

买入

2021年1月22日

迅速崛起的数字化金融科技公司

► **技术领先、聚焦生态的跨境互联网券商：**富途证券为富途控股旗下主要经营主体，通过自主研发一站式数字化金融服务平台“富途牛牛”，面向C端提供美股、港股、A股通的股票交易和清算、融资融券、财富管理、市场数据资讯等全方位服务，旨在利用先进技术，聚焦用户体验，围绕用户为中心构建完善的金融科技生态系统。

► **业绩高爆发增长：**公司近年来财务数据保持高速增长，2020年第三季度营业收入和毛利润分别同比增加2.7倍和3.1倍至9.46亿港元和7.64亿港元，净利润同比增加18倍至4.02亿港元。2016年至2020Q3，收入CAGR达到122%，业绩高速增长。

► **用户数高速增长且用户黏性高，线上券商凸显获客优势：**业绩的高速增长源于公司各项运营指标快速攀升。截至2020年三季度末，注册用户数达到1040万，同比增长52.2%；有资产客户数达到41.8万，同比增长136.5%；客户留存率连续七个季度达到98%。富途通过富途牛牛及富途安逸双渠道获客，前者用户结构年轻，拥抱科技且正处于财富累计阶段；后者通过企业平台，从企业IPO开始被锁定为潜在用户。互联网券商以线上交易为主导，运营效率大幅提升、节省成本后佣金率收费普遍较低、获客成本更有优势且用户粘性更高。

► **线上券商行业空间巨大，瞄准财富管理及海外资产配置增量：**全球线上证券市场的高速增长，叠加中国投资者对海外资产配置的需求提升，投资者对有境外交易资质的互联网券商及财富管理服务供应商的需求仍有巨大增长空间。

► **深耕研发，坚持自主持牌，拓展服务范围：**作为腾讯战投的公司，富途APP的上手便捷度、实用性和稳定性在同业中拥有领先地位。同时，富途目前已在美国、欧洲、新加坡、中国香港等地区取得35个金融类牌照和/或资质，未来不排除有获取内地牌照的可能性。

► **目标价125.18美元，首次覆盖，买入评级：**我们预测公司2020-2022年的收入分别为32.9亿、53.8亿、81.5亿港元，归母净利润分别为12.2亿、20.7亿、30.8亿港元。根据多种估值方法后综合考虑，我们给予公司未来12个月的目标价为125.18美元每ADS，对应2021年64倍PE，较现价有26.56%的上涨空间，首次覆盖，给予买入评级。

► **风险因素：**客户增长不及预期、监管趋严、市场活跃度不及预期。

李京霖

852-25321960

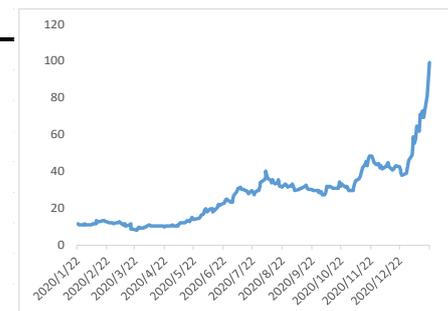
Jinglin.li@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	券商
股价	98.91 美元
目标价	125.18 美元 (+26.56%)
股票代码	FUTU
总股数	1.35 亿 ADS (约 10.8 亿股)
总市值	133.9 亿美元
52 周高/低	99.78 美元/8.76 美元
每股净资产	5.44 美元
主要股东	李华 32.7% 腾讯 28%

表：盈利摘要

截至12月31日财政年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入(千港元)	811,343	1,061,555	3,293,910	5,379,271	8,146,539
变动(%)	160.3%	30.8%	210.3%	63.3%	51.4%
归母净利润(千港元)	138,512	165,664	1,219,139	2,066,774	3,082,018
变动(%)		19.6%	635.9%	69.5%	49.1%
每ADS盈利(港元)	0.58	1.25	9.23	15.65	23.33
变动(%)		116.4%	638.4%	69.5%	49.1%
基于98.91美元的市盈率(倍)	171.2	79.1	10.7	6.3	4.2
每股派息(港元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


资料来源：彭博

公司简介

富途控股（以下简称“公司”或“富途”）是一家领先的数字化金融科技公司，利用先进技术，强调用户体验，为客户提供一站式投资平台。公司自 2009 年开始组建港股交易团队，自主研发的港股交易系统于 2011 年底通过港交所的认证；2012 年 10 月，其旗下富途证券获得香港证监会牌照正式对外营业。富途在 2014 年获得腾讯、经纬和红杉三家投资机构 A 轮投资，并在 2015 年和 2017 年分别又获上述三个机构 B、C 轮融资加持，其中腾讯保持三轮领投。2019 年 3 月，富途在美国纳斯达克交易所挂牌上市，代码 FUTU。截至 2020 年底，公司第一大股东为董事长李华，持股比例为 37%，第二大股东为腾讯，持股 28%。

富途证券为公司旗下主要经营主体，是一家受香港证监会监管的持牌法团，持有第 1/2/3/4/5/7/9 类受规管活动牌照，同时还具有伦敦证券交易所和绿宝石交易平台会员等多地区协会的交易类牌照及资格。作为一家跨境互联网券商，富途目前已在美国、欧洲、新加坡、中国香港等地区取得 35 个金融类牌照和/或资质。

通过自主研发一站式数字化金融服务平台“富途牛牛”，富途证券提供面向 C 端的美股、港股、A 股通的股票交易和清算、融资融券、财富管理、市场数据资讯等全方位服务，旨在利用先进技术，聚焦用户体验，围绕用户为中心构建完善的金融科技生态系统。

