

先为不可胜，富途开启财富管理加速度 买入（首次）

2021年06月26日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

投资要点

■ **领先的跨境互联网零售券商，2020年富途各项业务实现高增：**1) **富途控股：快速崛起的跨境互联网券商，业务范围持续扩张：**富途控股有限公司是一家领先的数字化金融科技公司，股东结构多样化，创始人拥有绝对投票权（67.5%）。2) **权益市场高速发展下，富途业绩实现高增。**2020年中国香港日均成交额达1295亿港元（同比+49%），市场活跃度触底反弹。2020年公司营业收入达33.1亿港元，同比+212%，净利润同比+700%，达13.26亿港元。3) **三大业务各放异彩，多元化战略优势互补：**2021Q1公司经纪业务同比大幅+343%达13.25亿港元；利息收入同比+355.8%至6.6亿港元；富途财富管理+企业服务双轮驱动，2020年贡献收入3.55亿港元较2019年同比大幅+316.3%。

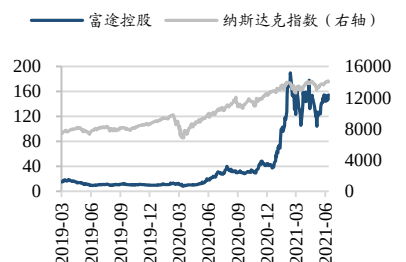
■ **富途多牌照抢占先发优势，科技赋能产品，平台优势打造极致客户体验：**1) **多地区+多牌照，富途积极扩展市场抢占先发优势：**创始人李华始终秉持“主动监管、自主申请、直接持牌”的经营模式，截至2021年5月共拥有35张牌照，并向200个国家及地区的1300万客户提供一站式资产配置服务。2) **互联网基因推动富途走向差异化发展路径，腾讯加持其科技实力：**腾讯作为公司第二大股东，一直与富途在企业业务和技术基础设施等领域密切合作。2016年以来公司研发投入始终保持40%以上（2020年研发投入同比+96%，占比总费用45%）；凭借高研发投入，富途自主研发的暗盘系统累计一手收益达18.8万港元/笔（其他暗盘为11.8万港元/笔）强劲的科技实力推动富途获得独特的竞争优势。3) **社区平台+多样化产品推动富途获客能力持续提升，客户黏性日益显著：**腾讯出身的管理层对社交有深刻的理解，富途以交易为抓手打造高质量的平台讨论区——牛牛圈，是新增付费客户流量池与客户高粘性的保证，截至2020年12月31日高质量付费客户51.67万人，（同比+160%），MAU为183.18万人（同比+198%），客户活跃度高涨。

■ **海外市场空间广阔，富途乘线上交易之东风扬帆启航：**1) **我国居民金融资产配置增速不断提升，富途证券顺势而为：**2018年后我国资本产品规模增速（2018~2020年CAGR：27%）跑赢不动产和银行理财（2018~2020年CAGR分别为14%和9%），国民对权益投资需求开始提升。2017年我国居民海外投资总资产达1.1万亿美元，但渗透率（占可投资资产总额比重）仅为5%，较发达国家（2015年美国：18.6%）有一定差距，随着外汇管理逐步放宽，我们预计居民海外资产配置有一定的发展前景。2) **中国香港地区线上交易额渗透率不断提升，富途成长空间广阔：**截至2018年底，全球线上证券交易总额37.7万亿美元，中国香港地区线上证券交易额为2.1万亿美元，2012~2018年CAGR为31.6%（全球同时段CAGR：20.6%）。随着科技的发展叠加2020年全球疫情的催化，我们预计线上交易量将达到新高度，互联网券商将深度受益。3) **富途积极开拓新业务和市场，线上金融生态圈不断完善：**富途企业服务打通B端渠道，以“科技赋能+互联网产品思维”，为新经济企业提供一站式管理；2019年推出的“大象财富”，坚持精品化的财富管理新模式。截至2021年Q1财富管理规模达131亿港元（同比+190%）；2021年3月富途正式进军新加坡市场并推出富途moomoo，2021年6月，富途在新加坡的用户数达22万，表现出富途海外扩张的强劲势头。

■ **盈利预测与投资评级：**未来内地居民可投资资产配置空间广阔，富途凭借多牌照优势，海外线上金融圈不断完善；领先科技叠加平台优势，富途高强度获客能力构筑公司业务增长护城河，我们预计21-23年公司净利润32.3、48.5、70.3亿港元，同比+144%、50%和45%。公司成长空间广阔，给予公司21年70倍PE，对应目标价200.8美元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观环境恶化、行业竞争加剧、监管环境不确定性、业务拓展不及预期、获客能力不及预期。

股价走势



*备注汇率：估值和预计股价数据按照1港元=7.7595美元汇率计算

*备注货币无特殊说明均为港元

*股价、总市值等数据截至2021年6月25日收盘

市场数据

收盘价(美元)	168.99
一年最低/最高价(美元)	22.60/204.25
市净率(倍)	20.12
流通市值(亿美元)	140.9857

基础数据

每股净资产(美元)	8.75
资产负债率(%)	91.57
总股本(百万股)	1161.98
流通股(百万股)	657.43

相关研究

内容目录

1. 领先的跨境互联网零售券商，2020 年富途各项业务实现高增	5
1.1. 富途控股：快速崛起的跨境互联网券商，业务范围持续扩张.....	5
1.2. 权益市场高速发展下，富途业绩实现高增.....	6
1.3. 三大业务各放异彩，多元化战略优势互补.....	8
2. 富途多牌照抢占先发优势，科技赋能产品，平台优势打造极致客户体验	10
2.1. 管理层坚持自主持牌，富途获取多牌照抢占先发优势.....	10
2.2. 互联网基因推动富途走向差异化发展路径，腾讯加持其科技实力.....	11
2.3. 社区平台+多样化产品推动富途获客能力持续提升，客户黏性日益显著	15
3. 海外市场空间广阔，富途乘线上交易之东风扬帆启航	18
3.1. 我国居民金融资产配置增速不断提升，富途证券顺“市”而为	18
3.2. 中国香港地区线上交易额渗透率不断提升，富途成长空间广阔.....	22
3.3. 富途积极开拓新业务和市场，线上金融生态圈不断完善.....	23
4. 盈利预测及估值	26
4.1. 盈利预测.....	26
4.2. 可比公司估值和投资评级.....	29
5. 风险提示	31

图表目录

图 1: 富途控股重大事件与收入结构.....	5
图 2: 富途控股融资历程.....	6
图 3: 中国香港市场证券产品成交情况.....	7
图 4: 中国香港市场总体交易情况.....	7
图 5: 港交所 IPO 企业数量 (家)	7
图 6: 港交所 IPO 募集金额情况	7
图 7: 营业收入触底反弹实现高增.....	8
图 8: 2021 年 Q1 富途净利润实现高增长	8
图 9: 2019 年股东权益由负转正, ROE 直线上升	8
图 10: 资产扩张, 杠杆率逐年降低.....	8
图 11: 2016 年以来经纪业务收入保持稳定增长.....	9
图 12: 经纪成本占经纪佣金收入比逐年下降 (百万港元)	9
图 13: 2018 年以来利息收入持续走高 (百万港元)	9
图 14: 2017~2020 年公司日均融资融券和客户存款情况.....	9
图 15: 2020 年富途控股其他收入实现高速增长 (百万港元)	10
图 16: 公司部分组织架构 (截至 2020 年 12 月 31 日)	11
图 17: 富途研发实力强劲, 研发费用保高占比.....	13
图 18: 富途研发部门员工数量维持高占比.....	13
图 19: 2020 年各家券商研发投入及占比.....	13
图 20: 2020 年各家券商研发人数及占比.....	13
图 21: 认购倍数首日回报统计 (港元/股)	14
图 22: 新股行业首日回报统计 (港元/股)	14
图 23: 富途港美股打新优势.....	15
图 24: 富途自主研发暗盘交易.....	15
图 25: 富途产品与服务情况.....	16
图 26: 公司用户数两年保持高增长.....	16
图 27: 公司总用户数、开户用户数、付费客户保持高增长.....	17
图 28: 富途证券单个客户收入稳步增长.....	18
图 29: 富途证券单个客户获客成本呈阶梯型下降.....	18
图 30: 2008 年以来我国居民可投资资产规模逐年提升.....	19
图 31: 我国对外证券投资各地区情况 (亿美元)	20
图 32: 全球零售券商交易量线上与线下占比.....	22
图 33: 中国香港证券市场个人投资者线上交易额 (亿美元)	23
图 34: 中国个人投资者在美国证券市场线上交易额 (亿美元)	23
图 35: 富途安逸打造一站式企业服务.....	23
图 36: 富途安逸企业数量持续提升.....	24
图 37: 富途安逸 IPO 分销与 ESOP 收入情况 (百万港元)	24
图 38: 与大象财富合作的国际顶尖资管机构.....	25
图 39: 富途大象资产管理规模逐年提升.....	25
图 40: moomoo 跃升至新加坡 App store 和 GooglePlay 总榜第一 (2021/4/30)	26
图 41: 富途控股 PE band (截至 2021 年 6 月 25 日)	30

表 1: 富途主要股东持股情况 (截至 2021 年 6 月 21 日)	6
表 2: 多地区牌照推动富途证券扩展业务范围 (截至 2020 年 12 月 31 日)	11
表 3: 富途控股高管情况 (截至 2020 年 6 月 1 日)	12
表 4: 港股打新 VS A 股打新	14
表 5: 富途证券为客户提供了相比传统券商/银行更低的佣金率 (截至 2021 年 6 月 9 日)	17
表 6: 2008-2020 年中国个人持有可投资资产年化复合增速	19
表 7: 历年外汇投资和金融对外开放的政策.....	21
表 8: 财富管理产品管理费率 (截至 2021 年 6 月 1 日)	24
表 9: 富途经纪业务重要指标及预测值.....	26
表 10: 富途利息收入关键指标及预测值.....	27
表 11: 富途其他收入关键指标及预测值.....	28
表 12: 富途盈利预测 (截至 2021 年 6 月 25 日)	28
表 13: 可比公司估值 (截至 2021 年 6 月 25 日)	29

1. 领先的跨境互联网零售券商，2020 年富途各项业务实现高增

1.1. 富途控股：快速崛起的跨境互联网券商，业务范围持续扩张

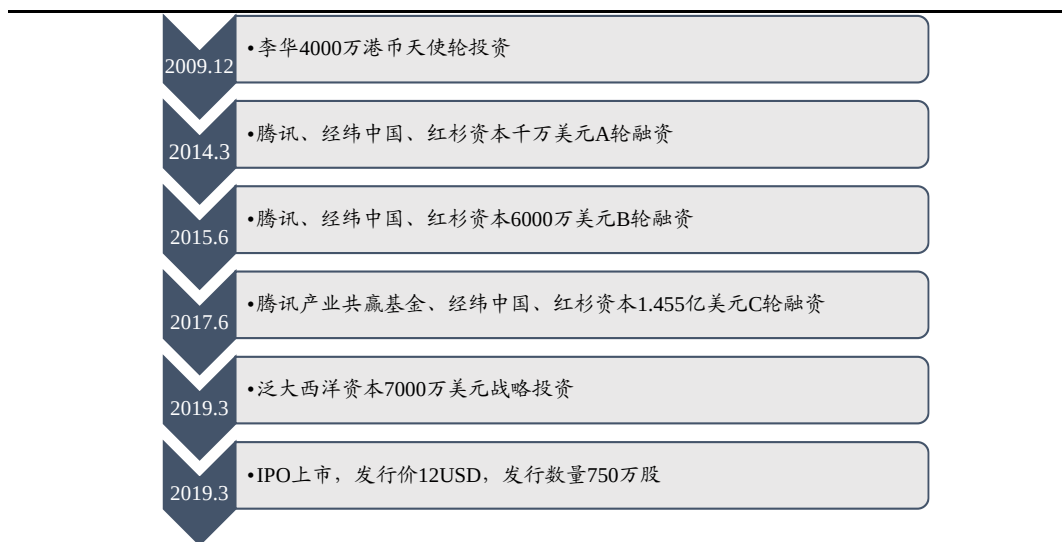
历经 9 年成长，富途证券快速崛起为领先的数字化金融科技公司。富途控股有限公司（“富途”）是一家领先的数字化金融科技公司，专注于为用户提供覆盖多个市场的全数字化在线券商服务，继而变革投资体验。2014-2019 年历经腾讯、高瓴资本及红杉资本的三轮融资，2019 年 3 月 8 日，富途（NASDAQ:FUTU）正式登陆美国纳斯达克交易所。2020 年公司各项业绩实现高增，营业收入达 33.1 亿港元，同比+212%，净利润 13.3 亿港元，同比+700%，2021 年富途牛牛日活跃用户数（DAU）突破 100 万，整体业绩蓬勃发展。

