

## 华泰证券 (601688.SH) 扣非净利润同比+80%，财富和海外业务亮点突出

2026年03月31日

——华泰证券 2025 年报点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

gaochao1@kysec.cn

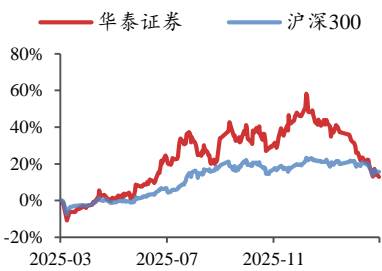
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

日期	2026/3/30
当前股价(元)	18.21
一年最高最低(元)	25.75/14.60
总市值(亿元)	1,643.79
流通市值(亿元)	1,330.56
总股本(亿股)	90.27
流通股本(亿股)	73.07
近3个月换手率(%)	66.36

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

- 《再融资靴子落地，利好国际业务增长——华泰证券发行 H 股可转债点评》  
-2026.2.3
- 《业绩超预期，综合实力行业领先——华泰证券 2025 三季报点评》  
-2025.10.31

### ● 扣非净利润同比+80%，自营稳健，财富和海外业务亮点突出

2025 年归母净利润 164 亿，同比+7%，扣非净利润同比+80%，符合我们预期。2025 年扣非加权 ROE9.13%，同比+3.9pct，期末权益乘数（扣客户保证金）4.04 倍，同比+0.76 倍。我们下调市场交易量、涨跌幅假设，下调 2026、2027 年并新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润为 199、218、243 亿（调前 217、251），同比+22%、+9%、+11%，当前股价对应 PE 8.2、7.5、6.8 倍，PB 0.87、0.80、0.74 倍。公司业务多元，核心子公司利润贡献较高，经纪投行向好，自营风格稳健，预计 2026 年业绩保持高增，拥抱 AI，引领行业数字金融变革。当前 PB 估值低于 1.0 倍，估值具有安全边际，维持“买入”评级。

### ● 经纪同比高增，投行增速扩张

（1）传统经纪随行就市，财富管理实现快速增长。2025 年经纪净收入 91 亿，同比+41%，其中代买、席位和代销净收入同比+45%、+24%、+54%。代买收入表现随行就市，代销收入同比高增，金融产品销售规模 6,732.56 亿元，同比+34%；基金投资顾问业务规模 305.92 亿，同比+69%。期末融出规模 1860 亿，同比+40%，市占率 7.37%，同比+0.22pct。（2）投行收入 Q4 环比高增，香港 IPO 排名第三。2025 年投行净收入 31 亿，同比+48%，Q4 为 11.5 亿，环比+48%，环比加速增长。2025 年公司股权主承销规模 667.12 亿，同比+22%，债券主承销规模 14115 亿，同比+9%。公司跨境联动协同服务能力处于行业前列。华泰金控（香港）报告期内完成 22 单港股 IPO 保荐项目，保荐数量位居全市场第三。（3）华泰资管收入利润高增，资管子利润贡献 7%。2025 年资管净收入（券商资管+基金管理净收入）18 亿，同比-57%，主因 AssetMark 基数影响，Q4 为 4.4 亿，环比-4%。华泰资管总 AUM 7085 亿，同比+27%。2025 年华泰资管子公司收入 22 亿，同比+38%，净利润 11 亿，同比+30%，利润贡献同比+1.2pct。

### ● 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）预计债券投资收益率稳定，股市上涨驱动股权项目估值提升。2025 年自营投资收益 128 亿，同比-16%，剔除处置 AssetMark 的非经常性影响后，同比+43%，受益于股市上涨，一级股权项目估值同比提升。期末自营投资金融资产规模 4053 亿，同比+30%，自营投资收益率 3.6%，较 2024 年的 2.4% 提升 1.2pct。（2）核心参股子公司利润贡献稳定，利润贡献 18%。南方基金（参股 41%）收入、净利润 88、27 亿，同比+17%、+15%，利润贡献 6.8%，同比+0.5pct，华泰柏瑞（参股 49%）收入、净利润 21.5、4.5 亿，同比-7%、-38%，主要受 ETF 降费影响，利润贡献 1.4%，同比-1.0pct，预计后续 ETF 规模增长驱动收入利润增长。参股 5% 的江苏银行利润贡献 9.8%，同比-0.6pct。三家参股利润贡献 29.4 亿，同比持平，贡献比例 18%，同比-1pct。（3）海外扩表延续，利润贡献 18%。2025 年境外业务收入为 59.2 亿元，主要是 2024 年处置子公司一次性损益抬高可比基数，若剔除相关影响，国际业务创收同比+23.8%。境外资产 1932 亿，同比+38%，增速优于总资产增速。华泰国际金控净利润贡献 18%，ROE 13%。

● **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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	41,466	35,810	40,254	43,179	46,761
YOY(%)	13.4	-13.6	12.4	7.3	8.3
归母净利润(百万元)	15,351	16,384	19,945	21,807	24,284
YOY(%)	20.4	6.7	21.7	9.3	11.4
毛利率(%)	37.5	51.3	56.2	57.3	58.9
净利率(%)	37.0	45.8	49.5	50.5	51.9
ROE(%)	8.3	8.2	9.3	9.5	9.8
EPS(摊薄/元)	1.70	1.81	2.21	2.42	2.69
P/E(倍)	10.7	10.0	8.2	7.5	6.8
P/B(倍)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7