图表 1: 股东持股情况

股东名称	上市前	截至2020/12/31
	持股比例 (%)	持股比例 (%)
李华	51.7	37.3
腾讯	38.2	28.1
Matrix	6.1	
SEQUOIA	4.0	
合计	100	65.4

资料来源：公司资料，第一上海

公司业务

互联网券商——富途牛牛

富途的业务以股票交易及结算、融资融券服务为主，占收入比重维持在不低于 90% 的水平。富途牛牛为公司主要面向零售客户的交易软件，向客户提供港股、美股、A 股通三大市场的投资交易，业务覆盖股票、ETF、期权、涡轮、牛熊证、新股等交易品种。通过富途牛牛平台，不仅提供市场数据及资讯，也提供优质的个人线上证券投资服务及为企业客户提供的 ESOP 托管、IPO 承销等企业服务。另外，富途亦为客户提供三大市场及跨市场的融资融券服务，同时也面向所有内地用户免费开放三大市场的实时行情数据、研究报告及全面的财经资讯。通过提供全面、详细且个性化的服务，富途有能力充分满足全球投资者需求，打通用户、投资者、公司及媒间的交流门槛，最终创建以用户为中心的社交网络牛牛社区，建立社交圈促进信息自由流通。

图表 2: 富途证券发展历程

时间	发展历程
2011.12	推出自主研发交易系统
2012.1	获得香港证监会1号类牌照，正式开展在线经纪业务
2014.9	直联美股三大交易所，提供美股实时行情
2016.10	为内地客户提供免费Lv.2行情
2018.1	成为美国FINRA成员
2018.7	成为香港主要券商中首家提供全线上按开户服务的券商
2019.3	纳斯达克挂牌上市
2019.6	旗下子公司获颁美国证监会及FINRA清算牌照
2019.7	获得伦交所及绿宝石交易平台会员资格
2019.8	基金宝上线

资料来源：公司资料，第一上海整理

企业服务品牌富途安逸为富途证券提供由B端转C端的未来潜在客户获取渠道

企业服务品牌——富途安逸

富途安逸 (Futu I&E) 为公司 2019 年推出的企业服务品牌，向 B 端企业客户提供员工持股计划 (ESOP) 解决方案与 IPO 分销等企业服务，包含为新经济企业提供贯穿上市前后的 ESOP 全线上一站式服务，与零售经纪业务形成互补。截至 2020 年三季度末，富途 ESOP 客户数量达到 126 家，根据富途安逸官网显示，公司的 ESOP 客户包括腾讯音乐娱乐、创梦天地、36Kr、中手游、新东方在线、斗鱼、康方生物等知名企业，包含超过 500 万平台用户。富途安逸平台客户多为新经济公司，其员工普遍符合富途证券目标客户群体，即具有年轻化、对互联网及科技接受度较高、有一定投资意识/需求等特征，预计将成为未来客户增长的有效来源。富途在 2018 年公司业绩会上披露 2018 年公司获取的新付费客户中 18% 来自于 ESOP 业务的推动，这一数字预计未来仍有增长空间。

财富管理平台正式推出，上升期平台规模快速扩张，将成为未来重要业绩增长点

财富管理平台——大象财富

富途 2019 年 8 月正式推出财富管理业务，起初命名为“现金宝”，旨在通过提供更高收益率提高客户账户内沉淀资金利用率。2020 年 11 月公司正式推出“大象财富”平台作为财富管理业务独立平台，该平台包含短期理财、债券基金、股票基金、私募基金等多种类理财产品，为客户提供灵活便捷的资产配置方式，提升资金利用效率。大象财富涵盖富途现金宝、基金、短期理财、私募基金等几大品类。凭借 0 费率、便利快捷、高流动性、合规安全、超低投资门槛等突出优势，其资产规模增长迅速。大象财富平台入驻基金公司均为海内外顶尖金融机构。公司业务模式为持牌自建，直连基金公司提供产品供用户自由选择。

2020 年第三季度，大象财富迎来 MS、法巴等 9 家基金公司入驻，季度末合作基金公司数量达到 33 家，财富管理日均资产规模达 81.5 亿港元，9 月末持有基金仓位的客户超过 2.9 万人。除超 70 只基金产品外，客户还可选择交易 30 余只覆盖多个行业的中资美元债。

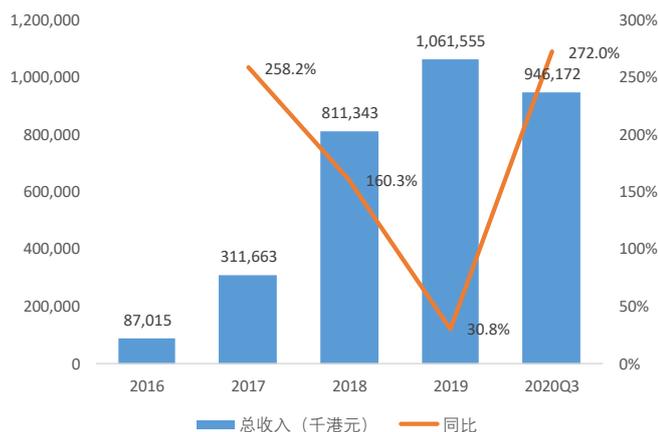
运营表现

财务及运营数据高速增长

收入及利润高速增长源自自有资产客户数及总交易额节快速增长

公司近年来财务数据保持高速增长，2020年第三季度营业收入和毛利润分别同比增加2.72倍和3.14倍至9.46亿港元和7.64亿港元，净利润同比增加18倍至4.02亿港元。2016年至2020Q3，4年收入cagr达到122%，业绩高速增长。