图 1：富途控股重大事件与收入结构



数据来源：公司年报、富途官网，东吴证券研究所（截至 2021 年 6 月 1 日）

图 2：富途控股融资历程



数据来源：公司年报、富途官网，东吴证券研究所

股东结构多样化，创始人拥有绝对投票权。富途的股东主要由个人投资者、上市公司和对冲基金构成，占比分别为 38.57%、22.78%和 12.23%，而风险资本/私募股权投资、传统投资经理以及银行/投行持股比例分别为 7.48%、6.9%和 3.12%。截至 2021 年 6 月 21 日，公司创始人李华拥有 34.7%股权及 67.5%的投票权；腾讯自 2014 年 10 月以来三轮领投富途，是公司重要的战略投资者，当前持股比例为 21.3%，投票权占比为 27.7%；其余股东的持股比例均低于 5%。

表 1：富途主要股东持股情况（截至 2021 年 6 月 21 日）

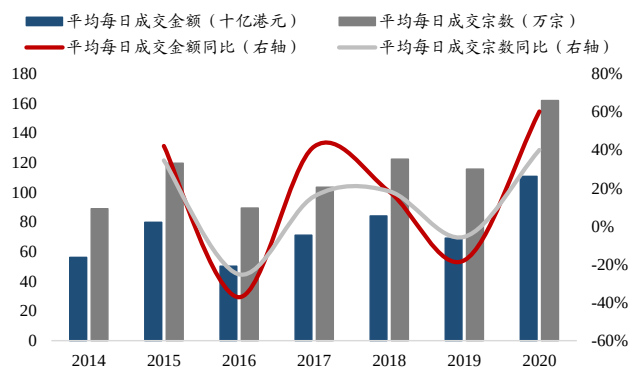
股东名称	股东类型	持股比例	投票权
李华	公司高管	34.7%	67.5%
腾讯	上市公司	21.3%	27.7%
红杉资本	风险资本/私募股权	4.3%	
老虎全球管理	对冲基金	2.28%	
泛大西洋投资	风险资本/私募股权	2.3%	
经纬创投	风险资本/私募股权	1.0%	
高盛	传统投资经理	0.5%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 权益市场高速发展下，富途业绩实现高增

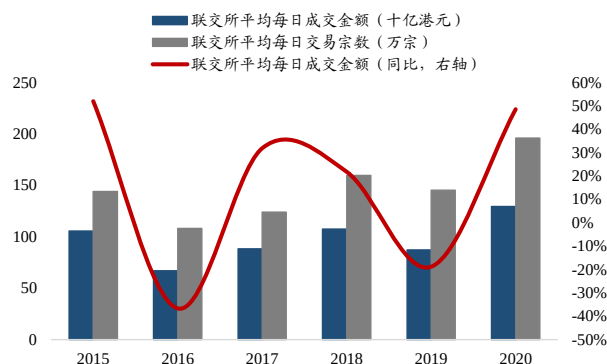
港股交易情况整体呈现回好态势，市场活跃度触底反弹。在宏观经济及地缘政治环境充满挑战的情况下，港交所总体表现不俗。2020 全年，中国香港现货市场展现雄厚实力，平均每日成交金额达 1295 亿港元，较 2019 年同比增长 49%，其中沪深港通北向及南向交易量庞大。股本证券平均每日成交金额为 1109 亿港元，同比增长 60%；伴随着新冠疫苗大规模接种，全球经济呈现复苏态势，中国香港地区内外部社会环境得到改善，港交所有望迎来新一轮交易活跃潮。

图 3：中国香港市场证券产品成交情况



数据来源：港交所年报，东吴证券研究所

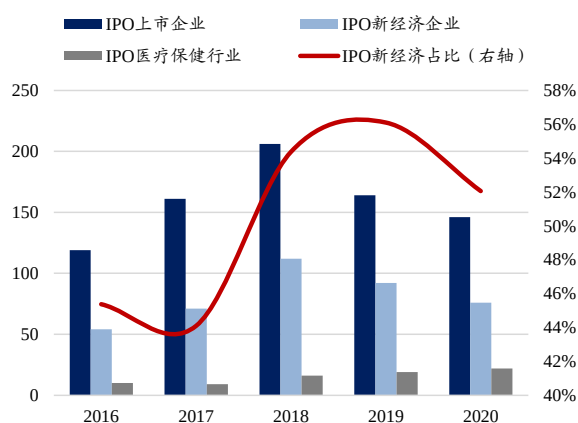
图 4：中国香港市场总体交易情况



数据来源：港交所年报，东吴证券研究所

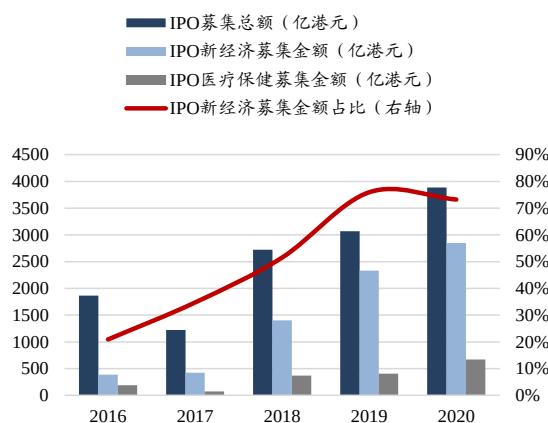
新经济（医疗保健、信息技术、日常消费和可选消费）企业持续涌入中国香港市场，为香港交投注入新的活力。2016 年共有 405 家新经济公司（医疗保健、信息技术、日常消费和可选消费）进入中国香港市场，占上市总数的 51%；IPO 募集额为 7399 亿港元，占总募集额的 58%。2020 年新经济 IPO 企业为 72 家，占比为 52%，较 2017 年的 44% 出现显著的提升。生物科技和医疗保健受上市新规的优惠带动，医疗保健企业 IPO 数量逐年攀升。2020 年共有 22 家医疗保健企业上市，较 2017 年增长了 144%；首发募集额达到了 672 亿港元，占 2020 全年 IPO 募集额的 17%，较 2017 年增长了 827%。

图 5：港交所 IPO 企业数量（家）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：港交所 IPO 募集金额情况

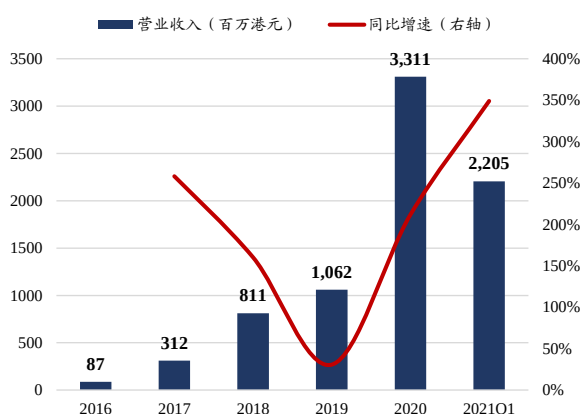


数据来源：Wind，东吴证券研究所

营业收入、净利润触底反弹迎来高速增长，股东权益由负转正 ROE 直线上升，资产扩张杠杆率逐年降低。2016 年-2020 年公司营业收入不断增加，2020 年同比增加 212%，2021 年一季度同比增加 349%。2018 年起净利润由负转正，2020 年净利润达到 13.26 亿港元，同比增长 700%，2021 年一季度净利润达到 11.79 亿港元，同比增长 630%。2019

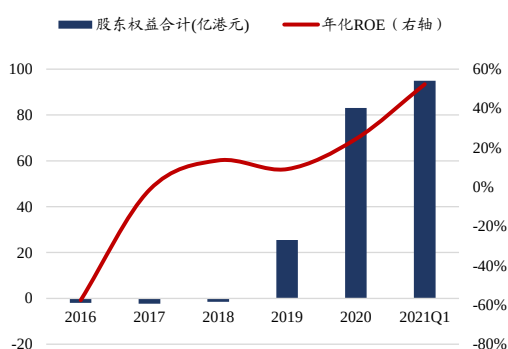
年股东权益由负转正，2020年同比增加226%达83.08亿港元，ROE从2016年的-57.59%增长到2021年一季度末的52.25%，投资回报高。2016-2020年公司总资产规模不断增加，权益乘数从2016年的26.42降低至2020年的8.54，杠杆率逐年降低，公司经营更加稳定。

图 7：营业收入触底反弹实现高增



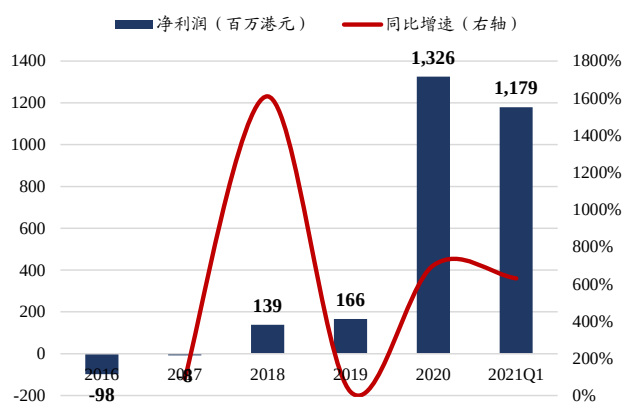
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 9：2019 年股东权益由负转正，ROE 直线上升



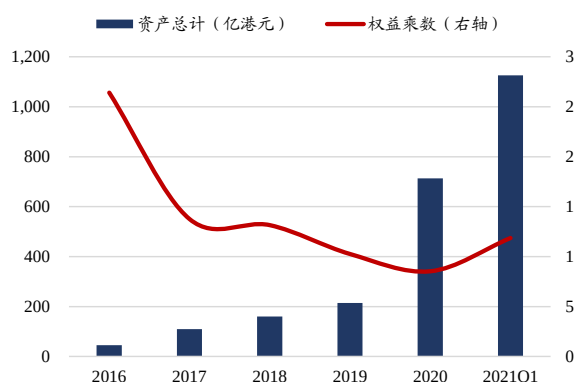
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：2021 年 Q1 富途净利润实现高增长



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 10：资产扩张，杠杆率逐年降低

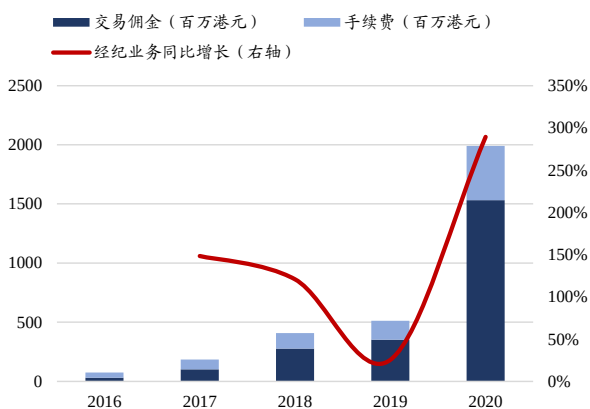


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.3. 三大业务各放异彩，多元化战略优势互补

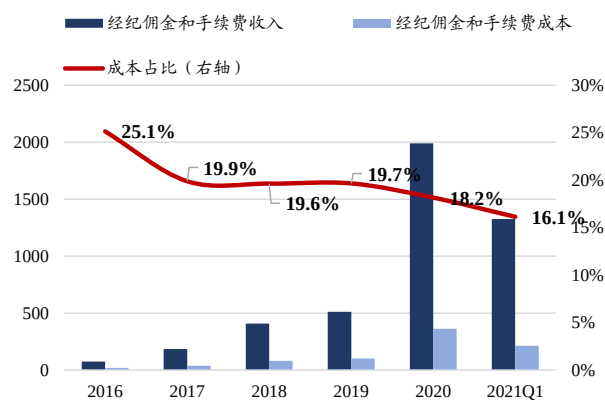
交易佣金贡献主要收入，成本稳定铸就经纪增长护城河。1) 收入端：公司的经纪业务主要来自执行股票交易和衍生品业务的佣金收入，以及结算和股息收取的手续费收入。2020 年港股市场和美股市场的蓬勃发展带动富途交易量达 3.46 万亿港元（同比+297%）驱动经纪业务同比大幅增长 289%达 19.9 亿港元，其中交易佣金同比+334%，占经纪收入 77%。2021 年一季度继续保持高增长态势，经纪业务收入达 13.25 亿港元，同比+343%。2) 成本端：经纪收入成本主要来自于美国交易所收取得交易费用、清算费用以及 IPO 认购相关的手续费，整体成本较为固定，2020 年经纪业务支出占经纪收入的 18.2%（2021Q1: 16.1%），成本占比不断下降，铸就经纪稳定增长护城河。

