

2026 年 03 月 06 日

华泰证券 (601688. SH)

投资评级：买入（首次）

——科技能力卓著，国际化领先的头部券商

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com
沈晨
SAC: S1350525090002
shenchen@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 03 月 05 日

收盘价 (元)	20.34
一年内最高/最低 (元)	25.75/14.60
总市值 (百万元)	183,606.41
流通市值 (百万元)	183,584.85
总股本 (百万股)	9,026.86
资产负债率 (%)	79.97
每股净资产 (元/股)	19.07

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **国际业务与科技赋能：看好华泰证券作为头部券商，凭借“科技赋能+全业务链协同”的双轮驱动模式，有望实现长期稳定增长。**

1) 国际化战略清晰：公司已形成覆盖中国内地、中国香港、美国、新加坡、等多地联动的全球价值链体系，25H1 公司国际业务收入 23 亿元，在总营收占比 14%，同比+93%（剔除 AssetMark 出售影响）。公司国际业务已形成全业务链、多市场、多元化的体系，涵盖投行、衍生品、FICC、股票销售交易等，25 年华泰港股承销市占率同比提升 1.66pct 至 8.27%，中资券商中排名市场第 3。

2) 科技投入转化为核心竞争力：公司将科技视为核心竞争力，持续进行大规模科技投入，信息技术投入 24 年行业排名第一（按照母公司口径公司的信息技术投入）。同时，华泰证券对于 AI 技术与业务场景进行深度融合，2025 年 10 月上线行业首个金融 AI 独立应用“AI 涨乐”，打破了传统券商 App 仅“内嵌 AI 模块”的局部优化模式，将 AI 能力贯穿于选股、交易、分析等关键环节，体现出公司在行业内金融科技应用领域处于领先地位。

- 新“国九条”政策体系的落地，旨在推动资本市场高质量发展，对券商的专业能力提出了更高要求，出海国际化与科技能力正在重塑全行业的业务生态。2025 年前 3 季度，公司扣非归母净利润达 126.4 亿元，同比+100.0%，单 Q3 扣非归母净利润达 51.8 亿元，同比+388.9%，环比+34.9%，业绩表现亮眼。我们认为，伴随公司持续深化科技赋能下的财富管理与机构服务“双轮驱动”战略，ROE 有望在杠杆和利润率的双重提升下迈入新台阶。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 181/207/221 亿元，同比+18%/15%/7%，当前股价对应 2026 年 PB 为 0.83 倍。我们选取中金公司、广发证券等作为可比公司，可比公司 26 年平均 PB 为 1.11 倍。鉴于华泰证券短期来看财富管理业务和国际业务布局领先，长期来看科技能力较强或将驱动全业务链价值提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示。**资本市场波动风险、宏观经济波动风险、行业政策变化风险

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	366	415	394	460	491
同比增长率 (%)	40%	13%	-5%	17%	7%
归母净利润 (亿元)	128	154	181	207	221
同比增长率 (%)	15%	20%	18%	15%	7%
每股收益 (元/股)	1.41	1.70	2.00	2.29	2.32
ROE (%)	7.4%	8.3%	9.1%	9.7%	9.5%
市盈率 (P/E)	14.5	12.0	10.2	8.9	8.8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年实现归母净利润 181/207/221 亿元，同比+18%/15%/7%，当前股价对应 2026 年 PB 为 0.83 倍。我们选取中金公司、广发证券等作为可比公司，可比公司 26 年平均 PB 为 1.11 倍。鉴于华泰证券短期来看财富管理业务和国际业务布局领先，长期来看科技能力较强或将驱动全业务链价值提升，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

经纪业务：我们假设 2026–2027 年全市场日均股基交易额同比 15%/10%。公司零售业务线上 APP “涨乐财富通” 月活数行业领先且 2025 年再次发布现象级金融科技 APP “AI 涨乐”，我们预计公司财富管理业务优势有望持续巩固，假设 2025–2027 年公司成交量市占率为 7.5%。综上，预计 2025–2027 年经纪业务手续费收入同比 +65%/18%/8%。

信用业务：利息收入方面，2025 年末全市场两融余额达 25406 亿元，同比 +36.26%，我们假设 2026–2027 年全市场融资融券余额同比+10%/8%，公司市场份额有望稳定，假设维持 6.9%，2025–2027 年两融利率假设为 5.25%/5.20%/5.10%。利息支出方面，公司 25 年下半年新发债券票面利率较低，预计利差有望增加，预计 2025–2027 年公司利息净收入同比增速达 69%/39%/5%。

投行业务：当前政策对于科创企业融资支持力度较大，预计 2026 年行业整体投行业务有望回暖，我们假设 2025–2027 年投行业务手续费净收入同比+45%/30%/20%。

投资交易业务：公司 25 年前三季度投资收益+公允价值变动损益同比+82%（剔除 24 年出售美国子公司形成一次性投资收益影响）。考虑权益市场行情有望向好、公司稳步增加投资杠杆，预计 25–27 年投资收益+公允价值变动损益为 183/196/199 亿元。

投资管理业务：我们预计未来南方基金和华泰柏瑞基金公募业务将持续稳定增长，假设 2025–2027 年基金管理业务净收入同比+30%/30%/20%；资管业务包含 2024 年已出售子公司 AssetMark 收入贡献形成高基数，假设资管业务净收入同比 -90%/30%/30%。

核心风险提示

资本市场波动风险、宏观经济波动风险、行业政策变化风险

内容目录

1. 公司基本情况	6
2. 分部业务	7
2.1. 财富管理业务：数字驱动，领先地位稳固	7
2.1.1. 经纪业务	7
2.1.2. 基金代销业务	8
2.1.3. 资本中介业务	9
2.2. 机构业务：投行业务稳步发展，投资交易表现亮眼	10
2.2.1. 投行业务：份额领先，项目储备充足	10
2.2.2. 投资交易业务：投资能力突出，ETF 做市领先	11
2.3. 投资管理业务：贡献稳定收益，业务协同增效	13
2.4. 国际业务：构建一站式跨境服务平台	16
3. 科技赋能：系统化平台支撑，AI 重构服务范式	17
4. 盈利预测与评级	19
4.1. 盈利预测	19
4.2. 估值	20
5. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 公司股权结构图	6
图表 2: 2020-2025H1 公司证券经纪业务净收入变化情况	8
图表 3: 2020-2025M9 “涨乐财富通” 月活人数变动情况	8
图表 4: 25 年 9 月月活 Top20 券商 APP 月活人数情况	8
图表 5: 25H1 权益基金代销保有规模前十券商情况	9
图表 6: 2020-2025H1 公司利息净收入变化情况	9
图表 7: 2020-2025H1 公司期末两融余额和市占率变化情况	9
图表 8: 2021-2025H1 公司负债端利率有所下降	10
图表 9: 2020-2025H1 全市场两融余额变化情况	10
图表 10: 2020-2025 年前 3 季度公司投行业务净收入变化情况	11
图表 11: 2020-2025 年股权承销总额排名和市场份额变化情况	11
图表 12: 2020-2025 年公司 IPO 承销金额及市场份额	11
图表 13: 2020-2025 年公司债券承销金额及市场份额	11
图表 14: 2020-2025 年前 3 季度公司自营业务收入变化情况	12
图表 15: 2020-2025Q3 公司金融资产配置 (亿元)	12
图表 16: 公司金融工具年化投资收益率变动情况	13
图表 17: 公司衍生品业务规模变化情况 (亿元)	13
图表 18: 2020-2025H1 资管和基金管理业务净收入变动情况 (亿元)	14
图表 19: 2020-2025H1 公募基金 ROE 变动情况	14
图表 20: 25H1 公募基金业务贡献 8% 的归母净利润	14
图表 21: 2020-2025H1 南方基金和华泰柏瑞基金 AUM 变化情况	14
图表 22: 2020-2025H1 企业 ABS 计划管理人发行项目规模变动情况 (亿元)	15
图表 23: 2020-2025H1 私募股权基金投资家数和金额变动情况 (亿元)	15
图表 24: 指数型基金资产净值前十的公募基金	15
图表 25: 华泰柏瑞/南方基金的指数型基金市占率位列第三/第四	15
图表 26: 2025H1 部分券商境外业务收入占比	16
图表 27: 2020-2025H1 公司国际业务收入变化情况	16
图表 28: 华泰证券港股承销金额排名和市场份额情况	17
图表 29: 2018-2024 年公司信息技术投入金额情况 (万元)	18

