

【广发非银&海外】富途控股 (FUTU)

卓越产品力引领高速成长的互联网券商

核心观点:

- 富途是一家为全球投资者提供港股和美股交易的互联网券商。主要业务分为经纪、两融、企业服务和大象财富四个模块。公司保持高成长:随着客户规模扩大以及平台交易额增加,2021年上半年实现营业收入37.81亿港元,同比+220.95%。净利润16.96亿港元,同比+333.43%。高品质轻资产运营有利于提高盈利能力,2021年Q1富途ROE达13.06%,高于同期老虎的ROE8.52%。
- **创新盈利模式:** (1) B端与C端巧妙融合探索新盈利模式,传统的IPO分销被富途转化为港股美股打新业务,服务零售客户。(2) 注重社区平台的构建,拥有高品质线上社区平台。这是增强用户粘性与服务、提升用户裂变率、为公司提供用户画像的优质平台。
- **四大优势构筑核心竞争力,打造更具成长性FINTECH券商:** (1) 富途截至2021年6月拥有35张牌照并布局4个国家及地区有利于扩大业务版图,充分满足客户对港美股以及其他股票市场的交易需求;(2) 客群数量与质量优势显著,注册用户数由2018Q2末的482万上升至2021Q2末的1550万,2021Q2客户资产648亿美元再创新高,且客户粘性强,2021Q2客户留存率达97.8%;(3) 坚持技术与产品双轮驱动发展理念,拥有“互联网+科技”高管团队和领先交易结算系统,产品、研发人员以及科研投入占比大;(4) 富途在香港市场获得良好口碑,八年投入建立了时间壁垒和资金优势的立体竞争优势。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预测富途归母净利润在2021年、2022年、2023年分别同比增长160.94%、54.83%、33.24%至34.59亿港元、53.56亿港元、71.36亿港元,富途处于高速成长阶段,参考可比公司,给予2021年45xPE,合理价值为137.3美元/ADR,给予“买入”评级。
- **风险提示:** 港美股市场波动风险、中概股、居民海外投资政策风险。

盈利预测(港元/美元汇率取7.776、EPS单位为美元其他均为港元):

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1061.56	3310.82	8143.03	12221.87	16967.40
增长率(%)	30.84%	211.88%	145.95%	50.09%	38.83%
归母净利润(百万元)	165.66	1325.52	3458.84	5355.50	7135.71
增长率(%)	19.60%	700.13%	160.94%	54.83%	33.24%
EPS(元/股)	0.17	1.28	3.05	4.73	6.30
ROE	6.50%	15.96%	14.95%	14.55%	13.72%
市盈率(P/E)	585.47	77.76	32.60	21.06	15.80
市净率(P/B)	44.25	13.57	5.50	3.17	2.18

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心(货币为港元/EPS,估值基于ADR)

识别风险,发现价值

公司评级	买入
当前价格	99.53 美元
合理价值	137.3 美元
报告日期	2021-09-16

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1162/667
总市值/流通市值(亿美元)	145/83
一年内最高/最低(美元)	27.15/204.25
30日日均成交量/成交额(百万)	6.5/647.3
近3个月/6个月涨跌幅(%)	-35.8%/-37.6%

相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师:

陈卉



SAC 执证号: S0260519040001



SFC CE No. BOX142



021-38003619



gfchenh@gf.com.cn

相关研究:

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、高速成长的互联网券商	5
(一) 公司概况: 产品力卓越的互联网券商	5
(二) 盈利模式: 从引流到变现	6
(三) 财务概况: 营收与利润均良性增长	9
二、公司核心竞争力分析	10
(一) 持牌优势: 种类丰富, 地理布局广	10
(二) 客户优势: 数量与质量持续提升	13
(三) 软实力: 人才、科研、系统三足稳固	15
(四) 硬实力: 口碑与资金	16
三、业务亮点: 多元化的四大变现渠道	17
(一) 经纪业务: 富途最大的收入来源, 发展迅猛	17
(二) 利息收入: 跟随用户大幅增长	20
(三) 机构服务业务 (To B): 助力企业, 共同成长	21
(四) 财富管理业务 (To C): 备受认可, 拓展迅速	23
四、盈利预测与估值	26
五、风险提示	28

图表索引

图 1: 领先的数字化金融科技公司	6
图 2: 领先的数字化金融科技公司	6
图 3: 富途各主营业务盈利模式拆分	7
图 4: 通过牛牛社区、公司的社交网络服务来扩大其覆盖范围并促进信息交流	8
图 5: “牛牛圈”界面设计和内容板块	8
图 6: 富途 2016-2021H1 营业收入及增速 (亿港元)	9
图 7: 富途 2016-2021H1 利润净额及增速 (亿港元)	9
图 8: 富途营收与港美股市场成交额 (亿港元)	9
图 9: 2016-2021H1 富途与老虎证券净利润 (亿元)	10
图 10: 2018-2021Q2 富途与老虎 ROE 对比 (%)	10
图 11: 富途证券港股市场主要牌照取得情况	11
图 12: 富途证券国际市场主要牌照取得情况	11
图 13: 富途香港、大陆、美国资产规模 (亿港元)	12
图 14: 富途香港、大陆、美国收入规模 (亿港元)	12
图 15: 富途 2020Q1-2021Q2 客户数量情况 (万人)	14
图 16: 老虎注册客户与有资产客户数 (万人)	14
图 17: 富途客户总资产与户均资产 (亿美元/万美元)	14
图 18: 富途 2020Q1-2021Q2 客户留存情况	14
图 19: 平台用户日均停留时长 (分钟)	15
图 20: 富途与老虎研发人员对比	16
图 21: 富途 2017-2020 研发支出及占比 (千港元)	16
图 22: 富途相比其他竞争者的竞争优势	17
图 23: 富途 2019Q1-2021Q2 交易总额 (亿港币) 及同比增速	17
图 24: 富途 2020Q2-2021Q2 港美股交易额	17
图 25: 富途交易佣金毛利率超过 80% (亿港元)	18
图 26: 富途牛牛产品设计	18
图 27: 金融类 APP 月人均使用次数 (次)	19
图 28: 金融类 APP 月人均使用时长 (分钟)	19
图 29: 金融类 APP 月活跃人数 (万人)	19
图 30: 金融类 APP 日活跃人数 (万人)	19
图 31: 富途两融业务规模 (亿港元)	20
图 32: 两融业务收入及收入占比 (亿港元, %)	20
图 33: 富途 2016-2021H1 利息收入	21
图 34: 富途两融业务日均交易量 (亿港元)	21
图 35: 富途 ESOP 全流程服务	23
图 36: 富途大象财富客户资产管理规模 (亿港元)	25