图 11: 2016 年以来经纪业务收入保持稳定增长



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

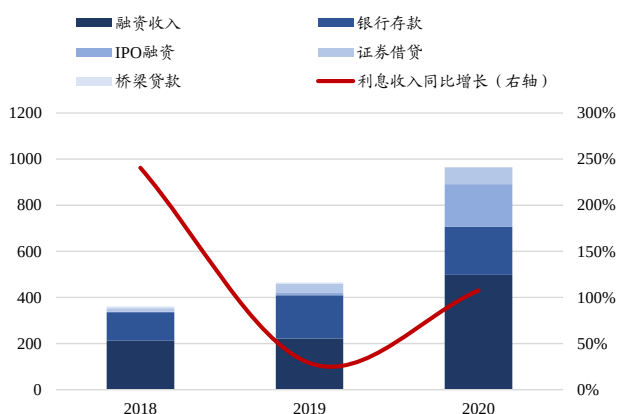
图 12: 经纪成本占经纪佣金收入比逐年下降 (百万港元)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

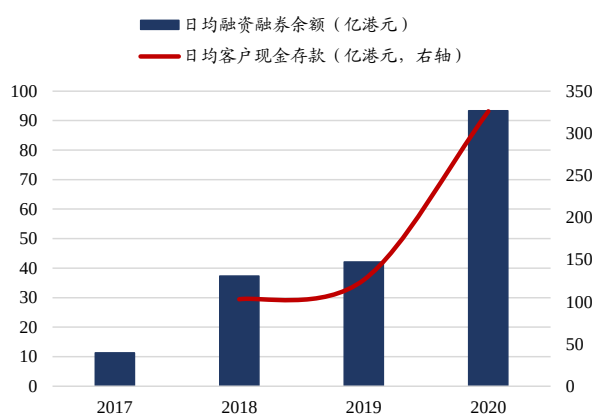
利息收入快速提升，成为公司新的业绩增长点。富途控股的利息收入主要包括保证金融资和证券借贷、银行存款利息收入和 IPO 融资利息收入等。2017 以来，利息收入呈现翻倍增长态势，2020 年利息收入同比+108%至 965.6 百万港元，其中受益于日均融资融券余额同比+121.8%至 4209.2 百万港元，融资融券利息收入达 498.0 百万港元（同比+124.7%）占利息收入 52%（2019: 48%）。2021 年 Q1 富途利息收入继续保持强劲增长态势，同比+355.8%至 658.6 百万港元，主要系平均每日融资余额的大幅增加和中国香港 IPO 市场向好带动公司 IPO 融资余额大幅增加。

图 13: 2018 年以来利息收入持续走高 (百万港元)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 14: 2017~2020 年公司日均融资融券和客户存款情况

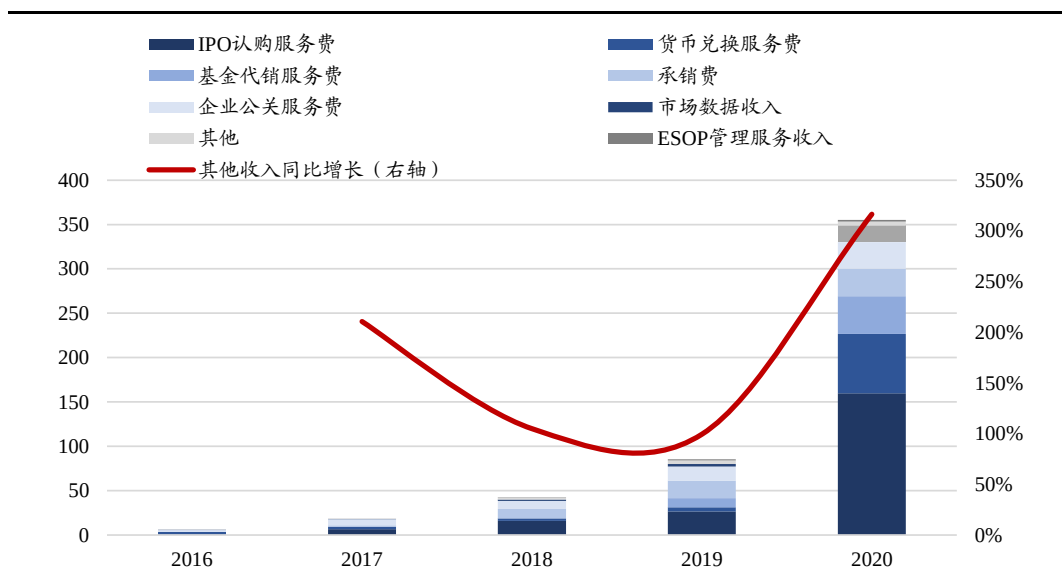


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

财富管理+企业服务双轮驱动，成长为公司第三大核心业务。其他收入主要包括企业公共关系服务费、IPO 认购服务费，货币兑换收入，市场数据收入和基金代销费用。2020 年公司其他收入为 355.1 百万港元较 2019 年同比大幅+316.3%。主要系 IPO 认购

服务收入（同比+502%），货币兑换收入（同比+1335%）及基金代销（同比+308%）。

图 15：2020 年富途控股其他收入实现高速增长（百万港元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2. 富途多牌照抢占先发优势，科技赋能产品，平台优势打造极致客户体验

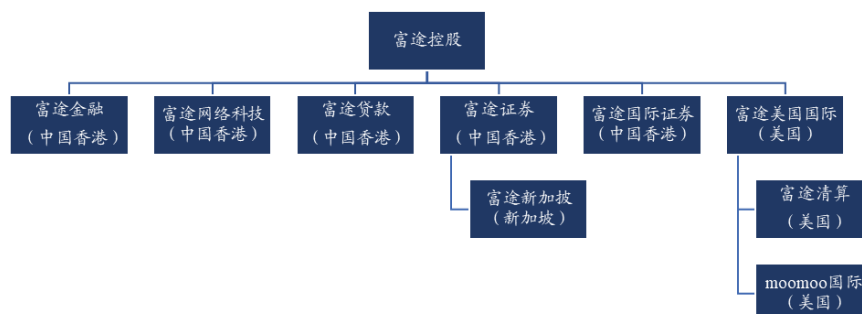
2.1. 管理层坚持自主持牌，富途获取多牌照抢占先发优势

管理层坚持自主持牌，历经 8 年斩获 35 张牌照。目前监管机构审批牌照相对有限，一些互联网券商（如老虎证券）在初创时期选择挂靠其他券商赚取分销收入，但富途创始人李华认为这种分销模式实际走上了导流工具的道路，因此从富途成立的第一天就坚持主动接受监管的道路。2012 年 10 月富途控股在邬必伟先生（目前是富途高级合伙人）的协助下，拿下香港 1 号牌照。经过 8 年的业务发展，截至 2021 年 5 月富途在中国香港、美国、新加坡及英国等地区共拥有 35 张牌照（包括许可证、会员资格及注册证等），并向 200 个国家及地区的 1300 万客户提供服务。

公司积极扩张经营范围，在多个地区和国家主动获取业务牌照。富途旗下香港子公司在 2011-2020 年期间获得第 1/2/3/4/5/7/9 类牌照，具有提供证券交易、期货合约交易、杠杆式外汇交易、就证券提供意见、就期货合约提供意见、提供自动化交易服务、提供资产管理的资质；旗下美国子公司（Futu US INC）是美国证监会（SEC）注册的持牌主体，是美国金融业监管局（FINRA）会员、美国证券投资者保护公司（SIPC）认证会员、美国存管信托与证券清算公司（DTCC）会员、美股期权清算公司（OCC）会员，可以提供供美股与期权买卖/经纪服务；提供清算、结算和交易托管等服务。此

外除在美国和中国香港地区两大资本市场的业务扩张外，富途控股还具有伦敦证券交易所和绿宝石交易平台会员资格、新加坡交易所证券及衍生品交易会员资格，并持有新加坡资本市场服务（CMS）牌照。

图 16：公司部分组织架构（截至 2020 年 12 月 31 日）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表 2：多地区牌照推动富途证券扩展业务范围（截至 2020 年 12 月 31 日）

中国香港地区牌照	牌照所支持业务
1 号牌照	从事证券交易和经纪业务以及融资融券业务
2 号牌照	期货合约交易
3 号牌照	杠杆外汇交易服务
4 号牌照	股票交易提供建议
5 号牌照	期货合约交易提供建议
7 号牌照	提供自动化交易服务
9 号牌照	资产管理
新加坡地区牌照	
Capital Markets Services (CMS) License.	
新加坡交易所证券及衍生品交易会员资格	
美国牌照	
美国金融业监管局（FINRA）会员、美国证券投资者保护公司（SIPC）认证会员、美国存管信托与证券清算公司（DTCC）会员、美股期权清算公司（OCC）会员	
英国牌照	
伦敦证券交易所和绿宝石交易平台会员资格	

数据来源：公司官网、公司年报，东吴证券研究所

2.2. 互联网基因推动富途走向差异化发展路径，腾讯加持其科技实力

高管能力强劲，背靠腾讯科技实力遥遥领先。公司创始人、首席执行官兼技术委员会主席李华先生是腾讯第 18 位创始员工，亦是腾讯 QQ 早期重要的研发参与者。其余的

董事和高管均拥有丰富的证券或互联网从业经验，2020 年年报中披露的 8 位董事和高管中，有四位管理层（包括李华先生）曾长期在腾讯工作。富途控股一直与战略投资者腾讯控股在企业业务、技术基础设施、人才招聘和培训等多个领域密切合作。2020 年公司向腾讯支付 5660 万港元用于购买设备、云服务、短信频道服务和其他服务，来支撑起其庞大业务量；同时 2018 年 12 月公司与腾讯签署战略合作，腾讯同意通过腾讯在线平台与富途在流量、内容和云领域进行合作，同时与富途进一步探索和寻求在金融科技领域潜在的合作机会，助力富途成为安全可信的互联网券商。

表 3：富途控股高管情况（截至 2020 年 6 月 1 日）

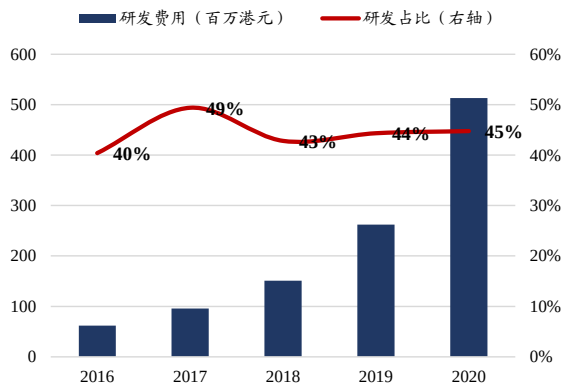
姓名	职务	出生年份	简介
李华	CEO	1978	李华自 2011 年 12 月起担任 CEO 兼董事。2000 年加入腾讯，是腾讯第 18 位创始员工，亦是腾讯 QQ 早期重要的研发参与者。在创建富途之前，曾在腾讯担任过多个高级管理职位，包括腾讯多媒体业务和创新中心的负责人；作为腾讯视频的创始人之一，领导了腾讯视频的产品设计和开发。在腾讯工作期间发明了 23 项国内和国际专利，于 2008 年获得广东省深圳市政府颁发的“创新人才奖”。
陈宇	CFO	1977	陈宇自 2017 年 9 月起担任 CFO。在加入富途之前，于 2009 年至 2016 年担任花旗环球金融亚洲有限公司董事，负责机构股票业务管理。2005 年至 2009 年，其曾担任中国国际金融公司副总裁。
徐礼	SVP	1984	徐礼自 2019 年 9 月起担任 SVP，全面负责产品、运营、市场及业务增长。拥有 10 年以上互联网行业工作经验，在加入富途之前，自 2006 年到 2013 年，于腾讯旗下中国领先的在线支付平台财付通担任高级产品经理，负责在线支付相关产品的开发和运营工作。
陈伟华	CTO	1980	陈伟华自 2015 年 7 月起担任 CTO。曾担任腾讯的高级技术专家，在 2003 年至 2013 年期间担任腾讯 QQ 后端服务的负责人，并负责 2013 年至 2015 年腾讯微信的安全，维护和大数据领域，在腾讯工作期间发明了 34 项国际和国内专利。

数据来源：富途年报，东吴证券研究所

持续研发投入与人才储备双轮驱动，奠定公司稳定基石。公司自 2009 年开始进行底层系统构建，从前端 APP、中台交易到后端清算的一整套系统均为自主研发，投资平台已形成高度自动化、多产品、多市场的科技闭环，系统在可扩展性、敏捷性、稳定性、安全性等方面均显著领先于同业竞争者。富途始终从客户需求的角度出发，2020 年实现 86 次客户端的版本迭代以及 3600 个产品的更新，终端产品涵盖 MAC、iOS、Android、Windows 等全平台覆盖，保持核心后台系统每周更新、零售平台至少每月更新的敏捷频

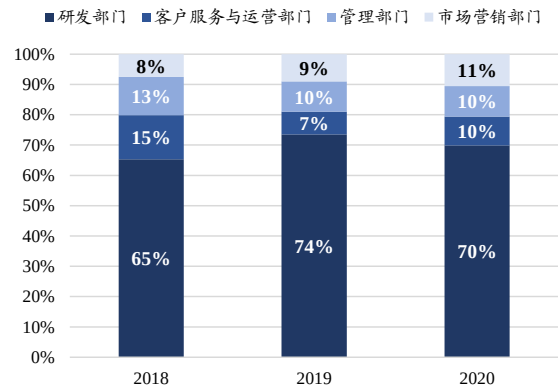
率。2016年以来公司研发投入占比总费用始终保持40%以上，为公司最主要的费用投入方向，其中2020年研发投入同比增长96%至5.13亿港元，占比总营业费用的45%；研发人员占总员工比例也维持在70%左右，2018-2020年富途研发人员占比分别为65%、74%和70%。

图 17: 富途研发实力强劲，研发费用保高占比



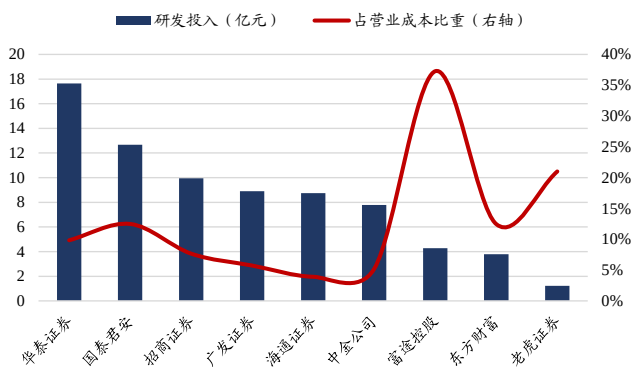
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 18: 富途研发部门员工数量维持高占比



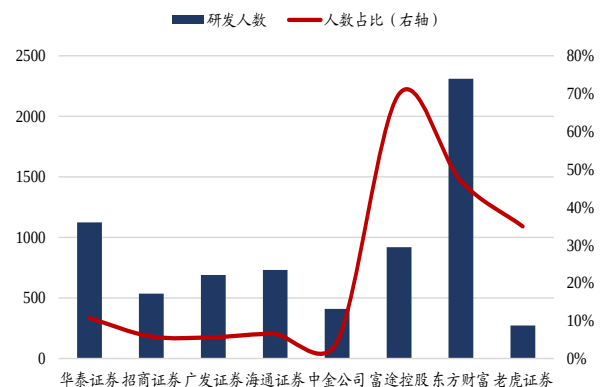
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 19: 2020 年各家券商研发投入及占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所（富途证券和老虎证券研发投入按1港元=0.8328人民币进行换算）

图 20: 2020 年各家券商研发人数及占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

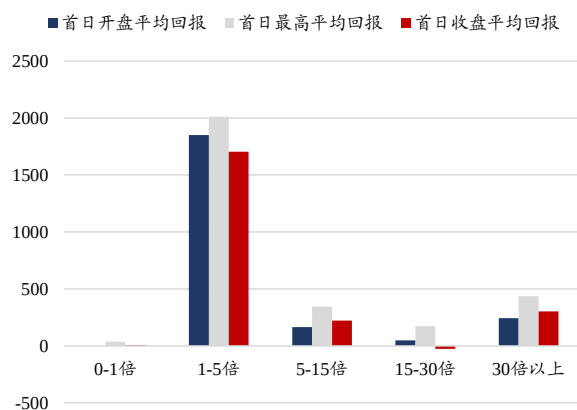
投资者分享新经济成长红利的需求强烈，打新成为港股投资新潮流。与A股打新机制不同，港股打新无持仓要求，中签率为30%~50%，较A股有较大的优势（A股中签率0.01%~0.05%），此外港股首发采用市场定价因此在盈利方面对投资者拥有更大的吸引力。然而A股虽然中签率较低但一旦中签则接近100%盈利，而港股打新的盈亏不一，这较大地考验投资者对一家公司未来发展的判断。根据富途公开数据显示，2020年共有144家公司赴港IPO，平均认购人数达17万，平均一手中签率达33.04%，年化中签收益率达70.2%，其中新经济行业（非必须消费、医疗保健和资讯科技）的上市首日开盘平均回报最高分别为951、353和219港元/股。

表 4: 港股打新 VS A 股打新

	港股打新	A 股打新
定价	市场定价	定价不超过 23 倍 PE
打新门槛	门槛低、无持仓要求, 账户有一定资金即可打新	需要配套持股市值才可打新
中签率	中签率高 平均 30%~50% 优先保证一户一签	中签率低 约 0.01%~0.05%
是否可融资	是	否
风险性	有一定的破发风险	低, 极少破发
涨跌幅	无	-36%~44%
交易规则	T+0	T+1
中签盈利	盈亏不一	接近 100%盈利

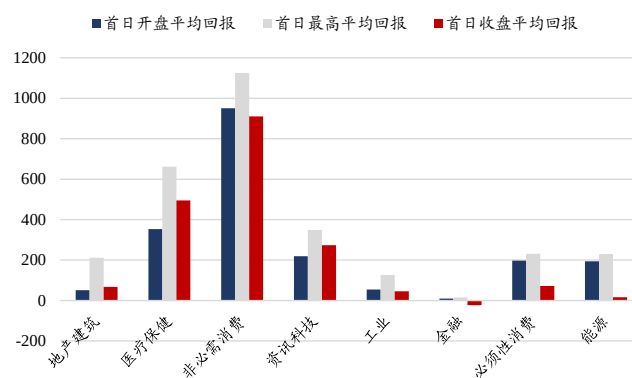
数据来源: 富途牛牛, 东吴证券研究所

图 21: 认购倍数首日回报统计 (港元/股)



数据来源: 富途官网, 东吴证券研究所 (截至 2021 年 6 月 1 日, 近一年港股打新表现)

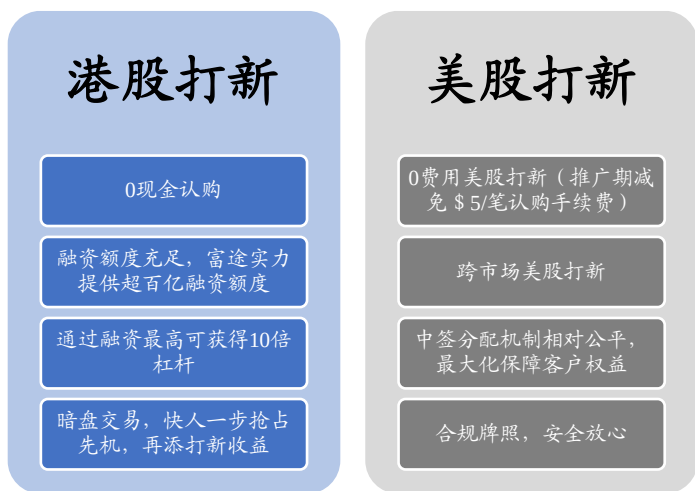
图 22: 新股行业首日回报统计 (港元/股)



数据来源: 富途官网, 东吴证券研究所 (截至 2021 年 6 月 1 日, 近一年港股打新表现)

富途为内地投资者提供“一键式打新”科技平台，自主研发暗盘形成独特的竞争优势。富途针对内地客户开发了便捷电子化开户流程，是中国香港第一家实现 100%线上操作的券商。内地投资者在仅需持有身份证和银行卡的情况下，3 分钟即可完成开户操作，15 分钟内完成认证。富途支持港股 IPO 一键打新、提供现金和融资认购，其中融资认购支持最高 10 倍杠杆，同时还支持持仓抵押认购，让投资者 0 现金认购。此外，美股 IPO 是配售制，并无公开认购的环节，主要是各大机构与基金参与配售。富途通过与上市公司沟通，从投行获得分配额度，再降低认购门槛提供给普通投资者进行网上申购，实现美股打新从机构垄断到平民服务。2019 年富途获得香港证监会 7 号牌照，立即自主研发暗盘交易系统，2020 年富途暗盘累计一手收益达 18.8 万港元/笔（其他暗盘为 11.8 万港元/笔），强劲的科技实力帮助富途暗盘高达 300 笔/秒的订单处理速度以及无上限的交易额，使富途在技术获得较大的竞争优势。

图 23：富途港股美股打新优势



数据来源：富途官网，东吴证券研究所

图 24：富途自主研发暗盘交易

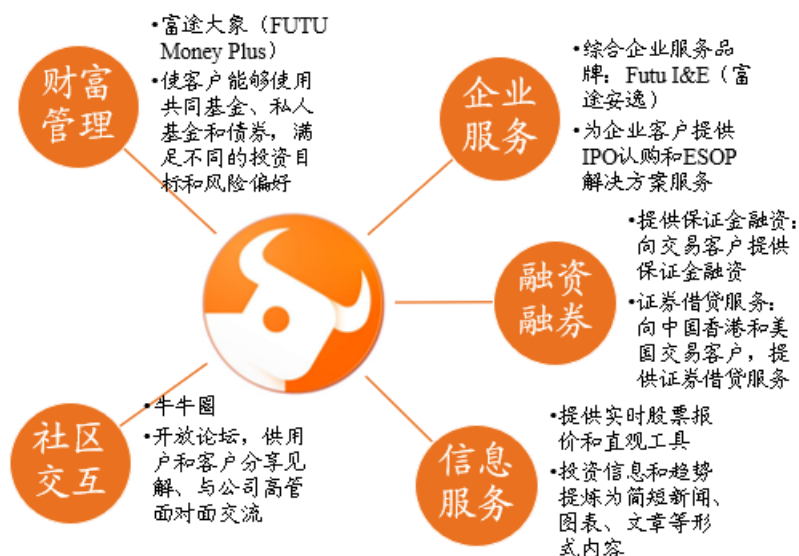


数据来源：富途官网，东吴证券研究所

2.3. 社区平台+多样化产品推动富途获客能力持续提升，客户黏性日益显著

富途强大的投资内容社区与多样化产品，致力于投资变革体验。以实盘交易为抓手，产出高质量的平台讨论，管理层积极参与平台讨论，提升客户黏性。截至 2020 年 12 月 31 日，公司月活跃用户 183.18 万人，日活跃用户 67.96 万人，较去年同比分别增长 198%、226%；公司以“让投资更简单，不孤单”为使命，积极打造运营线上投资社区“牛牛圈”提高客户活跃度与粘性。2020 年活跃用户平均每个交易日在富途牛牛的使用时间为 37.8 分钟。根据公司 2021 年一季报显示，截至 2021 年 2 月，富途牛牛活跃用户超过 100 万，日用户原创内容产出超过 31 万条，每日实盘交易晒单 3000 条，除了用户之间的投资交流之外，牛牛圈提供各种投资产品的小白教学，邀请大 V 分享投资心得；同时，牛牛圈推出了直播与企业号服务，邀请公司直接面对面对与投资者交流并分享公司业绩与近期发展状况，良好的社区交流、分享机制已成为富途牛牛庞大的新增付费客户流量池与客户粘性保持的保证。同时公司推出了客户忠诚计划，通过发放各种积分、优惠券的方式激励客户继续在平台分享内容、交易并且推荐新的客户，受益于积极的客户粘性培养，富途牛牛 2020 年季度付费客户留存率高达 98%。