图表 30: 2024 年部分券商信息技术投入金额	18
图表 31: 华泰“行知”综合金融服务体系	18
图表 32: 华泰大象 FICC 投资交易一站式平台	19
图表 33: 可比公司估值表	20

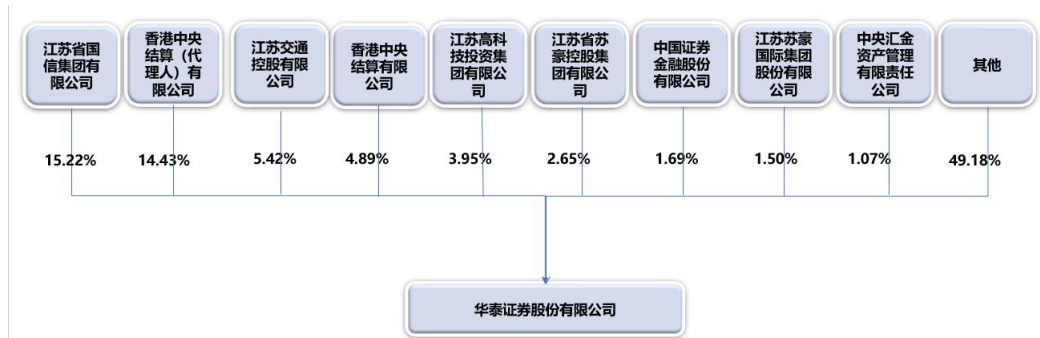
1. 公司基本情况

公司实际控制人为江苏省国资委，股权结构稳定较为集中。其中，江苏国信集团、江苏交通控股、江苏高投和江苏省苏豪控股集团有限公司均为江苏省国资委所属独资企业，江苏省苏豪控股集团有限公司是江苏苏豪国际集团的控股股东。截至 2025 年三季报，五家公司合计持股比例为 28.74%。稳定集中的股权结构确保公司治理稳定性，国有资本的主导地位为公司提供了长期战略支持。

公司于 2018 年完成 142 亿元定增，其中阿里认购 2.68 亿股在认购份额中居第一位，此次合作为公司全面发展金融科技和数字化转型奠定基础。次年，公司开启混改和内部组织架构调整，公司原董事长周易由董事长转任 CEO，原江苏高投集团党委书记、董事长张伟接任华泰证券董事长一职，2026 年 1 月 23 日，公司发布公告，第七届董事会第一次会议同意选举王会清先生为新任董事长。

26 年 2 月公司发布公告，计划发行总额 100 亿港元可转债，于 2027 年 2 月 8 日到期，债券转换后将发行每股面值为人民币 1.00 元的 H 股，初始转换价为每股 H 股 19.70 港元，较最后交易日于香港联交所所报收市价每股 H 股 18.45 港元溢价约 6.78%，2 月 10 日 H 股可转换债券已成功发行。若此次发行可转债全部转股，股本将增加 5.08 亿股，对应稀释总股份 5.6%。我们认为，1) 此次发行可转债对股本有所摊薄，但稀释比例 5.6% 且以可转债方式发行，影响较小；2) 募集资金将用于支持公司境外业务发展，有利于进一步强化公司国际业务的竞争优势；3) 当前监管鼓励头部优质券商适当提升杠杆，此次募集资金部分用于补充营运资金，或将有助于公司提升整体 ROE，中长期来看利好公司综合实力增强。

图表 1：公司股权结构图



资料来源：wind，华源证券研究所

备注：数据截至 2025 年三季报

全球化布局深化，AssetMark 投资彰显资本运作能力。2015 年公司完成 H 股上市，随后全球化布局不断加快。2016 年，公司以 7.68 亿美元收购美国领先的投顾公司 AssetMark，打造中国居民海外资产配置的特色平台。AssetMark 主要提供资产管理、第三方和自有托管服务和投资咨询服务，收购目的在于扩大公司的境外财富管理业务、拓展投资管理服务能力、建立世界水平技术解决方案的潜力。2024 年 9 月，华泰证券再以 17.93 亿美元完成对 AssetMark 全部股权的出售，以 AssetMark2023 年净资产和净利润计算，交易于 PB1.4 × /PE15 ×，此次交易实现约 63.4 亿元的投资收益。我们认为，此次出售属于公司在国际化布

局取得预期成果后的战略性退出，既实现了显著的投资回报，又释放了资本空间，有望为后续核心业务的发展提供更大灵活度。

2. 分部业务

公司主要业务包括财富管理业务、机构服务业务、投资管理业务和国际业务。财富管理业务包括证券期货期权经纪、金融产品销售、基金投资顾问、资本中介等业务；机构服务业务主要包括投资银行业务、主经纪商业务、研究与机构销售业务和投资交易业务；投资管理业务包括券商资管、私募基金、公募基金业务；国际业务以华泰国际作为拓展海外业务的控股平台，以中国香港市场为依托，稳步布局美国、欧洲及东南亚等主要市场。

2.1. 财富管理业务：数字驱动，领先地位稳固

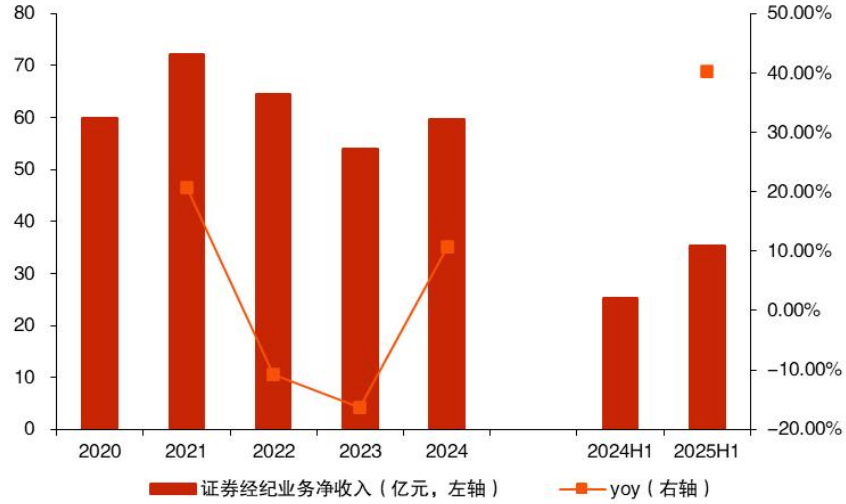
多元化财富管理业务包括：证券期货期权经纪、金融产品销售、基金投资顾问、资本中介等业务。

