

# 富途控股 (FUTU.O)

证券研究报告

2021年08月04日

## 科技与生态优势显著，持续领跑港美股“新红海”

**迅速崛起的一站式跨境财富管理平台。**1) 富途持续深耕港美股赛道，服务中国大陆、香港零售客群，并进入新加坡和美国市场开启国际化元年，截至 21Q1，公司有资产客户数量达 79 万人，同比+131%，其中 Q1 海外增量达 25%；2) 顺应全球证券投资线上化以及中国居民跨境资产配置趋势，并在多重因素催化下迅速崛起，2020 年业绩大幅高增，实现营收 33.1 亿港元，同比+212%，归母净利润 13.3 亿港元，同比+700%；21Q1 继续扩大增势，实现营收 22.1 亿港元，同比+349%，归母净利 11.6 亿港元，同比+651%。

**聚焦客户体验，科技赋能打造平台生态，金融业务变现。**1) 公司互联网基因浓厚，腾讯作为战略股东，提供全方位强大支持；2) 流量端，线上线下触达客户，社区建设积累并利用私域流量，获客成本显著下行，平均获客成本由 19Q3 的 3250 港元下降至 21Q1 的 1006 港元；3) 产品端，围绕六大核心环节，打造极致客户体验；4) 公司布局 ESOP 等 B 端业务，与 C 端业务高度互补，形成正向循环；5) 公司已在港美欧新等市场获取 35 张牌照/资质，成为变现重要抓手，同时公司积极发展融资融券、财富管理等多元业务，打开未来成长空间；6) 打造底层系统闭环，提升客户体验的同时，降本增效可拓展性强。

我们认为富途将以强大科技实力保持客户体验的持续领先，并通过具备网络效应的“牛牛圈”社区生态形成客户集聚，有望在由旧“红海”逐渐过渡到新“红海”市场的港美股赛道攫取最大份额。

**短期来看，富途以卓越客户体验、丰富牌照/业务体系、稳定自研系统构成三重壁垒，先发优势持续扩大：**1) 以客户为中心，通过小步快跑，快速迭代的方式持续优化产品特性，打造卓越客户体验；2) 践行全球主流金融市场自主持牌战略，以牌照驱动业务，打造了涵盖中国香港、美国、新加坡、欧洲资本市场的品类矩阵，并不断扩充丰富；3) 以技术驱动打造底层系统闭环，形成自主研发的前、中、后台系统链条，敏捷性、安全性、稳定性和扩展性优势显著，未来美股自清算的落地将进一步保障客户体验。

**长期来看，强大科技实力和具备网络效应的用户生态是核心竞争力：**1) 富途是领先的金融科技公司，持续高研发投入和强大科技实力将保持产品、业务、系统的持续领先，后来者难以超越；2) “牛牛圈”生态广泛链接用户、企业、意见领袖，1500 万+用户形成关系链、行为和内容沉淀，并随网络效应不断增强生态优势，有望在过渡至新“红海”市场的港美股赛道攫取最大份额；3) 更长远来看，富途自身的平台属性承载深厚潜能，有望成为集经纪、财富管理、银行等于一体的综合化财富管理平台。

**市场测算：**1) 大陆&香港市场竞争愈加激烈，富途将以先发优势持续领先，预计 21-23 年有资产客户数分别增长至 56/80/104 万与 48/72/96 万；2) 新加坡与中国香港早期市场相似，有望复制成功经验，预计 21-23 年有资产客户数达 15/40/60 万；3) 公司在美国市场瞄准 RH 与嘉信中间客群，有望迎来客户数的持续增长，预计 21-23 年有资产客户数 8、17、27 万。

**投资建议：**富途以卓越客户体验、丰富业务牌照以及稳定自研系统构成三重壁垒，先发优势持续扩大，并凭借强大科技实力和具备网络效应的用户生态形成长期的核心竞争力，有望在潜力巨大的跨境互联网券商市场持续领跑，成长空间愈加广阔。我们预测公司 2021-23 年营收增速为 146%/58%/41%，归母净利润增速为 166%/73%/48%。首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 190 美元，对应 21 年 PE 60 倍，较 7 月 20 日收盘价有 38% 上升空间。

**风险提示：**行业竞争加剧；监管风险；市场拓展不及预期

作者

**夏昌盛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518110003  
xiachangsheng@tfzq.com

**文浩** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

**周颖婕** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521060002  
zhouyingjie@tfzq.com

**张爽** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070004  
zhangshuang@tfzq.com

## 内容目录

<b>1. 富途控股：迅速崛起的跨境财富管理平台</b> .....	<b>5</b>
1.1. 以港美股赛道为起点，逐渐成为一站式跨境零售财富管理平台 .....	5
1.2. 乘证券投资线上化+跨境资产配置东风，多重催化下迅速崛起 .....	7
1.2.1. 趋势：港美股交易线上化与中国居民跨境资产配置需求提升 .....	7
1.2.2. 多重因素催化下迅速崛起 .....	8
<b>2. 聚焦客户体验，科技赋能打造平台生态，金融业务变现</b> .....	<b>9</b>
2.1. 公司互联网基因浓厚，腾讯提供强大支持 .....	10
2.2. 运营：极致产品促投资“更简单”，“牛牛圈”生态让投资“不孤单” .....	12
2.2.1. 流量：线上线下触达客户，私域流量+口碑效应推动获客成本下行 .....	12
2.2.2. 产品：围绕六大核心环节，打造极致客户体验 .....	13
2.2.3. 布局 B 端业务，与 C 端高度互补，形成正向循环 .....	15
2.3. 变现：牌照为变现重要抓手，业务多元打开成长空间 .....	16
2.4. 支撑：打造全自研底层系统，重构港美股基础设施 .....	19
<b>3. 产品+牌照+系统扩大先发优势，科技领先与用户生态为长期核心竞争力</b> .....	<b>20</b>
3.1. 港美股赛道正由旧“红海”迈向新“红海”市场 .....	20
3.2. 富途以卓越产品体验、丰富牌照/业务体系、稳定自研系统持续领跑 .....	22
3.3. 强大科技实力和具备网络效应的用户生态是长期的核心竞争力 .....	23
3.3.1. 强大的研发能力保障产品和服务的持续领先 .....	24
3.3.2. “牛牛圈”生态具备网络效应，有望攫取最大市场份额 .....	25
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>26</b>
4.1. 市场测算 .....	26
4.2. 盈利预测 .....	27
4.3. 估值 .....	29
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>30</b>

## 图表目录

图 1：通过富途牛牛和 Moomoo（国际版）提供一站式金融服务 .....	5
图 2：富途的发展历程主要分为两个阶段 .....	6
图 3：公司架构 .....	6
图 4：富途客户分为 3 个层次 .....	6
图 5：21Q1 新增有资产客户中，海外占比约 25% .....	6
图 6：全球证券投资线上化趋势显著（万亿美元） .....	7
图 7：中国香港证券交易线上化程度不断提升 .....	7
图 8：中国内地居民海外资产及海外渗透率 .....	7
图 9：中国内地居民海外资产配置情况（万亿美元） .....	7
图 10：中国香港线上零售证券交易额构成情况（亿美元） .....	8
图 11：美国线上零售证券交易额构成情况（亿美元） .....	8
图 12：富途业绩于 2020 年大幅高增（亿港元） .....	8

图 13: 季度业绩迅速提升 (亿港元)	8
图 14: 2016-2020 年客户规模 (万人)	9
图 15: 开户客户与有资产客户数量极速增长 (万人)	9
图 16: 客户转化率稳步提升	9
图 17: 2020 年销售费用大幅提升 (亿港元)	9
图 18: 富途商业模式	10
图 19: 创始人李华和腾讯掌握绝对控股权	10
图 20: 富途新年登上纳斯达克大屏	12
图 21: 富途与兰博基尼广告合作, 意指交易速度快	12
图 22: 港股打新收益统计	13
图 23: 有资产客户获客成本下行	13
图 24: 开户客户获客成本下行	13
图 25: 在六大核心环节打造极致客户体验	13
图 26: 牛牛生态圈主要内容	14
图 27: 通过任务中心、种子农场、直播/课堂、鼓励分享等促活用户	15
图 28: 日均活跃客户数及日均使用时长提升	15
图 29: 客户留存率极高	15
图 30: 富途 B 端客户数持续增长	16
图 31: 富途安逸典型合作客户	16
图 32: 富途佣金与手续费收入呈下降趋势	17
图 33: 利息收入结构	17
图 34: 2020 年以来佣金及手续费收入占比提升	18
图 35: 其他收入构成	18
图 36: 利息收入及其占总营收比例 (亿港元)	18
图 37: 年度两融余额及占比情况 (亿港元)	18
图 38: 季度利息收入及占比情况 (亿港元)	18
图 39: 季度两融余额及占比情况 (亿港元)	18
图 40: 大象财富产品一览	19
图 41: 大象财富客户资产管理规模与客户数	19
图 42: 富途年度客均收入 (ARPU) 稳步提升 (港元)	19
图 43: 富途牛牛 APP 差评统计 (中国香港)	20
图 44: 佣金及手续费成本 (亿港元)	20
图 45: 2020 年富途、老虎有资产客户对比 (万人)	22
图 46: 2020 年富途、老虎营业收入对比 (亿美元)	22
图 47: 2020H1 中国互联网券商用户服务接触情况调查	24
图 48: 研发投入保持高位 (亿港元)	24
图 49: 公司 2020 年员工 1315 人, 约 70% 为研发人员	24
图 50: 我国券商信息技术投入排名 (2020 年, 亿元)	25
图 51: 我国券商研发人员数量及占比 (2020 年)	25
图 52: 富途的社区定位	25
图 53: “牛牛圈” 生态实现多元聚合	25

图 54: 网络效应示意图.....	26
图 55: 嘉信历史 P/E.....	30
表 1: 公司董事会和高管团队具备深厚互联网背景.....	11
表 2: 富途新客活动 (面向内地客户).....	12
表 3: 富途持有的主要牌照.....	17
表 4: 香港 Top10 零售券商.....	21
表 5: 新一代互联网券商对原有券商形成降维打击.....	21
表 6: 富途、老虎、涨乐、哈富综合比较.....	22
表 7: 预计跨境互联网券商在大陆可触达人群约 1600 万.....	26
表 8: 预计香港零售投资者约 230 万人.....	27
表 9: 嘉信理财与 Robinhood 客均资产存在较大差异.....	27
表 10: 盈利预测.....	28
表 11: 资产负债表预测.....	28
表 12: 可比公司估值表.....	30

## 1. 富途控股：迅速崛起的跨境财富管理平台

### 1.1. 以港美股赛道为起点，逐渐成为一站式跨境零售财富管理平台

富途成立于 2012 年，是一家领先的数字化金融科技公司，秉承“体验至上、用户第一”的理念，专注于为用户提供港美股等多个市场的数字化在线券商服务，全面变革投资体验。

公司通过自主研发的一站式数字化金融服务平台“富途牛牛”和“Moomoo”（国际版），提供面向 C 端的市场数据、资讯、社交等服务，并通过旗下子公司富途证券等美港股券商提供美股、港股、A 股通及新加坡的股票交易和清算、融资融券、财富管理等服务，并以用户为中心构建完善的金融科技生态系统，连接用户、投资者、企业、证券分析师、媒体和意见领袖。同时，富途还推出企业服务品牌——富途安逸（FUTU I&E），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，从而实现企业业务与零售经纪业务的高度互补。

图 1：通过富途牛牛和 Moomoo（国际版）提供一站式金融服务



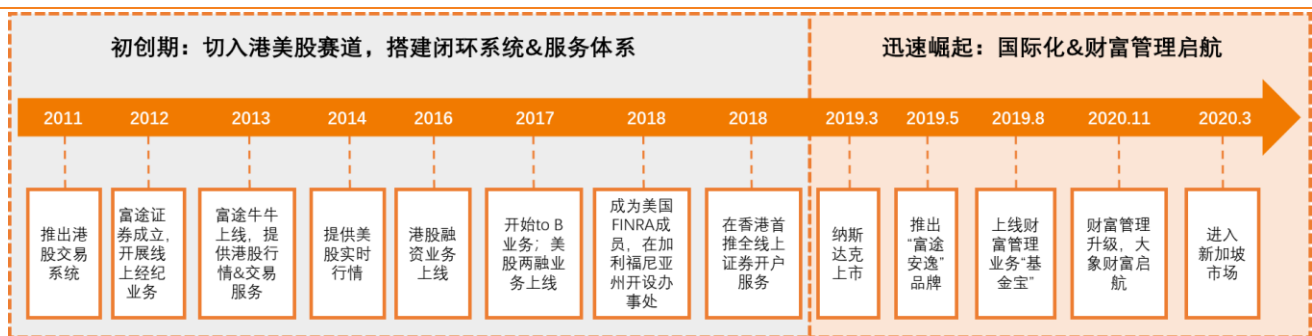
资料来源：公司官网，富途牛牛 APP，天风证券研究所

#### 公司发展历程主要分为两个阶段：

1) 初创期（2011-2018）：创始人李华从港美股投资体验不佳的用户痛点出发，于 2012 年成立富途证券国际（香港）有限公司，同年获得香港证监会颁发的第 1 类证券交易牌照，正式开展线上经纪业务。在此阶段，公司一方面持续投入自主研发交易系统，重构港美股投资基础设施；一方面围绕零售投资者需求，不断完善产品矩阵，陆续推出美股行情、衍生品交易、融资融券等多元业务，并逐渐积累用户信任。