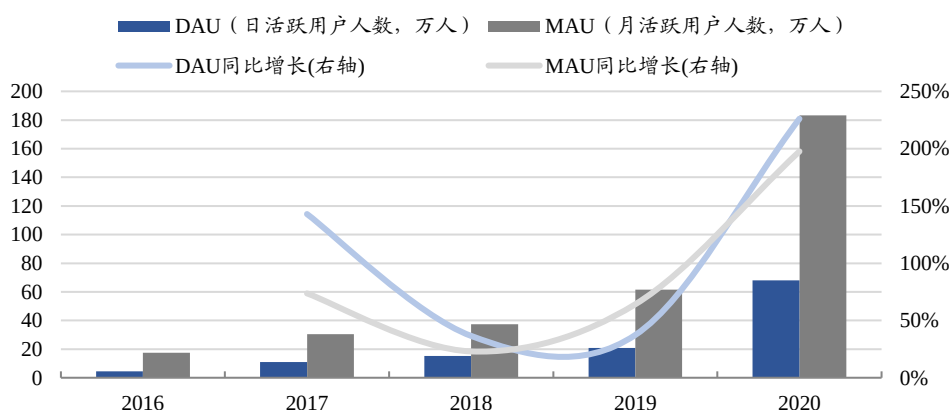
图 25: 富途产品与服务情况



数据来源: 富途年报, 东吴证券研究所

MAU, DAU 增速上扬, 客户活跃度高涨。截至 2021 年 12 月 31 日, 公司 MAU (月活跃用户人数) 为 183.18 万人, DAU (日活跃用户人数) 为 67.96 万人, 较去年同比增长分别为 198% 和 226%, 增速较去年大幅上扬; 交易日平均每个活跃用户在富途牛牛平台的使用时间为 37.8 分钟, 较去年同期 24.5 分钟有大幅提升。

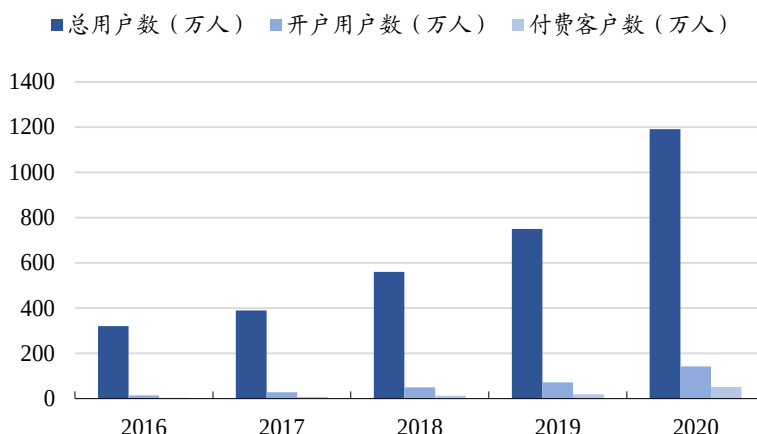
图 26: 公司用户数两年保持高增长



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

富途牛牛平台用户数连创新高, 获客能力强劲。截至 2020 年 12 月 31 日, 公司拥有总用户群 1190 万人, 开户用户 142 万人, 高质量付费客户 51.67 万人, 较去年同期分别 +59%, 98%, 和 160%。公司核心付费客户 2016 至 2020 年复合增长率高达 95.4%, 增速呈现加速上升趋势, 核心付费客户增速快于总用户群增速体现出公司优秀的内部转化率。

图 27: 公司总用户数、开户用户数、付费客户保持高增长



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

“低佣金+线上服务”强化富途客户粘性。公司的客户来源主要是来自中国内地以及中国香港的个人投资者, 伴随着中国居民海外投资需求的持续放量, 富途证券通过超低费率以及极佳个用户体验实现了开户用户、付费客户的增长。公司作为全香港第一家实现完全线上操作的券商, 凭借线上轻资产运营额模式为客户提供了远低于传统券商和银行的佣金率, 相对比传统经纪商 0.2% 的平均费率, 富途提供平均 0.03% 的费率以及针对高频交易的阶梯式费率大大提高了对费率敏感型的年轻及高频交易者的吸引力。

表 5: 富途证券为客户提供了相比传统券商/银行更低的佣金率 (截至 2021 年 6 月 9 日)

券商名称	港股		美股	
	佣金率	最低交易金额	佣金率	最低交易金额
哈富证券	0.025%	5 港元/笔	0.0049 美元/股	0.99 美元/笔
富途证券	0.030%	3 港元/笔	0.0049 美元/股	0.99 美元/笔
老虎证券	0.029%		0.0039 美元/股	0.99 美元/笔
盈透证券	0.015%-0.08%	4-18 港元/笔 (阶梯式); 18 港元/笔 (固定式)	0.0005-0.0035 美元/股	0.35 美元/笔 (阶梯式); 1 美元/笔 (固定式)
海通国际	0.15%起 (网上交易) / 0.25%起 (电话交易)	100 港元/笔	0.15%起 (网上交易) / 0.25%起 (电话下单)	12.8 美元/笔 (网上交易); 30 美元/笔 (电话下单)
中银国际	0.18%-0.25% (自动化系统) / 0.25%-0.50% (线下或电话交易)	100 港元/笔	通过自动化系统 (网银/手机银行/自动化股票专线): 0.02 美元/股	16 美元/笔 (特定客户); 18 美元/笔 (普通客户)

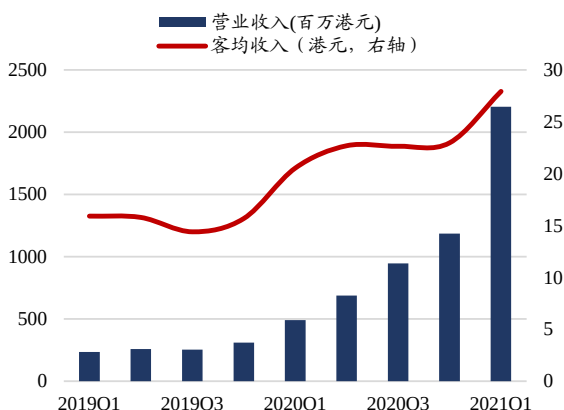
招商证券 (香港)	0.25% (人工交易) / 0.225% (网上交易)	100 港元/笔	0.3% (人工交易) / 0.225% (网上交易)	30 美元/笔 (人工交易); 25 美元/笔 (网上交易)
华泰国际 (香港)	0-0.029% (涨乐全球通); 0.15% (非涨乐全球通, 电话交易)	0-2.9 港元/笔 (涨乐全球通); 10-100 港元/笔 (非涨乐全球通, 电话交易)	0-0.0039 美元/股 (涨乐全球通); 0-0.01 美元/股 (非涨乐全球通, 电话交易)	0-0.99 美元/笔 (涨乐全球通); 5 美元/笔 (非涨乐全球通, 电话交易)

备注: 以上对比均不包括手机报价; 盈透证券不包括 IBKR Lite 免佣金版本; 海通国际为指定网页及 APP 佣金率。

数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

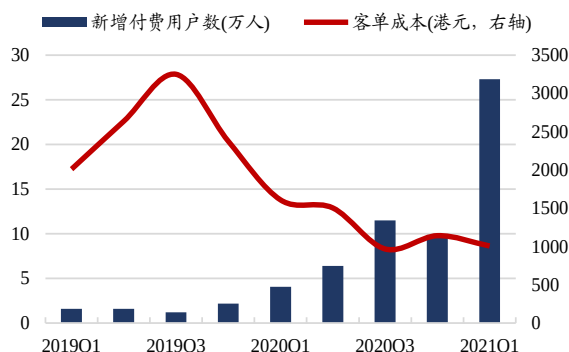
单客收入上行兼顾获客成本的下行, 富途证券经营效率大幅提升。依靠于互联网券商线上开户交易的经营模式, 富途单个客户收入 (营运收入/付费客户数) 稳步增长, 从 2019Q3 的 1439.06 港元/人增长至 2021Q1 的 2791.88 港元/人; 受益于公司的新增付费客户从 2019Q3 起的高速增长 (从单季新增 1.2 万人增长至 2021Q1 的单季新增 27.3 万人), 富途获客成本 (销售费用/单季度新增付费客户) 随之骤降, 从 2019Q3 的 3248.5 港元下降至 2021Q1 的 1006.1 港元, 递减趋势明显。

图 28: 富途证券单个客户收入稳步增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 29: 富途证券单个客户获客成本呈阶梯型下降



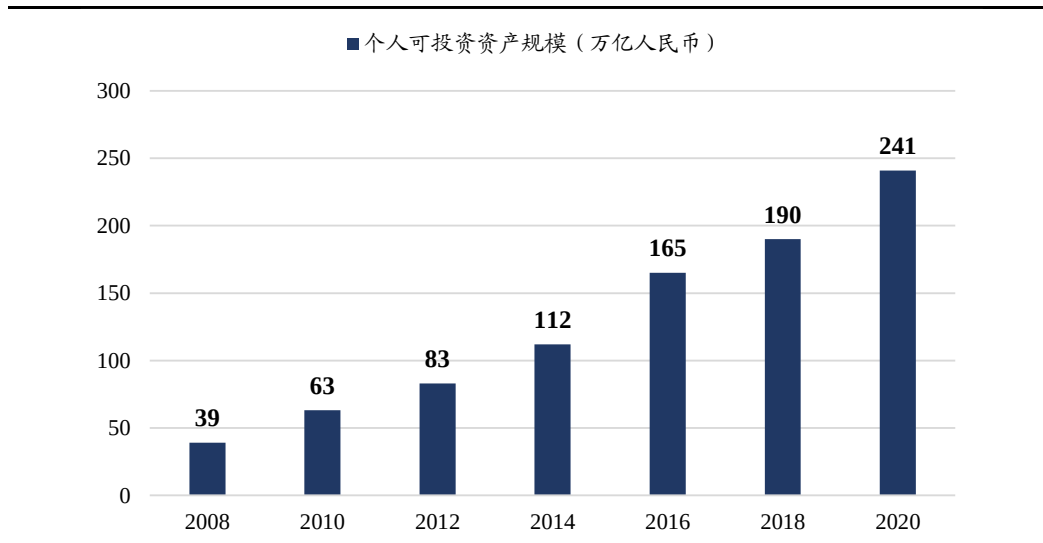
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 海外市场空间广阔, 富途乘线上交易之东风扬帆启航

3.1. 我国居民金融资产配置增速不断提升, 富途证券顺“市”而为

我国居民资本可投资资产复合增速逐年增长, 国民对权益投资需求出现提升。2020 年我们居民可投资资产规模达 241 万亿人民币, 2018-2020 年年均复合增长率为 13%, 其中 2018 年后我国资本产品规模增速 (2018~2020 年 CAGR: 27%) 跑赢不动产和银行理财 (2018~2020 年 CAGR 分别为 14% 和 9%), 这表明国民对股票等权益投资的需求开始提升。同时境外投资资产规模近几年也保持高速增长 (2008~2020 年 CAGR 达 32%)。