2.1.1. 经纪业务

经纪业务数字化转型成效显著，科技赋能逐渐深入。我们测算，近年来公司股基交易额市占率基本稳定在7%–8%左右。受益于市场零售交易回暖，25H1 证券经纪业务净收入为 35.3 亿元，同比+40%，在总营收占比为 22%。

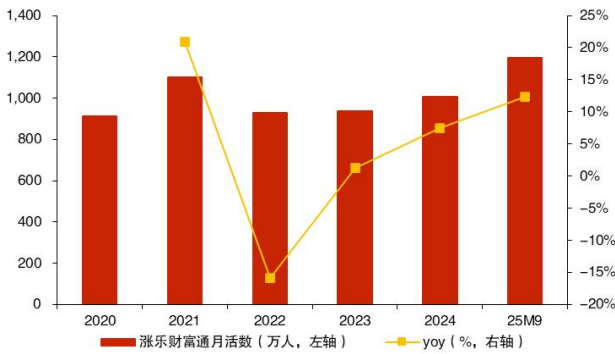
线上以“涨乐财富通”APP 为主阵地，通过智能化工具满足大众客户需求。2013 年移动互联网方兴未艾之时，公司即全力以赴打造“涨乐财富通”，引领行业零售业务历史性变革，2019 年再次率先启动全面数字化转型，2025 年 10 月，华泰上线金融 AI 独立应用终端“AI 涨乐”，打破了传统券商 App 仅“内嵌 AI 模块”的局部优化模式，将 AI 能力贯穿于选股、交易、分析等关键环节。2025 年 9 月，涨乐财富通月活数达 1195.17 万人，同比+12.36%，月活数行业排名第 1，第 2–5 名分别为国泰海通君弘、平安证券、中信证券信 e 投、招商证券，MAU 分别为 1029、880、727、725 万人，“涨乐财富通”的月活数显著领先。

图表 2：2020-2025H1 公司证券经纪业务净收入变化情况



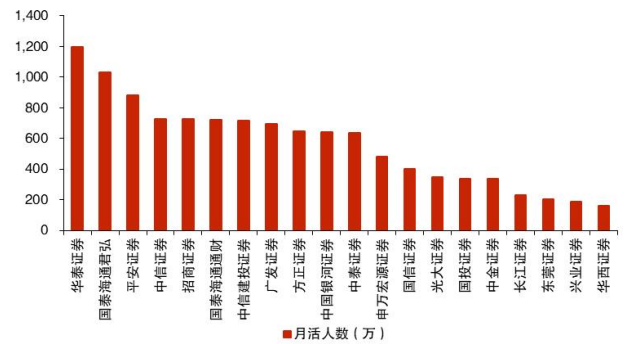
资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 3：2020-2025M9 “涨乐财富通”月活人数变动情况



资料来源：公司年报, 财联社, 中国基金报, 华源证券研究所

图表 4：25 年 9 月月活 Top20 券商 APP 月活人数情况

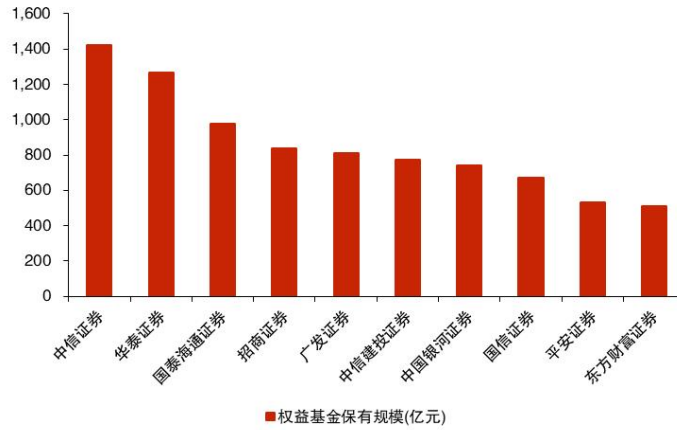


资料来源：中国基金报, 华源证券研究所

2.1.2. 基金代销业务

基金代销在券商中名列前茅。依托“线上+线下”双轮驱动模式，25H1 华泰的权益基金代销保有规模居行业第二，仅次于中信，体现出公司强大的财富管理体系和渠道业务实力，且当前《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》落地，未来行业马太效应或将进一步强化，华泰的基金代销优势有望进一步加强。

图表 5：25H1 权益基金代销保有规模前十券商情况



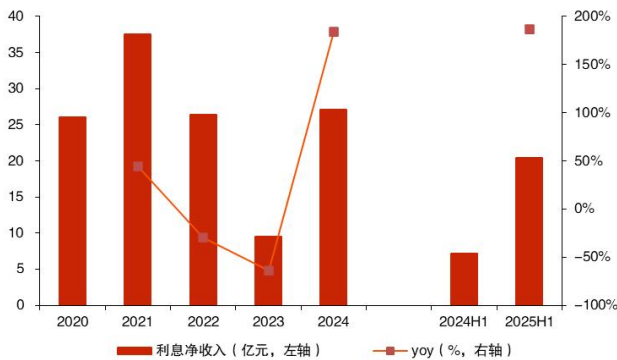
资料来源：wind，华源证券研究所

2.1.3. 资本中介业务

两融业务收入伴随市场稳定增长。24 年下半年以来 A 股交投活跃，2025H1 全市场两融余额同比+25.0%。在此背景下，华泰两融业务稳定增长，2024/2025H1 公司两融余额分别同比+6.2%/+20.6%，市占率稳定在 7%左右。25H1 利息净收入为 20.37 亿元，同比+186%，在总营收占比 12.6%。

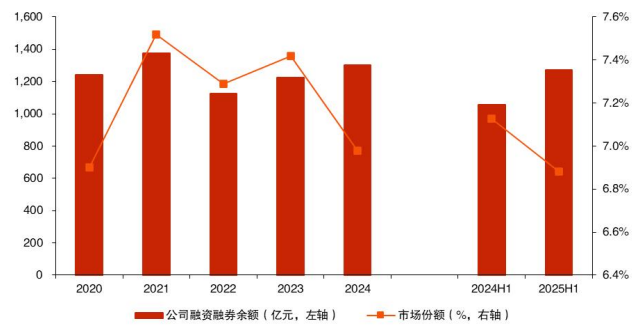
利息支出显著收缩带来利润空间。25H1 公司利息收入为 64 亿元（yoy-6%），而利息支出为 44 亿元（yoy-29%），驱动利息净收入同比+186%。我们测算，25H1 公司应付债券利率为 3.31%（相比 24 年下降 0.14pct）、卖出回购+拆入资金利率为 2.22%（相比 24 年下降 0.78pct）、代理买卖证券金融款利率 0.26%（相比 24 年下降 0.25pct）。