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)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	671,536	881,673	995,262	1,095,535	1,204,402
现金	177,639	223,338	262,909	294,411	329,264
应收票据及应收账款	5,587	12,590	12,590	12,590	12,590
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	488,309	645,746	719,764	788,535	862,549
<b>非流动资产</b>	142,735	195,674	206,275	213,922	221,879
长期投资	22,237	23,333	23,333	23,333	23,333
固定资产	4,216	4,017	4,117	4,217	4,317
无形资产	2,036	2,135	2,135	2,135	2,135
其他非流动资产	114,246	166,189	176,689	184,237	192,094
<b>资产总计</b>	814,270	1,077,348	1,201,537	1,309,457	1,426,281
<b>流动负债</b>	491,722	669,022	750,613	820,950	896,200
短期借款	3,363	21,648	24,895	28,629	32,923
应付票据及应付账款	72,296	106,137	126,137	146,137	166,137
其他流动负债	416,064	541,238	599,582	646,185	697,140
<b>非流动负债</b>	130,654	201,330	228,843	250,559	274,353
长期借款	0	171	205	246	295
其他非流动负债	130,654	201,159	228,638	250,313	274,058
<b>负债合计</b>	622,377	870,351	979,456	1,071,509	1,170,553
少数股东权益	220	57	61	65	70
股本	9,027	9,027	9,027	9,027	9,027
资本公积	68,838	68,840	68,840	68,840	68,840
留存收益	58,421	66,727	116,067	131,929	149,705
<b>归属母公司股东权益</b>	191,674	206,939	222,020	237,883	255,658
<b>负债和股东权益</b>	814,270	1,077,348	1,201,537	1,309,457	1,426,281

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	68168	73728	82787	90148	98123
净利润	15519	16373	19932	21793	24268
折旧摊销	1227	1327	1427	1527	1627
财务费用	20	0	0	0	0
投资损失	-4037	-4137	-4237	-4337	-4437
营运资金变动	-42956	-37956	-32956	-27956	-22956
其他经营现金流	97621	98121	98621	99121	99621
<b>投资活动现金流</b>	20496	20596	20696	20796	20896
资本支出	0	0	0	0	0
长期投资	21286	21386	21486	21586	21686
其他投资现金流	14169	14269	14369	14469	14569
<b>筹资活动现金流</b>	-59670	-88942	-115843	-94788	-100586
短期借款	3356	3456	3556	3656	3756
长期借款	36076	36176	36276	36376	36476
普通股增加	20	0	0	0	0
资本公积增加	2598	2598	2598	2598	2598
其他筹资现金流	9	0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	29552	5382	-12360	16156	18433

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	41,466	35,810	40,254	43,179	46,761
营业成本	25,898	17,426	17,627	18,439	19,210
营业税金及附加	179	218	246	263	285
营业费用	28	28	28	28	28
管理费用	17,434	16,042	17,346	18,077	18,758
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	(246)	(594)	(594)	(594)	(594)
其他收益	8,038	572	629	692	761
公允价值变动收益	-4,862	-3,009	0	0	0
投资净收益	21,716	20,194	17,489	18,426	20,087
资产处置收益	28	29	29	29	29
<b>营业利润</b>	15,569	18,384	22,627	24,740	27,550
营业外收入	6	81	91	97	105
营业外支出	222	61	68	73	79
<b>利润总额</b>	15,352	18,405	22,650	24,764	27,577
所得税	-167	2,032	2,718	2,972	3,309
<b>净利润</b>	15,519	16,373	19,932	21,793	24,268
少数股东损益	168	(11)	(13)	(14)	(16)
<b>归属母公司净利润</b>	15,351	16,384	19,945	21,807	24,284
EBITDA	16580	19732	22650	24846	27653
EPS(元)	1.70	1.81	2.21	2.42	2.69

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	13.4	-13.6	12.4	7.3	8.3
营业利润(%)	6.0	18.1	23.1	9.3	11.4
归属于母公司净利润(%)	20.4	6.7	21.7	9.3	11.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.5	51.3	56.2	57.3	58.9
净利率(%)	37.0	45.8	49.5	50.5	51.9
ROE(%)	8.3	8.2	9.3	9.5	9.8
ROIC(%)	7.9	7.2	8.1	8.2	8.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	76.4	80.8	81.5	81.8	82.1
净负债比率(%)	1.6	2.2	2.3	2.4	2.4
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	4.8	3.8	3.5	3.4	3.4
应收账款周转率	540.9	394.0	319.7	343.0	371.4
应付账款周转率	28.4	19.5	15.2	13.5	12.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.70	1.81	2.21	2.42	2.69
每股经营现金流(最新摊薄)	7.55	8.17	9.17	9.99	10.87
每股净资产(最新摊薄)	21.23	22.92	24.60	26.35	28.32
<b>估值比率</b>					
P/E	10.7	10.0	8.2	7.5	6.8
P/B	1.01	0.95	0.87	0.80	0.74
EV/EBITDA	44.4	49.6	48.6	47.3	45.4

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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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的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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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