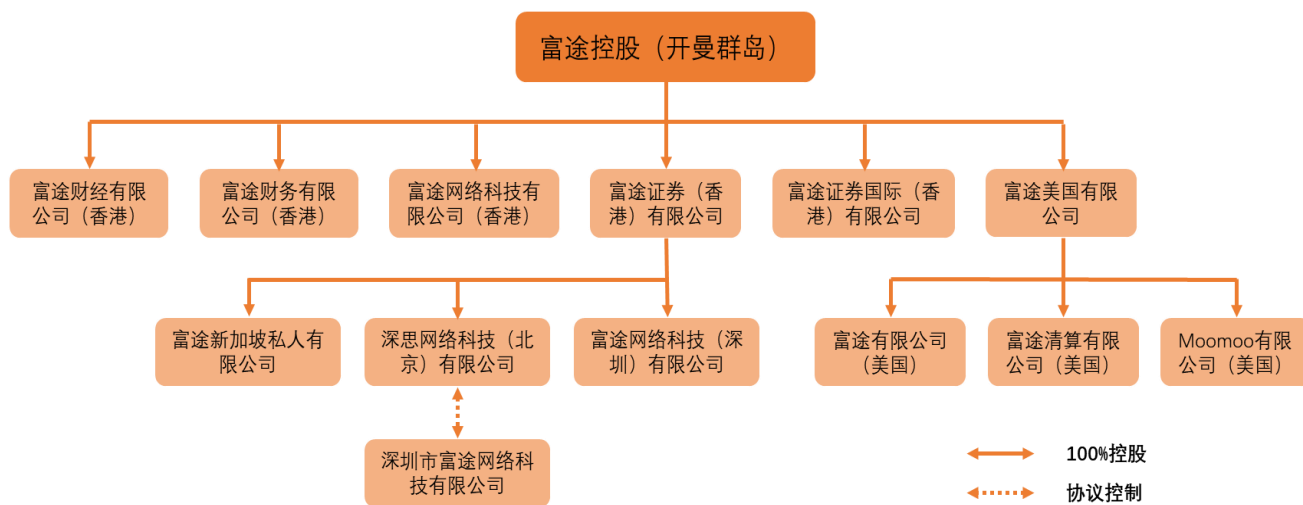
2) 迅速崛起（2019 至今）：2019 年 3 月，富途作为首家中资互联网券商，登陆纳斯达克市场，并于当年推出“富途安逸”企业服务品牌、上线财富管理业务，开启经纪业务、财富管理、企业业务三大业务布局。在中概股回归潮、疫情推动线上化等因素催化下，公司凭借卓越产品体验迅速崛起，2020 年有资产客户数达到 51.7 万，同比+160%；营收达到 33.10 亿港元，同比+212%；21Q1 客户增长进一步加快，单季有资产客户增加 27.3 万，达到 79 万人，同比+231%。2021 年为富途国际化元年，公司于 3 月在新加坡成立东南亚总部，正式启动新加坡市场业务，加速海外市场拓展，并开始发力美国市场。6 月 1 日，富途宣布新加坡用户数达 22 万，有资产客户数突破 10 万，国际化战略成效初现。

图 2：富途的发展历程主要分为两个阶段



资料来源：凤凰网，公司官网，天风证券研究所

图 3：公司架构

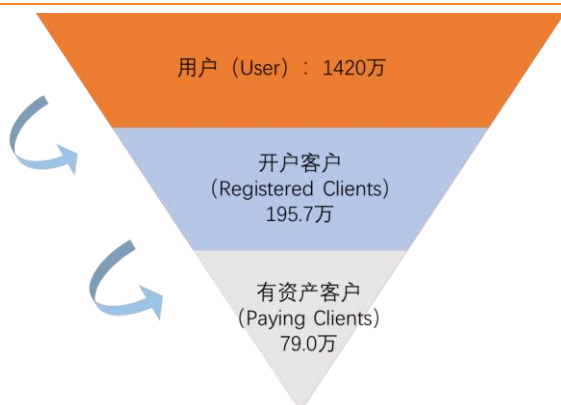


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

富途当前主要的客户来自中国大陆以及中国香港地区，并进入新加坡及美国市场开启国际化布局。公司一季报显示，富途牛牛和 Moomoo 平台用户数合计达 1420 万人；开户客户数达 195 万人；有资产客户数约 79 万人。其中，21Q1 新增有资产客户中来自新加坡、美国等海外地区的客户占比约 25%。富途有资产客户增速迅猛，但相较于其用户数及潜在客户规模，提升空间显著。

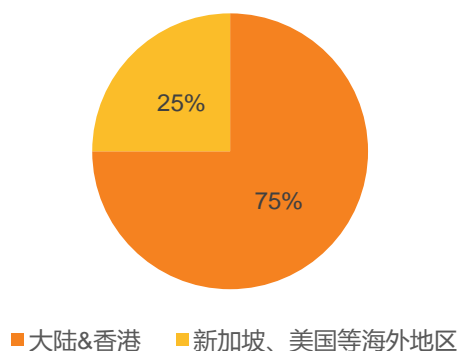
（用户指在富途平台注册的客户；开户客户指在富途开立交易账户的客户；有资产客户指交易账户中有资产的客户。由于富途客户来自多个国家和地区，受监管政策影响，部分国家/地区开户、入金存在一定障碍，因而转换率差异较大）

图 4：富途客户分为 3 个层次



资料来源：公司财报，天风证券研究所 注：数据截至 21Q1

图 5：21Q1 新增有资产客户中，海外占比约 25%



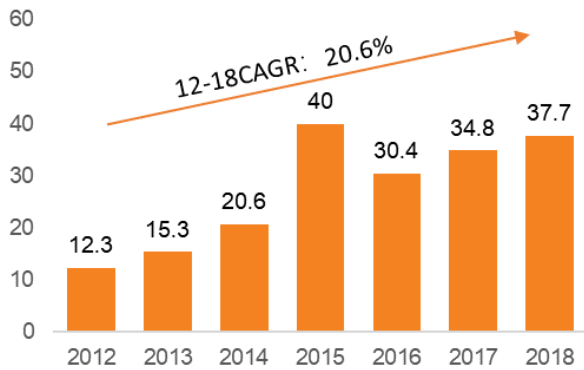
资料来源：财联社，天风证券研究所

## 1.2. 乘证券投资线上化+跨境资产配置东风，多重催化下迅速崛起

### 1.2.1. 趋势：港美股交易线上化与中国居民跨境资产配置需求提升

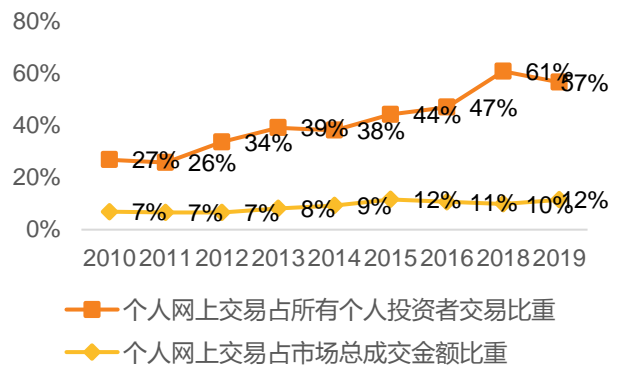
**港美股交易线上化程度逐步提升。**从全球证券线上交易来看，2012-2018年总体规模持续增长，从2012年的12.3万亿美元提升至2018年的37.7万亿美元，期间CAGR高达20.6%；从港股情况来看，根据港交所《2019年现货市场调查报告》，港股个人网上证券交易占比由2010年的27%逐年提升至2019年的57%。我们认为随着零售投资者的代际变化、科技对券商经纪业务赋能加速，全球范围内的线上证券市场交易额占比将持续提升。

图6：全球证券投资线上化趋势显著（万亿美元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图7：中国香港证券交易线上化程度不断提升



资料来源：香港交易所，天风证券研究所

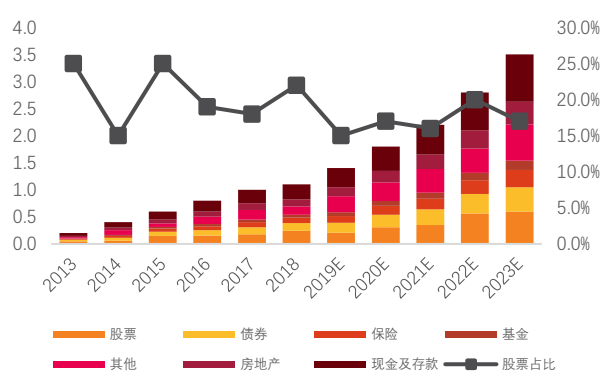
**中国居民财富稳步增长，跨境资产配置需求激增。**从海外资产配置情况来看，我国居民可支配收入逐渐提升，叠加大众富裕人群的迅速增长，推动海外可投资资产迅速扩张，据Oliver Wyman数据，内地居民的海外可投资资产从2012年的0.2万亿美元增长至2018年的1.4万亿美元，CAGR高达38.3%；但从渗透率来看，相对于主要发达国家的20%-40%，我国海外资产配置增长空间仍然显著。

图8：中国内地居民海外资产及海外渗透率



资料来源：Oliver Wyman，招股说明书，天风证券研究所

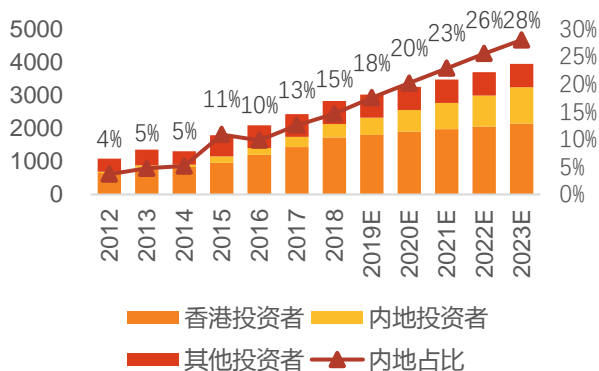
图9：中国内地居民海外资产配置情况（万亿美元）



资料来源：Oliver Wyman，招股说明书，天风证券研究所

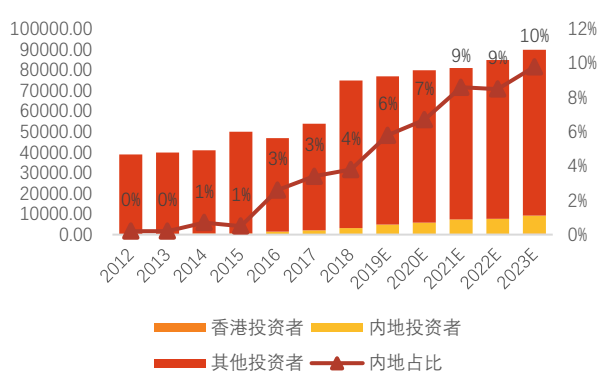
**具体来看，内地投资者参与港美股线上零售交易的程度提升。**港股方面，2012至2018年，内地投资者的港股线上零售交易额由仅40亿美元，迅速增长至2018年的413亿美元，交易额占比则从3.7%提升至14.6%；美股方面，同期内地投资者在美股线上零售市场的交易额由69亿美元提升至2881亿美元，占比则逐渐提升至3.8%。预计随着我国居民跨境资产配置需求的进一步释放，内地投资者到2023年在港股、美股市场的线上零售交易额占比或分别增至19.8%、9.8%，市场重要性凸显。

图 10：中国香港线上零售证券交易额构成情况（亿美元）



资料来源：Oliver Wyman, 招股说明书, 天风证券研究所

图 11：美国线上零售证券交易额构成情况（亿美元）

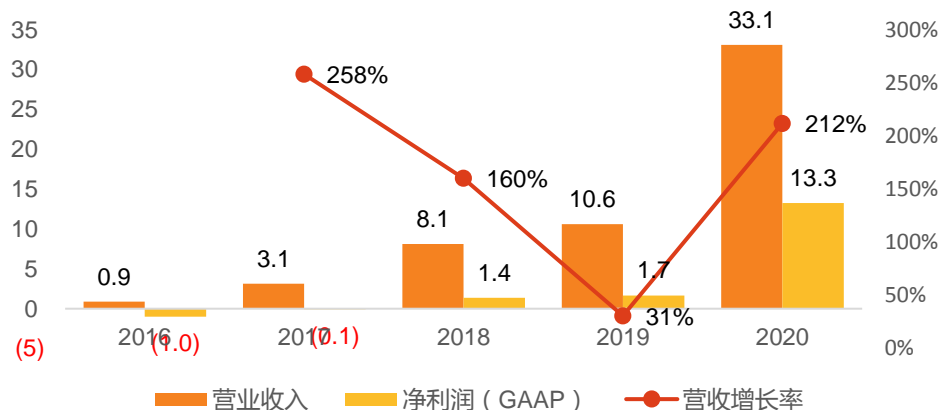


资料来源：Oliver Wyman, 招股说明书, 天风证券研究所

### 1.2.2. 多重因素催化下迅速崛起

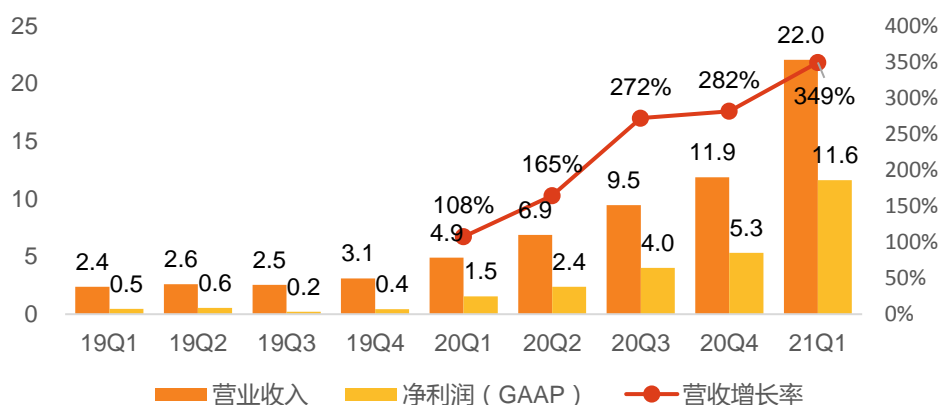
富途近年来业绩高速增长，2020 年迎来大幅高增。2016 年以来，富途的业绩迅速增长，营业收入从 0.87 亿港元提升至 2020 年的 33.10 亿港元，CAGR 高达 148%；GAPP 下净利润则自 2018 年首次扭亏为盈，并于 2020 年录得 13.26 亿港元，同比增速高达 700%。从季度情况来看，富途业绩逐季快速提升，季度营业收入从 19Q1 的 2.4 亿港元增长至 21Q1 的 22 亿港元，两年增长超过 9 倍。