图表 6：2020-2025H1 公司利息净收入变化情况

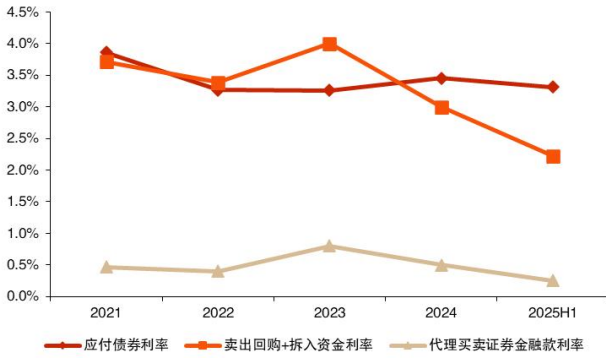


资料来源：wind，华源证券研究所

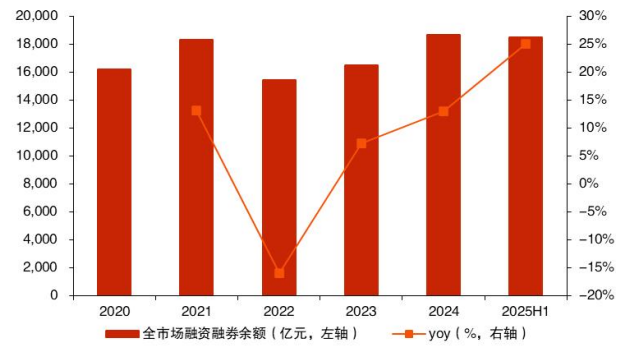
图表 7：2020-2025H1 公司期末两融余额和市占率变化情况



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 8：2021-2025H1 公司负债端利率有所下降


资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 9：2020-2025H1 全市场两融余额变化情况


资料来源：wind, 华源证券研究所

2.2. 机构业务：投行业务稳步发展，投资交易表现亮眼

公司机构业务主要包括：投资银行业务、投资交易业务、主经纪商业务和研究与机构销售业务。

2.2.1. 投行业务：份额领先，项目储备充足

IPO 业务市场份额稳定且行业排名前列。自 2023 年证监会“阶段性收紧 IPO 节奏”以来，行业马太效应加剧，优质 IPO 资源正加速向头部券商集中。在此背景下，华泰证券凭借其显著的资源、资本与业务协同优势，实现了市场份额的逆势提升，其 A 股 IPO 承销份额从 2023 年的 5% 左右，迅速跃升至 2024 年的 13%，位列行业第二，充分验证了其在激烈竞争中的头部实力。

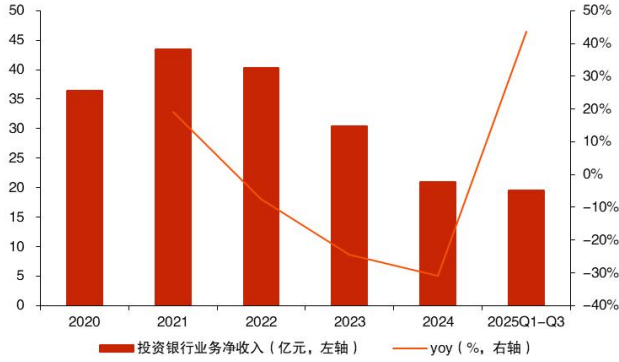
根据 wind 数据，25 年公司 A 股 IPO 承销金额 163 亿元（行业排名第 5）。从承销项目看，2025 年，华泰证券参与 A 股市场前十大 IPO 项目保荐 2 单（华电新能 182 亿项目、沐曦股份 42 亿项目），A 股前十大再融资项目参与 2 单（中行、建行千亿定增）。25 年前 3 季度，公司实现投行业务手续费净收入 19.48 亿元，同比+44%，在总营收占比 7%。

并购业务产业聚焦突出、跨境执行能力强。2024 和 2025H1，华泰担任独立财务顾问的审核类重组项目首次披露数量连续行业排名第 1。具体来看，公司并购业务中展现出高执行力，完成定向可转债新规后第一单以定向可转债为支付工具的思瑞浦重组项目、中央金融工作会议后首单券商市场化并购——国联证券收购民生证券项目、“科八条”以来科创板首单披露并过会的收购优质未盈利资产重组项目——芯联集成重组项目获交易所审核通过。同时，公司能服务头部产业客户且跨境执行能力强，24 年完成雅克科技收购韩国 SK 化学子公司、迪威尔收购新加坡油气设备制造商等跨境并购项目，25H1 担任财务顾问助力华润三九收购天士力控制权（近年来医药领域上市公司产业整合并购的标杆案例之一）。客户主要集中在科技、医药、先进制造、能源装备等重点产业。

往后看，公司未来股权融资项目储备充足。根据 wind 数据统计，截至 2026/1/28，公司 IPO 申报项目共 12 家（行业排名第 5，剔除不予注册、终止注册、中止审查、终止审查项目），

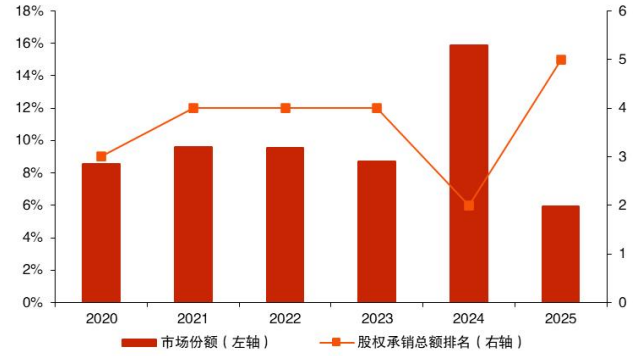
其中科创板报审 4 家与中信建投并列第 4；再融资申报项目共 17 家（行业排名第 4，剔除终止注册、中止审查、终止审查项目）。

图表 10：2020-2025 年前 3 季度公司投行业务净收入变化情况



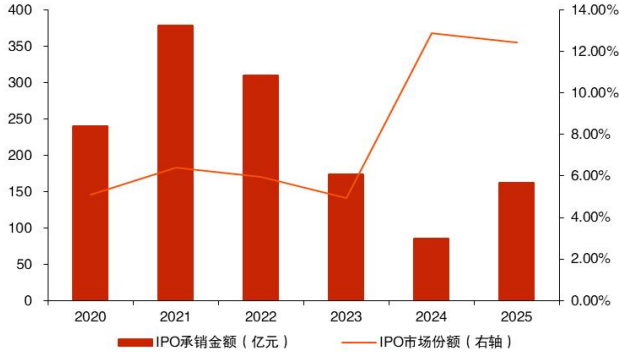
资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 11：2020-2025 年股权承销总额排名和市场份额变化情况



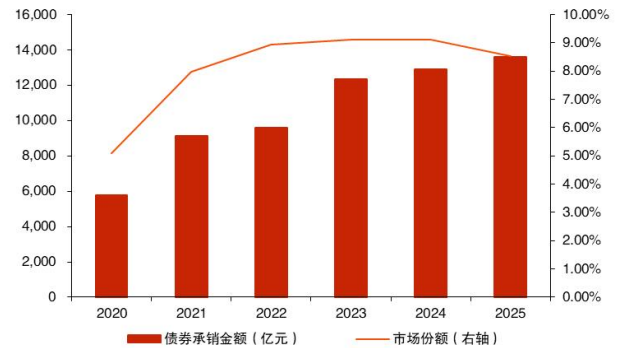
资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 12：2020-2025 年公司 IPO 承销金额及市场份额