图 30：2008 年以来我国居民可投资资产规模逐年增长



数据来源：招商银行《2021 年中国私人财富报告》，东吴证券研究所

表 6：2008-2020 年中国个人持有可投资资产年化复合增速

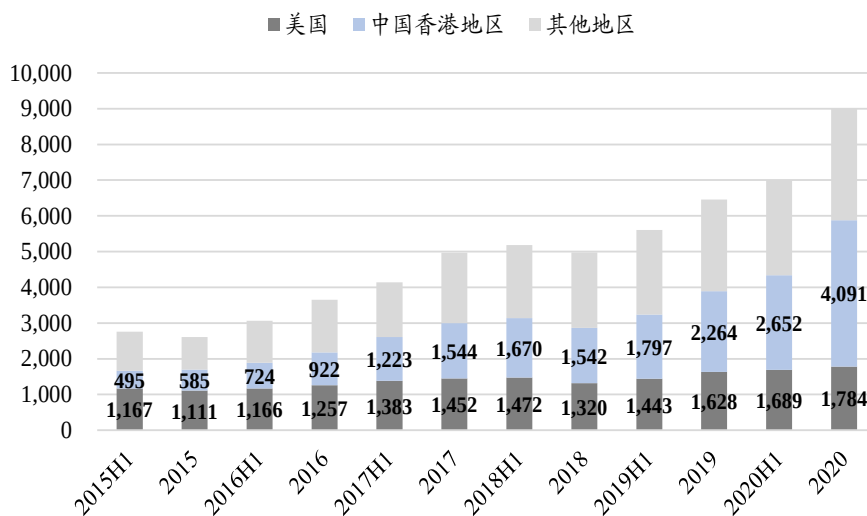
	08-20	12-14	14-16	16-18	18-20
个人可投资资产总体规模	16%	16%	21%	7%	13%
其他境内资产	42%	48%	35%	0%	-5%
保险（寿险）	18%	18%	23%	15%	11%
境外投资	32%	20%	26%	10%	21%
银行理财产品	25%	40%	29%	6%	9%
资本市场产品	19%	27%	22%	1%	27%
投资性不动产	20%	8%	30%	8%	14%
现金及存款	13%	11%	15%	8%	9%

数据来源：招商银行《2021 年中国私人财富报告》，东吴证券研究所

我国内地居民海外投资资产渗透率较发达国家仍有一定的差距，中国香港地区和美国两大股票交易市场对内地居民有较大的吸引力。根据富途招股说明书统计的数据显示 2017 年我国居民海外投资总资产达 1.1 万亿美元，其中金融资产达 0.6 万亿美元（同比+20%），而渗透率（境外资产占可投资资产总额比重）仅为 5%（2015 年美国 and 英国渗透率：18.6%和 39.8%）。据外管局数据显示，截至 2020 年末我国对外证券投资规模达 8999 亿美元，其中中国香港地区和美国分别占总投资规模的 45%和 20%（合计 65%）。当前港股市场仍处于价值洼地，新经济企业的上市将吸引内地投资者进入港股市场，此外且相较于内地市场，中国香港地区 and 美国的资本市场更为成熟，上市和退市等机制更加完善，对内地投资者有较大的吸引力随着我国对外开放政策不断放开，居民可支配收入逐步提高，专业投资者通过全球化、多元化投资以减少风险，而美港股市场中不乏优良投资标的。此外，中国赴美上市企业数量持续增加，我们认为中国投资者对美国线上

证券市场的投资热情持续高涨。

图 31：我国对外证券投资各地区情况（亿美元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

金融对外开放在业务资质开放深度进一步加强，同时开放速度也在加快。金融对外开放战略深入推进是未来几年的政策主旋律，具体内容上主要体现在便利外资和外资金融机构进入中国。对中国金融市场与金融机构来说，对外开放具有重大价值，宏观上助力中国金融体系的发展，微观上促进金融机构同业高质量发展。自 2018 年起的新一轮金融对外开放中，银行、证券、基金管理、期货、人身险等领域外资股比限制已完全取消，外资股东资质限制不断放宽；2021 年 2 月 19 日，国家外汇管理局管理司司长叶海声表示，2021 年将研究有序放宽个人资本项下业务限制，取消年度购付汇额度限制，优化管理流程；研究论证允许境内个人在年度 5 万美元便利化额度内开展境外证券、保险等投资的可行性；配合央行做好大湾区“理财通”试点。我们预计外汇管理的进一步放宽将有利于中国金融市场双向开放，中国香港成交量有望迎来进一步提升。

表 7：历年外汇投资和金融对外开放的政策

日期	机构	相关政策	具体内容
2003年12月	国务院	《境外金融机构投资入股中资金融机构管理办法》	规定了入股中资银行的资格条件和持股比例
2006年4月	外汇管理局	《关于调整经常项目外汇管理政策的通知》	放宽境内居民个人购汇政策，实行年度总额管理，每人每年等值2万美元。
2006年11月	银监会	《外资银行管理条例》及其实施细则	取消外资银行经营人民币业务的地域和客户限制
2007年1月	外汇管理局	《个人外汇管理办法实施细则》	将年度总额提升至每人每年等值5万美元
2007年8月	外汇管理局	《关于境内机构自行保留经常项目外汇收入的通知》	停止使用外汇账户管理信息系统的“限额管理”功能
2018年4月	银保监会	《关于进一步放宽外资银行市场准入相关事项的通知》	取消对银行和金融资产管理公司的外资持股比例的限制，扩大外资银行在中国的业务范围，允许金融机构外资持股比例增至51%的上限；允许符合相关条件的外国投资者来华经营保险公估业务、保险代理业务。
2018年6月	央行、外汇管理局	《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》《中国人民银行国家外汇管理局关于人民币合格境外机构投资者境内证券投资有关问题的通知》	取消QFII资金汇出20%比例要求，QFII可委托托管人办理相关资金汇出；取消QFII、RQFII本金锁定期要求，QFII、RQFII可根据投资情况汇出本金；允许QFII、RQFII开展外汇套期保值，对冲境内投资的汇率风险
2019年5月	银保监会	-	取消外资银行对中资商业银行持股比例限制，取消外资银行在华设立法人银行及分行的总资产要求，允许境外金融机构入股在华外资保险公司。
2019年7月	央行	《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》	允许符合条件的外资以特定方式在境内设立理财公司，支持外资金资设立或参股货币经纪公司，允许外资机构获得银行间债券市场A类主承销牌照。
2019年10月	央行、外汇管理局	《关于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场有关问题的通知》	解决了同一境外机构投资者通过不同渠道投资的债券过户、资金划转和重复备案问题
2020年4月	外汇管理局	《关于优化外汇管理 支持涉外业务发展的通知》	推广资本项目收入支付便利化改革，简化部分资本项目业务登记管理。放宽具有出口背景的国内外汇贷款购汇偿还，优化银行跨境电商外汇结算。
2021年2月	外汇管理局管理司司长叶海声	《中国外汇》	外汇局配合扩大金融市场双向开放。2月19日，国家外汇管理局表示，2021年将研究有序放宽个人资本项下业务限制，取消年度购付汇额度限制，优化管理流程；研究论证允许境内个人在年度5万美元便利化额度内开展境外证券、保险等投资的可行性；配合央行做好大湾区“理财通”试点。

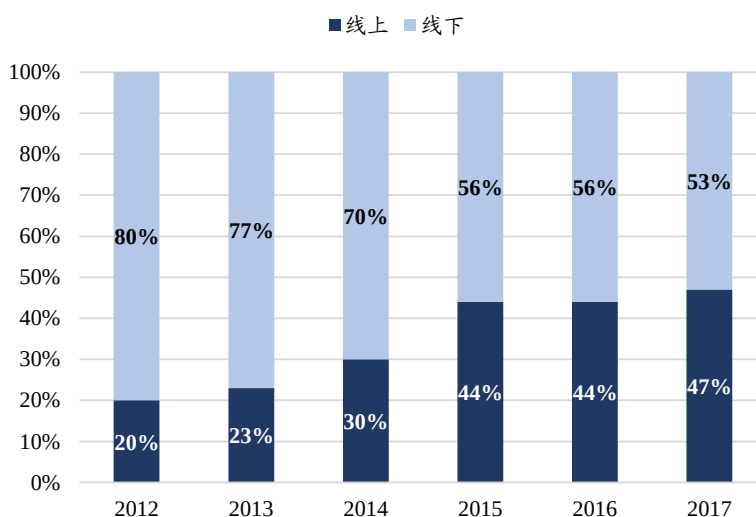
数据来源：银保监会、中国外汇管理局，Wind，东吴证券研究所

3.2. 中国香港地区线上交易额渗透率不断提升，富途成长空间广阔

线上交易快速增长，互联网券商优势显著，中国香港地区和美国是较受国内投资者青睐。全球线上交易增长趋势显著，互联网券商优势日益凸显。全球零售证券交易量从2012年的44万亿美元增长到2017年的59万亿美元，五年内复合年增长率为6%，这是由散户投资者基础的扩大推动的。同期，网上交易额从2012年的8.8万亿美元增至2017年的27.8万亿美元，年复合增长率为26%，占比达到从20%提升至47%。相比传统券商通过线下设立网点招揽客户相比，互联网券商以线上交易为主导，运营效率大幅提升。随着互联网的普及和科技的快速发展叠加2020年全球疫情的催化，我们预计线上交易量将达到新高度，互联网券商将深度受益。

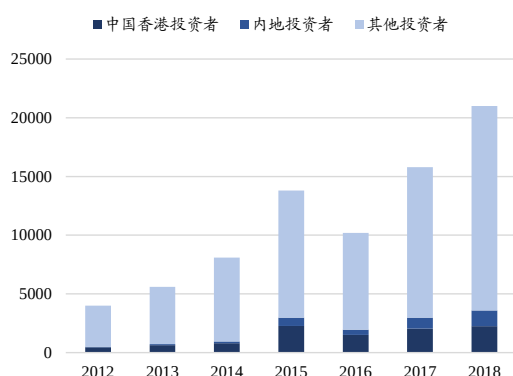
中国香港市场交易额有望继续增长，富途证券可充分享受线上交易之东风。截至2018年底，全球线上证券交易总额37.7万亿美元，六年（2012~2018年）复合增速20.6%，其中中国香港线上证券交易总额为2.1万亿美元，六年（2012~2018年）复合增速31.6%，高于全球复合增速。截至2020年12月31日公司全年交易总额达34636亿港元，相较于2016年1959亿港元复合增速高达105.1%，其中中国香港地区2020全年交易总额12613亿港元，4年（2016~2020年）复合增速85.7%；美国地区2020全年交易总额21617亿港元，4年（2016~2020年）复合增速121.5%。截至2018年底，公司中国香港线上交易额达4192亿港元，按当年加权平均汇率计算，富途证券2018年中国香港地区交易额占全香港线上证券交易占比2.98%，美国地区占比0.46%。我们认为随着公司科技赋能平台，获客能力不断提升未来市占率有一定的成长空间。

图 32：全球零售券商交易量线上与线下占比



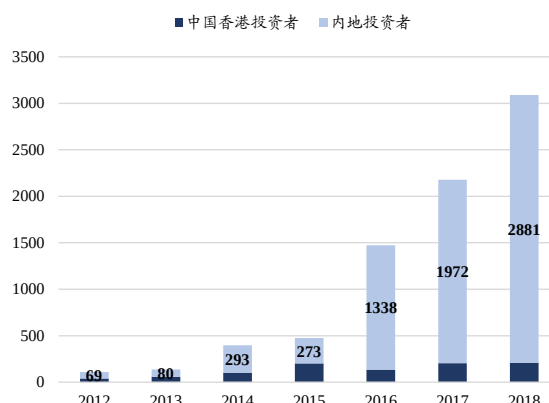
数据来源：富途招股说明书，东吴证券研究所

图 33: 中国香港证券市场个人投资者线上交易额 (亿美元)



数据来源: 富途招股说明书, 东吴证券研究所

图 34: 中国个人投资者在美国证券市场线上交易额 (亿美元)



数据来源: 富途招股说明书, 东吴证券研究所

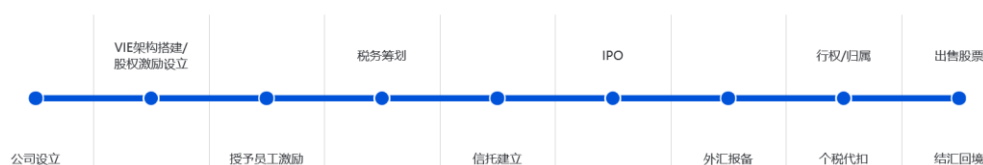
3.3. 富途积极开拓新业务和市场, 线上金融生态圈不断完善

IPO 分销与 ESOP 双引擎驱动, 长期陪伴新经济企业成长。富途控股于 2019 年 5 月 8 日推出富途安逸 (FUTU I&E), 为企业提供 IPO 分销、IR、ESOP 期权管理等一站式服务。1) 富途安逸开发的 ESOP 系统体现“科技赋能+互联网产品思维”, 为新经济企业提供更安全高效的一站式管理, 有效解决了传统 ESOP 服务上市前后数据断层、成本高、效率低等问题。同时, 富途 ESOP 是基于服务导向的, 其重要战略意义在于构建富途与企业客户之间强有力的联系和稳固的互信, 进而助力富途获取这些新经济公司背后的优质潜在高净值, 据公司招股书披露, 2018 年新增付费客户中 18% 来自于 ESOP 业务的推动。2) 富途安逸深受 TMT、新造车与物流、生物医药及大型实体企业等众多行业龙头青睐。截至 2021Q1, 富途港美股 IPO 分销及 IR 累计服务客户共 152 家, 包括农夫山泉、知乎、陆金所等; ESOP 解决方案总客户数达 200 家, 包括泡泡玛特、36Kr、小鹏等。