表 1: 富途发展历程.....	5
表 2: 富途、老虎持有的美国牌照对比.....	12
表 3: 富途、老虎持有的香港牌照对比.....	13
表 4: 富途部分高管成员情况.....	15
表 5: 富途与传统券商港美股佣金对比.....	20
表 6: 富途安逸三大业务介绍.....	21
表 7: 富途港美股打新.....	22
表 8: 员工行权系统.....	23
表 9: 新经济企业优选 ESOP 股权激励服务商.....	23
表 10: 富途大象财富各类型基金的特点.....	24
表 11: 盈利预测.....	26

一、高速成长的互联网券商

（一）公司概况：产品力卓越的互联网券商

富途成立于2009年12月，总部位于中国香港，是一家为全球投资者提供港股和美股交易的互联网券商。

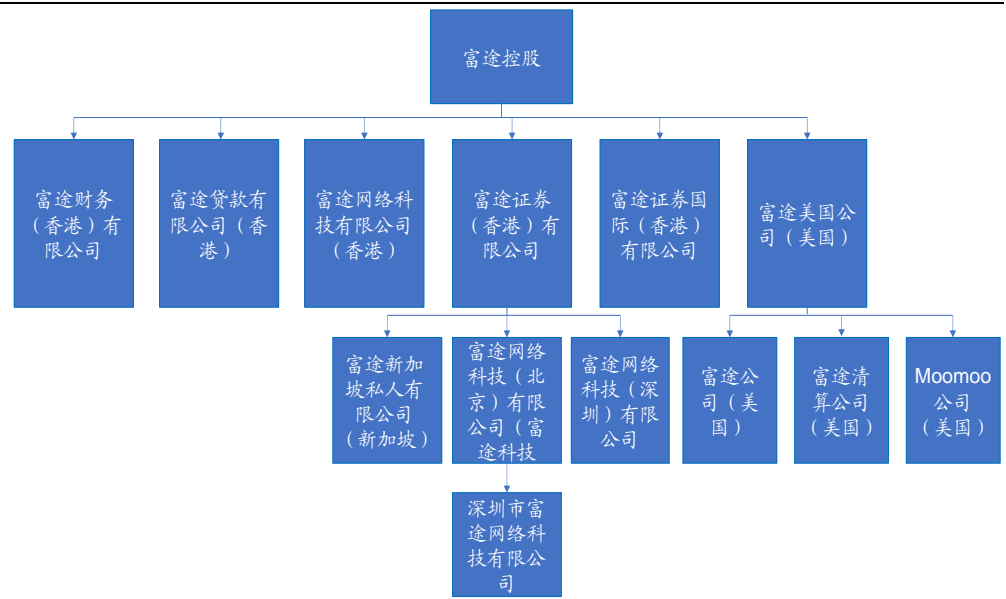
表1：富途发展历程

时间	事件
2009年12月	着手组建港股交易团队，从用户角度去深度体验交易和了解市场
2011年12月	富途推出港股交易系统，支持0.0037s极速交易
2012年10月	获香港证监会颁发第1类证券交易牌照
2014年9月	直接连接美国三大交易所提供美股实时行情
2016年10月	向中国大陆用户推出全民免费港股Lv2行情
2019年3月	在纳斯达克交易所挂牌上市
2019年8月	获得香港证监会颁发的提供自动化交易服务（7号牌）金融牌照
2020年11月	富途获美国期货牌照
2021年2月	富途日活跃用户数突破100万
2021年6月	富途新加坡有资产客户数突破10万，富途用户数达1550万，客户数超200万

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

组织架构：分工明确，专门专司。富途的组织架构与传统券商有所不同，富途设立了子公司和孙公司负责不同地区的不同业务板块，例如富途控股旗下子公司富途证券（香港）主要负责证券板块业务，且还会设立专门的科技子公司来做技术支持；而传统券商一般子公司较少，会分别设立不同的部门负责不同的业务板块，例如投资银行部、固定收益部等，且不会专门设立IT部门。

图1: 领先的数字化金融科技公司

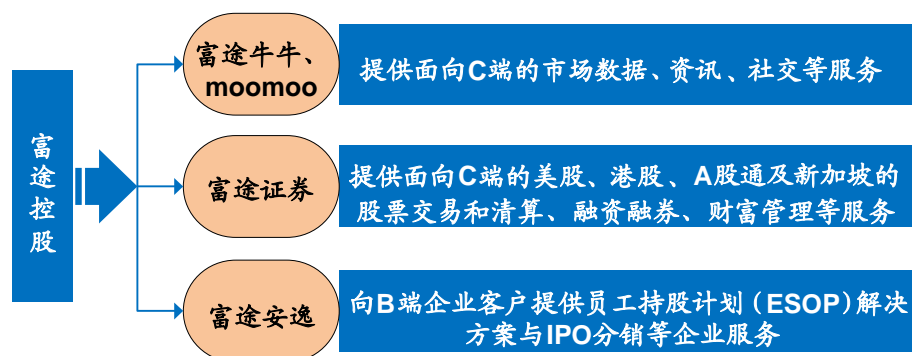


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 盈利模式: 从引流到变现

富途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, 提供面向C端的市场数据、资讯、社交等服务; 旗下子公司富途证券等港美股券商提供面向C端的美股、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2: 领先的数字化金融科技公司