资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 13：2020-2025 年公司债券承销金额及市场份额



资料来源：wind, 华源证券研究所

2.2.2. 投资交易业务：投资能力突出，ETF 做市领先

受益于 25 年以来权益市场行情以及公司领先的投资交易体系，25 年前 3 季度公司金融工具投资综合收益（投资收益-对联营合营企业的投资收益+公允价值变动损益）实现 102.2 亿元（同比+82%，剔除 24Q3 出售子公司的一次性收益影响），占总营收的 38%。公司自营业务分为权益、固收和衍生品投资三部分。

顺应市场行情变化，公司金融资产稳健扩表。截至 25Q3 末，公司总金融资产（包含衍生金融资产）余额达 4760 亿元，相比 24 年末显著增长了 29%，反映出公司或主动跟进市场行情扩大投资规模。具体来看，其他权益工具投资相比 24 年末增长 83 倍，占比 2.21%（相

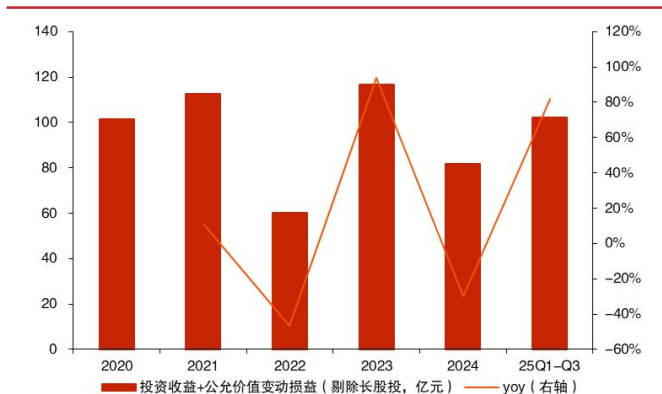
比 24 年末增加了 2.17pct)，预计主要系：1) 公司主动适应环境变化，把握结构性行情增配股票；2) 使用央行的证券公司互换便利增持股票，高股息资产预计有所增配。

充分把握市场机会，持续迭代升级绝对收益投资交易体系。我们测算，近年来公司自营业务收益率较为稳健，基本在 2%-3% 上下，25 年前 3 季度金融工具投资实现 4.0% 收益率(年化)，我们预计主要受益于权益市场行情、公司权益策略迭代和权益工具扩表。

一级交易商优势稳固，权益行情带动场外衍生品交易。国内场外衍生品业务一级交易商数量较少，仅一级交易商可以做个股市场外期权对冲交易且集中度较高。华泰作为一级交易商之一，其场外衍生品业务主要包括权益类收益互换、场外期权和收益凭证等。我们判断，2025 年以来权益市场行情有利于促进雪球产品、个股期权等衍生品交易。截至 25H1，公司收益互换和场外期权存续规模分别为 942 亿元、1449 亿元，相比 24 年末+11%、8%。

ETF 做市业务持续巩固。公司的 ETF 做市业务持续在市场第一梯队，开展上交所、深交所、科创板股票做市业务。根据财联社信息，截至 2025 年 8 月 20 日，ETF 做市数量排名前五的券商依次为中信证券、广发证券、华泰证券、方正证券、中信建投。公司做市数量 704 只位列第三。

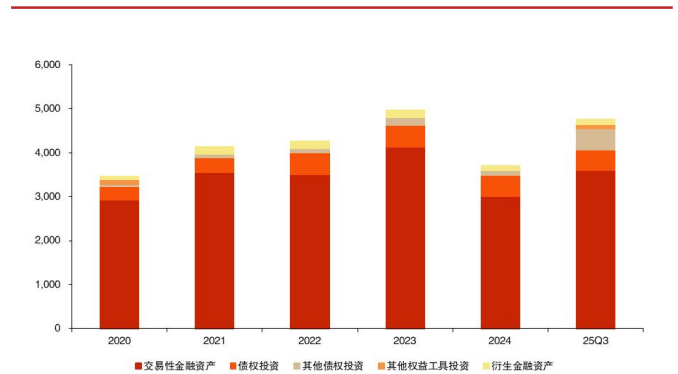
图表 14：2020-2025 年前 3 季度公司自营业务收入变化情况



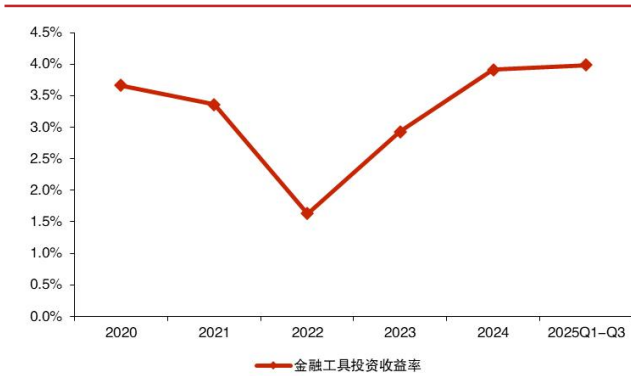
资料来源：wind, 华源证券研究所

备注：自营业务收入=投资收益+公允价值变动损益-对联营合营企业的投资收益

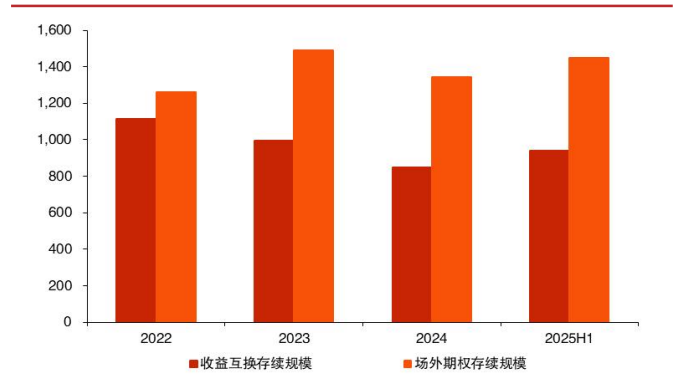
图表 15：2020-2025Q3 公司金融资产配置 (亿元)



资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 16：公司金融工具年化投资收益率变动情况


资料来源：wind, 华源证券研究所测算

图表 17：公司衍生品业务规模变化情况（亿元）


资料来源：wind, 华源证券研究所

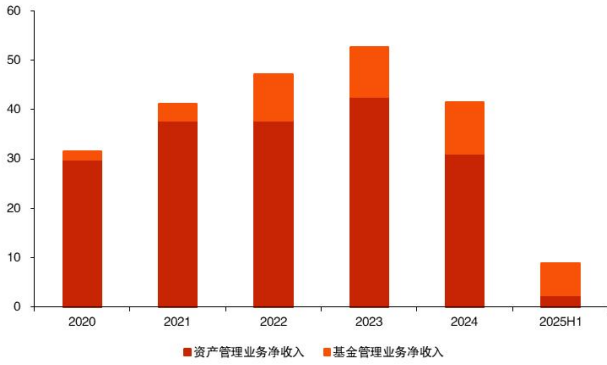
2.3. 投资管理业务：贡献稳定收益，业务协同增效

华泰证券的投资管理板块包括公募基金（华泰柏瑞基金、南方基金）、私募基金（华泰紫金）、另类投资、券商资管和期货业务，25H1 基金管理手续费净收入同比+38%，资产管理业务手续费净收入同比+64%（剔除出售 AssetMark 影响），合计占总营收 5.5%。