图 35: 富途安逸打造一站式企业服务

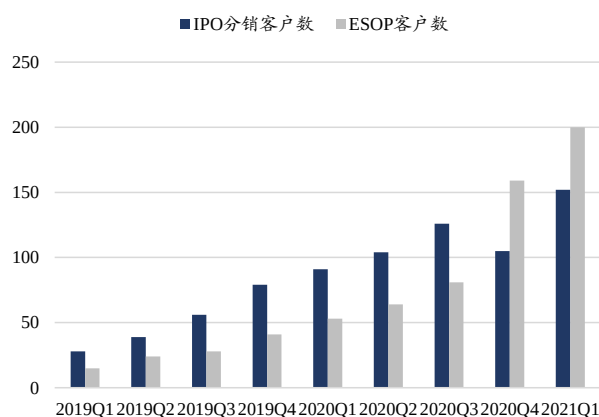
富途ESOP股权激励管理全流程服务

提供激励方案设计、税务筹划、信托设立及行权落地等全流程服务, 上市前上市后无缝衔接, 让公司省心放心



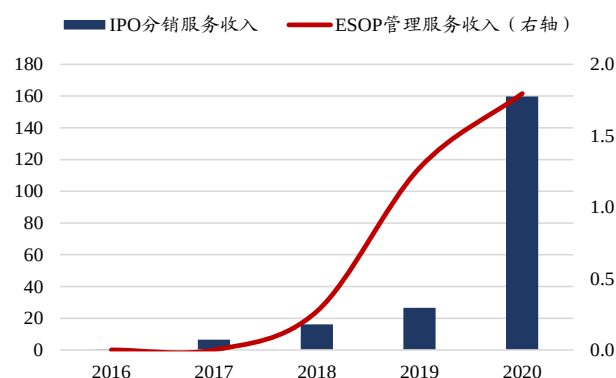
数据来源: 富途安逸官网, 东吴证券研究所

图 36: 富途安逸企业数量持续提升



数据来源: 公司年报和 2021 年一季报, 东吴证券研究所

图 37: 富途安逸 IPO 分销与 ESOP 收入情况 (百万港元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

“大象”起舞，探索财富管理新模式。2019 年 8 月富途财富管理业务正式开始布局，2020 年 11 月成立财富管理子品牌“大象财富”，凭借 0 费率、便利快捷、高流动性和低投资门槛等优势，截至 2021 年 Q1，富途大象财富规模达 131 亿港元（同比+190%，环比+28%）。富途大象财富坚持精品化发展模式，专业选品团队曾就职于高盛、花旗、中金等国际投行，具备多元化的金融背景及丰富的研究经验，遴选优秀基金产品，做客户财富的第一道守门人。截至 2021Q1，大象财富已与超 40 家国际顶尖资管机构开展合作，其中包括贝莱德、摩根士丹利、PIMCO、富兰克林、普信、霸菱、惠理、易方达香港、嘉实国际等知名资管机构。

表 8: 财富管理产品管理费率 (截至 2021 年 6 月 1 日)

产品类型	起购金额	申购费	赎回费用
货币基金	0.01 港元/美元	0%	0%
债券基金	100 港元/美元	0%	0%
股票基金	100 港元/美元	0%	0%
混合基金	100 港元/美元	0%	0%
定期理财	100 港元/美元	0%	0%
私募基金	10 万港元/美元	-	-

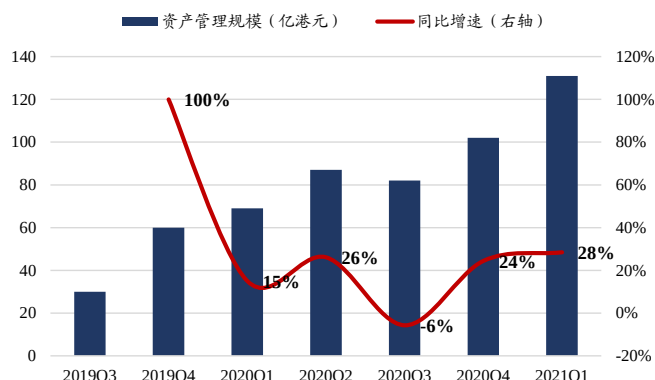
数据来源: 富途官网, 东吴证券研究所

图 38: 与大象财富合作的国际顶尖资管机构



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

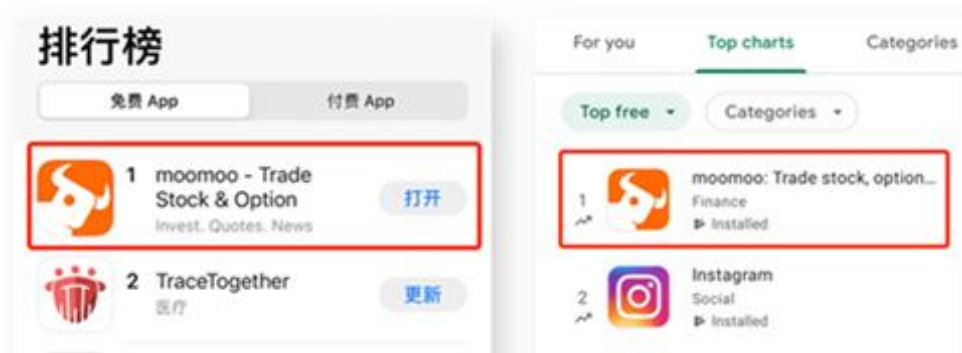
图 39: 富途大象资产管理规模逐年提升



数据来源: 公司 2021 年一季报, 东吴证券研究所

作为进军东南亚的锚点，富途新加坡客户群体急速扩张。2020 年 10 月，富途控股在新加坡的全资子公司（Futu Singapore Pte.Ltd.）获得新加坡金管局颁发的资本市场服务（CMS）牌照，正式进军以新加坡为起点的东南亚市场。2021 年 3 月富途正式在新加坡推出专门面向海外投资者推出的国际版富途牛牛 moomoo，提供全球投资服务的投资软件，推出之后富途付费客户总数达到 789652 户，同比+231.0%（截至 2021Q1），表现出富途进一步推进海外扩张后强劲的增长势头。moomoo 上线新加坡不到一周，就迅速登上新加坡应用商店财经类 App 排行榜第二名，仅次于新加坡最大的商业银行——星展银行（DBS）手机银行 App，并在 4 月底一度跃升至新加坡应用商店 App 总榜第一。根据富途的预测，新加坡约有 100 万散户投资者，而 2021 年 6 月，富途在新加坡的用户数达 22 万，有资产客户数已突破 10 万，富途新加坡业务正式迎来“十万有资产客户数”里程碑。在新加坡金管局金融企业援助计划等利好政策刺激下，我们预计新加坡金融服务与金融科技企业行业在线渗透率将增加，结合新加坡与其他东南亚国家在线证券交易与财富管理的需求逐渐上升，富途有望在以新加坡为锚点的东南亚扩大市场影响力，大幅提升其客户数量与客均资产规模。

图 40: moomoo 跃升至新加坡 App store 和 GooglePlay 总榜第一 (2021/4/30)



数据来源：富途牛牛、东吴证券研究所

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

富途控股目前的收入来源为佣金手续费、利息收入和其他业务（企业服务+财富管理）构成，其中佣金手续费收入和利息收入是目前公司的主营业务，受公司获客能力的影响较大。

随着内地居民投资港美股的意愿加强叠加公司持续有效的获客能力，我们预计公司的经纪业务将保持持续的高增长趋势。基于经纪佣金手续费=（换手率*客均资产*付费客户数）*综合佣金率的计算方法，随着内地居民投资港美股的意愿加强叠加公司持续有效的获客能力，我们预计富途的付费客户转化率将逐步提升，2021~2023 年达到 40%，带动付费客户增长至 128.5、178.5 和 235.6 万人，由于客均资产受多重因素影响（外汇政策、市场走向等），因此我们预计其将保持小幅增长，2021~2023 年同比增速 5%、7%和 10%达 58、62 及 68 万港元。我们假设 2021~2023 年富途综合佣金率为 0.056% 较 2019 年（0.059%）和 2020 年（0.057%）有小幅下降，2021~2023 年富途的经纪佣金和手续费收入将同比+143%，45%和 41%至 48.4、70.0 和 99.0 亿港元。

表 9: 富途经纪业务重要指标及预测值

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
用户群（百万人）	5.6	7.5	11.9	17.9	22.3	26.8
同比增速		34%	59%	50%	25%	20%
注册客户（万人）	50.2	71.8	142.0	321.3	446.3	589.1
同比增速		43%	98%	126%	39%	32%
注册客户转化率	9%	10%	12%	18%	20%	22%

付费客户数 (万人)	13.3	19.8	51.7	128.5	178.5	235.6
同比增速		49%	160%	149%	39%	32%
付费客户转化率	26%	28%	36%	40%	40%	40%
客均资产 (万港元)	38.3	43.9	55.2	58.0	62.0	68.2
同比增速		15%	26%	5%	7%	10%
换手率 (倍)	17.8	10.0	12.1	11.6	11.3	11.0
平台交易额 (亿港元)	9070.0	8727.0	34636.0	86399.5	125078.6	176792.6
综合佣金率	0.045%	0.059%	0.057%	0.056%	0.056%	0.056%
经纪佣金和手续费收入 (百万港元)	408.0	511.4	1990.1	4838.4	7004.4	9900.4
同比增速		25%	289%	143%	45%	41%

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

富途控股利息收入主要来源于融资融券利息收入和银行存款利息收入, 随着付费客户的持续提升以及优良标的持续涌进港美股市场, 我们预计利息收入将大幅提升。1) 2020 年公司日均融资融券余额达到 93.35 亿港元, 同比+122%, 随着公司 2020 与 2021 年初完成的两次增发, 融资融券资本金进一步夯实, 此外叠加付费客户的持续增长, 我们预计 2021~2023 年公司日均融资融券余额将继续保持高增长 (同比+90%、60%和 50%) 达 177.4、283.8 和 425.7 亿港元, 假设融资融券利率与 2020 年相比有小幅下降至 6.10%, 2021~2023 年融资融券利息收入将达 10.8、17.3 和 26.0 亿港元 (同比+89%、60%和 50%)。2) 富途银行存款利息收入主要来源于客户的现金余额利息收入, 2020 年公司代客户持有银行存款达 424.9 亿港元 (同比+192%) 然而受疫情及市场利率下滑所影响, 存款利率 (银行存款利息收入/代客户持有存款) 较 2019 年大幅下滑至 0.49%, 随着疫情的出清和利率的回稳, 我们预计 2021~2023 年存款利率将恢复至 1.15%, 存款利息收入达 9.5、14.3 和 20.0 亿港元, 同比+357%、50%和 40%。

表 10: 富途利息收入关键指标及预测值

百万港元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
日均融资融券余额	3729	4209.2	9335.5	17737.5	28379.9	42569.9
同比增速		13%	122%	90%	60%	50%
融资融券利率	6.06%	6.15%	6.12%	6.10%	6.10%	6.10%
融资融券利息收入	226.1	258.9	571.8	1082.0	1731.2	2596.8
同比增速		15%	121%	89%	60%	50%
代客户持有存款	11771.5	14540.9	42487.1	82849.8	124274.7	173984.6
存款利率	1.05%	1.29%	0.49%	1.15%	1.15%	1.15%
银行存款利息收入	123.8	187.2	208.6	952.8	1429.2	2000.8
同比增速		51%	11%	357%	50%	40%
利息收入	360.6	464.9	965.6	2348.5	3661.9	5374.7
同比增速		29%	108%	143%	56%	47%

