(最新摊薄)	19.74	21.23	22.58	24.42	26.48
估值比率					
P/E	15.4	12.8	11.7	9.0	7.8
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	55.9	46.3	51.2	45.5	42.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn