

华泰证券 (601688.SH)

边际改善显稳健，科技驱动长远发展

| 财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 37905.44 | 32031.56 | 36422.56 | 38765.78 | 41962.54 |
| 增长率 yoy (%) | 20.55 | -15.50 | 13.71 | 6.43 | 8.25 |
| 归母净利润 (百万元) | 13346.11 | 11052.70 | 13461.98 | 15080.20 | 17231.15 |
| 增长率 yoy (%) | 23.32 | -17.18 | 21.80 | 12.02 | 14.26 |
| ROE (%) | 9.62 | 7.05 | 7.84 | 8.10 | 8.52 |
| EPS 最新摊薄 (元) | 1.47 | 1.22 | 1.48 | 1.66 | 1.90 |
| P/E (倍) | 9.39 | 11.33 | 9.30 | 8.31 | 7.27 |
| P/B (倍) | 0.84 | 0.76 | 0.70 | 0.65 | 0.59 |

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 6 日收盘价

事件:

近日, 华泰证券发布 2022 年年报, 数据显示公司实现营收 320.32 亿元, 同比-15.50%, 归母净利润为 110.53 亿元, 同比-17.18%; 其中 Q4 营收为 84.13 亿元, 同比-23.51%, 环比+12.89%, 占比为 26.26%; 归母净利润为 32.32 亿元, 同比+40.65%, 环比+32.12%, 占比为 34.51%, 同比、环比均表现良好。

2022 年基本 EPS 为 1.18 元, 同比-19.73%, 加权平均 ROE 为 7.49%, 较同期-2.35PCT; Q4 基本 EPS 为 0.36 元, 同比+44.00%, 环比+33.33%。

用资类业务承压下行, 收费类业务表现相对稳健。从业绩归因看, 主要系投资、投行及利息净收入下滑带动业绩承压下行, Q4 投资业务环比改善显著。

2022 年, 公司用资类业务(投资收益+公允价值变动净收益+利息净收入)总收益为 98.78 亿元, 同比-44.04%。其中, 公允价值变动收益降幅较大, 收益为-32.14 亿元, 主要系公允价值变动损益减少所致; 利息净收入仅为 26.33 亿元, 同比-29.81%, 主要系融资融券利息收入下降所致; 投资收益为 104.59 亿元, 同比-23.05%; 其中 Q4 公司用资类业务总收益为 30.84 亿元, 同比-2.12%, 环比+158.91%, 占比为 36.66%。

2022 年公司收费类业务收入(手续费及佣金净收入)为 162.36 亿元, 同比-2.62%。Q4 收费类业务收入为 45.18 亿元, 同比-16.23%, 环比+7.85%, 占比为 53.70%。

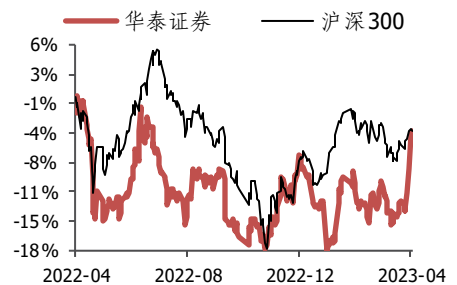
结构占比方面, 2022 年公司收费类业务占比为 50.69%, 占营收同比+6.70%。其中, 经纪、投行及资管业务净收入占比分别为 22.08%、12.56%、11.77%; 用资类业务占比为 30.84%, 同比-44.04%。利息净收入、投资收益及公允价值变动净收益的占比分别为 8.22%、32.65%、-10.03%。Q4 收费类业务中, 公司经纪、投行及资管业务净收入占比分别为 20.70%、13.31%、13.93%; 用资类业务中, 利息净收入、投资收益及公允价值变动净收益的占比分别为 6.58%、57.53%、-27.46%。

买入 (维持评级)

股票信息

| | |
|-----------------------|------------|
| 行业 | 非银行金融 |
| 2023 年 4 月 6 日收盘价 (元) | 13.80 |
| 总市值 (百万元) | 125,243.13 |
| 流通市值 (百万元) | 100,907.21 |
| 总股本 (百万股) | 9,075.59 |
| 流通股本 (百万股) | 7,312.12 |
| 近 3 月日均成交额 (百万元) | 635.40 |

股价走势



作者

分析师 刘文强

执业证书编号: S1070517110001

邮箱: liuwq@cgws.com

分析师 张文珺

执业证书编号: S1070522050003

邮箱: zhangwenjun@cgws.com

相关研究

- 《自营业务拖累业绩, 投行、资管业务表现亮眼—华泰证券(601688)2022 年三季报业绩点评》2022-11-07
- 《自营业务承压拖累当期业绩, 财富管理、资管业务表现亮眼—华泰证券(601688)2022 年中报业绩点评》2022-09-05

经纪业务业绩略微下降，数字化平台深化财富管理转型。2022年，经纪业务净收入70.73亿元，同比-10.23%，占比22.08%。其中，代理买卖证券收入73.25亿元，同比-12.74%，占经纪业务比重为80.35%。截至报告期末，集团股票基金交易量合计人民币38.76万亿元，同比-3.53%，排名行业第一；客户账户总资产规模达人民币4.99万亿元。

公司围绕数字化、平台化、生态化理念，不断完善线上线下相结合的金融服务与销售平台，持续深化财富管理转型。2022年，“涨乐财富通”下载量474.07万，自上线以来累计下载量7,006.02万，平均月活数为926.83万，月活数位居证券公司类APP第一名。报告期内，公司金融产品保有数量（除现金管理产品“天天发”外）9,161只，金融产品销售规模（除现金管理产品“天天发”外）人民币5,122.84亿元；截至报告期末，基金投资顾问业务授权资产人民币139.13亿元、参与客户数量61.76万户。根据基金业协会2022年四季度的统计，公司股票及混合公募基金保有规模人民币1,226亿元、非货币市场公募基金保有规模人民币1,367亿元，均排名证券行业第二。

主动管理持续转型，Q4环比改善。2022年公司资管业务净收入37.69亿元，同比-0.08%，占比11.77%。Q4公司资管业务收入达11.72亿元，同比-18.44%，环比+26.33%，边际改善。

报告期内，集团全资子公司华泰资管依托集团全业务链资源，充分发挥数字化应用能力，持续增强主动投资管理能力，培育平台运营、一体联动的核心竞争力。根据监管报表数据口径，截至报告期末，华泰资管资管总规模人民币4,796.14亿元。华泰资管企业ABS（资产证券化）发行数量130单，行业排名第二；发行规模人民币1,305.00亿元，同比-21.90%，行业排名第三。

报告期内，公司资产管理业务继续向主动管理方向转型。集合资产管理业务有效落实新规转型，完成重点产品货币增利公募基金转型，管理集合资管计划183只，管理规模人民币665.70亿元，同比-4.38%。单一资产管理业务加快发展净值型委外业务，持续推进业务转型，管理单一资管计划415只，管理规模人民币1,148.06亿元，同比-36.38%；管理专项资管计划208只，管理规模人民币2,052.69亿元，同比+5.38%；管理公募基金产品33只，管理规模人民币929.69亿元，同比+26.12%。

投行业务收入小幅下降，继续保持行业领先地位。2022年，公司投行业务净收入40.24亿元，同比-7.37%，占比12.56%。其中Q4投行业务净收入11.19亿元，同比-33.75%，环比-7.83%，占比13.30%。

报告期内，公司牢牢把握资本市场深化改革的重大机遇，秉持以客户为中心的经营理念，以行业聚焦、区域布局和客户深耕为方向，加强境内境外、场内场外跨市场协同，全面提升全产品服务能力和综合服务快速响应能力，投资银行业务持续保持市场领先地位，业务实力进一步提升。2022年公司主承销额5,776.60亿元。具体来看，股权主承销金额（含首次公开发行、增发、配股、优先股、可转债、可交换债）人民币1,553.69亿元，同比-11.85%，行业排名第四；股权承销家数81家，同比-17.35%，排名行业第四。公司全品种债券主承销金额人民币9,804.02亿元，同比+5.29%，行业排名第三，债券承销家数2540家，同比+15.82%，排名行业第四。2022年，公司并购重组9家公司，交易金额为1650.67亿元，

两者皆排名行业第二。

利息净收入持续承压，信用减值损失大幅下降。2022年，公司利息净收入为 26.33 亿元，同比-29.81%。其中利息收入达 137.44 亿元，同比-6.76%；利息支出达 111.11 亿元，同比+1.10%。Q4 公司利息净收入 5.54 亿元，同比-25.74%，环比-20.17%。2022 年，公司融出资金 1006.48 亿元，同比-13.93%；买入返售金融资产规模 348.24 亿元，同比+196.32%。

2022 年，信用减值损失-4.85 亿元，同比-188.50%，同比减值大幅下滑，主要系信用减值转回所致。

自营业务收入同比下降，其他权益投资工具规模扩张。2022 年，自营业务收入为 60.26 亿元，同比-46.54%。其中 Q4 自营业务收入为 15.87 亿元，同比-2.04%，环比+131.34%，较 Q3 大幅增长。

投资资产方面，2022 年金融投资资产为 4108.45 亿元，同比+3.23%，环比-4.58%，较 Q3 略微下降；交易性金融资产为 3515.46 亿元，同比-1.27%，环比-7.49%；其他权益工具投资为 2.42 亿元，同比+48.09%，环比+114.16%；其他债权投资 105.04 亿元，同比+12.77%，环比+101.19%。衍生金融资产为 157.88 亿元，同比+3.54%，环比-37.14%。公司的权益乘数（剔除客户交易保证金）约为 4.20 倍，同比-5.34%，环比-7.80%。

估值与投资建议：2022 年，公司持续进行业务创新活动，推动新业务、新产品、服务及管理模式创新，不断提高创新能力。同时公司不断扩大业务范围，积极参与各类金融市场，形成多元化经营模式，优化了公司的经营能力。公司连续多年获得 A 类 AA 级监管评级，综合评级在业内处于领先地位，看好公司致力于成为兼具本土优势和全球影响力的一流投资银行的战略愿景。

我们判断在阶段性承压后，有望迎来情绪修复。我们假定市场 A 股股票交易量、新发基金平均增速总体保持稳健，经纪业务佣金率、两融费率及 IPO 承销费率等总体平稳，预计 2023 年-2025 年摊薄的 EPS 为 1.48、1.66、1.90 元，对应 PE 为 9.30、8.31、7.27 倍，维持“买入”评级。

风险提示：中美摩擦加剧风险；地缘政治风险；宏观经济下行风险；宏观政策等收紧风险；IPO 过快对股市流动性冲击风险；公司业绩不达预期风险；股市系统性下行风险；监管边际收紧风险。