图表 3: 收入及增速



资料来源：公司资料，第一上海

图表 4: 利润及增速



资料来源：公司资料，第一上海

用户数及交易额均实现高速增长

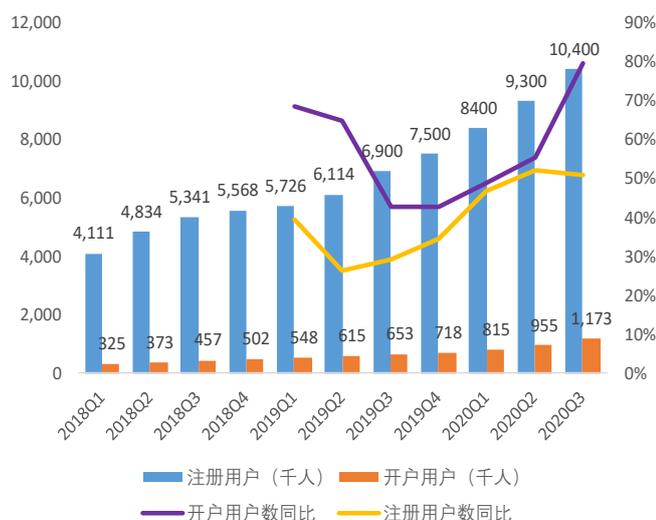
用户数高速增长且用户黏性高，用户留存率维持98%

业绩的高速增长源于公司各项运营指标快速攀升。截至2020年9月30日，注册用户数达到1,040万，同比增长52.2%；开户客户数达到117.3万，同比增长79.7%；有资产客户数达到41.8万，同比增长136.5%，其中大陆香港均实现单季度三位数增长；客户留存率连续七个季度达到98%。

资产规模方面，三季度末客户资产为2,009亿港元，同比增长177.8%，季度环比提升41%。有资产客户数户均资产达到48.1万港元，三季度日均客户资产为1,803亿港元，同比增长152%。

2020年第三季度，平台总交易额录得新高，达到约1.01万亿港元，同比增长381.1%；其中，美股交易额为5645亿港元，占56%。港股交易额为4362亿港元，占比44%。客户日均收益交易（DARTs）为37.9万笔，同比增长273%。

图表 5:注册及开户用户增长情况



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 6: 有资产用户增长情况



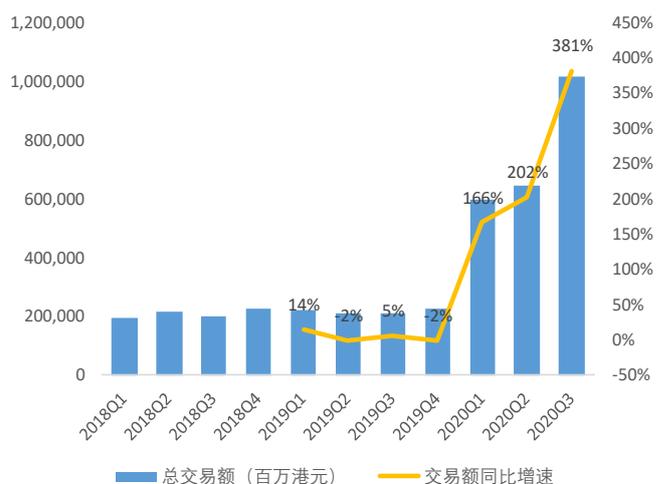
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 7:客户资产增长情况



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 8: 交易额增长情况



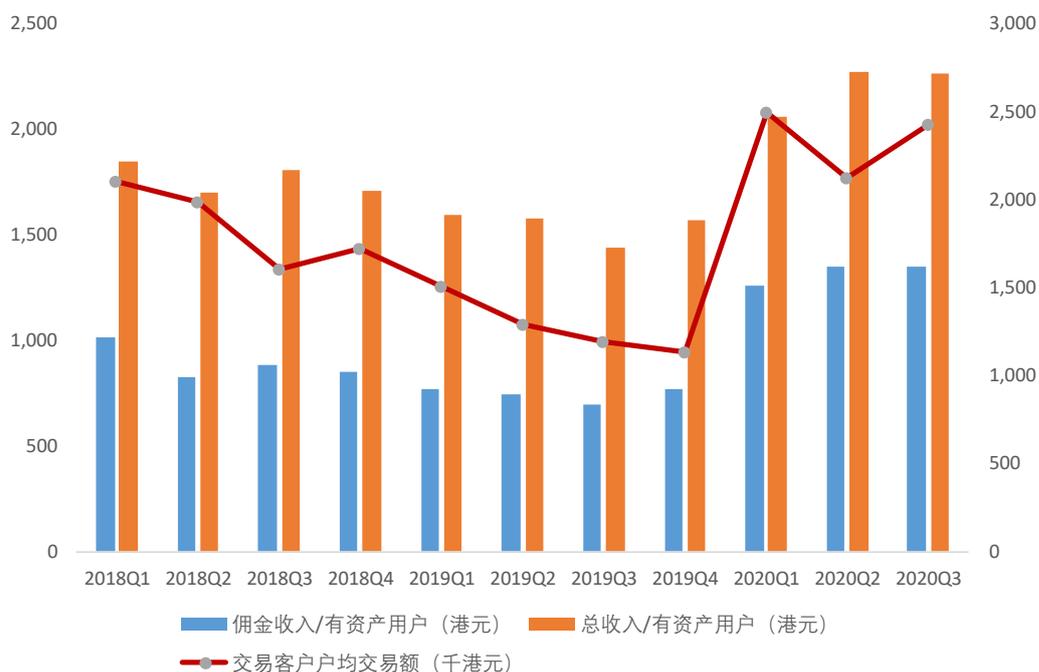
资料来源: 公司资料, 第一上海

单个用户总收入、佣金收入及交易额均逐渐上升

有资产用户即在富途开设交易账户并且在其交易账户中拥有资产的注册客户。

经过我们测算, 2018-2020 年三季度末, 单个有资产用户录得总收入从人均 1847 港元上升至 2263 港元, 单个有资产用户录得的佣金收入由人均 1015 港元上升至 1347 港元; 交易用户的每季度户均交易额由 210 万港元上升至 243 万港元, 代表平台内有交易资产的用户保持一定程度交易活跃度。如下图所示, 2019 年客户交易活跃度同比略有下降, 但在推出财富管理平台及伴随市场活跃度提升后, 用户交投活跃度 2020 年有大幅上升。