图 12：富途业绩于 2020 年大幅高增（亿港元）



资料来源：wind, 天风证券研究所

图 13：季度业绩迅速提升（亿港元）



资料来源：wind, 天风证券研究所

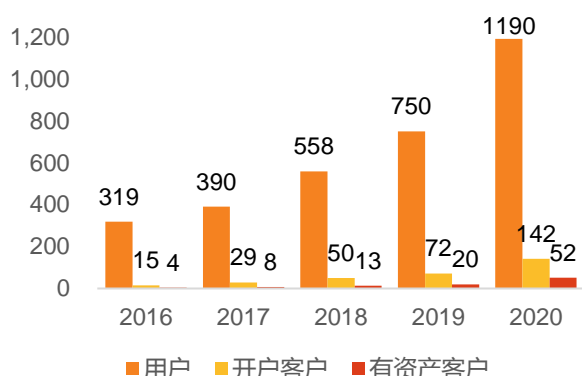


业绩增长的核心动力来自有资产客户数量的爆发式增长。富途三个层次的客户数量均保持高速增长，公司注册用户、开户客户和有资产客户数分别由 2016 年末的 320 万、14.8 万、3.5 万，快速增长至 2020 年末的 1190 万、142 万、51.7 万，CAGR 分别达 39%、76%、95%。其中 2020 年公司净新增 31.8 万名有资产客户，同比增速高达 160%；21Q1 客户增速进一步提升，单季净新增 27.3 万名有资产客户，用户/开户客户/有资产客户分别达 1420 万、196 万、79 万，同比+69%、140%、231%。

转化率方面，2016 年至 2021 年第一季度，公司开户客户占注册用户比例由 5%提升至 14%；付费客户占开户客户比例由 24%大幅提升至 40%，付费转化率稳步提升。客户转化率的提升原因包括；1) 客户信任积累的量变转化为质变，完成开户-入金流程；2) 中国香港、新加坡、美国等国家和地区的客户拓展加速，由于这些地区的跨境资本流动自由，入金便利程度更高。

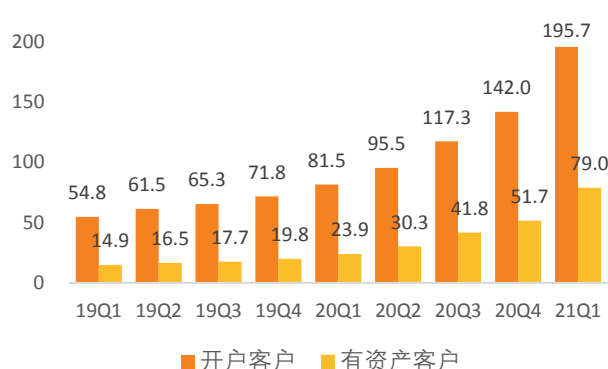
我们认为富途的迅速崛起既受益于港美股投资线上化和居民海外资产配置需求强劲两大趋势，但多重因素的催化也至关重要：1) 港美股市场持续波动，更多新投资者和新资本入场；2) 中概股回归潮以及新经济公司赴海外上市，投资者分享红利动力强劲；3) 疫情推动的线上化，富途拥有全流程纯线上化服务的优势，并在此期间增加营销投入，促进客户有效转化。

图 14：2016-2020 年客户规模（万人）



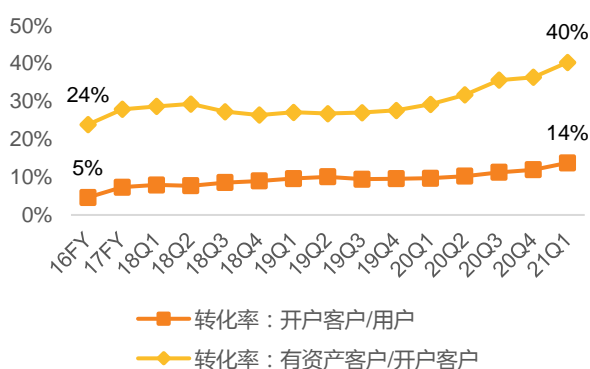
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 15：开户客户与有资产客户数量极速增长（万人）



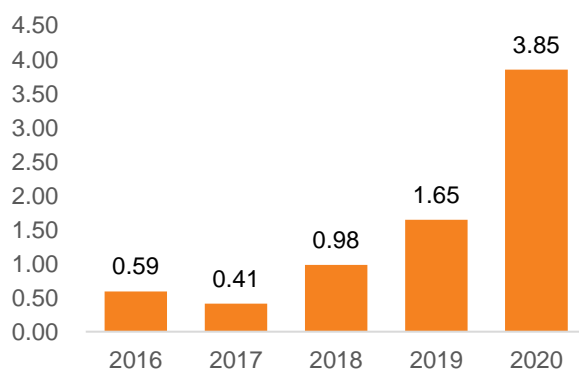
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 16：客户转化率稳步提升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 17：2020 年销售费用大幅提升（亿港元）



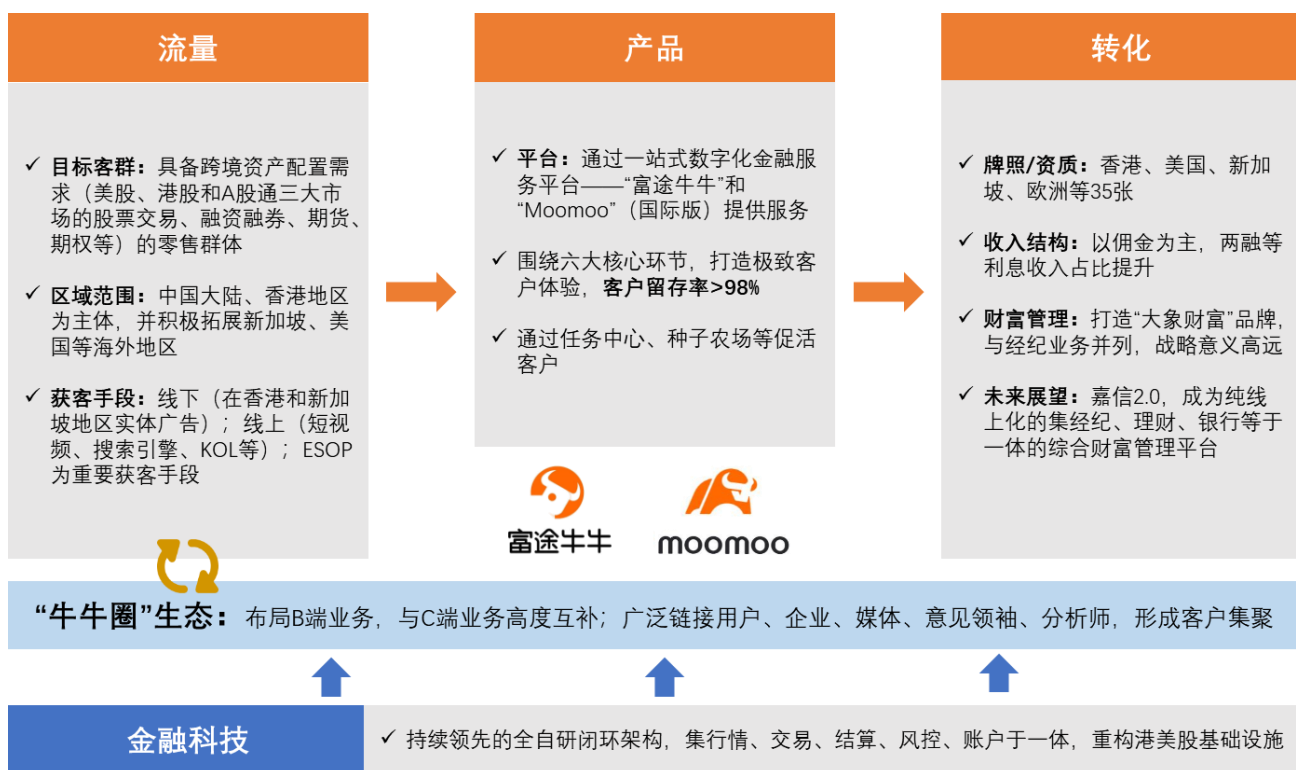
资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 2. 聚焦客户体验，科技赋能打造平台生态，金融业务变现

富途是具备深厚互联网基因的金融科技公司，其商业模式可以归结为 3 个方面；1) 以互联网思维运营“富途牛牛”和“MooMoo”（国际版）APP，打造极致客户体验，并构建高

粘性的用户生态，形成巨大流量平台；2）在平台接入金融服务，一是牌照/资质作为变现手段，二是推动业务多元化，打开成长空间；3）坚持底层系统自研，以科技手段赋能上述环节，保障客户最佳体验，同时降本增效、具备高可扩展性。

图 18：富途商业模式

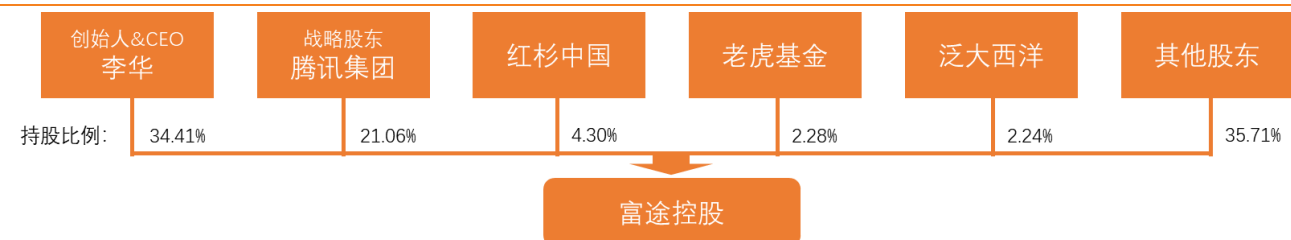


资料来源：招股说明书，公司财报，公司官网，富途牛牛 APP，天风证券研究所

## 2.1. 公司互联网基因浓厚，腾讯提供强大支持

富途具备强大互联网基因，创始人李华先生拥有绝对控制权。李华先生 2000 年加入腾讯，作为腾讯第 18 号员工，是腾讯 QQ 早期研发的参与者、腾讯视频创始人；现任公司董事局主席和 CEO。根据富途牛牛的最新数据，李华先生持股占比 34.41%；腾讯自 2014 年 3 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 21.06%。投票权方面，富途控股采用双重股权架构（AB 股，每份 B 股有 20 份投票权），李华先生拥有 68% 的投票权，腾讯则为 28%。

图 19：创始人李华和腾讯掌握绝对控股权



资料来源：富途牛牛，天风证券研究所 注：数据截至 21H1

腾讯基因亦体现在公司高管团队中。根据年报披露的公司董事和高管情况，八位中有四位（含创始人李华先生）曾长期在腾讯工作：高级副总裁徐礼先生曾任腾讯旗下财付通的高级产品经理 7 年，负责在线支付相关产品的开发和运营工作；董事卢山 2000 年就加入了

腾讯，目前兼任腾讯高级执行副总裁兼技术与工程集团总裁；独立董事李海翔是腾讯的联合创始人，1999年-2012年均在腾讯工作。

表 1：公司董事会和高管团队具备深厚互联网背景

姓名	职务	年龄	简介
李华	创始人, 董事会主席, CEO	44	腾讯第 18 位创始员工, QQ 前期重要研发参与者。曾任腾讯多媒体业务和创新中心的负责人、腾讯视频创始人。
陈宇	首席财务官	45	曾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 至 2009 年担任中金公司副总裁。
张杰	董事	46	拥有超过 20 年的证券行业从业经验。曾任安信证券网上业务部门负责人; 中国银河证券网上交易中心 BD 负责人。
卢山	董事	47	目前担任腾讯高级执行副总裁兼技术与工程集团总裁, 兼任中国联通董事会成员。
张弛	董事	45	泛大西洋投资集团在中国的董事总经理兼业务主管。曾担任凯雷投资集团的全球合伙人兼董事总经理、瑞士信贷在中国香港的并购副总裁、中国国际金融有限公司投资银行部副总裁。
李海翔	独立董事	49	Virtus Inspire 的创始人和管理合伙人, 也是腾讯的联合创始人。此前曾负责腾讯的在线搜索业务, 并于 1999 年起担任腾讯的高级执行副总裁。
Brenda Pui Man Tam	独立董事	50	曾任普华永道中国区北京办公室合伙人、普华永道香港办事处合伙人, 普华永道中国区北京办事处高级经理。
徐礼	高级副总裁	38	曾任财付通(腾讯旗下)高级产品经理。2013 年起担任富途副总裁, 2019 年起担任高级副总裁, 全面负责产品、运营、市场及业务增长。

资料来源: 招股说明书, 公司官网, 天风证券研究所

**腾讯为富途的发展提供重要战略支撑。**腾讯于 2014、2015 和 2017 年连续 3 轮领投富途, 为其发展提供了强大的资金基础, 同时还提供了品牌、管理、技术等多重支持。2018 年 12 月, 富途与腾讯达成战略合作框架协议, 通过腾讯在线平台进行内容、云、ESOP 服务及管理、人才招聘和培训等领域的合作, 并持续探索与金融科技相关产品和服务领域的潜在合作机会, 拓展双方国际业务布局。具体来看:

1) 品牌方面, 腾讯允许富途使用腾讯品牌为公司背书。富途在 QQ 钱包/浏览器、微信搜索等入口均有出现, 在获取广大用户流量的同时, 更重要的是得到腾讯品牌授权后的背书价值。李华先生在 2021 年 7 月采访中表示, 腾讯允许富途 logo 带上腾讯的尾标, 品牌背书帮助富途获得了用户对公司资金账户的信任。此外, 腾讯作为富途 Esop 的首个客户, 在 2016 年成功落地, 也给富途 Esop 业务的开展提供了很强的品牌效应。

2) 管理方面, 腾讯文化对富途影响深远。腾讯帮助富途建立薪酬服务体系、长期激励体系、职级晋升体系以及企业文化等, 推动富途向前发展的同时也为其打上了深深的腾讯烙印。富途秉承“体验至上、用户第一”的发展理念, 聚焦客户需求、追求极致体验, 强调“产品力”亦体现出深刻的腾讯文化。

3) 技术方面。富途自创业初便与腾讯云进行战略合作, 接入私有云服务, 提高安全性和用户体验: 一是提供可靠的专线服务, 从香港机房到腾讯云国内机房, 腾讯云平均延时 20ms, 大大缩短了公网平均时延 100ms, 提高用户体验; 二是团队的快速响应, 腾讯云能够第一时间响应问题、恢复现场, 减轻了互联网创业公司的技术压力; 三是弹性计算能力, 腾讯云使用高质量 BGP 带宽, 高可用冗余线路保障可靠性, 保障用户优质、流畅的网络体验。2018 年 12 月, 富途、腾讯云和香港电讯三方合作打造了香港首个金融专有云——富途证券金融专有云, 进一步提升系统对业务的支撑能力的同时还能以较低的成本运作。

## 2.2. 运营：极致产品促投资“更简单”，“牛牛圈”生态让投资“不孤单”

### 2.2.1. 流量：线上线下触达客户，私域流量+口碑效应推动获客成本下行

富途的获客方式充分体现互联网思维，线上+线下同步营销，实现客户触达。1) 线下营销及推广活动主要体现在中国香港和新加坡地区，例如在香港市场，针对目标人群集中地区（如中环地铁站）等场所投放广告，如与兰博基尼进行广告合作，表现交易速度快等；2) 线上营销活动则包括与社交媒体、短视频、搜索引擎等平台引流以及 KOL 合作等，实现目标客群精准触达。

图 20：富途新年登上纳斯达克大屏



资料来源：凤凰网，天风证券研究所

图 21：富途与兰博基尼广告合作，意指交易速度快



资料来源：凤凰网，天风证券研究所

**入金及拉新奖励丰厚，激发客户新进热情。**以内地客户为例，首次开户入金满 2 万港元，可获得 1 次股票卡抽奖机会，最低为 130 港元的小米股票卡，最高为特斯拉 1000 美元的股票卡，加赠 1 张基金 15% 收益券和 180 天港股免佣券，同时可分别获得 2 张现金及融资 IPO 认购券；在老客户拉新方面，邀请新客户开户可获得 200-400 港元腾讯股票卡/人，叠加升级奖励，邀请的新客户越多，奖励愈加丰富。

表 2：富途新客活动（面向内地客户）

	200 港元现金券
	2 张 100 港元新股融资认购费券
入金活动(满 2 万港元)	2 张 50 港元新股现金认购费券
	3 日 15% 基金收益券
	1 次抽奖，最低 130 港元小米股票卡，最高 1000 美元特斯拉股票卡
	180 天免佣（开户即领）
拉新活动	200-400 港元腾讯股票卡/人

资料来源：富途牛牛 APP，天风证券研究所

**充分利用港股打新热情，加速客户引流。**随着中概股回归潮、新经济企业赴港上市等，投资者对分享新经济企业红利的动力强劲，而富途提供一站式的新股认购、充足的打新额度以及自主研发的稳定暗盘，并利用打新热度充分吸引客户，比如鼓励分享打新收益等，获客策略效果显著。据富途牛牛统计，2019 年港股新股首日上涨概率 53.99%，平均涨幅 8.42%，全年一手利润预计可以达到 6.6 万元。

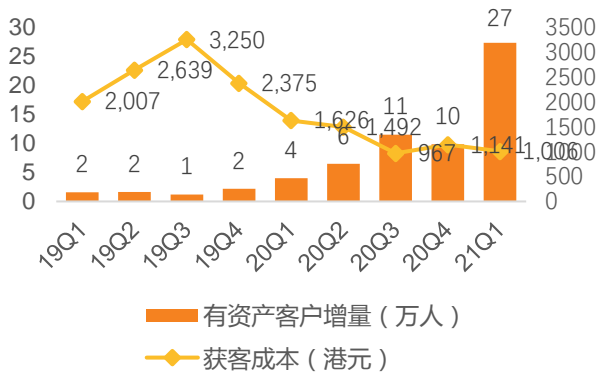
图 22：港股打新收益统计

2019年港股IPO市场概况 	
IPO数量	163
募资额	2744.9亿
首日上涨数	88
首日上涨率	53.99%
首日平均涨幅	8.42%
平均首日收益一手	405.78
全年一手利润	66141.91

资料来源：富途牛牛 APP，天风证券研究所

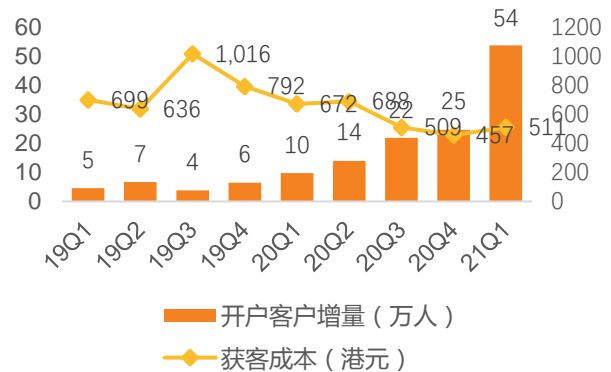
同时，富途打造“牛牛圈”生态积累和利用私域流量，叠加口碑的逐渐建立，自然流量增长迅速，获客成本显著下行。用单季度销售费用除以对应净新增的付费客户和开户客户数量表示获客成本，可以看到富途单个新客户的获客成本自 2019 年 3 季度以来呈现明显下降趋势，由最高点的 19Q3 的 3250 港元大幅下降至 21Q1 的 1006 港元，获客成本显著下行。

图 23：有资产客户获客成本下行



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 24：开户客户获客成本下行



资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 2.2.2. 产品：围绕六大核心环节，打造极致客户体验

富途以客户需求为驱动，围绕港美股交易的开户、出入金、行情、资讯、交易以及社交六大核心环节，打造极致用户体验，成为客户留存的关键原因：

图 25：在六大核心环节打造极致客户体验

	开户	出入金	行情	资讯	交易	社交
传统券商	往往需要线下开户，审核时间长，门槛较高	线下办理为主，支持的出入金方式单一	LV2行情收费；免费行情报价有时滞，比如港股至少延迟15分钟	资讯类型单一，仅提供市场动态和简讯等内容	电话下单等；交易系统非自建，时有卡顿且延迟较高	没有社区
富途	线上开户快速便捷，15分钟内完成审核，零门槛	支持eDDA、FPS等多种转账方式，最快5分钟内到账	免费提供港股LV2及美股LV2行情报价，支持每秒5次的刷新速度	资讯内容丰富，提供要闻、快讯、专栏等针对性功能	自建交易系统，支持港股0.0037s极速交易	“牛牛圈”生态高度活跃，还提供直播、课堂等投教内容，充分满足情感需求

资料来源：富途牛牛 APP，国泰君安国际 APP 等，天风证券研究所

1) **首推线上见证开户，简化投资手续。**2018年7月，香港证监会发布《致中介人的通函——在网上与客户建立业务关系》，允许券商进行线上见证开户，富途凭借强大的研发实力，迅速完成功能布局，成为首家在香港提供全线上开户服务的券商。

2) **支持多种出入金方式，降低环节摩擦。**富途支持12家银行的eDDA快捷入金，并支持银证转账、FPS、网银等多种方式，相对于传统券商以线下为主的出入金方式，简便程度大大提升。同时，如果客户存在出入金障碍，富途会提供专属服务经理，全流程协助服务，降低环节摩擦。

3) **自建交易系统，保障流畅极速交易。**交易系统方面，富途自研的港股交易系统支持0.0037秒极速交易，较同业大幅领先；IPO打新方面，富途自主研发暗盘交易系统，订单处理速度从升级前的8笔/s提升到300笔/s，成为重要竞争壁垒；2021年1月，富途一次性投入1500万港元，将港股交易通道扩容150%至500条，每秒可处理1000笔交易订单，远超行业平均水平，进一步保障客户极速交易需要。

4) **打造“牛牛圈”社区生态，充分满足客户社交、投教等需求。**“牛牛圈”社区是富途用户分享观点、情感等的聚集地，同时还提供了直播、课堂等投资者教育内容，在“直播”菜单下用户可参与业绩会、新股分析、高管面对面、热点直击等活动，实时讨论并分享，在“课堂”菜单下，用户可了解港美股、基金、衍生品以及行业基本面知识，鼓励用户提高理性投资水平。社区不仅提升用户活跃、沉淀客户内容、加强情感连接，还可以促进业务转化、延长客户生命周期。

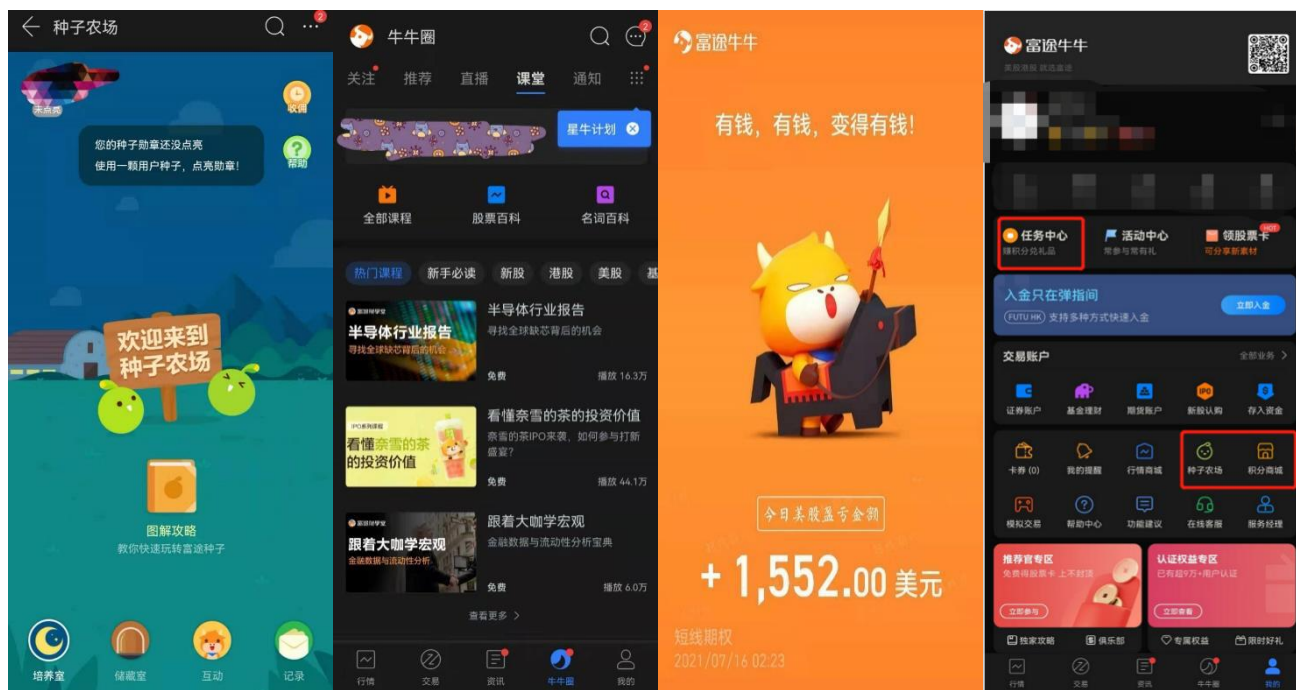
在推动客户留存的同时，富途还通过任务中心、种子农场等功能持续促活客户。任务中心鼓励用户尝试平台功能，在用户注册之后，富途牛牛会自动推送积分任务，鼓励用户进行模拟交易、点击资讯、分享内容等，完成任务后可获得相应积分，用于兑换模拟交易道具、基金收益券及实体周边等，亦可兑换港股免佣种子、现金种子。种子农场则可以培育和收获种子，用户完成后可获得免佣、增加市场账户资金等奖励，从而进一步激励用户进行交易、形成正向循环。

图 26：牛牛生态圈主要内容



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 27：通过任务中心、种子农场、直播/课堂、鼓励分享等促活用户

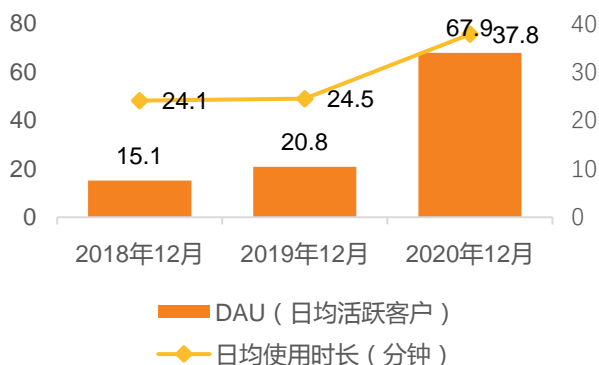


资料来源：富途牛牛 APP，天风证券研究所

富途客户活跃度高，充分体现了富途极强的平台属性。富途牛牛的 DAU（日均活跃客户）在 19 年 12 月和 2020 年 12 月分别达 20.8 万人和 37.8 万人，日均使用时分别达 24.5 分钟和 37.8 分钟。2021 年 2 月，富途 APP 日活用户数首次突破 100 万，当月每个交易日的平均 UGC 产出量约 31 万，每实盘晒单交流超 3000 条。

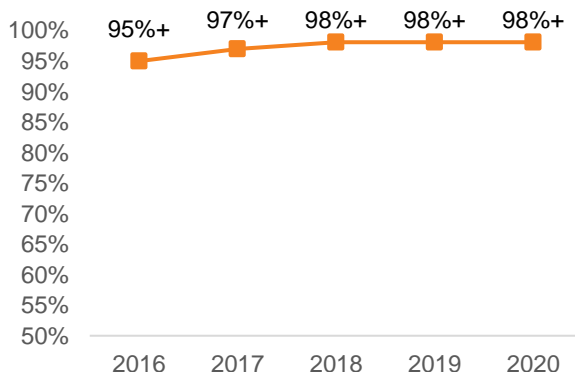
极致的产品体验使得富途具备极高的客户留存率（期初有资产客户在期末留存的比例）。根据富途财报数据，公司有资产客户留存率从 2016 年的大于 95%逐步提升，2018 年-2020 年均保持在 98%以上。

图 28：日均活跃客户数及日均使用时长提升



资料来源：公司财报，招股说明书，天风证券研究所

图 29：客户留存率极高



资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 2.2.3. 布局 B 端业务，与 C 端高度互补，形成正向循环

布局 B 端业务，与 C 端业务协同并进，形成正向循环。富途 B 端业务起步于 2016 年，并于 2019 年升级为企业服务品牌——富途安逸，向企业客户提供 IPO 分销、IR&PR、ESOP

业务（员工持股计划）等服务，其战略意义在于构建与企业之间的协同生态，进而获取这些新经济公司的优质潜在客户。据公司招股书披露，2018 年公司约 18% 的新增有资产客户来自于 ESOP 业务，预计未来将继续贡献约 15% 的有资产客户增长。同时，广泛连接的用户生态成为富途的独特竞争力，推动 B 端业务与 C 端业务的协同并进。

**1) IPO 分销业务推动企业与投资者利益共享，为企业提供流动性的同时，助力投资者获取打新收益。**港美股市场个人投资者占比不足 10%，机构投资者占主要地位，但由于机构投资者交易频次低，境外 IPO 普遍存在市场流动性差、IPO 阶段零售认购人数及认购量不足、投资者关系维护方式落后等问题，而富途拥有 1500 万+优质投资者曝光渠道，成为维持股票流动性的必备阵地。

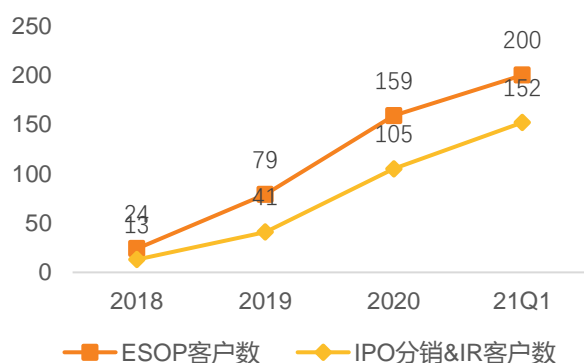
**2) ESOP（员工持股计划）业务产品领先，将是未来获取优质潜在客户的重要渠道。**ESOP 解决方案越发成为新经济公司激励员工发挥主动性的长期绩效激励措施，然而传统 ESOP 服务难以满足股权激励规模大、行权咨询量大、对 B 端管理系统要求高、对 C 端产品和客服支撑能力要求高等需求。富途 ESOP 系统为新经济企业提供更安全高效的一站式管理，包括上市前的 VIE 架构搭建/股权激励设立、授予员工激励、税务筹划和信托建立到上市后的外汇报备、个税代扣、行权结汇等全流程服务闭环，有效解决了传统 ESOP 服务上市前后数据断层、成本高、效率低等问题。

同时，腾讯、红衫中国等战略股东对新经济企业覆盖程度较高，或将富途 ESOP 服务作为投后管理的重要环节，有力支持富途安逸业务做大做强。

**3) 通过企业号为公司提供多重 IR/PR 价值，实现上市公司、投资者及平台三者共赢。**上市公司可在富途牛牛平台上开设企业号，通过丰富多元的交流形式，包括图文、动态资讯、视频直播、电话会等，与投资者进行多维度沟通；亦可将公司最新产品展示在企业号首页，推动潜在消费者转化，如特斯拉企业号中，可直接跳转至产品介绍页。同时，企业号与实盘联系紧密，潜在投资者可通过点击链接一键跳转至交易页面。

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 21Q1，富途港美股 IPO 分销及 IR 累计服务客户达 152 家，包括快手、美团、拼多多等；ESOP 解决方案总客户数达 200 家，包括泡泡玛特、小鹏汽车等优质新经济企业；在第一季度，美股新经济中概股 IPO 企业都选择与富途合作，回港二次上市企业都由富途参与承销/分销；超 500 家上市公司入驻企业号，财报季活动吸引超 200 家公司参与。

图 30：富途 B 端客户数持续增长



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 31：富途安逸典型合作客户



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 2.3. 变现：牌照为变现重要抓手，业务多元打开成长空间

金融作为强监管类行业，牌照是互联网券商变现的重要抓手。富途在中国香港、美国、欧洲及新加坡已获得 35 张牌照与资质，并已取得含金量高的香港市场 3 号牌照和美国清算



牌照。其中，截至 2021 年 3 月，全香港仅有 35 家机构持有杠杆式外汇交易 3 号牌照，斩获第 3 类牌照，意味着富途的业务范围可进一步拓宽至杠杆式外汇交易领域。

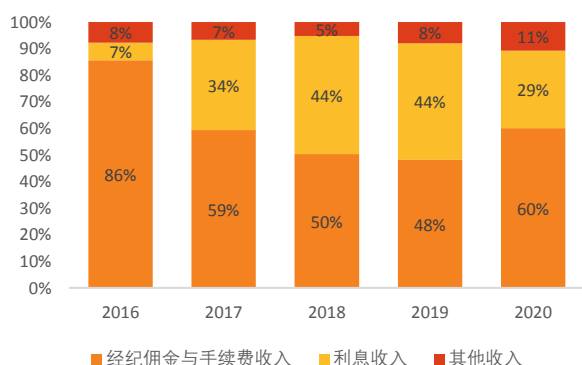
表 3：富途持有的主要牌照

国家/地区	牌照/资质	业务范围/含义
中国香港	第 1 类	证券交易
	第 2 类	期货合约交易
	第 3 类	杠杆式外汇交易
	第 4 类	就证券提供意见
	第 5 类	就期货合约提供意见
	第 7 类	提供自动化交易服务，并获批暗盘接入第三方中介机构
	第 9 类	提供资产管理服务
美国	美国清算牌照	清算结算业务
	美国证券交易牌照	证券交易业务
	美国证券投资者保护公司 (SIPC) 会员	给予投资者美股账户 50 万美元保障
	美国存管信托与证券清算公司 (DTCC) 会员	
	美国期权清算会员 (OCC)	
	美国期货牌照	期货交易业务
新加坡	新加坡交易所证券交易会员	
	新加坡交易所衍生品交易会员	
	新加坡资本市场服务 (CMS) 牌照	
欧洲	伦交所会员资格	伦交所等欧洲股票、ETF 产品交易
	绿宝石交易平台会员资格	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

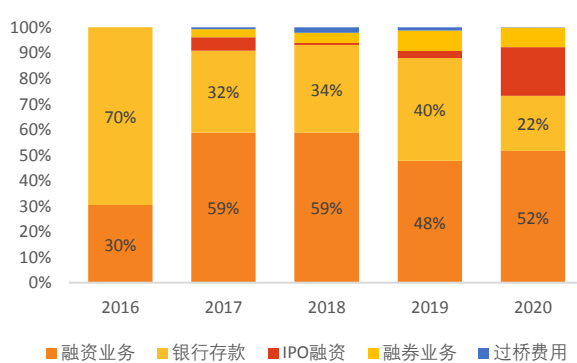
**富途当前收入结构以佣金及手续费为主。**2020 年，富途佣金及手续费收入达 60%、以两融业务和银行存款为主的利息收入占 29%，以企业服务、基金销售为主的其他收入则占比 11%；21Q1 结构相似。从总的趋势来看，富途经纪佣金与手续费的收入占比逐渐下降，利息收入占比提升；2020 年佣金及手续费收入占比提升，原因在于客户新增迅速，而新客户往往先从现金交易开始，逐渐再接受信用交易。

图 32：富途佣金与手续费收入呈下降趋势



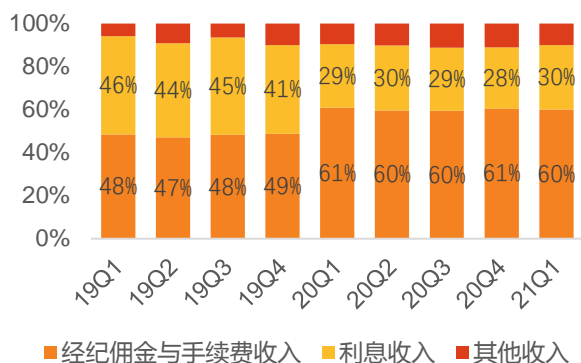
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 33：利息收入结构



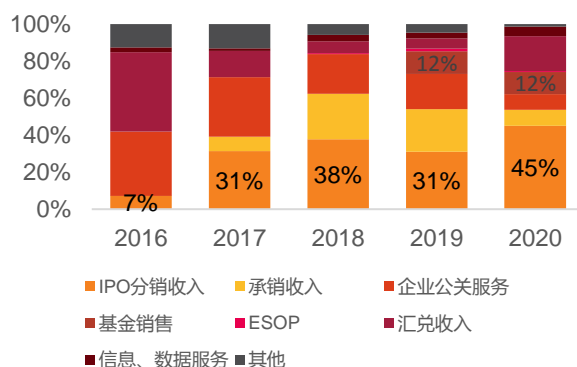
资料来源：公司财报，天风证券研究所 注：2016 年融资业务收入包含融券业务收入

图 34：2020 年以来佣金及手续费收入占比提升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

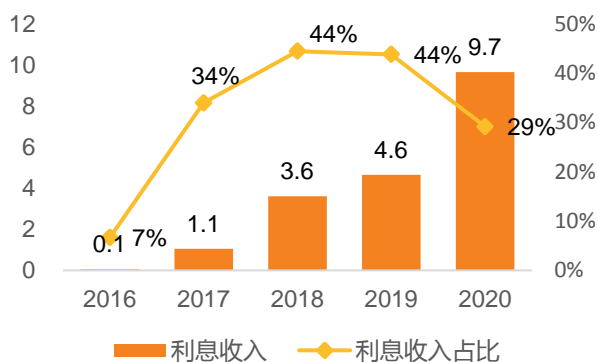
图 35：其他收入构成



资料来源：公司财报，天风证券研究所

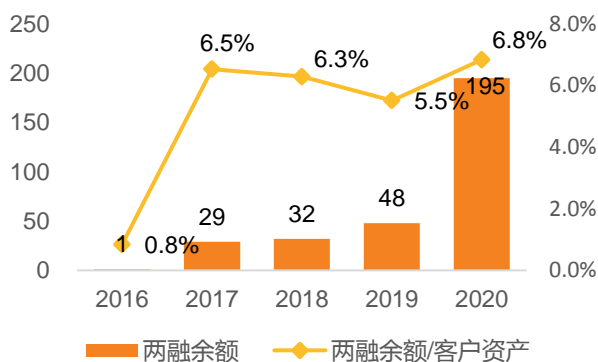
**融资融券业务迅速增长，成为业绩重要支撑。** 1) 持续完善两融业务体系，先后于 2016、2017、2018 年推出港股融资、美股融资融券、陆股通股票融资业务，并于 2019 年推出股票收益计划，2020 年进一步推出港股融券业务；2) 两融余额方面，受益于客户增长及交投活跃双轮驱动，公司两融余额逐季提升，从 2016 年末的仅 1.3 亿港元增长至 2021 年第一季度的 274 亿港元，占客户总资产的比例则相对较为稳定，约在 5-6% 之间；3) 2020 年，富途港股和美股融资客户分别达 16.9 万和 12.1 万名，美股融券客户达 3.3 万名。全年交易客户中，共有 50% 使用了融资融券服务，全年融资融券业务收入达 5.72 亿港元；4) 向前看，随着公司商业模式的转型，两融业务或成为未来业绩的主要驱动力。

图 36：利息收入及其占总营收比例（亿港元）



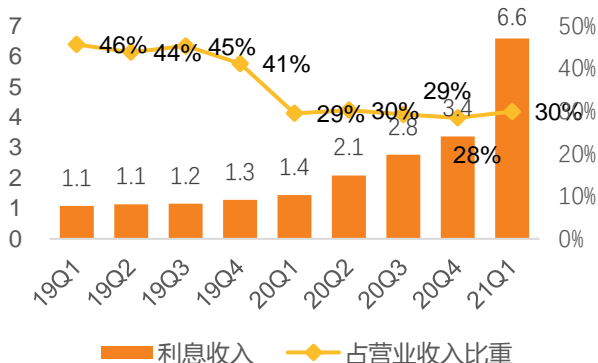
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 37：年度两融余额及占比情况（亿港元）



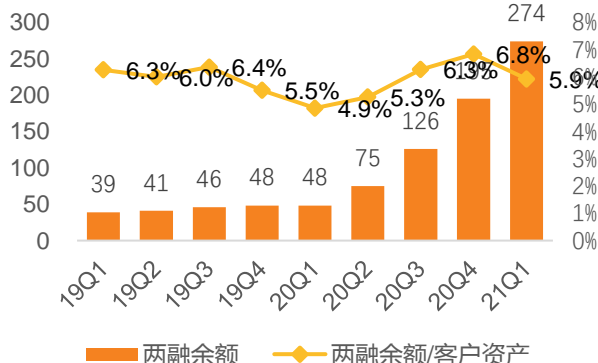
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 38：季度利息收入及占比情况（亿港元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 39：季度两融余额及占比情况（亿港元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

**战略布局财富管理业务，打造“大象财富”品牌。**富途于 2019 年 8 月推出“基金宝”，并在 2020 年 11 月正式更名为“大象财富”，迈出向综合化财富管理平台转型的重要一步。目前，大象财富已构建起涵盖货币基金、债券基金、股票基金、私募基金等丰富品类，合作机构包括摩根士丹利、贝莱德等全球 44 家顶级资产管理公司。

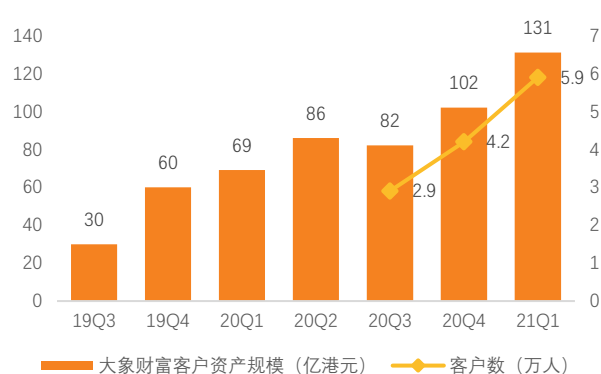
相对于传统财富管理渠道，大象财富具备零费率、线上化、低门槛等竞争优势，推出以来迅速发展。截至 21Q1，大象财富的客户资产规模达到 131 亿港元，同比增长 90%；客户数超 5.9 万名，占付费客户总数达到 7.5%。大象财富目前以向基金公司收取管理费分成为收入模式，最高达 100%，2020 年财富管理业务实现收入 4266 万港元。

图 40：大象财富产品一览

产品类型	起购金额	申购费	赎回费
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%
基金组合	100-1000 港元/美元不等	0%	0%
私募基金	10 万港元/美元以上	视情况而定	

资料来源：富途牛牛 APP，天风证券研究所

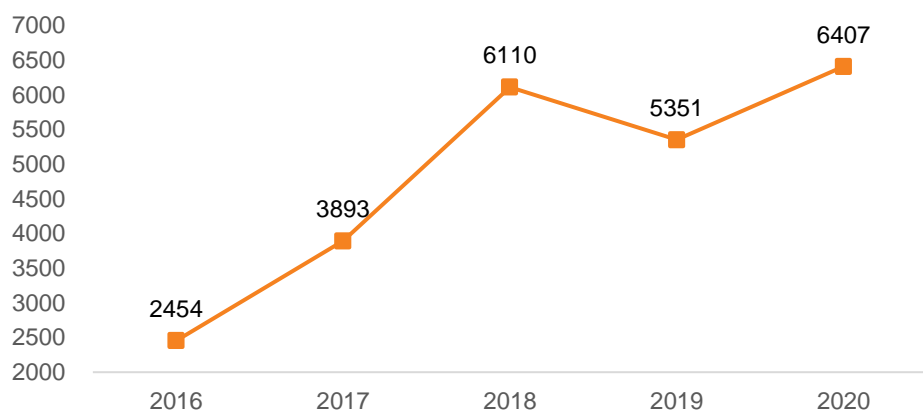
图 41：大象财富客户资产管理规模与客户数



资料来源：公司财报，天风证券研究所

**富途注重客户长期生命价值，在提升客户价值回报的同时亦促进自身成长，客均收入稳步提升。**我们用营业收入除以期末有资产客户数量衡量富途的年度客均收入（ARPU），可以看到其客均收入自 2016 年的 2454 港元提升至 2020 年的 6407 港元，实现稳健增长。同时，富途以直播、课堂等方式宣扬价值理念，培育客户心智，我们认为有利于构建更为长远的用户生态。

图 42：富途年度客均收入（ARPU）稳步提升（港元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 2.4. 支撑：打造全自研底层系统，重构港美股基础设施

以技术驱动打造底层系统闭环，保障客户体验的同时降本增效，高度的可扩展性保障了富途对快速发展的适应能力。富途于 2011 年开发出支持 0.0037 秒极速交易的港股交易系统，转型平台化发展后，坚持以金融科技重构港美股基础设施，富途的全平台客户端应用、开户、交易以及整个后台的风控、清算系统全部实现了自主研发，交易系统在敏捷性、安

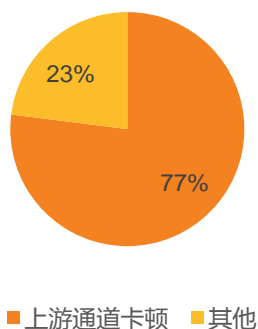
全性、稳定性和扩展性上表现突出：

1) 敏捷性：富途的核心后台系统每周更新，客户端每两周进行更新，快速迭代响应客户需求；2) 安全性：富途的应用包括身份验证及核心数据保险箱等技术，使用腾讯云技术自主打造专属云，确保系统和用户的数据信息安全；3) 稳定性：富途的系统服务器多地布局，当部分服务器出现故障时，可以迅速平移至其他服务器，从而保障整个系统运行的连续性，2020 年富途实现了 99.96% 的系统可用率；4) 可扩展性：由于公司自主搭建互联网架构，系统高度模块化，因此在集成或开发上层应用时扩展自由度高，大部分新市场扩展可在 1 个月内完成。

公司于 2019 年 6 月取得美国全面结算牌照 (Correspondent Clearing BD)，正逐步向美股自清算迁移。我们认为富途自建美股清算系统具备以下优势：

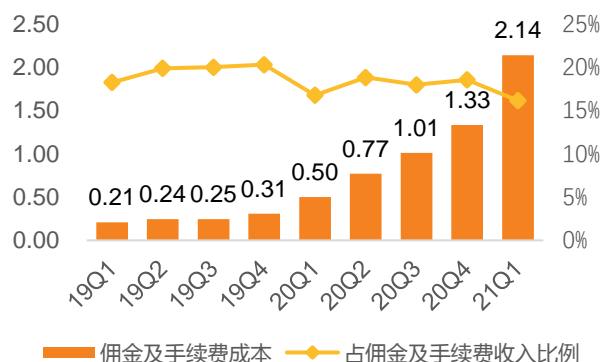
- 1) 保障客户体验。目前富途美股交易的清算环节由盈透完成，但处理高并发的能力不足可能影响用户交易体验，我们统计了富途牛牛 APP 在香港市场 Appstore 的差评情况，发现超过 75% 来自于美股清算商宕机导致的交易失效，未来自清算的落地将保障客户体验的可控性；
- 2) 降低成本。目前富途美股交易除清算环节外均自主完成，但清算费用较高，以 20Q3 为例，富途佣金及手续费成本 1305 万美元，绝大部分为美股清算费用，根据富途测算，基于 20Q3 交易量（美股 5645 亿港元），美国自清算业务落地后会带来 5000 万美元的年化收益；
- 3) 增加效益。美国市场的股票清结算周期为 T+2，自研清算系统意味着富途将来可以使用自有账户保存客户资产，并通过借出客户在平台上的闲置资金或股票获取融资融券收入；
- 4) 向前看，使富途降低对佣金的依赖成为可能，推动商业模式的转型升级。

图 43：富途牛牛 APP 差评统计（中国香港）



资料来源：Appstore，天风证券研究所

图 44：佣金及手续费成本（亿港元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 3. 产品+牌照+系统扩大先发优势，科技领先与用户生态为长期核心竞争力

#### 3.1. 港美股赛道正由旧“红海”迈向新“红海”市场

港美股赛道原有参与者众多，富途等新一代互联网券商形成降维打击，替代是大势所趋。

1) 据香港证监会统计，截至 2021 年 3 月，香港持有第 1 类证券经纪业务牌照的券商数量达 1458 余家，市场竞争非常激烈，但主要竞争者以商业银行、综合券商为主，针对零售投资者的券商数量较少，新加坡市场也较为类似，新一代互联网券商的主要竞争者为星展银行、辉立证券等；2) 富途等自进入港美股赛道时即面临红海市场的激烈竞争，但相对于商业银行、综合券商等深耕零售客群，具备低佣金、优体验等比较优势，相对于原有的

在线券商（耀才证券等）具备客户体验的优势，形成降维打击；3）预计随着个人投资者的代际更迭，以及新一代互联网券商对客户认知的建立，他们在零售经纪行业的替代是大势所趋。

表 4: 香港 零售券商

排名	名称	类型	关键特点
1	汇丰银行	商业银行	线下：个人/机构投资者
2	海通国际证券	综合券商	线下：侧重个人投资者
3	中国银行（香港）	商业银行	线下：个人/机构投资者
4	富途证券	互联网券商	线上：侧重个人投资者
5	盈透证券	互联网券商	线上：侧重个人投资者
6	耀才证券	综合券商	线下：个人/机构投资者
7	华泰金控（香港）	综合券商	线下：个人/机构投资者
8	中信证券（香港）	综合券商	线下：侧重机构投资者
9	招商证券（国际）	综合券商	线下：个人/机构投资者
10	光大新鸿基	综合券商	线上：侧重个人投资者

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：排名由富途根据截至 2018 年 6 月末的 6 个月期间来自散户投资者的在线经纪收入估算得出，并参考了公开来源的数据

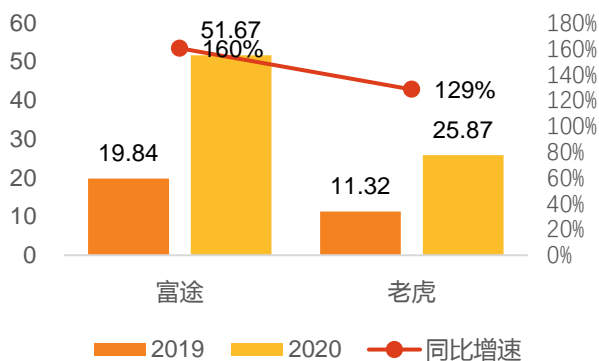
表 5: 新一代互联网券商对原有券商形成降维打击

	新一代互联网券商		中国香港 商业银行	中国香港 综合券商	香港本土 在线券商	新加坡 商业银行	东南亚 在线券商
	富途	老虎	汇丰银行	国君国际	耀才证券	星展银行	辉立证券
费用 (以港股为例)	0.03%+平台 费固定/阶梯	0.029%+平台 费 15 港元	0.25%，100 港币起	面向高净值 人群，面议	0.01%，5 港 元起	0.15%，80 港 币起	0.25%，100 港币起
行情	实时行情	实时行情	实时行情	实时行情需 购买	港股实时，美 股延迟 15 分 钟	实时行情	实时行情
资讯	丰富	丰富	较丰富	较丰富	由经济通单 一提供	较丰富	较少
社区	活跃+	活跃	无	无	无	无	无
交易流畅度	流畅；暗盘体 验好	流畅；暗盘接 入辉立	较流畅	较流畅	较流畅，自有 暗盘会卡顿	较流畅	较流畅，自有 暗盘会卡顿

资料来源：公司官网、App 等，天风证券研究所

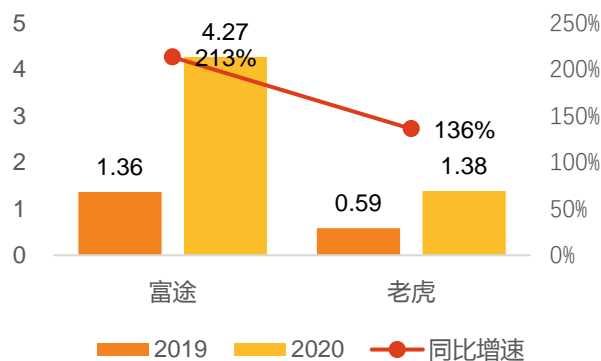
**更多竞争对手正进入赛道，新“红海”市场初现。**诸多因素催化下，2020 年港美股赛道的券商普遍取得强劲的客户数量以及业绩增长，部分国内券商意识到其中的重要机遇，开始着手发力港美股业务。比如：1）华泰国际加码布局全球投资领域，于 2020 年 7 月推出涨乐全球通 2.0，着重发力港美股投资，推出免佣金、股票生息、融资账户、现金增值四大特色功能，截至 2020 年末，实现 52w 人次下载量，客户量增加 6 倍；2）2021 年 6 月，东方财富国际证券更名为哈富证券，新品牌具备更高辨识度，同时公司拟发行 10 亿美元境外债补充资金，预计将对富途形成一定竞争；3）此外，中资港美股互联网券商还包括雪盈证券（雪球旗下）、华盛证券（新浪旗下）等。港美股赛道将迎来新“红海”竞争。

图 45：2020 年富途、老虎有资产客户对比（万人）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 46：2020 年富途、老虎营业收入对比（亿美元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 3.2. 富途以卓越产品体验、丰富牌照/业务体系、稳定自研系统持续领跑

富途形成了产品+牌照/业务+系统三重壁垒，预计将持续扩大先发优势。以老虎证券、涨乐全球通、哈富证券作为比较对象，可以看到富途在交易费用上的优势上并不明显，但具备极致的产品体验、丰富的牌照/业务体系以及稳定的自研系统等三个方面的优势将成为获客并留客的关键，先发优势将持续扩大，后来者短期内难以赶超。涨乐全球通与哈富证券有一定流量优势，但短期内产品建设或是关键，从而推动流量到留量的转变。

表 6：富途、老虎、涨乐、哈富综合比较

	富途	老虎	涨乐全球通 2.0/3.0	哈富证券
<b>成立时间</b>	2012	2014	2020.6 推出	2021.6 更名
<b>展业市场</b>				
中国大陆	✓	✓	✓	✓
中国香港	✓		✓	✓
新加坡	✓	✓		
美国	✓	✓		
<b>产品体验</b>				
出入金	eDDA、银证转账、FPS、网银等	银证转账，网银等	eDDA、银证转账、FPS、网银等	eDDA、银证转账、FPS、网银等
投教	丰富	丰富	较少	无
社区	活跃+	活跃	无	无
客服	在线客服+专属经理	在线客服+电话客服	在线客服+电话客服	在线客服+电话客服
2020 迭代次数	86	43	12	9
<b>交易费用</b>				
港股手续费	0.03%+平台费：固定/阶梯	0.029%+平台费 15 港元	8 港元/月开通 V1 会员，免手续费	0.025%+平台费 15 港元
<b>港股代收费</b>		<b>印花税 0.13% (双边, 8 月 1 日开始) 等</b>		
港元融资利率	6.8%，最高 2 倍杠杆	4%-5%，日内 3 倍杠杆，隔夜 2 倍	6.80%	5.8%-6.5%，最高 2 倍杠杆
美股手续费	0.0049 美元/股+平台费：固定/阶梯	0.0039 美元/股+平台费 0.004 美元/股	78 港元/月开通 V2 会员，免手续费	0.0049 美元/股+平台费 0.005 美元/股
美元融资利率	4.8%，最高 2 倍杠杆	3.25%-4.1%，日内最高 4 倍，隔夜 2 倍	4.80%	5.8%-6.5%，最高 2 倍杠杆
IPO 打新杠杆	最高 20 倍	最高 20 倍	最高 33 倍	最高 33 倍
<b>流量</b>				
流量入口	腾讯；“牛牛圈”社区 1500 万+用户，日活超	老虎社区 600 万+用户	涨乐财富通约 1700w 客户，未开始导流	东方财富 APP、股吧等，已开始导流