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

富途有四大核心业务模块: 经纪、两融、企业服务和大象财富。

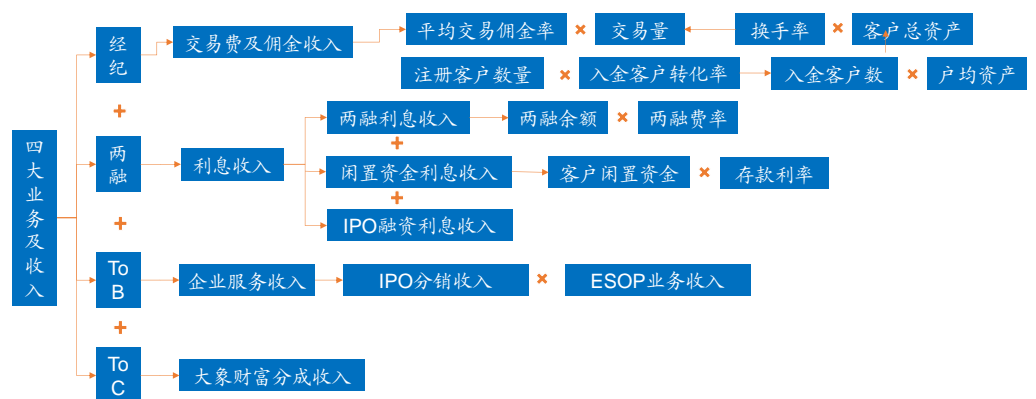
经纪业务的增长驱动力在于: (1) 通过创新产品设计, 为客户提供超卓服务体验, 促进经纪业务发展; (2) 全面推进线上化运营, 降低运营成本, 提供低费率服务, 具备竞争优势; (3) 通过提供发达的社交及资讯平台, 实现流量变现, 维持客户粘性。2021年上半年富途经纪业务创下新高, 总交易额为4584亿美元, 约为3.5万亿港币;

两融业务方面，富途凭借自主持牌战略和“技术+运营”优势，早期快速打开了港美股市场，两融成为支柱业务之一。由于申请流程简化，开户门槛降低，富途两融业务客户量持续上升，两融余额规模不断扩大。

企业服务方面，富途推出企业服务品牌“富途安逸”为企业提供IPO分销以及ESOP一站式服务。自2017年起，富途为港股上市的小米、美团、华兴资本、同程艺龙、易鑫和阅文以及美股上市的富途控股、如涵、新氧、云集等新经济企业提供了IPO分销服务；

财富管理方面，富途大象财富已构建起多品类产品服务，包括富途现金宝(货基)、短期理财、债券基金、股票基金、私募基金五大品类，覆盖不同投资主题、资产类别、投资区域的优质投资理财产品。

图3：富途各主营业务盈利模式拆分

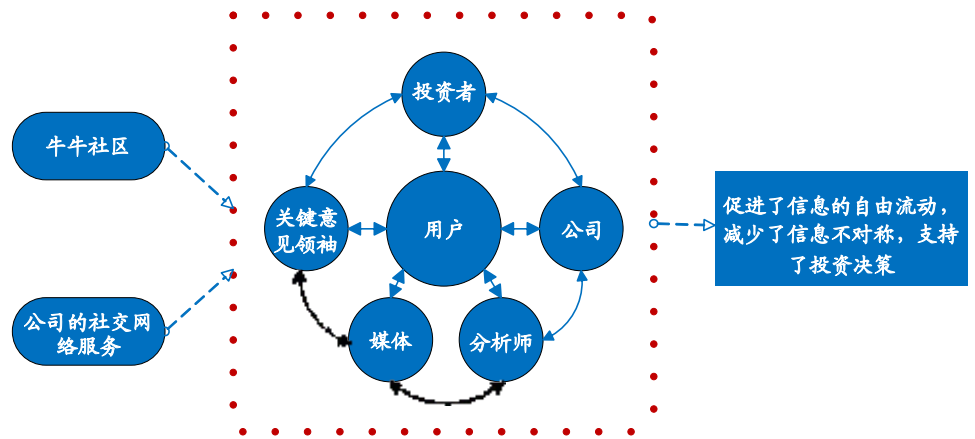


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

发达的社交及资讯平台：流量闭环变现 + 维持客户粘性

与传统投资平台和其他在线经纪人相比，富途牛牛嵌入了社交媒体工具，创建了一个以用户为中心的网络，并为用户、投资者、公司、分析师、媒体和关键意见领袖提供连接。富途通过社交网络服务牛牛社区，促成投资者交流投资信息，不断延长业务链条。例如，用户可以交换市场观点，观看公司活动直播，参加牛牛教室。

图4: 通过牛牛社区、公司的社交网络服务来扩大其覆盖范围并促进信息交流



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

富途的社交网络为用户活动提供了宝贵的数据支持, 为公司的产品开发提供了充分信息。截止2021年2月, 富途牛牛圈社区每日UGC(用户生产内容)超过15万, 实盘晒单量1万多条, 已成为最大的美港股投资社区之一。一方面, 社交平台实现了流量变现, 加速投资信息自由流动、减少决策障碍, 一定程度上避免因信息不对称导致的投资决策失误。另一方面, 社交平台汇聚了时效性的市场观点, 即时公司活动直播、投资教育培训课程等海量高价值投资信息, 有利于进一步维护客户稳定性, 扩大客户群, 维持客户粘性。

在类似交流社区中, 雪球内容较为丰富且有很多A股内容, 还有很多本土优秀的KOL。富途牛牛的KOL在港股和美股的优势也很明显, 牛牛社区可以做到实盘晒单, KOL在富途社区上发操盘记录会很有信服力, 这样才可能给客户提供更具有信服力的感知方式, 而这恰恰是雪球所不能提供的。而与老虎的社区相比, 富途牛牛的客群人数较老虎证券更具备优势。

图5: “牛牛圈”界面设计和内容板块

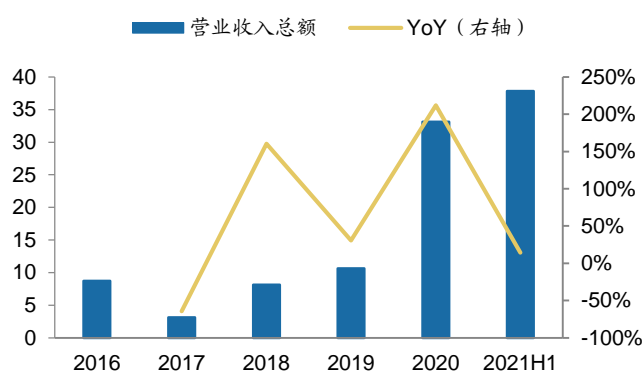


数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

(三) 财务概况：营收与利润均良性增长

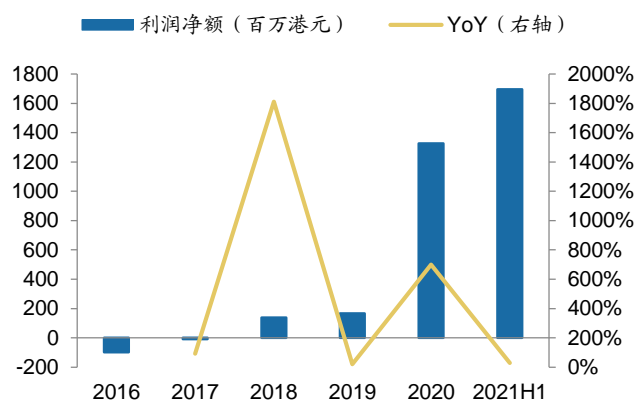
从历史经营数据看，富途营业收入及净利润规模在2016-2021H1持续稳步增长。从营业收入角度来看，受益于证券市场热度走高、富途客户群规模不断扩大和平台交易量持续攀升，富途营业收入大幅上升，2021年上半年实现营业收入37.82亿港元，同比增长220.24%，比2016年度增加36.95亿港元，增幅为4247.13%。从净利润的角度来看，2016至2021上半年富途控股的净利润同样在不断增加，2018年净利润开始由负转正并呈现持续增长趋势，其净利润由2016年的-0.98亿港元增加到2021年上半年的16.96亿港元，较2016年增长1864.29%。

图6：富途2016-2021H1营业收入及增速（亿港元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

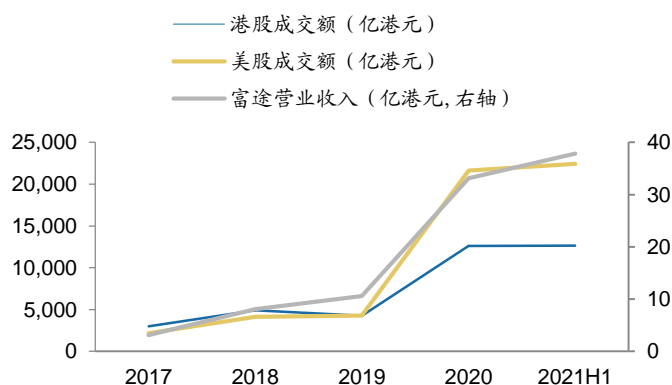
图7：富途2016-2021H1利润净额及增速（亿港元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

从港美股市场交易额方面来看，2016-2021H1港美股成交额在长期中均呈上升趋势，除2019年有所下降之外，其余时间均呈上升趋势，其中港股成交额由2017年的2990.00亿港元上升至2020年的12613.00亿港元，增长321.83%，而美股成交额则由2017年的2189亿港元上升至2020年的21617.00亿港元，增长887.52%，而富途的营业收入在2017-2020期间增长3704.88%。这说明富途营业收入的突飞猛进除了具有市场的β属性外，自身的成长性更占主导。

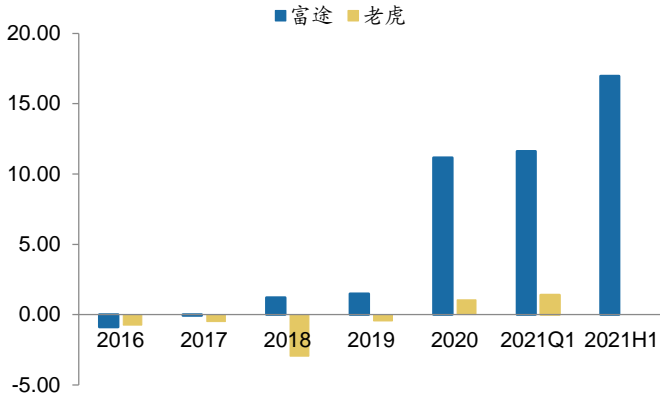
图8：富途营收与港美股市场成交额（亿港元）



数据来源：Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

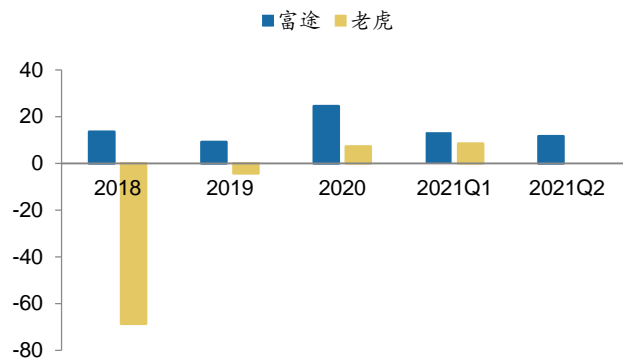
富途轻资产运营，盈利能力强。2021上半年实现净利16.69亿元同比增长333.43%。老虎证券2020年净利润开始转正。从ROE角度看，富途自2018年实现盈利起ROE始终为正，2020年，富途ROE为24.42%，老虎的ROE于2020年才实现转正，为7.18%。2021年第二季度，富途的ROE为11.61%。

图9: 2016-2021H1富途与老虎证券净利润(亿元)



数据来源: Choice、公司年报、广发证券发展研究中心

图10: 2018-2021Q2富途与老虎ROE对比(%)



数据来源: Choice、公司年报、广发证券发展研究中心

二、公司核心竞争力分析

富途的竞争优势包括持牌优势、客户优势、人才优势、科研投入优势、时间壁垒的立体竞争优势、资金优势等方面。

(一) 持牌优势: 种类丰富, 地理布局广

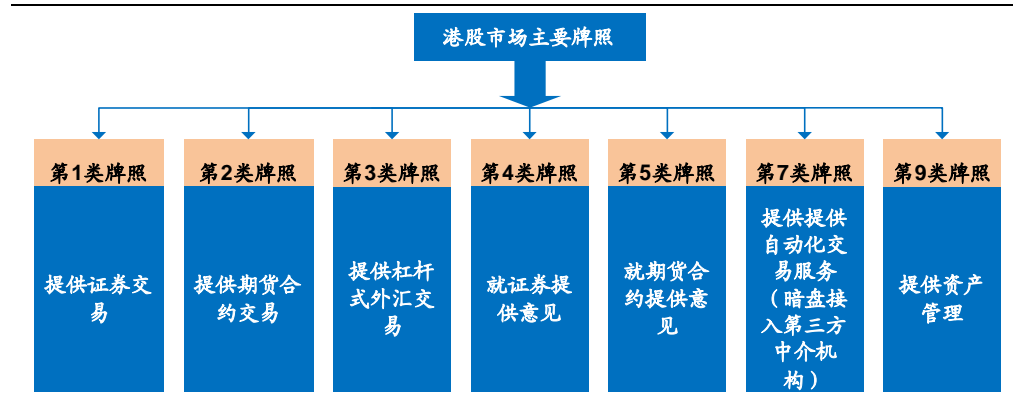
富途通过不断丰富牌照功能, 建立起了在中国香港及其他多个市场的“领头羊”地位。截至2021年6月22日, 富途在中国香港、美国、新加坡及泛欧地区已拿下35张金融牌照和资质, 包括了19张香港地区金融牌照、2张泛欧洲地区金融牌照、11张美国金融牌照和3张新加坡金融牌照, 其牌照及业务版图已遍及全球。

斩获港股多类牌照, 业务范围不断拓宽, 港股市场业绩稳定与成长性兼备。

港股市场方面, 富途证券自2012年10月4日拿下香港证监会第1类“证券交易”牌照起, 8年间已拿下7大类香港证监会牌照, 包括香港证监会第1/2/3/4/5/7/9类金融牌照, 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。其中, 香港证监会第3类牌照对应的受规管活动为杠杆式外汇交易, 是发放数目相对较少的牌照之一, 截至2021年6月5日, 全香港仅有49家机构持有该类牌照。斩获第3类牌照意味着富途证券的业务范围进一步拓宽至杠杆式外汇交易领域; 在2019年已获得第7类牌照的基础上, 获准开放暗盘接入第三方中介机构, 提升了富途证券未来暗盘相关业务的想象空间。

营业牌照相对齐全，业务更加完整，港股市场具备高成长性。港股市场方面，富途通过已获得的港股7类牌照和强大的技术创新能力，已经完整接入港交所和中央结算及交收系统，实现为客户提供一体化交易清算服务，交易佣金毛利润率已超过80%，2021年上半年，富途交易佣金毛利润率为81.80%，较2019年进一步提升。

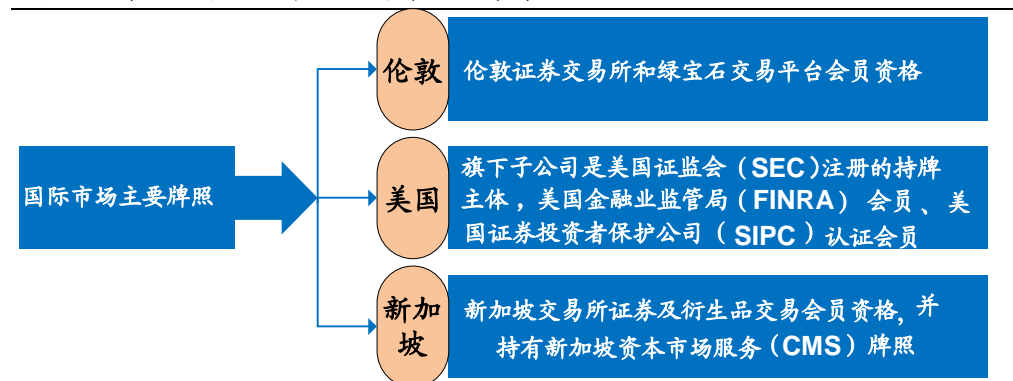
图11：富途证券港股市场主要牌照取得情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

在国际化牌照的储备方面，富途目前已经获得了包括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，同时，旗下子公司是美国证监会（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。

图12：富途证券国际市场主要牌照取得情况

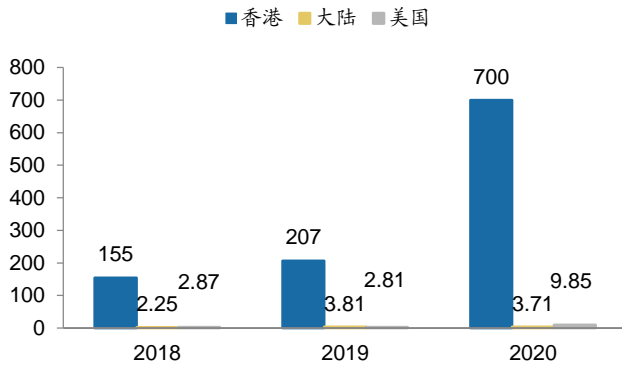


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

国际化战略取得阶段性成果。目前海外股市逐渐偏零售化，越来越多年轻人青睐海外股市交易，线上投资的普及使得越来越多个人投资者可以享受更好的投资体验。根据公司今年一季报发布会，富途国际化产品moomoo在2021年3月8号于新加坡正式上线，以低佣、优质的服务切入新加坡市场，不到一个星期便在当地手机应用的金融榜单中排名第二，仅次于新加坡最大的星展银行。根据2021年4月的最新数据，moomoo在新加坡金融类APP的排名高居榜首，获得了当地用户对富途产品和服务的一致认可。新加坡市场的客户数量激增。2021Q1超过70%的净增有资产客户来自香港、新加坡和其他海外地区，说明富途的国际化战略取得了阶段性的成果，国际市场的增长前景喜人。2021年Q2新增有资产客户数达21.1万，其中约80%来自中国

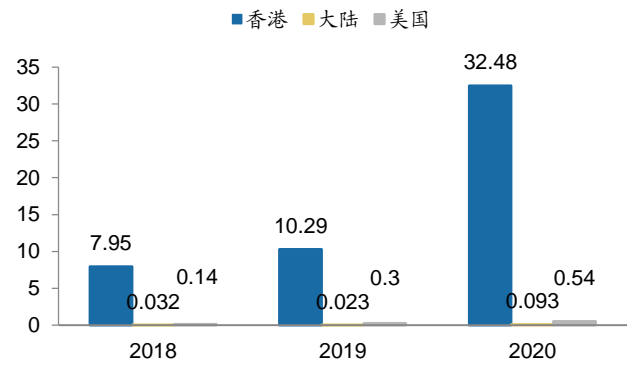
香港、新加坡及其他海外市场。随着新加坡用户数及有资产客户数分别突破22万，10万，新加坡业务取得重大进展。

图13: 富途香港、大陆、美国资产规模 (亿港元)



数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

图14: 富途香港、大陆、美国收入规模 (亿港元)



数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

表2: 富途、老虎持有的美国牌照对比

富途证券持有美国牌照		老虎证券持有美国牌照	
Futu Inc	在美国证监会 (SEC) 注册的持牌主体	证券券商业务	股票经纪牌照、公司证券零售经纪牌照 (2 张)、投行牌照 (公司证券承销商或者交分销)、共同基金零售牌照 (2 张)
	美国金融业监管局 (FINRA) 和美国证券投资者保护公司 (SIPC) 成员		私募证券牌照、并购咨询 (包括出具公平意见) 服务牌照
Futu Clearing Inc.	全国证券清算公司 (NSCC) 会员		销售公司债券的经纪商或者交割商牌照 (2 张)、美国政府证券经纪商牌照 (2 张)、市政府证券经纪商牌照
	美股期权清算 (OCC) 会员	销售变额寿险或养老金的经纪商或交易商牌照、自清算业务牌照、期权经纪商牌照 (2 张)	
	美国存管信托公司 (DTC) 会员	涉及外国经纪商和外国证券业务	协助外国经纪商分发其研究报告给美国机构客户和执行外国证券交易的牌照 (15-6 牌照)

	在美国证监会 (SEC) 注册的持牌主体	自营业务	证券自营交易牌照
	美国金融业监管局 (FINRA) 成员和美国证券投资者保护公司成员 (SIPC)		
Futu Wealth Advisors Inc.	在美国证监会 (SEC) 注册的持牌主体	投研业务	投研牌照 (包括撰写和分发证券研究报告)
	拥有注册投资顾问牌照	投资顾问业务	注册投资顾问牌照
Futu Futures Inc.	在美国全国期货协会 (NFA) 注册的持牌主体	期货业务	期货介绍经纪商牌照
	拥有美国期货牌照		期货基金管理人牌照

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表3: 富途、老虎持有的香港牌照对比

富途证券持有香港牌照		老虎证券持有香港牌照	
富途信托有限公司	持有信托或公司服务提供者牌照	信托或公司服务业务	信托或公司服务牌照
富途保险经纪 (香港) 有限公司	持有保险经纪公司牌照	保险经纪业务	保险经纪牌照
富途财务有限公司	放债人牌照		

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

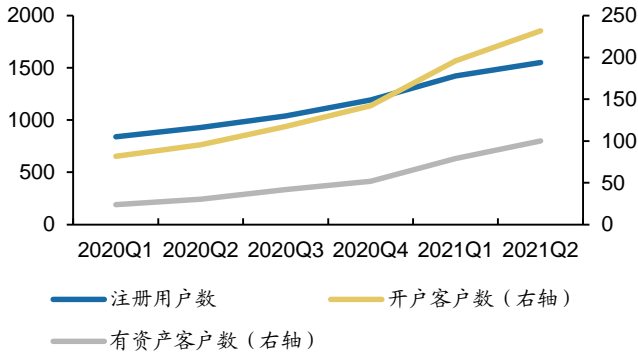
(二) 客户优势: 数量与质量持续提升

从地理维度上划分, 富途的客户主要来源于中国内地、中国香港、新加坡及美国。香港是富途获客的主要战场, 目前已经具备不错的市场占有率。富途所面对的中国内地用户主要是已经有海外资产的大众富裕人群; 而在新加坡和美国的客户群体则是其在当地居民。根据公司2020年报披露, 富途的客户大多数都是年轻的高收入群体, 其中有30%-40%来自于金融+科技行业。截止2020年12月31日, 富途客户年龄的中位数为34岁。

根据富途发布的2021Q2季报显示, 其注册用户数已由2018Q2末的482万上升至2021Q2末的1550万, 增长221.58%, 季均增长10.22%; 开户客户数由2018Q2末的37.31万上升至2021Q2末的232万, 增长521.82%, 季均复合增长率16.45%; 有资产客户数从2018Q2末的10.96万上升至2021Q2末的100万, 增长812.41%, 季均复合增长率20.23%。另外, 截止到2021年第二季度, 富途香港有资产客户数已连续多季度实现同比三位数增长, 说明富途在香港的客户吸引力进一步增强。同期, 截至2021年第一季度末, 老虎证券注册客户数有140.02万个, 有资产用户数为37.6万,

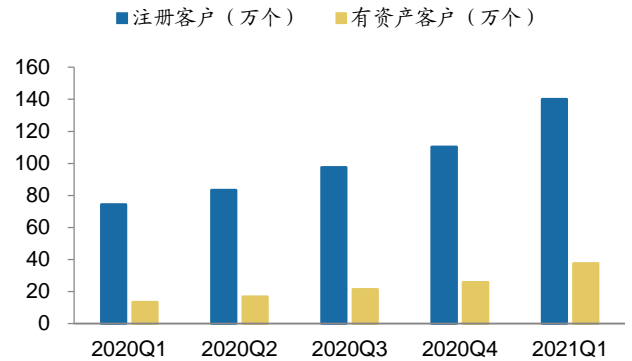
增幅达45.34%。

图15: 富途2020Q1-2021Q2客户数量情况 (万人)



数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

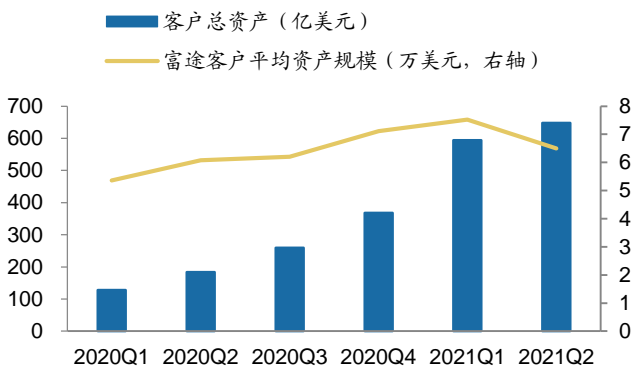
图16: 老虎注册客户与有资产客户数 (万人)



数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

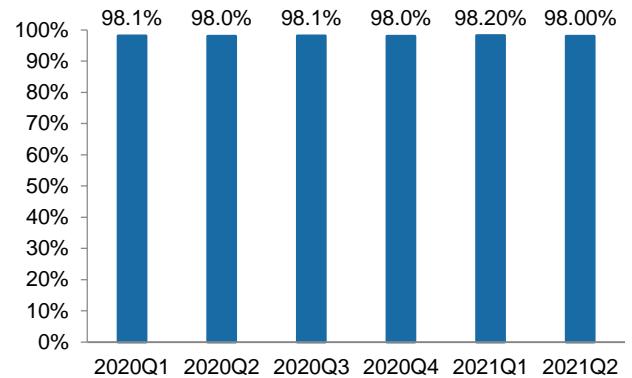
2021年第二季度, 富途客户资产达648亿美元, 再创新高。截至2021年第二季度, 户均资产达6.5万美元。而在2021年第一季度末, 老虎证券客户资产为214.1亿美元, 户均资产5.7万美元。

图17: 富途客户总资产与户均资产 (亿美元/万美元)



数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

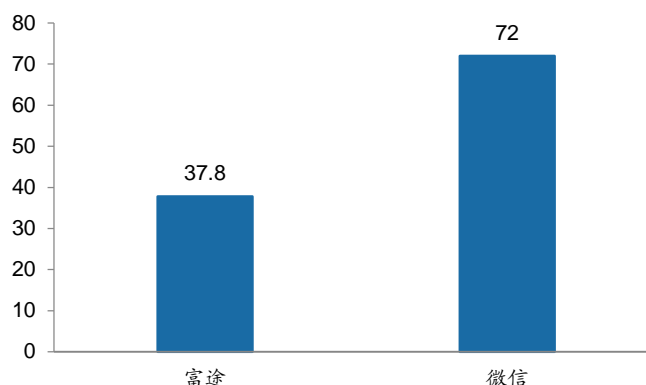
图18: 富途2020Q1-2021Q2客户留存情况



数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

富途备受全球用户认可, 客户留存率多季度高达98%以上, 这也说明了富途的客户粘性较强, 客户沟通和维护工作较好。平台化属性增加用户粘性。大多数金融科技公司的产品往往偏工具, 用户只有在需要交易时才登录。但富途的平台属性增强了用户粘性, 根据富途合伙人邬必伟分享的数据: 富途的平台用户日均停留时长约37.8分钟, 而微信用户日均时长大约72分钟; 富途用户日均打开富途牛牛App的次数达到22次; 富途牛牛专注于港美股业务, 用户日活过百万。

图19: 平台用户日均停留时长 (分钟)



数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 软实力: 人才、科研、系统三足稳固

拥有“互联网+科技”高管团队。原腾讯第18号员工李华为公司CEO和技术委员会主席, 另外, 公司高级副总裁徐礼也曾在腾讯旗下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。富途海外多个城市的本地化团队都已经搭建成型, 国际化人才梯队的不断完善为富途推进国际化战略注入了强劲的动力。

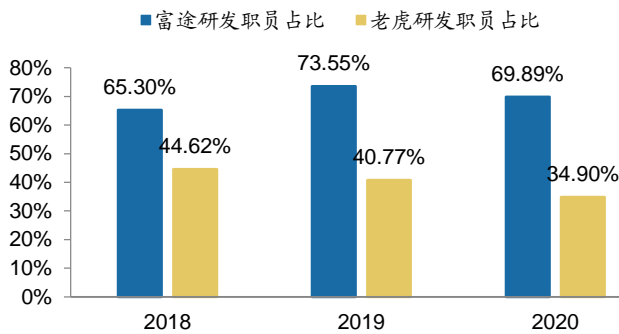
表4: 富途部分高管成员情况

姓名	职务	任职时间	履历
李华	创始人、董事长、首席执行官及技术委员会主席	2007年12月	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。
张杰	董事	2014年10月	2000年至2002年, 曾任安信证券(原广东证券)网上业务部门负责人; 2002年至2013年期间, 曾任中国银河证券网上交易中心BD负责人
陈宇	首席财务官	2017年9月	2005年至2009年, 其曾担任中国国际金融公司副总裁; 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。
徐礼	高级副总裁	2013年8月	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。

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

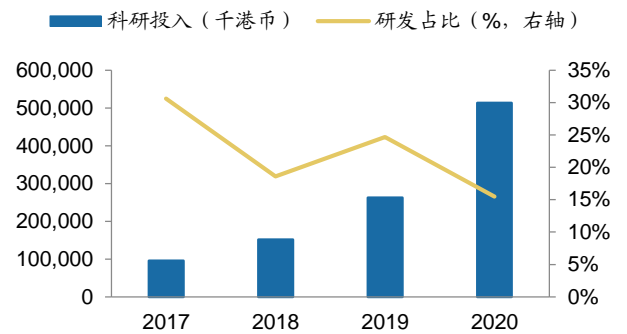
富途的产品与研发人员占比一直保持在70%左右, 强大的研发能力能快速响应APP的研发与迭代。科研投入比例大, 领先于行业竞争者。目前, 市场上的互联网券商主要采用自建或导流两种模式, 富途成立之初, 选择了互联网券商自建的发展模式, 相比老虎证券, 富途在科研方面投入的资金量较大, 尤其2017年, 富途科研支出高达9,552.6万港元, 占营业收入的30.65%。2018-2020年富途持续加大科研支出, 分别达到15,109.7万港元、20,234.5万港元、51,328.3万元, 增长率分别为58.17%、33.92%、153.67%。