参股头部公募南方基金、被动投资强者华泰柏瑞基金。公司通过参股南方基金（截至 2025 年 6 月末持有 41.16% 股权）和华泰柏瑞基金（截至 2025 年 6 月末持有 49% 股权），构建了多元化的资管业务矩阵。其中，南方基金作为行业头部全能型公募，截至 25Q4 非货币基金规模行业第 5，综合实力雄厚；华泰柏瑞基金则是指数投资领域的领先者，截至 25Q4 非货币基金规模行业第 7，指数型基金市占率行业第 3，业务特色鲜明。25H1，两家基金合计贡献了 8% 的利润，且 ROE 水平高于华泰证券自身。

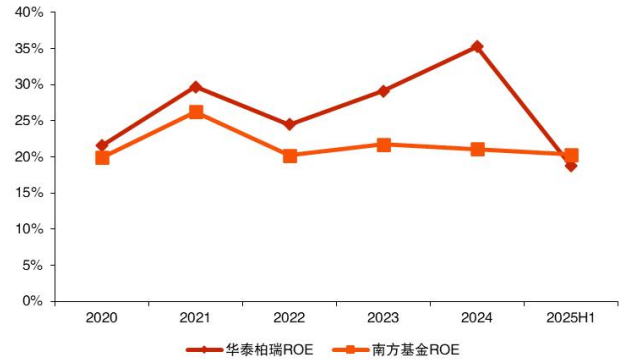
资管业务与投行全协同联动。1) 私募股权基金围绕华泰证券传统优势赛道进行重点行业研究，25H1 公司私募基金投资规模达 5.86 亿元，同比+84.86%。2) 另类投资着力发展金融科技股权投资和科创板跟投业务，稳步探索创业板跟投业务和北交所战略配售业务。3) 券商资管业务方面，公募 REITs 业务全链条服务能力不断提升，25H1 华泰资管公司企业 ABS（资产证券化）发行数量 77 单，排名行业第一；发行规模人民币 589.46 亿元（同比+38.93%），排名行业第四。25H1 资管业务净收入为 2.43 亿元，剔除出售子公司影响后资管业务收入同比+64%，实现高速增长。

图表 18: 2020-2025H1 资管和基金管理业务净收入变动情况 (亿元)



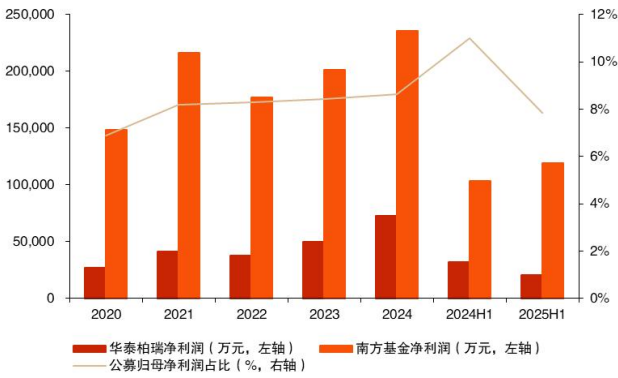
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 19: 2020-2025H1 公募基金 ROE 变动情况



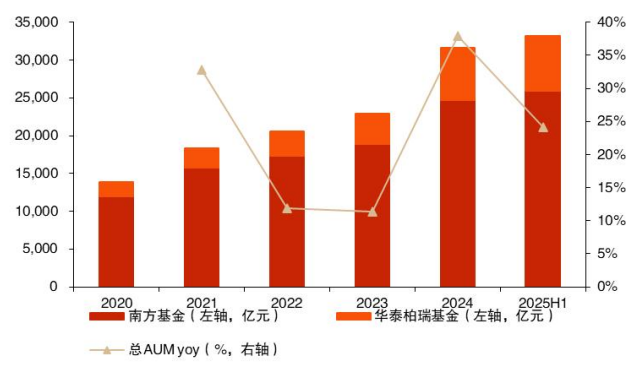
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 20: 25H1 公募基金业务贡献 8% 的归母净利润



资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 21: 2020-2025H1 南方基金和华泰柏瑞基金 AUM 变化情况



资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 22：2020-2025H1 企业 ABS 计划管理人发行项目规模变动情况（亿元）



资料来源：公司公告, 华源证券研究所

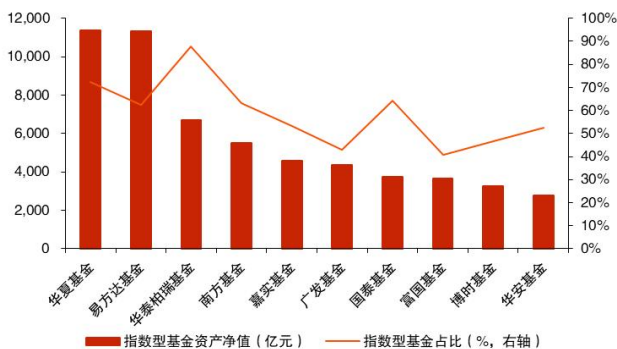
图表 23：2020-2025H1 私募股权基金投资家数和金额变动情况（亿元）



资料来源：公司公告, 华源证券研究所

被动指数基金跨越式发展，华泰柏瑞被动投资特色优势明显。2025 年 5 月，中国证监会出台《推动公募基金高质量发展行动方案》，明确强调大力发展各类场内外指数基金，并提出优化被动产品注册机制、推动产品创新。近年来公募基金行业被动投资趋势明显，截至 2025 年末，全市场指数型基金资产净值在非货基中占比达 37.6%，指数型基金重要性日益凸显，其中，华泰柏瑞基金和南方基金的被动指数基金资产净值在非货基中占比达到 88%和 63%。被动投资业务具有显著的马太效应，头部公募或将凭借团队建设、品牌认知度、市场营销等方面的能力巩固甚至扩大优势，华泰柏瑞/南方基金布局领先，截至 2025 年末市占率位列第三/第四。