附：盈利预测表

| 利润表 (百万) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|------------|--------------|---------|--------|---------|--------|
| 营业收入合计 | 32031.56 | 36422.56 | 38765.78 | 41962.54 | 收入贡献 | | | | |
| 手续费及佣金净收入 | 16235.59 | 14379.04 | 15867.16 | 18147.34 | 经纪业务收入贡献 | 5.92% | 7.44% | 5.59% | 5.09% |
| 其中：代理买卖证券业务净收入 | 1860.00 | 2708.18 | 2165.63 | 2137.75 | 投行业务收入贡献 | 12.80% | 17.11% | 18.56% | 18.26% |
| 证券承销业务净收入 | 4024.33 | 6230.65 | 7193.98 | 7661.71 | 资管业务收入贡献 | 11.99% | 13.37% | 15.32% | 18.54% |
| 受托客户资产管理业务净收入 | 3769.04 | 4870.20 | 5937.55 | 7777.87 | 自营业务收入贡献 | 19.17% | 24.99% | 23.06% | 20.36% |
| 利息净收入 | 2632.78 | 4871.09 | 5557.13 | 6264.55 | 利息净收入贡献 | 8.37% | 13.37% | 14.34% | 14.93% |
| 投资净收益 (损失以“-”号填列) | 10459.40 | 12352.78 | 12912.64 | 13406.77 | 其他业务收入贡献 | 10.91% | 13.65% | 12.83% | 12.44% |
| 公允价值变动净收益 | -3213.77 | -359.51 | -791.01 | -1360.67 | 成长性 | | | | |
| 营业支出合计 | 19889.59 | 19947.71 | 20317.10 | 20889.95 | 营业收入增长率 | -15.50% | 13.71% | 6.43% | 8.25% |
| 业务及管理费 | 16849.22 | 15235.00 | 16142.93 | 16836.86 | 营业支出增长率 | -7.78% | 0.29% | 1.85% | 2.82% |
| 净利润 | 11365.33 | 13718.98 | 15368.09 | 17560.10 | 代理买卖证券净收入增长率 | -82.47% | 45.60% | -20.03% | -1.29% |
| 归属于母公司股东的净利润 | 11052.70 | 13461.98 | 15080.20 | 17231.15 | 证券承销净收入增长率 | -7.36% | 54.82% | 15.46% | 6.50% |
| 少数股东损益 | 312.63 | 257.00 | 287.89 | 328.96 | 受托客户资管净收入增长率 | -0.08% | 29.22% | 21.92% | 30.99% |
| 其他综合收益 | 1195.95 | 1195.95 | 1195.95 | 1195.95 | 投资净收益增长率 | -23.05% | 18.10% | 4.53% | 3.83% |
| 综合收益总额 | 12561.28 | 14657.93 | 16276.14 | 18427.09 | 净利息收入增长率 | -29.81% | 85.02% | 14.08% | 12.73% |
| 归属母公司股东的综合收益总额 | 12062.32 | 14496.63 | 16106.87 | 18251.54 | 净利润增长率 | -16.44% | 20.71% | 12.02% | 14.26% |
| 归属少数股东的综合收益总额 | 498.96 | 161.30 | 169.28 | 175.55 | 综合收益总额增长率 | -3.19% | 16.69% | 11.04% | 13.22% |
| 资产负债表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 总资产增长率 | 4.95% | 11.75% | -7.30% | 15.76% |
| 货币资金和结算备付金 | 194357.60 | 239965.56 | 208969.77 | 331735.55 | 净资产增长率 | 10.40% | 8.17% | 8.46% | 8.92% |
| 其他资产 | 2458.19 | 4500.00 | 5500.00 | 8500.00 | 经营能力 | | | | |
| 资产总计 | 846567.02 | 946043.84 | 876960.08 | 1015192.93 | 业务及管理费/营业收入 | 52.60% | 41.83% | 41.64% | 40.12% |
| 代理买卖证券款 | 152551.72 | 198112.62 | 138678.84 | 249621.90 | 净利润/营业收入 | 35.48% | 37.67% | 39.64% | 41.85% |
| 其他负债 | 1681.24 | 7851.00 | 2546.00 | 4447.00 | ROE | 7.05% | 7.84% | 8.10% | 8.52% |
| 负债合计 | 678718.31 | 764476.54 | 680024.45 | 800696.72 | ROA | 1.34% | 1.54% | 1.65% | 1.82% |
| 股本 | 9075.59 | 9075.59 | 9075.59 | 9075.59 | 风险指标 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 165087.20 | 178549.18 | 193629.38 | 210860.53 | 总资产/净资产 | 5.04 | 5.21 | 4.45 | 4.73 |
| 少数股东权益 | 2761.51 | 3018.51 | 3306.40 | 3635.36 | 净资本/净资产 | — | — | — | — |
| 所有者权益合计 | 167848.71 | 181567.69 | 196935.78 | 214495.88 | 每股指标 (元) | | | | |
| 现金流量表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 摊薄 EPS | 1.22 | 1.48 | 1.66 | 1.90 |
| 经营活动现金流 | — | — | — | — | 每股净资产 | 18.19 | 19.67 | 21.34 | 23.23 |
| 投资活动现金流 | — | — | — | — | 每股经营现金流 | — | — | — | — |
| 融资活动现金流 | — | — | — | — | 每股经营现金/EPS | — | — | — | — |
| 汇率变动对现金的影响 | — | — | — | — | 估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 净现金总变化 | — | — | — | — | PE | 11.33 | 9.30 | 8.31 | 7.27 |
| — | — | — | — | — | PB | 0.76 | 0.70 | 0.65 | 0.59 |

资料来源：Wind，长城证券产业金融研究院 注：股价为2023年4月6日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

| 公司评级 | | 行业评级 | |
|------|------------------------------|------|---------------------|
| 买入 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上 | 强于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现战胜市场 |
| 增持 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间 | 中性 | 预期未来6个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间 | 弱于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现弱于市场 |
| 卖出 | 预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上 | | |

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686