	100 万				
入金活动	大于 2 万港元, 200 港元 现金券, 130-1000 美元 股票卡, 180 天免佣, 4 张新股认购券	3000 美元以上可得 10 股小米+200 港元代金 券; 10000 美元以上可得 1 股苹果	小于 2 万港元: 1 股南方 A50 大于 2 万港元: 1 股阿里, 2 股南方 3033	大于 1 万港元/1500 美 元, 抽 20-850 美元股票 卡	
拉新活动	200-400 港元腾讯股票 卡/人	10 股小米或 1 股阿里或 200 元现金/人	被邀请人开户或入金各 3 股入金大于 2 万港元 40 股南方恒生科技	198 港元现金+10 张现 金打新券	
ESOP	优+	优	/	/	
牌照	中国香港	第 1/2/3/4/5/7/9 类持牌 法团	仅信托服务、保险经纪 牌照	第 1/2/4/6/9 类持牌法团	第 1/4/9 类持牌法团
	美国	券商+全面清算牌照	券商+自清算牌照	券商牌照	/
	新加坡	券商	券商+清算	/	/
系统	港股交易	自研, 支持 0.0037s 极速 交易	接入盈透证券	自研	自研
	美股交易	除清算外均自研, 预计 明年实现自清算	除清算外均自研, 预计 明年实现自清算	接入盈透证券	接入汇财证券
	暗盘	自研暗盘, 流动性好, 交易稳定	接入辉立暗盘, 会卡顿	接入辉立暗盘, 会卡顿	接入辉立暗盘, 会卡顿

资料来源: 各 APP, 官网, 天风证券研究所 注: 截至 2021/7/15

1) 用户体验方面, 富途非常重视客户反馈, 快速迭代优化产品。富途在“我的”菜单下  
 设“功能建议”按钮, 用户可随时提交优化建议, 并由产品经理进行跟进; 并且富途小秘  
 书会定时收集评论信息中, 用户提出的需求和反馈, 公司创始人李华亦亲自参与产品打磨,  
 据其在上市时访谈中透露, 他每天打开 APP 超过 30 次, 和用户和客户互动, 了解想法和  
 建议并改善产品。富途关注用户的痛点解决, 从用户体验入手注重产品力的构建, 通过“小  
 步快跑, 快速迭代”的方式持续优化产品, 2020 年, 富途完成了 86 个版本迭代, 更新了  
 3900 个产品特性和技术需求, 而老虎、涨乐、哈富证券分别为 43、12、9 次, 远低于富  
 途的优化频率。

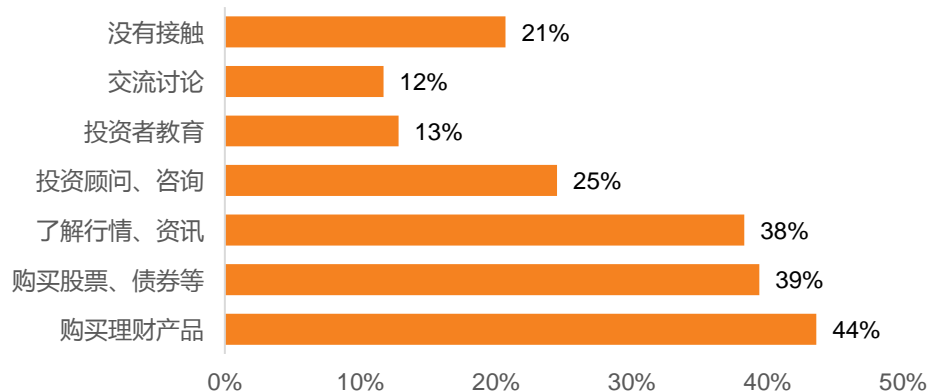
2) 牌照/业务体系方面, 富途践行“自主持牌、拥抱监管”战略, 已取得全球范围内 35  
 张牌照/资质, 并在此基础上拓展业务品类, 较其他券商更为丰富。其重要性在于: 1) 申  
 请牌照有资本、时间等要求, 从牌照申请到最终业务落地或需要半年以上时间, 而在快速  
 增长的港美股市场, 先发优势非常重要; 2) 经纪、清算等牌照若没有取得, 从事相关业  
 务需要接入其他券商进行, 比如涨乐财富通美股经纪接入盈透、哈富证券美股经纪接入汇  
 财, 这意味着需要付出更高的成本, 且客户体验难以保障; 3) 富途充分利用牌照先机,  
 迅速布局业务体系, 以财富管理为例, 截至 2021 年 7 月 15 日, 富途与全球 44 家顶级资  
 管机构合作推出覆盖各品类的理财产品, 相比老虎的 26 家等更为多元。

3) 系统方面, 富途搭建了自主研发的闭环交易系统, 未来将进一步推动美股自清算的落  
 地, 更好保障客户体验。以暗盘交易为例, 暗盘交易是场外交易, 在香港一般用于新股上  
 市前, 不通过交易所系统, 而是通过券商内部系统进行撮合。富途于 2019 年 8 月推  
 出自主研发的暗盘系统, 相较于传统券商(辉立、耀才等), 具备显著优势: 1) 独立自主  
 研发, 持续打磨, 保障暗盘交易流畅, 撮合速度提升近 40 倍; 2) 随着优质客户集群, 暗  
 盘交易流动性提升, 赚钱效应放大, 成为独特优势。

### 3.3. 强大科技实力和具备网络效应的用户生态是长期的核心竞争力

我们认为应该从三个维度去看待未来港美股赛道的竞争：1) 需求维度：用户当前对互联网券商的使用依然以满足核心交易需求为主，但对社交、资讯、观点的需求同样强烈，从富途的实践情况来看，社交化或成为一种趋势；2) 竞争维度：富途当前在前、中、后端均具备强大优势，既是一个好的工具，亦是一个好的生态平台，并将以强大研发实力保持产品和服务的领先，未来其他券商或在用户的核心交易需求上进行满足，但富途构建的高粘性的、广泛连接的用户生态具备网络效应，并凭借富途强大的运营能力和科技赋能，优势不断扩大，后来者难以超越；3) 更长远来看，富途自身的平台属性承载深厚潜能，有望成为集经纪、财富管理、银行等于一体的综合化财富管理平台，成长空间更为广阔。

图 47：2020H1 中国互联网券商用户服务接触情况调查

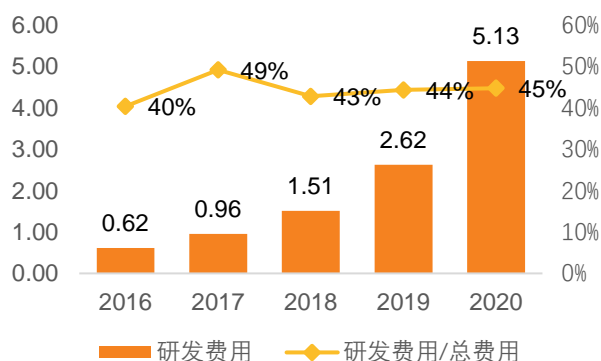


资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

### 3.3.1. 强大的研发能力保障产品和服务的持续领先

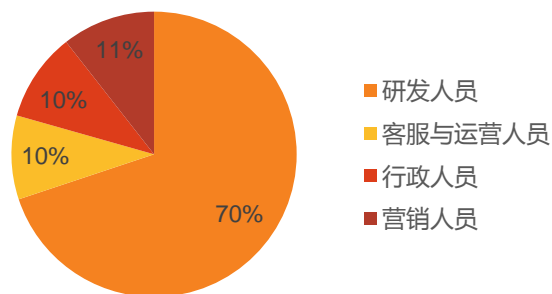
**富途为领先金融科技公司，研发投入与研发人员配置远超同业。**1) 相较于传统金融机构，富途更注重客户体验的提升，聚焦零售客户的独特优势，使得富途可以投入大量精力，用于前端的优化提升，而传统金融机构的 IT 部门主要为后台支持部门，研发投入占营收比重和研发人员占比通常都不超过 10%；2) 相较于其他互联网券商，富途对技术的重视和投入亦一直领先，2020 年，富途研发支出 5.1 亿港元，同比增长 96%，占营业费用比重达 45%；研发人员扩张至 919 人，占比达到 70%，而老虎证券的研发人员仅为 274 人，占员工总数的比重约为 35%。

图 48：研发投入保持高位（亿港元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

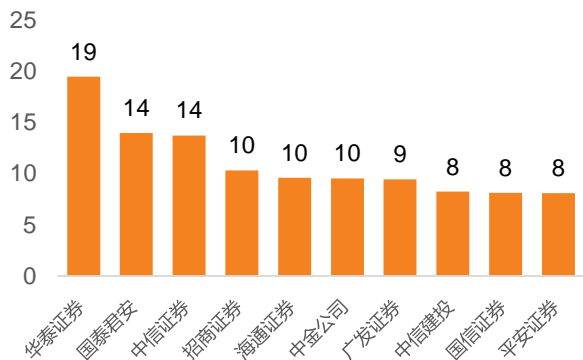
图 49：公司 2020 年员工 1315 人，约 70%为研发人员



资料来源：公司财报，天风证券研究所

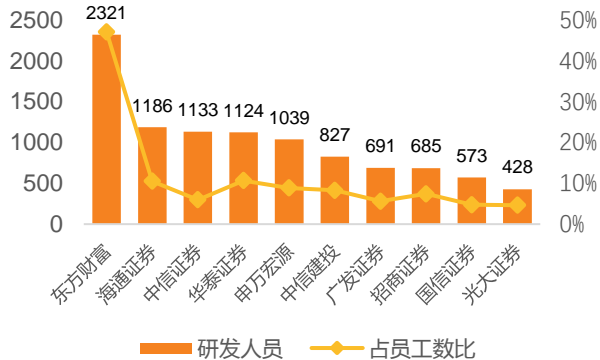


图 50：我国券商信息技术投入排名（2020 年，亿元）



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

图 51：我国券商研发人员数量及占比（2020 年）



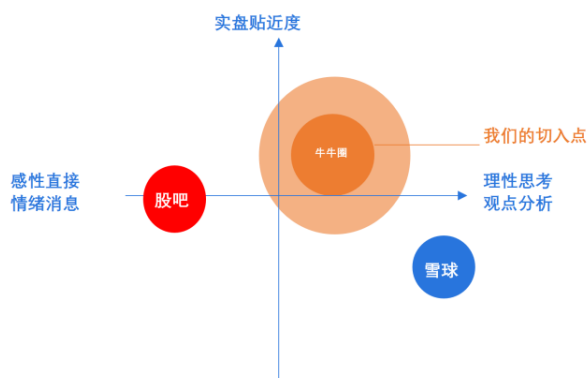
资料来源：wind，天风证券研究所

高研发投入以及高效转化成为产品体验领先的保障。1) 前端来看，强大的研发能力保证了富途对客户痛点的即时解决、对客户需求的及时响应，公司自主搭建互联网架构，系统高度模块化，因此在集成或开发上层应用时扩展自由度高；2) 后端来看，港美股基础设施持续完善，随着客户数量的急剧增加，富途平台所承载的客户活动愈加复杂，科技能力赋能业务做大做强，并且未来或可推动科技输出，例如暗盘接入第三方，以 B2B2C 模式实现更广阔客户触达。

### 3.3.2. “牛牛圈”生态具备网络效应，有望攫取最大市场份额

富途已构建出全面覆盖投资者、上市公司、投资机构和财经媒体的平台生态，而“牛牛圈”社区定位精准，与公司价值理念高度协同。1) 相较于股吧，牛牛圈注重培育用户价值投资观念，更加关注用户的长期生命价值，促进平台与用户共同成长，例如提供牛牛财报站、专栏深度等，提高用户理性投资认知；2) 相较于雪球，牛牛圈更贴近实盘，当用户点击相关内容时，可直接链接到对应股票，实现更好的价值转化，同时兼顾感性需求，降低社区参与门槛，提升用户活跃度，根据招股说明书披露，2018 年 12 月，富途社区活跃客户交易频次是非活跃客户的两倍多。

图 52：富途的社区定位



资料来源：天风证券研究所

图 53：“牛牛圈”生态实现多元聚合

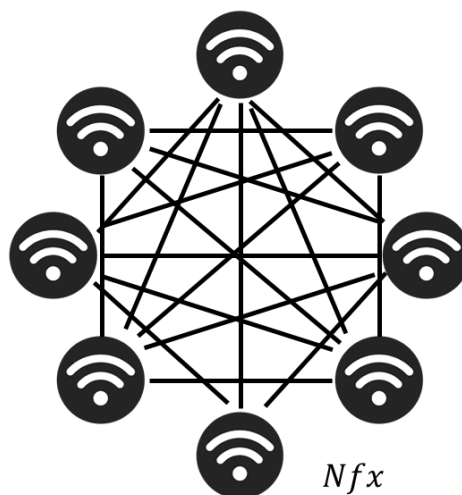


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

网络效应的表现形式为产品价值随购买这种产品及其兼容产品的消费者的数量增加而增加，即某种产品对一名用户的价值取决于使用该产品的其他用户的数量。我们认为富途所构建的用户生态亦具备该效应：1) 对于用户，无论是对外界信息的获取还是自身社交需求的满足，更庞大的用户群意味着自身可以获得更多的信息、表达的情感获得更多认同；2) 对于企业，零售投资者可以为企业股票提供流动性，还可以获得品牌认可，富途的用户群越广泛，企业可以获得的也会更多；3) 对于分析师、KOL 以及媒体，其内容输出的转化依赖于曝光度以及转化率，参与者的增加与多元化内容生产形成了正反馈。