图表 9：有资产用户数据

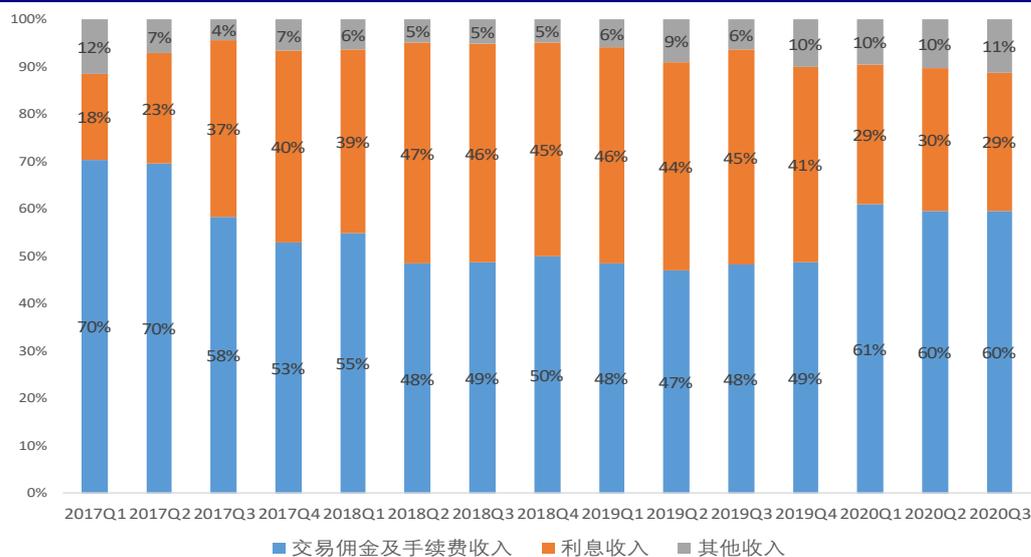


资料来源：公司资料，第一上海

收入结构逐渐多元化，对单一佣金及手续费收入依赖度降低

随着公司业务范围不断扩充，融资业务规模不断增长，经纪佣金和手续费收入占总收入比重有所下滑，由 2017 年一季度的 70% 逐渐下降至 2020 年第三季度的 59.5%，仍为第一大收入来源。与此同时，利息收入由 2017 年一季度的 18.2% 上升至 2020 年第三季度的 29.2%。对佣金及手续费收入依赖性的减少，代表公司正逐步走向成熟。伴随公司牌照更加齐全、业务种类更丰富、客户资产规模更高，成熟券商对佣金收入的依赖会趋向于平缓及适中的水平。

图表 10：富途营收结构



资料来源：公司资料，第一上海

互联网券商行业——转型初期，潜力巨大

全球在线券商市场 2012-2018 年 CAGR 为 21%；中国投资者海外股票投资 2012-2018 年 CAGR 为 34%。券商行业正在进行从线下到线上的转型，拥抱科技、潜力巨大

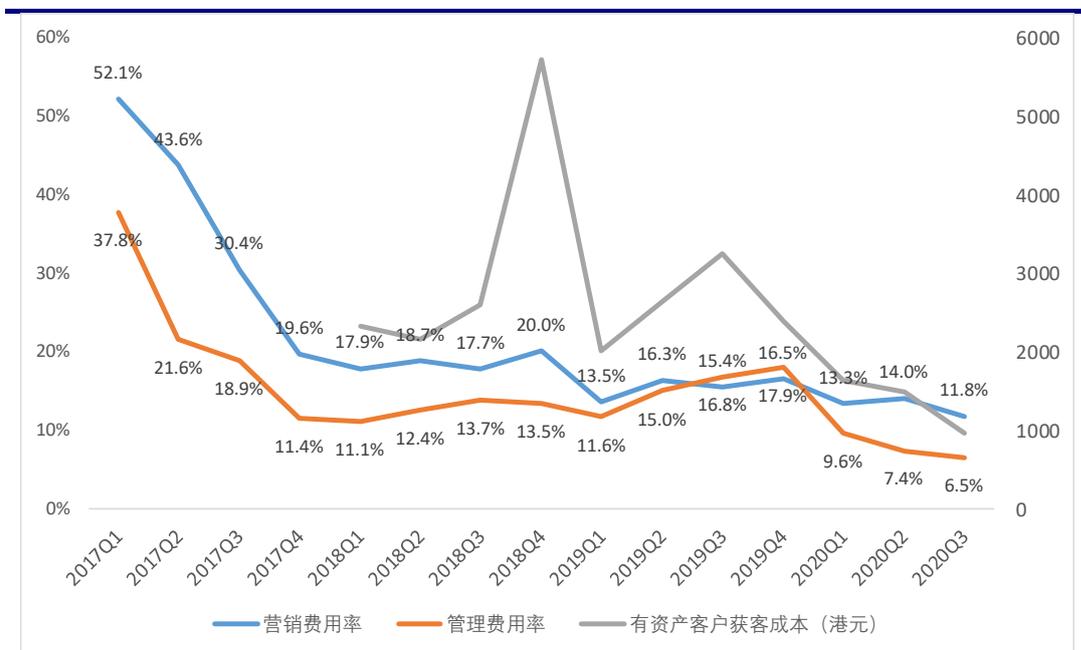
全球资本市场包括股票、债券、基金、衍生品等市场规模增长迅速，从 2012 年的 77.9 万亿美元增长到 2018 年的 107.8 万亿美元。其中，全球在线证券市场规模从 2012 年 12.3 万亿美元增长至 2018 年的 37.7 万亿美元，年均复合增长率达 21%，占比从 2012 年 15.8% 上升至 2018 年的 35.0%。