数据来源: wind, 公司年报, 东吴证券研究所

我们预计随着公司财富管理不断深入布局未来将成为其他业务收入的新增长点。1) 公司目前的财富管理业务仍处于初期发展阶段, 随着产品种类的不断丰富, 我们预计公司财富管理客户的渗透率将获得提升 2021~2023 年将达到 15%、18%和 20% (占付费客户比重)。同时公司汇集专业选品团队来遴选优秀基金产品, 坚持精品化发展模式。

我们预计公司客均资产有望实现 20%、22%和 22%的增速达 0.29、0.36 和 0.43 百万港元。我们假设 2021~2023 年管理费与 2020 年基本一致 (0.42%)，公司 2021~2023 年基金代销将达到 2.4、4.8 和 8.5 亿港元 (同比+451%、103%和 79%)。2) 富途安逸品牌效应不断升级叠加新经济企业持续涌入港美市场，我们预计公司 IPO 认购服务费将持续保持稳定增长至 2.4、3.5 和 5.0 亿港元 (同比+48%、50%和 40%)。两大业务的带动下，我们预计公司其他业务收入将同比增长 115%、58%和 55%达 7.6、12.1 和 18.7 亿港元。

表 11: 富途其他收入关键指标及预测值

单位: 百万港元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产管理规模 (亿港元)			102.0	561.8	1142.4	2044.1
管理费率	0.00%	0.00%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%
财富管理客户			42000	192780	321300	471240
客户渗透率			8%	15%	18%	20%
客均资产管理规模			0.24	0.29	0.36	0.43
同比增速			0%	20%	22%	22%
基金代销服务费		10.4	42.7	235.0	477.8	854.9
同比增速			308%	451%	103%	79%
IPO 认购服务费	16.1	26.5	159.7	236.3	354.4	496.1
同比增速		64%	502%	48%	50%	40%
其他业务	42.8	85.3	355.1	764.2	1206.0	1874.4
同比增速	105%	99%	316%	115%	58%	55%

数据来源: wind, 公司年报, 东吴证券研究所

公司整体处于发展初期，凭借科技实力和平台黏性公司获客能力稳定，带动收入大幅提升。基于上述假设，我们预计公司 2021~2023 年公司营业收入将达 79.51、118.72 和 171.49 亿港元，同比增长 140%、49%和 44%；净利润达 32.32、48.49 和 70.3 亿港元，同比增长分别 144%、50%、45%。

表 12: 富途盈利预测 (截至 2021 年 6 月 25 日)

单位: 百万港元	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	87	312	811	1,062	3,311	7,951	11,872	17,149
经纪佣金	75	185	408	511	1,990	4,838	7,004	9,900
利息收入	6	106	361	465	966	2,348	3,662	5,375
其他收入-经营	7	21	43	85	355	764	1,206	1,874
营业费用	23,800	27,043	25,185	26,129	33,744	40,374	48,229	54,201
净利润	-98	-8	139	166	1,326	3,232	4,849	7,030
净资产	-190	-233	-150	2,549	8,308	11,782	16,944	24,397
营业收入增速		258.15%	160.33%	30.84%	211.88%	140.15%	49.32%	44.45%
净利润增速				19.60%	700.14%	143.87%	50.01%	44.98%
归属于母公司股东净资产增速					225.98%	41.82%	43.81%	43.99%

ROE		-1.44%	13.51%	9.08%	24.42%	32.18%	33.76%	34.01%
EPS (港元)				1.32	10.57	22.26	33.39	48.40
BVPS (港元)				20.31	66.22	10.14	14.58	21.00
P/E				993.04	124.11	58.92	39.28	27.09

数据来源: wind, 公司年报, 东吴证券研究所 (EPS=净利润/ADR, 根据 choice 披露公司 1ADR=8 股)

4.2. 可比公司估值和投资评级

我们根据富途控股的互联网券商和深耕港美股属性选取两种可比公司: 1) 中国互联网券商东方财富和老虎证券; 2) 美股的互联网券商盈透证券和嘉信理财。当前线上股票交易占比不断提升, 港美股对内地投资者有较大的吸引力, 跨境互联网券商市场潜力大。富途凭借多牌照和强大的获客能力取得先发优势。1) 嘉信理财和 IB 盈透高增长期 (嘉信: 1995-2000 年; 盈透: 2007~2015 年) PE 为 40-50 倍; 2) 与国内的互联网券商相比, 当前可选公司平均估值在 56 倍 PE, 富途拥有较全的港美股牌照, 在业务发展方面较老虎拥有更高的先发优势; 2018~2019 年东方财富处于业绩快速上升时期, 当时对应的平均 PE 达 81.4 倍。富途控股上市以来平均估值在 118 倍 PE (截至 2021 年 6 月 25 日), 其中 2019 年 3 月~5 月刚上市期间各项业务刚刚起步, 业绩提升带动平均市盈率抬升至 368 倍, 考虑到未来内地居民可投资资产配置上升空间显著。富途控股基于“多牌照+科技实力”的运营模式发展逐渐趋于成熟, 深耕海外市场拥有强大的获客能力, 各项业务处于快速增长时期, 我们给予公司 2021 年 70 倍 PE 的估值, 对应目标价 200.8 美元/股。从盈利预测和公司估值看, 公司未来成长空间明确, 首次覆盖给予“买入”评级。

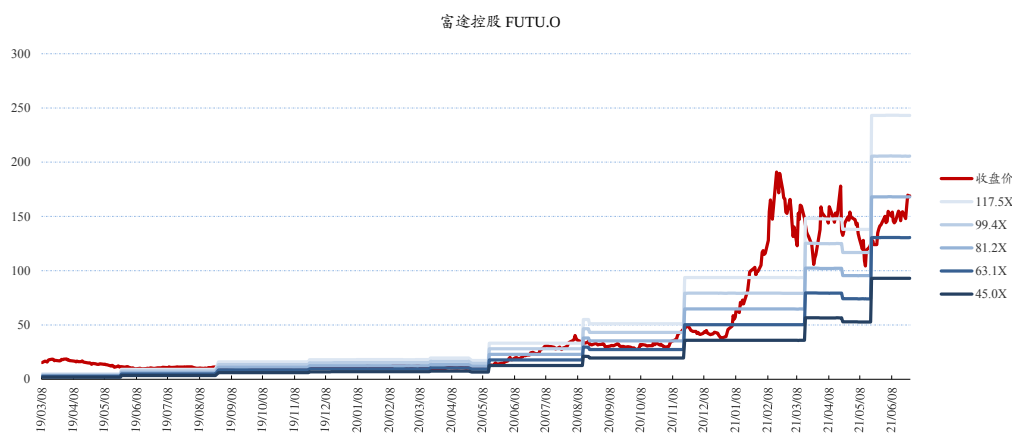
表 13: 可比公司估值 (截至 2021 年 6 月 25 日)

证券代码	证券简称	货币单位	总市值 (亿元)	2021E 净利润 (百万)	2022E 净利润 (百万)	2023E 净利润 (百万)	PE(2021E)	PE(2022E)	PE(2023E)
国内互联网券商									
300059.SZ	东方财富	CNY	3380	6865	9364	11485	49	36	29
TIGR.O	老虎证券*	CNY	283	449	818	1487	63	35	19
	平均值	CNY	1831	3657	5091	6486	56	35	24
美国互联网券商									
IBKR.O	盈透证券*	CNY	391	1874	1991	2346	21	21	20
SCHW.N	嘉信理财*	CNY	8621	36907	40580	48598	23	22	18
	平均值	CNY	4506	19391	21285	25472	22	21	19
FUTU.O	富途控股	CNY	204	2692	4038	5855	70	39	27

数据来源: Wind, Bloomberg, 公司年报, 东吴证券研究所

注: 老虎证券 2021~2023 年净利润及 PE 来自 wind 一致预测, 盈透证券和嘉信理财 2021~2023 年净利润及 PE 来自 Bloomberg 一致预测, 其余盈利预测均来自东吴证券研究所; 老虎证券、嘉信理财和盈透证券数据按照 1 美元=6.5 人民币进行换算, 富途控股按照 1 港元=0.8328 人民币换算。

图 41: 富途控股 PE band (截至 2021 年 6 月 25 日)



数据来源 Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 宏观环境恶化风险。**公司的业务和盈利能力会受到一些无法控制的因素的影响，如经济和政治状况、金融的总体趋势、证券交易量的变化、市场的变化以及此类交易处理方式的变化。上述政策致使市场疲软导致美国和中国香港股票及其他金融工具的交易量减少将对公司的财务状况可能产生不利影响。
- 2) 市场竞争加剧：**市场竞争加剧带来的经纪业务佣金费率超预期下行甚至融资融券利率下行将对公司收入及盈利增长带来压力。美股部分券商已实行免佣服务，虽然目前富途主要的客户以内地和中国香港个人投资者为主，且主要以中国香港地区开展业务，但客户对美股交易需求强烈，未来富途深入布局美股市场可能会遭受竞争压力下调佣金导致其经纪收入下滑。
- 3) 监管环境不确定性：**境内外汇管制政策存在较大不确定性，1) 外汇管控的收紧将影响公司在内地获客数量的提升以及客户入金规模的增长，从而影响公司业务发展；2) 外汇管控放开或将吸引内地传统券商加速海外布局，进而加剧跨境零售投资领域的竞争。
- 4) 业务拓展不及预期：**1) 公司以大象财富为代表的财富管理业务拓展不及预期或将影响公司长期业务转型及盈利增长；2) 公司的海外拓展与获取海外牌照的时间息息相关，一方面牌照获取失败可能会延后公司的海外布局计划，另一方面牌照申请不及时可能会导致公司无法抢占市场的先发优势进而导致业务布局扩张不及预期。
- 5) 获客能力不及预期。**1) 受到市场景气度影响，散户交易热情下降，同时跨境互联网券商竞争加剧，富途新增获客或不及预期；2) 中国外汇管制趋严导致公司获取内地客户难度加大。

富途控股财务预测表 (单位: 百万港元)

合并资产负债表					合并利润表				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1335	1735	2082	2394	营业收入	3311	7951	11872	17149
代客户持有存款	42487	82850	124275	173985	经纪佣金	1990	4838	7004	9900
贷款和垫款	18825	28238	39533	51393	利息收入	966	2348	3662	5375
应收账款	8077	12053	17395	25112	其他收益	355	764	1206	1874
预付款项	11	15	17	19	营业支出	696	1575	2319	3312
经营租赁使用权资产	209	210	220	230	佣金费,经纪费,税费及手续费	361	919	1331	1881
其他资产(特殊行业)	393	649	973	1363	利息支出	185	446	696	1021
资产总计	71338	125750	184496	254496	加工服务成本	149	209	293	410
应付一间关连公司/一名股东款项	87	100	100	100	毛利润	2615	6376	9553	13837
应付账款:	51054	98293	144680	200987	营业费用	1147	2821	4226	6121
短期借款	5483	7305	13009	17900	研发费用	513	1275	1911	2767
证券借出及回购协议的债项	5453	7000	7500	8000	销售费用	385	940	1408	2039
经营租赁使用权负债	222	296	527	726	管理费用	248	606	907	1314
应计费用及其他负债	731	974	1735	2387	营业利润	1468	3556	5327	7716
负债合计	63030	113968	167552	230100	其他收益/(支出)净额-非经营	-17	-21	-25	-30
A类普通股	0.05	0.05	0.05	0.05	所得税前利润	1451	3535	5302	7687
B类普通股	0.04	0.04	0.04	0.04	所得税费用	125	302	453	656
股本溢价	6960	7040	7111	7182	权益性投资收益/(亏损)	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
累计其他综合损失-权益	5	5	5	5	净利润(含少数股东权益)	1326	3232	4849	7030
留存收益	1342	4736	9828	17210	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所有者权益合计	8308	11782	16944	24397	营业收入增速	211.88%	140.15%	49.32%	44.45%
负债及股东权益总计	71338	125750	184496	254496	净利润增速	700.14%	143.87%	50.01%	44.98%
					归属于母公司股东净资产增速	225.98%	41.82%	43.81%	43.99%
					ROE	24.42%	32.18%	33.76%	34.01%
					EPS	10.57	22.26	33.39	48.40
					P/E	124.11	58.92	39.28	27.09

数据来源: Wind, 东吴证券研究所(截至 2021 年 6 月 25 日)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>