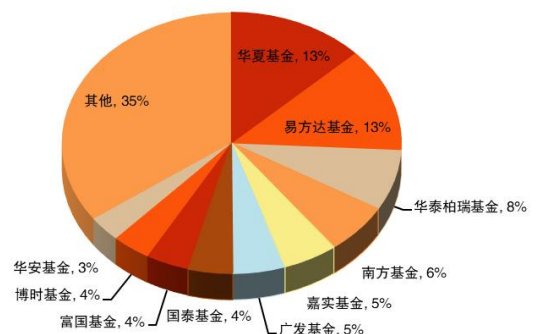
图表 24：指数型基金资产净值前十的公募基金



资料来源：wind, 华源证券研究所

备注：指数型基金占比按各公司指数型基金资产净值/非货基金资产净值计算；数据截至 2025 年末

图表 25：华泰柏瑞/南方基金的指数型基金市占率位列第三/第四



资料来源：wind, 华源证券研究所

备注：按各家公募基金指数型基金资产净值/全市场指数型基金资产净值计算；数据截至 2025 年末

2.4. 国际业务：构建一站式跨境服务平台

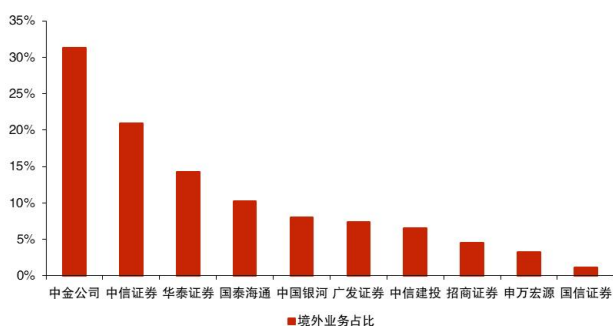
国际化业务行业领先，打造一站式跨境服务平台。在境外市场，公司以华泰国际作为拓展海外业务的控股平台，通过中国香港、美国、新加坡等地的子公司开展财富管理、投资银行、资产管理、投资交易等业务，打造一站式跨境服务平台。25H1 公司国际业务收入 23 亿元，在总营收占比 14%。若剔除 AssetMark 出售影响，25H1 国际业务同比+93%，发展势头迅速。从全行业看，公司境外业务领先，25 年上半年虽已没有 AssetMark 收入，但境外业务占总营收比例依旧位于行业第三，仅次于中金公司、中信证券。

坚持投资银行服务本源。香港业务主要由华泰国际全资子公司华泰金控（香港）经营，全方位对接集团全业务链体系，为境内外客户提供一站式跨境综合金融服务。作为首家在上海、香港、伦敦三地上市的中资券商，公司在港股投行业务上具有显著优势，近年来承销金额排名和市场份额显著上升。根据 wind 数据，25 年公司港股承销金额在中资券商排名第 3，市场份额 8.27%（同比上升 1.66pct）。具体看到承销项目，25H1 港股市场前五大 IPO 项目，华泰参与 4 单（恒瑞医药、海天味业、三花智控、蜜雪集团），体现出公司对于龙头项目的较强承销能力。

跨境衍生品是跨境业务最主要的业务之一。华泰证券于 2013 年获得证券业协会开展权益类收益互换业务资格，并于 2018 年成功推出跨境权益 TRS 业务，是可开展跨境收益互换（TRS）业务的 9 家券商之一。跨境收益互换业务高度依赖券商和海外子公司的协同能力，截至 25H1 华泰国际净资产相比 2020 年增长 179%（2020 年净资产数据采用 0.84 港币汇率换算），资本实力大增，依托华泰国际这一境外平台，我们预计公司 TRS 业务发展迅速，截至 25H1，公司收益互换存续规模为 942 亿元，相比 24 年末+11%。

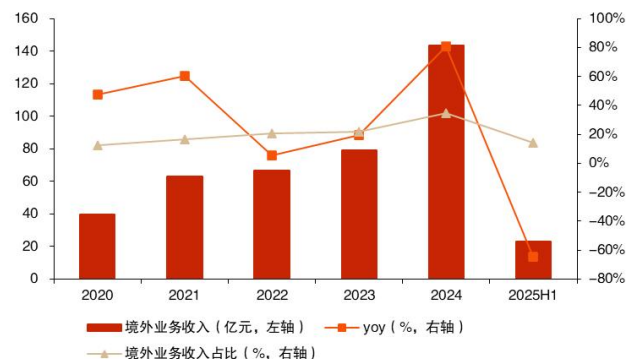
国内金融科技能力复制境外，以跨境交易作为国际化路径突破口。2024 年公司自主研发的全球交易平台（GTP）全面上线运行，为客户提供连接中国香港、纽约、伦敦、新加坡多个国际金融中心的全方位金融资产交易服务；2025H1 公司的 FICC 大象交易平台已初步建成 FICC 境内外一体化自营投资和风险管理体系。

图表 26：2025H1 部分券商境外业务收入占比



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 27：2020-2025H1 公司国际业务收入变化情况



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 28：华泰证券港股承销金额排名和市场份额情况

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
承销金额排名	13	14	2	9	3	4
全市场份额	2.87%	2.06%	8.51%	4.22%	6.61%	8.27%

资料来源：wind，华源证券研究所

3. 科技赋能：系统化平台支撑，AI 重构服务范式

科技赋能是公司多年来坚持重点投入打造的核心竞争力。2019 年公司在行业内率先启动全面数字化转型，信息技术投入逐年增长，2024 年按照母公司口径公司的信息技术投入金额达 24.5 亿元排名行业第一，2019–2024 年 CAGR 为 11.5%。

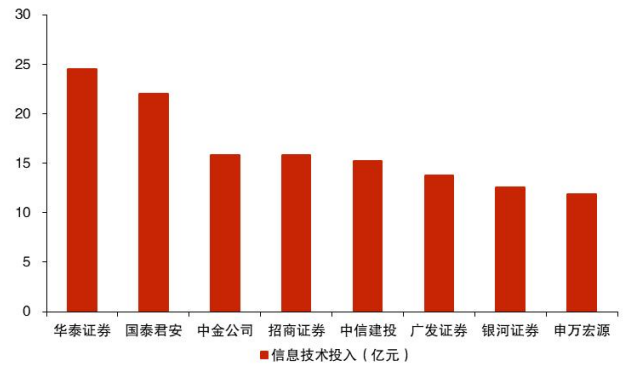
打造行业级的科技金融平台与产品。在业务平台化方面，形成了以“行知”平台为核心的行业领先的零售及机构客户服务体系，集研究、发行、交易、数据、运营于一体。**交易投研领域重点加大研发力度。**交易投研领域，公司构建了信用分析管理系统 CAMS、FICC 大象交易平台、“融券通”“睿思”等一系列引领行业创新发展的重要平台。CAMS 平台专注于信用风险管理，以大数据和人工智能等前沿技术为底座，汇聚各类高质量市场数据和买方经验，深耕智能信用研究及定价，已发展为投行、投资、资管等多项业务的基础能力平台。FICC 大象平台是华泰数字化转型的另一标志性成果，主要基于债券销售交易、利率衍生品交易、场外衍生品业务、产品与研究服务四大场景，用数字手段提升金融服务能力，触达更多金融机构，用量化做市、智能定价、极速交易等科技手段赋能传统业务。

推出券商投顾“AI 涨乐”，科技赋能零售业务。2025 年 10 月，华泰上线独立 APP “AI 涨乐”，打破了传统券商 App 仅“内嵌 AI 模块”的局部优化模式，将 AI 能力贯穿于选股、交易、分析等关键环节。“AI 涨乐”在智能语音领域的核心创新在于，通过语言界面（LUI）和图形界面（GUI）的深度融合，实现了真正的智能交互。作为国内首个 AI 原生证券交易 App，其依托华泰自研金融大模型与专业数据库，搭配火山引擎算力及信息支撑，提供 AI 选股、AI 盯盘、AI 语音下单、AI 问答等功能。我们认为，其核心价值在于降低专业投资门槛、提升交易效率、增强用户粘性，有利于公司进一步获取和巩固长尾用户。

图表 29：2018-2024 年公司信息技术投入金额情况 (万元)