在全球市场中，香港是全球第三大网上证券市场，年交易量由 2012 年的 4,045 亿美元增至 2018 年的 2.1 万亿美元，占 31.6%，预计 2023 年将达到 3.7 万亿美元。美国是全球第二大网上证券市场，年交易量从 2012 年的 5.5 万亿美元增至 2018 年的 11.6 万亿美元，预计 2023 年将达到 14.9 万亿美元。

中国投资者预计将把其海外可投资资产中的更大部分用于网上证券交易，特别是针对香港和美国证券市场。据统计，金融资产占 2018 年中国投资者海外投资的比重最大，其中股票投资达到 2620 亿美元，2012 年至 2018 年的 CAGR 为 34.1%。香港市场尤其受到中国投资者的青睐，因为它地理位置和文化距离中国大陆很近，而且有大量中国上市公司。

2018 年，中国在线证券市场占据全球市场规模第一，占比 31.0%，代表中国证券市场投资者线上投资需求逐渐升高。对互联网券商而言，相比传统证券公司线下铺设网点，互联网券商以线上交易为主导，运营效率大幅提升、节省成本后佣金率收费普遍较低、获客成本更有优势且用户粘性更高。随着全球资本市场和交易量的总体增长、移动技术的普及以及对线上交易的接受程度的提高，互联网金融商也将迎来更大的增长空间。

图表 11：富途费用率及获客成本



资料来源：公司资料，第一上海

高净值人群境外资产配置需求强烈

奥利弗·怀曼(Oliver Wyman)表示，预计未来 5 年，中国境外可投资资产总额将以 25.8% 的 CAGR 增长。随着财富的增长，居民可支配收入逐渐提高，中国富裕阶层的

数量和资产规模不断升高，其对财富管理，也就是多样化的资产配置需求预计将同步提升，散户对境外投资组合兴趣及需求预计将会同步提升。2017年海外可投资资产占中国投资者可投资资产总额约5.0%，而美国和日本为20.0%。根据富途预计，2023年这一比例将增长至10.8%左右，同时，中国个人投资者的境外可投资资产将从2018年的1.4万亿美元增长至2023年的4.4万亿美元，年复合增速约为25.7%。

综上所述，全球线上证券市场的高速增长叠加中国投资者对海外资产配置的需求增长，对有境外资质的互联网券商及财富管理服务的的需求都将是巨大的。

竞争优势

坚持自主持牌，不断拓展服务范围

富途一直坚持自主持牌的战略，自2012年获取证券经纪业务的1号牌后，先后又获得了开展期货合约业务的2号牌，提供证券咨询业务的4号牌，开展资产管理业务的9号牌，开展期货咨询的5号牌，和提供自动化交易功能的7号牌，并于2019年9月向客户提供自有的暗盘（dark pool）交易服务。

富途目前已经在中国香港、美国、新加坡及欧洲拿下共35块金融牌照和资质。最近，富途又获得了香港证监会第三类牌照，对应的是杠杆式外汇交易。由于杠杆式外汇交易的风险较普通证券投资更高，证监会对申请此类牌照的机构的资本要求是所有牌照中最高的，3号牌也是发放数目相对较少的牌照之一。截至2020年9月，全香港仅有37家机构持有该类牌照。业务范围上，富途可以进一步拓宽至杠杆式外汇交易领域。与此同时，富途在已经获得的7号牌的基础上，又获准开放了暗盘接入第三方中介机构，意味着券商接入富途暗盘的限制已经打开，未来其他券商可以接入富途暗盘来进行暗盘交易。富途自研的暗盘系统支持高达300笔/秒的订单处理速度，在多只新股同日上市、暗盘交易单数激增的情况下，有能力在10分钟内将系统升级至每秒处理3000单的水平，有效避免高峰时段出现订单处理缓慢或提交失败的情况。此次富途暗盘获准接入第三方机构后，富途相当于成为暗盘交易服务的上游提供商。

背靠腾讯，深耕研发，软件用户体验优异

作为一家互联网金融公司，富途一直深耕研发，公司花费6年时间自主研发包括前端的App，中端的交易和后端的清算系统的一整套体系。在系统的上手便捷度、实用性和稳定性上都已经在同业中拥有领先地位。自2014年起，富途证券与腾讯云开始深度合作，为客户提供稳定快速的接入服务，其后富途证券启用腾讯云虚拟私有云服务，提升内网路由效率。2018年富途证券和腾讯云及香港电讯合作推出三方联合的首个香港金融专有云端服务，为用户提供更为快速安全稳定的金融服务。富途牛牛App支持iOS、安卓、Mac、PC及网页端实用，已实现数字化流程，最快可5分钟完成开户。

图表 12: 富途研发费用率



资料来源: 公司资料, 第一上海

用户结构年轻化, 财富管理业务发展空间巨大

公司的用户群体主要是年轻的新一代, 平均年龄 36 岁。其中, 43.8%于互联网、信息技术或金融行业就职, 对金融市场有一定认知、对新科技接受程度较高, 且正处于财富累积阶段, 对财富管理的需求会伴随资产规模增加而逐步增长。2019 年富途的财富管理业务开局良好, 当年基金销售收入 1000 万港币, 占其他收入的比重为 12%, 占总收入比重仅为 1%。考虑到当前富途财富管理资产仅占客户总资产比重的 4.5%, 不论是客户转化率还是客户资产规模都仍有较大上升空间。

盈利预测与财务分析

重要假设

根据公司近几年总用户数增速, 预计未来三年富途总用户数分别为 1558.4 万、2337.5 万、3506.3 万。根据注册用户数占总用户数比重, 预测未来三年注册用户数约为 175.8 万、257.1 万及 385.7 万个。根据有资产用户占注册用户数比重, 预计未来三年有资产用户数分别约为 49 万、80 万及 120 万; 每年分别新增 29 万、31 万及 40 万个。

交易费用率预计将维持在过往水平, 预计未来三年交易费用率为万分之 5.57、万分之 5.29、万分之 5.29。

图表 13: 预测用户数

For the Year ended 12/31	2016	2017	2018	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4E	2020E	2021E	2022E
Revenues											
用户数 (千)											
总用户数	3,191	3,903	5,579	7,500	8,400	9,300	10,400	15,584	15,584	23,375	35,063
同比		22%	43%	34%	47%	52%	51%	50%	108%	50%	50%
注册用户数	148	287	502	718	815	955	1,173	1,758	1,758	2,571	3,857
占总用户比重	5%	7%	9%	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11.0%	11.0%
有资产用户	35	80	133	198	239	303	418	490	490	800	1,201
占注册用户比重	23.9%	27.9%	26.5%	27.6%	29.3%	31.7%	35.6%	27.9%	27.9%	31.1%	31.1%
占总用户比重	1.1%	2.1%	2.4%	2.6%	2.8%	3.3%	4.0%	3.1%	3.1%	3.4%	3.4%
新增有资产用户数		45	53	66	40	65	115	72	292	310	400
Commission rate (bps)	3.80	3.57	4.50	5.86	5.03	6.36	5.55	5.65	5.57	5.29	5.29

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

根据未来用户数及户均资产规模，预计未来三年总用户资产规模约为 2477 亿、4172 亿、6258 亿港元。根据用户资产规模及基于总资产规模的换手率，预计未来三年总交易金额约为 3.55 万亿、5.65 万亿及 8.87 万亿港元。

图表 14: 资产规模及交易金额预测

For the Year ended 12/31	2016	2017	2018	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4E	2020E	2021E	2022E
用户资产规模 (千港元)	15,500,000	44,400,000	50,900,000	87,100,000	98,800,000	142,400,000	200,900,000	262,621,321	247,731,077	417,189,594	625,784,391
户均											
资产规模 (港元)	437,162	554,605	383,223	439,052		469,948	480,520	535,962	535,962	521,250	521,250
总交易金额 (百万港元)	195,800	517,900	907,000	872,700	595,100	643,900	1,014,700	1,298,910	3,552,610	5,651,826	8,865,279
同比		165%	75%	-4%	166%	202%	381%	478%	307%	59%	57%
交易换手率 (基于总资产)		17.3	19.0	12.6	7.4	6.1	7.4	7.4	21.2	17.0	17.0
交易换手率 (基于股票资产)		21.4	24.0	16.7	17.4	12.6	13.8	13.5	27.6	22.4	22.6

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

根据客户资产预测及共同基金产品规模预测, 预计未来三年总现金头寸约为 450.3 亿、775.65 亿、911.08 亿港元; 未来三年贷款总额约为 146.9 亿、240.0 亿、329.4 亿港元。

图表 15: 贷款及现金头寸预测

For the Year ended 12/31	2016	2017	2018	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4E	2020E	2021E	2022E
保证金融资											
贷款及垫款	126,163	2,907,967	3,086,904	4,188,689	4,800,000	7,500,000	12,600,000	14,694,922	14,694,922	24,002,603	32,936,021
%客户股票资产	1.1%	7.8%	8.0%	6.4%	7.0%	7.4%	8.6%	7.7%	7.7%	7.7%	7.0%
贷款利息收入		68,498	222,510	240,478					472,090	870,694	1,281,119
平均收益率		4.5%	7.4%	6.6%					5.0%	4.5%	4.5%
证券借贷		3,324	14,300	37,202					94,418	217,674	320,280
%贷款利息		4.9%	6.4%	15.5%					20.0%	25.0%	25.0%
银行存款											
总现金头寸	3,524,188	7,551,842	11,987,104	14,903,437	24,114,809	31,899,614	34,223,311	45,037,606	45,037,606	77,564,911	91,108,207
经纪存款利息收入	179,016	375,263	215,617	362,574	601,217	788,113	1,023,343	2,702,256	34,226,994	37,824,691	49,380,975
经纪保证金	3,345,172	7,176,579	11,771,487	14,540,863	23,513,592	31,111,501	33,199,968	42,335,350	29,692,568	39,740,220	41,727,232
%	81.4%	97.8%	95.7%	94.2%	99.2%	95.7%	94.6%	94.0%	94.2%	94.2%	94.2%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

盈利预测与财务分析

根据以上假设, 我们预计公司分部收入如下所示, 佣金及手续费 2020-2022 年的复合增长率达 53%, 利息收入 2020-2022 年的复合增长率达 68%, 总收入 2020-2022 复合增长率约为 57%。

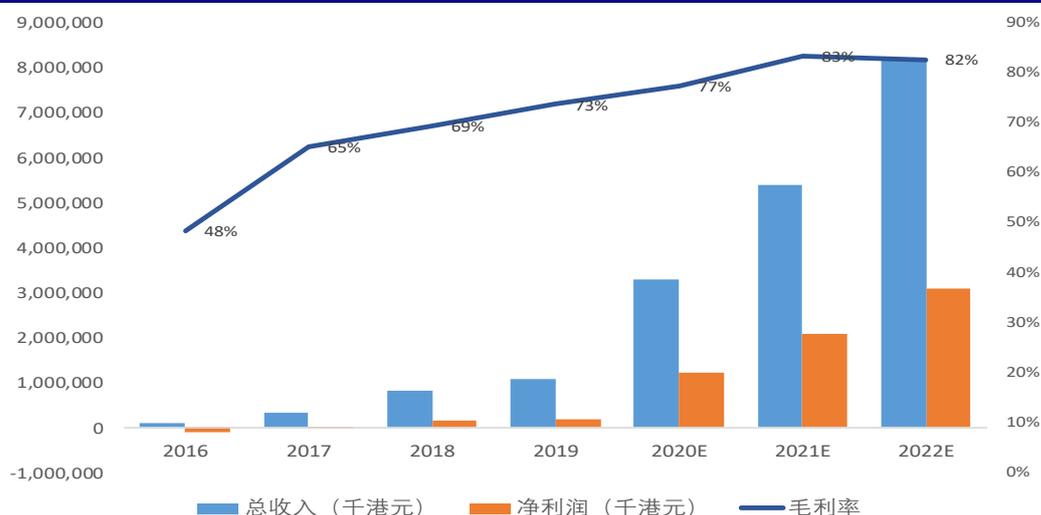
图表 16: 各业务板块收入预测情况

For the Year ended 12/31	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
(in thousands HK\$, except for share and per share data)							
Revenues							
经纪佣金及手续费收入	74,498	184,918	407,990	511,365	2,005,117	2,988,835	4,688,195
利息收入	5,795	105,872	360,585	464,903	956,125	1,885,284	2,697,774
其他收入	6,722	20,873	42,768	85,287	332,668	505,152	760,570
总收入(千港元)	87,015	311,663	811,343	1,061,555	3,293,910	5,379,271	8,146,539
yoy		258.2%	160.3%	30.8%	210.3%	63.3%	51.4%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

公司毛利率逐年稳步提升，预计 2020-2022 年毛利率分别为 79%、83%、82%。公司收入与净利润自 2016 年以来维持增长态势。根据以上假设及利润率分析，我们预计 2020-2022 年收入分别为 33 亿、54 亿、81 亿港元；净利润分别约为 12、21、31 亿港元。

图表 17: 毛利率、收入及盈利预测



资料来源：公司资料，第一上海预测

估值

看好公司未来发展，目标价 **125.18 美元**，买入评级

根据 DCF 估值法，得出富途每 ADS 目标价约为 156.01 美元。

图表 18: DCF 估值法

折现年限	高速成长期					稳定成长期					永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
(千港元)											
CFO	5,155,832	8,846,733	22,040,860								
自由现金流增长率		74.4%	152.0%	35.0%	23.0%	17.0%	15.0%	12.0%	8.0%	5.0%	3.0%
自由现金流量	4,980,286	8,687,742	21,896,768	29,560,636	36,359,583	42,540,712	48,921,818	54,792,437	59,175,832	62,134,623	63,998,662
折合至2020年的现金流量	4,980,286	8,155,973	19,298,240	24,457,964	28,241,923	31,020,512	33,490,038	35,212,958	35,702,211	35,192,754	1,029,787,961
永续期折现值											1,872,688,118

WACC	6.52%
长期增长率	3.0%

valuation	
现金流折现	1,285,540,819
减：净金融负债	-31,845,281
减：少数股东权益+合伙人权益	
股本价值 (港元)	1,317,386,100
港元兑美元汇率	7.8
股本价值 (美元)	168,895,654
股本数量 (预期)	1,082,625
DCF法之每股价值 (美元)	156.01

资料来源：公司资料，第一上海预测

与东方财富横向对比每用户市值价值，估算目标价应为 **154.56 美元/ADS**

与东方财富横向对比，2020 年底东方财富手机 APP 月活用户约为 1400 万人，结合 2021 年 1 月 21 日收盘后市值 3418 亿人民币计算，每个活跃用户对应市值约为 24.4 万人民币。富途 APP 的 2020 年底有资产客户数约为 49 万，对应最新市值为 133.9 亿美元（约为 870.35 亿人民币，人民币兑美元汇率为 6.5:1，下同），每个有资产客户对应市值约为 17.7 万人民币。考虑到东方财富 APP 月活并不一定等于有交易客户，结合我们此前预测的 2021 年富途有资产客户数 80 万，保守估计，保持每个有资产客户对应市值 17 万人民币，估算出对应的 2021 年市值约为 1360 亿人民币，约等于 209 亿美金，相当于每 ADS 价格 154.56 美元，相较最新收市价 98.91 美元有 56% 的空间。

根据 PEG 估值法，假如 PEG=1，估算目标价为 **135.99 美元/ADS**

根据 PEG 估值法，我们预测的 2021 年每 ADS 盈利约为 15.65 港元，同比增长率为 69.5%，1ADS=8 股普通股，假如 PEG 为 1，公司目标价应为 135.99 美元/ADS。

给予公司未来 12 个月的目标价为 **125.18 美元**，较现价有 26.56% 的上涨空间

我们预测公司 2020-2022 年的收入分别为 32.9 亿港元、53.8 亿港元和 81.5 亿港元，归属于母公司的净利润分别为 12.2 亿港元、20.7 亿港元和 30.8 亿港元。和同行 PE 估值比较，东方财富目前股价相当于 2021 年 61 倍 PE。根据以上预测情况，选取稍保守态度，我们给予公司未来 12 个月的目标价为 125.18 美元/ADS，对应市值 165 亿美元，相当于 2021 年的 64 倍 PE，较现价有 26.56% 的上涨空间，首次覆盖，给予买入评级。

风险因素

用户增长低于预期；市场活跃度低于预期；监管趋严。

主要财务报表

损益表						财务分析					
财务年度截至<12月31日>千港元						财务年度截至<12月31日>千港元					
	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测		2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
手续费及佣金收入	407,990	511,365	2,005,117	2,988,835	4,688,195	盈利能力					
利息收入	360,585	464,903	956,125	1,885,284	2,697,774	毛利率(%)	69.2%	73.5%	77.3%	83.1%	82.5%
投资收益	42,768	85,287	332,668	505,152	760,570	经营利润率(%)	25.7%	17.7%	40.9%	42.0%	41.3%
总收入	811,343	1,061,555	3,293,910	5,379,271	8,146,539	净利率(%)	4.6%	13.5%	37.0%	38.4%	37.8%
手续费及佣金成本	(80,127)	(100,550)	(357,796)	(676,148)	(1,060,584)	营运表现					
利息成本	(95,624)	(89,238)	(243,808)	(45,646)	(74,823)	研发费用率(%)	18.6%	24.7%	16.7%	17.0%	17.0%
服务成本	(73,843)	(91,916)	(147,748)	(186,916)	(293,191)	营销费用率(%)	12.1%	15.5%	12.5%	16.1%	16.1%
总成本	(249,594)	(281,704)	(749,353)	(908,709)	(1,428,598)	管理费用率(%)	12.8%	15.5%	7.2%	8.0%	8.0%
营运支出	(352,990)	(591,896)	(1,196,685)	(2,212,051)	(3,350,001)	实际税率(%)	31.0%	6.9%	8.5%	8.5%	8.5%
其他支出	(7,959)	(9,462)	(15,125)	0	0	财务状况					
税前溢利	200,800	178,493	1,332,440	2,258,510	3,367,940	总负债/总资产	93.2%	88.1%	62.1%	65.0%	66.8%
税项	(62,288)	(12,286)	(113,144)	(191,737)	(285,922)	收入/净资产	73.7%	41.7%	10.5%	16.0%	22.2%
净利润	138,512	165,664	1,219,139	2,066,774	3,082,018	回报率					
股东应占利润	36,938	143,159	1,219,139	2,066,774	3,082,018	ROA(%)	0.3%	0.8%	2.3%	2.3%	3.0%
每股已摊薄收益(港元)	0.07	0.16	1.15	1.96	2.92	ROE(%)		11.9%	7.2%	6.4%	8.8%
每ADS收益(港元)	0.58	1.25	9.23	15.65	23.33						
增长											
收入(%)	160.3%	30.8%	210.3%	63.3%	51.4%						
每股收益(%)		128.6%	621.1%	69.5%	49.1%						
每ADS收益(%)		116.4%	638.4%	69.5%	49.1%						
资产负债表						现金流量表					
财务年度截至<12月31日>千港元						财务年度截至<12月31日>千港元					
	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测		2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
公司现金	215,617	362,574	34,226,994	37,824,691	49,380,975	净利润	138,512	165,664	1,219,139	2,066,774	3,082,018
代客持有现金	11,771,487	14,540,863	29,692,568	39,740,220	41,727,232	折旧及摊销	8,327	16,547	47,835	100,499	148,197
可供出售的金融资产	59,348	93,773	166,508	271,973	407,959	其他	4,323,328	1,787,223	3,888,858	6,679,461	18,810,646
权益投资		6,166	5,809	6,390	7,029	营运活动现金流	4,470,167	1,969,434	5,155,832	8,846,733	22,040,860
贷款及预付款	3,086,904	4,188,689	11,522,937	9,218,350	8,296,515	资本开支	(18,791)	(118,341)	(175,546)	(158,991)	(144,092)
应收款	771,487	1,794,337	6,937,162	8,414,326	9,912,023	其他投资活动	(59,261)	(41,716)	(72,378)	(106,046)	(136,625)
其他资产	158,089	413,522	430,747	516,896	620,276	投资活动现金流	(78,052)	(160,057)	(247,924)	(265,037)	(280,718)
总资产	16,062,932	21,399,924	82,982,725	95,992,846	110,352,008	银行借款变化	35,690	(108,664)	1,080,635	(4,984,000)	(10,203,858)
应付关联方款项	8,591	33,628	46,319	55,582	66,699	已付股息					
应付款项	13,227,993	16,950,022	45,400,159	56,725,242	68,048,862	其他融资活动	0	1,260,286	0	0	0
借款	1,576,251	1,467,586	2,548,221	2,038,577	1,834,719	融资活动现金流	35,690	1,151,622	1,080,635	(4,984,000)	(10,203,858)
据回购协议出售证券		1,590	2,877,652	2,877,652	2,877,652	现金变化	4,427,805	2,960,999	5,988,543	3,597,696	11,556,285
经营租赁负债		172,466	143,345	172,014	206,417	期初持有现金	7,551,842	11,987,104	14,903,437	34,226,994	37,824,691
其他负债	149,818	226,079	477,680	573,216	687,859	期末持有现金	11,987,104	14,903,437	34,226,994	37,824,691	49,380,975
总负债	14,962,653	18,851,371	51,493,376	62,442,284	73,722,208						
股东权益	1,100,279	2,548,553	31,489,349	33,550,562	36,629,799						

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。