根据奥兹·夏伊在《网络产业经济学》中的理论，当网络效应存在时，“先下手为强”（first-mover advantage）和“赢家通吃”（winner-takes-all）是市场竞争的重要特征。富途已率先构建出较为完善的港美股社区生态，并且凭借强大的运营能力可以保持用户的高粘性和高活跃度，有望打造港美股顶级流量平台以及金融科技生态。富途所构建的生态圈优势显著，同时具备更高的转化效率，考虑到其他竞争者或在工具层面形成一定竞争，我们预计富途将在持续增长的港美股赛道攫取最大份额。

图 54：网络效应示意图



资料来源：天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 市场测算

1) 预计跨境互联网券商在大陆的潜在目标客群约 1600 万人。据上交所统计，截至 2019 年底，A 股个人投资者持股账户数共 3857 万户，而跨境互联网券商在大陆的目标客户主要为具有一定投资经验和资产积累的个人投资者（富途客均 AUM 为 40-60 万港币），我们判断持股 10 万元~300 万元的 A 股投资者或为其主要目标客群，对应数量为 1584 万户。但目前受到外汇政策限制，居民直接进行跨境证券投资存在较大限制，我们综合考虑富途 ESOP 渠道的获客优势，以及在产品、牌照、系统方面的持续领先地位，预计 2021-2023 年有资产客户数由 2020 年末的约 27 万，增长至 56/72/96 万，同比+107%/43%/20%。

未来若进一步放宽跨境证券投资限制，如大湾区开启相关试点、此前国家外汇管理局资本项目管理司司长叶海生提出的境外证券投资年度 5 万美元便利化额度落地等，将显著推升富途客户增长。

表 7：预计跨境互联网券商在大陆可触达人群约 1600 万

单位：万人	2015	2016	2017	2018	2019
上交所总开户人数	13699	16937	19436	21379	23525
上交所持股账户数	4059	3741	3934	3851	3857
其中：					
10 万-100 万元	1617	1334	1472	1363	1391
100 万-300 万元	262	181	200	173	193
合计人数	1879	1515	1672	1536	1584
合计占比	46.3%	40.5%	42.5%	39.9%	41.1%

资料来源：《上海证券交易所统计年鉴 2020》，天风证券研究所

2) **预计香港目标客群约 230 万人。**跨境互联网券商在香港市场的目标客户包括在香港生活的来自大陆的工作人员或学生、以及香港本地个人投资者。据港交所《个人投资者调查 2014》统计，2014 年香港地区共有 226.5 万个人投资者，约占香港人口的 31.2%。我们假设个人投资者占比保持不变，预计目标客群规模约 230 万人。如前所述，富途在香港的差异化优势突出，并将持续扩大，预计公司 3 年内市占率可达到 40%左右，同时随着港交所锐意进取、不断推进上市制度改革，港股上市公司质量持续优化，个人投资者占人口的比重或将提升，预计富途 2021-2023 年有资产客户数由 2020 年末的约 23 万，增长至 48/72/96 万，同比+107%/50%/34%。

表 8: 预计香港零售投资者约 230 万人

	2016	2017	2018	2019	2020
总人口数 (万人)	737.71	741.31	748.64	752.08	747.42
人口增长率	0.9%	0.5%	1.0%	0.5%	-0.6%
预计零售投资者数 (万人)	230	231	234	235	233
占人口比重	31.2%	31.2%	31.2%	31.2%	31.2%

资料来源: 港交所《个人投资者调查 2014》, 香港政府统计处, 天风证券研究所

3) **预计新加坡目标客群约 200 万人。**据新加坡统计局数据，截至 2020 年底，新加坡共有 569 万人口(包括居民和非居民，非居民占比约 30%)。参考中国香港市场个人投资者占比，假设新加坡个人投资者占比约 30%，则 2020 年末新加坡个人投资者约 170 万人；同时新加坡用户生态的建立有望触达更为广阔的东南亚市场(马来西亚等)，预计潜在客户约 30 万人。在证券投资方面，新加坡亦存在线上化基础设施较差、客户体验难以保障、费率较高等问题；富途有望复制中国香港地区的成功经验，预计 2021-2023 年有资产客户达到 15/40/60 万人。

4) **预计美国市场可触达人群约 1000 万人。**公司在美国市场定位于嘉信理财与 Robinhood 中间未有效覆盖人群，其中 robinhood 采用极简风格，截至 2020 年末客均资产为 5038 美元，而富途客均资产 40-60 万港币，有望为美国大众富裕人群提供更丰富的服务，综合考虑美国激烈的市场竞争，随着富途国际化扩张加快，我们预计 2021-2023 年有资产客户增长至 8 万、17 万、35 万。

表 9: 嘉信理财与 Robinhood 客均资产存在较大差异

		2016	2017	2018	2019	2020
嘉信理财	经纪账户数量 (万)	1016	1076	1159	1233	2963
	总客户资产 (亿美元)	27795	33618	32522	40388	66917
	平均客户资产 (万美元)	27.4	31.3	28.1	32.7	22.6
Robinhood	经纪账户数量 (万)	70	190	330	510	1250
	总客户资产 (亿美元)		45.1	83.6	141.4	629.8
	平均客户资产 (美元)		2371	2533	2772	5038

资料来源: 嘉信理财财报, Robinhood 招股说明书, 公司官网, 天风证券研究所

## 4.2. 盈利预测

核心假设:

1) 有资产客户数量：如前所述，我们预计富途控股凭借持续领先的客户体验以及精准有效的获客策略，将在中国大陆和香港地区延续增势，并有望充分受益国际化战略，在新加坡和美国市场复制在中国大陆和香港市场的成功，2021年-2023年有资产客户数分别达127.4万，208.8万和295.1万人；

2) 佣金及手续费收入：预计富途将保持收费政策总体稳定，并随着交易品类的拓展，我们假设2021年-2022年富途的佣金率均为0.055%；

3) 利息收入：受有资产客户增加和融资融券业务渗透率的提升影响，我们假设2021年至2023年富途的融资融券余额分别增长161%，70%和45%至492亿港币，837亿港币和1218亿港币，利率假设为5.0%；

4) 其他业务：预计2021年至2023年公司的IPO分销和财富管理等业务快速增长拉动其他业务收入分别同比增长92%，74%和72%至6.8亿港币，11.9亿港币和20.5亿港币；

5) 支出端：受益于公司显著的经营杠杆，我们假设公司2020年-2022年营业费用同比增长135%，49%和32%，占营业收入的比重逐渐降低至33%，31%和29%；

基于上述假设，预计富途控股2021年-2023年归母净利润分别同比增长166%，73%和48%至35.3亿港币，60.9亿港币和89.8亿港币。

表 10：盈利预测

单位：百万港元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	811.3	1061.6	3310.8	8155.4	12901.4	18166.6
其中：						
佣金及手续费收入	408.0	511.4	1990.1	4419.3	6957.2	9545.5
利息收入	360.6	464.9	965.6	3010.1	4588.4	6194.1
其他收入	42.8	85.3	355.1	726.0	1355.8	2427.0
归母净利润	36.9	143.2	1325.5	3527.7	6085.9	8981.4
营业收入增速	160.3%	30.8%	211.9%	146.3%	58.2%	40.8%
佣金及手续费收入增速	120.6%	25.3%	289.2%	122.1%	57.4%	37.2%
利息收入增速	240.6%	28.9%	107.7%	211.7%	52.4%	35.0%
其他收入增速	104.9%	99.4%	316.3%	104.5%	86.8%	79.0%
归属于母公司股东净利润增速		287.6%	825.9%	166.1%	72.5%	47.6%
ROE	3.4%	5.6%	16.0%	15.5%	21.1%	23.8%
EPS	0.09	0.17	1.28	3.07	5.12	7.48
P/E	1323	704	95	39	24	16

资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 11：资产负债表预测

单位：百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	363	1,035	4,805	12,852	30,601
客户现金	14,541	42,487	96,099	151,287	207,571
定期存款	0	300	1,498	4,056	9,258
可供出售金融资产	94	0	0	0	0
权益法下投资	6	0	0	0	0
关联方资产	0	0	0	0	0
贷款及垫款	4,189	18,825	40,911	61,795	82,231
应收款					
其中：客户	247	735	1,453	2,514	3,396

经纪商	1,226	5,780	8,340	13,155	18,050
清算机构	304	1,244	2,089	3,289	4,512
基金管理和分销机构	0	298	64	160	320
利息	17	20	91	144	164
预付资产	12	11	135	303	628
经营租赁资产	162	209	1,457	3,421	8,406
其他资产	239	393	2,095	6,408	12,830
<b>资产合计</b>	<b>21,400</b>	<b>71,338</b>	<b>159,037</b>	<b>259,385</b>	<b>377,967</b>
关联方负债	34	87	36	41	50
应付款					
其中：客户	15,439	46,063	104,455	164,442	225,621
经纪商	1,484	4,534	10,780	16,971	23,285
清算机构	0	324	0	0	0
基金管理和分销机构	0	127	64	160	320
利息	1	5	11	16	20
借款	1,468	5,483	13,707	41,121	82,242
卖出回购资产	2	5,453	6,000	6,000	6,000
可转换票据	0	0	0	0	0
经营租赁负债	172	222	197	210	204
应计费用及其他负债	252	731	1,097	1,645	2,468
<b>负债合计</b>	<b>18,851</b>	<b>63,030</b>	<b>136,348</b>	<b>230,607</b>	<b>340,209</b>
A 类普通股	0	0	0	0	0
B 类普通股	0	0	0	0	0
资本公积	2,536	6,960	17,819	17,819	17,819
其他综合收益	-4	5	0	3	1
留存收益	17	1,342	4,870	10,956	19,937
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,549</b>	<b>8,308</b>	<b>22,689</b>	<b>28,778</b>	<b>37,758</b>

资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 4.3. 估值

可比公司方面，基于富途的互联网券商属性和金融科技属性分别选取：

- 1) 东方财富，同样作为互联网券商，东方财富受益于财富管理大发展，业务规模和业绩近年来同样实现了较快的增长，估值一直呈上升趋势；
- 2) 老虎证券、盈透证券，三者均为全球化扩张的互联网券商；
- 3) 嘉信理财，其是美国最大的互联网券商之一，富途中长期与其业务发展路径非常相似，并致力于成为嘉信 2.0，打造综合化财富管理平台；
- 4) 众安在线，作为中国领先的保险科技公司，众安以生态系统为导向提供创新型保险产品及解决方案。

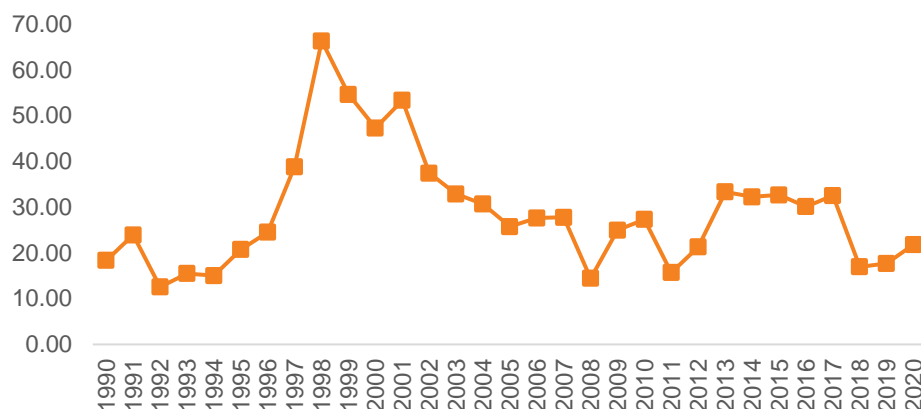
综合以下因素对公司进行 PE 法估值：

- 1) 嘉信理财高增长期（1995-2000）PE 为 50-65 倍；
- 2) 截至 2021 年 7 月 20 日，可比公司彭博一致预期 2021 年平均估值水平为 41 倍；
- 3) 富途凭借领先产品体验和运营能力取得先发优势，并以卓越客户体验、丰富业务牌照以及稳定自研系统构成三重壁垒，凭借强大科技实力和具备网络效应的用户生态形成长期

核心竞争力，有望在潜力巨大的跨境互联网券商市场持续领跑，成长空间更为广阔。

首次覆盖，给予“买入”评级。给予富途控股 2021 年 60 倍 P/E，对应 ADS 目标价 190 美元（ADS 和股票比为 1: 8），较现价有 38% 的溢价空间。

图 55: 嘉信历史 P/E



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

表 12: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	货币	收盘价		EPS		PE		
			2021/7/20	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
互联网券商									
东方财富	300059.SZ	RMB	32	0.55	0.65	0.85	59	50	38
嘉信理财	SCHW.N	USD	68	2.43	3.10	3.38	28	22	20
老虎证券	TIGR.O	USD	18	0.01	0.48	0.75	1,800	38	24
盈透证券	IBKR.O	USD	63	2.42	3.03	3.08	26	21	20
金融科技公司									
众安在线	06060.H	HKD	45	0.52	0.60	0.98	86	74	45
平均								41	
<b>富途控股</b>	<b>FUTU.O</b>	<b>USD</b>	<b>138</b>	<b>0.16</b>	<b>0.40</b>	<b>0.66</b>	<b>105</b>	<b>44</b>	<b>26</b>

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

注: 数据截至 2021/7/20, 汇率换算比率为 USD:HKD=1:7.77

## 5. 风险提示

- 1) 行业竞争加剧: 更多竞争者正在加入港美股市场, 或采取低价等策略进行获客, 可能会造成部分价格敏感型客户的流失, 对增量客户的拓展也会产生冲击。
- 2) 监管风险: 目前中国大陆并未放开居民跨境证券投资等业务, 富途存在展业风险。
- 3) 市场拓展不及预期: 富途正在积极拓展新加坡、美国市场, 并考虑澳大利亚、新西兰等地区, 但海外的监管环境、市场环境等差异较大, 可能面临拓展困难风险。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com