图表 30：2024 年部分券商信息技术投入金额



资料来源：公司公告, 华源证券研究所

资料来源：券商中国微信公众号, 华源证券研究所

图表 31：华泰“行知”综合金融服务体系

<p>研究 投研智库 极致体验</p> <p>深入研究、独立判断，汇集全行业研究报告、活动会议、投资组合、产业链视图、ESG、估值模型等一系列研究产品，为客户提供具有前瞻性、个性化的投资分析和研究服务。</p>	<p>发行 发行申购 便捷高效</p> <p>全面展示发行的IPO、可转债（网下发行）、企业ABS及公募REITs等项目信息，提供备案、申报、申购等全方位数字服务。</p>	<p>投资交易 投资服务 专业高效</p> <p>专业高效的投资交易平台，汇集融资融券、机构理财、场外衍生品交易等服务，满足您的投资交易需求。</p>	<p>数据 数据服务 全面准确</p> <p>汇聚一二级市场动态，行业、基金投研数据等，为机构客户提供全面、实时、准确的数据及工具。</p>
<p>托管外包 私募运营 全域提效</p> <p>聚焦以私募基金为主的资管产品全生命周期管理，覆盖从产品设计、募集成立、登记备案、账户开立、投资运作、投后跟踪、绩效分析全流程运营。</p>	<p>企业IR 投关服务 生态连接</p> <p>开通企业号，提供路演、约企业等特色投关服务，搭建企业与机构投资者高效沟通平台，联结投融资生态。</p>	<p>股份管理 股份管理 一站服务</p> <p>整合股份管理服务资源，提供股份回购、股权激励、员工持股、竞价交易、合规交易等服务，覆盖股份管理全生命周期。</p>	<p>业务办理 业务开通 方便快捷</p> <p>提供研究、经纪、理财、托管、股份管理等业务准入、系统服务开通等线上化办理服务。</p>

资料来源：华泰行知官网, 华源证券研究所

图表 32：华泰大象 FICC 投资交易一站式平台


资料来源：华泰证券大象 FICC 平台官网，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

1. 财富管理板块：

经纪业务：受益于 A 股较好行情，2025 年 A 股日均股基交易额同比增长约 70%，我们假设 2026-2027 年全市场日均股基交易额同比+15%/10%。公司零售业务线上 APP “涨乐财富通” 月活数行业领先且 2025 年再次发布现象级金融科技 APP “AI 涨乐”，我们预计公司财富管理业务优势有望持续巩固，假设 2025-2027 年公司成交量市占率为 7.5%。综上，预计 2025-2027 年经纪业务手续费收入同比+65%/18%/8%。

信用业务：利息收入方面，2025 年末全市场两融余额达 25406 亿元，同比+36.26%，假设 2026-2027 年全市场融资融券余额同比+10%/8%，公司市场份额有望稳定，假设维持 6.9%，2025-2027 年两融利率假设为 5.25%/5.20%/5.10%。利息支出方面，公司 25 年下半年新发债券票面利率基本低于 2.3%，预计拉低融资成本使得利息支出降低，最终得出预计 2025-2027 年公司利息净收入同比增速达 69%/39%/5%。

2. 机构业务板块：

投行业务：科创板 “1+6” 改革新政落地，当前政策对于科创企业融资支持力度较大，预计 2026 年行业整体投行业务有望回暖，华泰证券依托江苏区位优势+境外业务扩张+充足项目储备未来成长可期，25 年前 3 季度公司投行业务手续费净收入同比+44%，我们假设 2025-2027 年投行业务手续费净收入同比+45%/30%/20%。

投资交易业务：剔除 24 年 Q3 出售美国子公司形成一次性投资收益影响，公司 25 年前三季度投资收益+公允价值变动损益同比+82%。考虑权益市场行情有望向好、公司稳步增加

投资杠杆，我们假设 2025–2027 年金融资产同比+30%/12%/8%，预计 25–27 年投资收益+公允价值变动损益为 183/196/199 亿元。

3. 投资管理业务：

受益于权益市场行情，25H1 基金管理业务手续费净收入同比+38%。我们预计未来南方基金和华泰柏瑞基金公募业务将持续稳定增长，假设 2025–2027 年基金管理业务净收入同比+30%/30%/20%；资管业务包含 2024 年已出售子公司 AssetMark 收入贡献形成高基数，假设资管业务净收入同比–90%/30%/30%。

综上，我们预计公司 2025–2027 年实现归母净利润 181/207/221 亿元，同比+18%/15%/7%。

4. 2. 估值

我们采用可比估值法，选取中金公司、国信证券、中国银河、广发证券作为可比公司，以 2026 年 3 月 5 日股价计算，华泰证券 2026 年盈利预测对应 0.83 倍 PB，低于可比公司的平均 PB1.11 倍。鉴于华泰证券短期来看财富管理业务和国际业务领先，长期来看科技能力较强或将驱动全业务链价值提升，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 33：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价			BPS			PB		
		2026–3–5	25E	26E	27E	25E	26E	27E		
601995.SH	中金公司	34.24	23.58	25.23	27.13	1.45	1.36	1.26		
000776.SZ	广发证券	19.92	18.42	20.11	22.01	1.08	0.99	0.90		
002736.SZ	国信证券	12.08	11.27	12.26	13.40	1.07	0.99	0.90		
601881.SH	中国银河	14.07	11.64	12.78	14.05	1.21	1.10	1.00		
平均						1.20	1.11	1.02		
601688.SH	华泰证券	20.34	22.71	24.39	25.69	0.90	0.83	0.79		

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价和 BPS 单位为元/股，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，华泰证券盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

资本市场波动风险：公司经纪和自营业务受到权益市场表现的直接影响，若市场波动加剧，或会影响公司业绩表现。

宏观经济波动风险：若居民投资和财富管理需求下降，或将影响证券行业相关业务发展，影响公司业务增长。

行业政策变化风险：投行和海外业务受行业政策影响较大，若相关政策落地速度和效果不及预期，将影响相关业务增长。

附录：财务预测摘要
资产负债表（亿元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金+结算备付金	2,215	2,826	3,202	3,458
交易性及衍生金融资产	3,117	3,750	4,200	4,536
债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资	581	1,058	1,185	1,279
存出保证金	335	710	840	904
长期股权投资	222	245	269	296
其他资产	1,673	2,144	2,054	2,366
资产合计	8,143	10,684	11,749	12,839
代理买卖证券款	1,846	2,640	2,904	3,136
交易性及衍生金融负债	514	600	672	726
卖出回购及拆入资金	1,512	1,875	2,100	2,268
短期融资券、应付债券及长短期借款	1,477	2,378	2,616	2,878
经营性负债及其他	876	1,138	1,252	1,377
负债合计	6,224	8,631	9,543	10,384
股本	90	90	90	95
其他所有者权益	1,826	1,960	2,111	2,354
归属母公司所有者权益	1,917	2,050	2,201	2,450
少数股东权益	2	3	4	5
负债及所有者权益合计	8,143	10,684	11,749	12,839

利润表（亿元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	415	394	460	491
手续费及佣金净收入	129	155	188	211
利息净收入	27	46	64	67
投资净收益及公允价值变动	169	183	196	199
营业支出	259	187	223	237
税金及附加	2	2	3	3
业务及管理费	174	173	207	221
资产及信用减值损失	2	4	5	5
其他业务成本	80	6	8	8
营业利润	156	207	237	254
营业外收支	-2	-1	-1	-1
利润总额	154	206	236	253
所得税	-2	25	28	30
净利润	155	182	208	222
少数股东损益	2	1	1	1
归属母公司净利润	154	181	207	221

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。