图20: 富途与老虎研发人员对比



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图21: 富途2017-2020研发支出及占比(千港元)



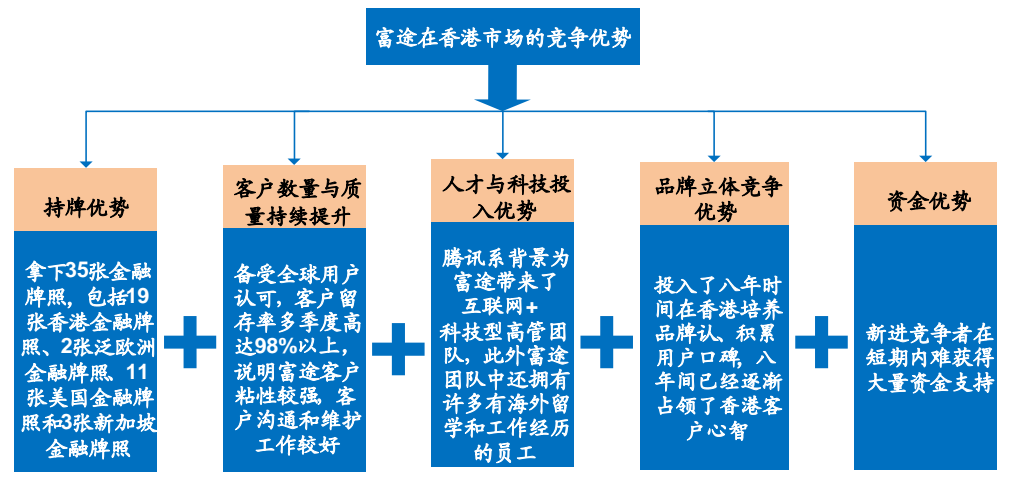
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

富途拥有行业领先的交易系统和结算系统。港股的交易系统和结算系统要投入大量资金和时间,富途用了8年时间来打造具备高稳定性和高拓展性的系统,根据公司业绩发布会公布,系统可用性达到99.96%。由于高性能交易系统和结算系统具备较强的技术和时间门槛,竞争者进入香港市场后,其交易和结算系统可能会依赖于第三方供应商,也就意味着系统可用性和稳定性在相当长的一段时间内不完全可控,尤其在热门IPO市场结构波动的情况下,极易出现系统卡顿甚至宕机的情况。基于这样的背景,在短期内其他同业竞争者难以替代富途为客户提供的极致的交易体验。

(四) 硬实力: 口碑与资金

富途在香港获得良好口碑,建立了具有时间壁垒的立体竞争优势。金融业务注重决策,客户投资存在心理门槛,而富途拥有诸多类似腾讯等高质量的明星级机构为其增信。同时,富途投入了八年时间在**香港培养品牌认知、积累用户口碑**,八年间已经**逐渐占领了香港客户心智**。富途还构建了具有时间壁垒的立体竞争优势,在开户、交易、咨询、社交等各个环节都有非常深度的积累,产品能力也达到了业内相对顶尖水平。**除此以外,富途还拥有资金优势**,由于融资业务规模与公司的资本金有较强联系,且融资资金需要通过和银行的长期合作不断积累。香港融资额度的上限是证券公司资本金的五倍,同业竞争者首先需投入大量资金来补充香港证券公司的资本金,另外还需要通过和香港银行达成合作来撬动资金杠杆。然而香港商业银行偏保守,短期内新进竞争者很难快速获得大量资金支持,这会一定程度上制约其IPO打新和日常业务的开展。

图22: 富途相比其他竞争者的竞争优势



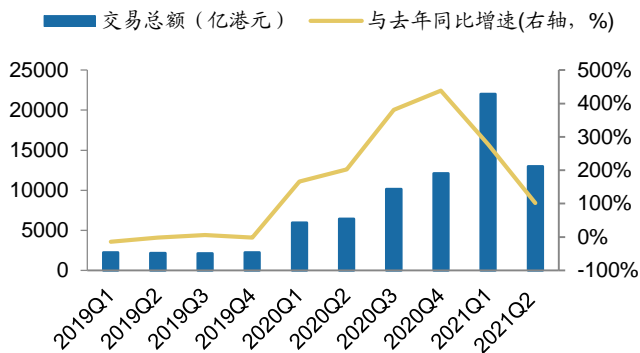
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

三、业务亮点：多元化的四大变现渠道

（一）经纪业务：富途最大的收入来源，发展迅猛

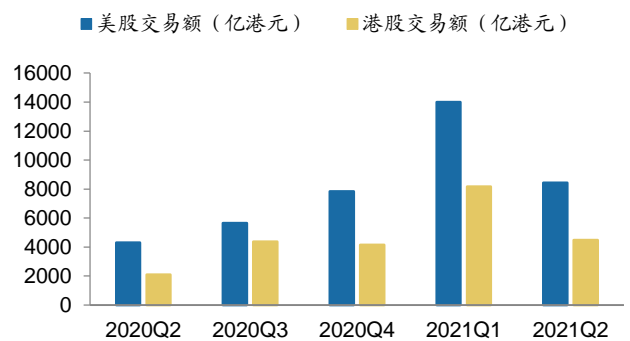
据富途季报显示，2019年到2021年第二季度，交易总额先减后增，经纪业务在2021H1创下新高。2020年开始交易总额持续增加，同比增速保持高三位数增长，2021年第二季度，富途经纪业务总交易额为1694亿美元，约为1.3万亿港币）。

图23: 富途2019Q1-2021Q2交易总额（亿港币）及同比增速



数据来源：公司季报、广发证券发展研究中心

图24: 富途2020Q2-2021Q2港美股交易额

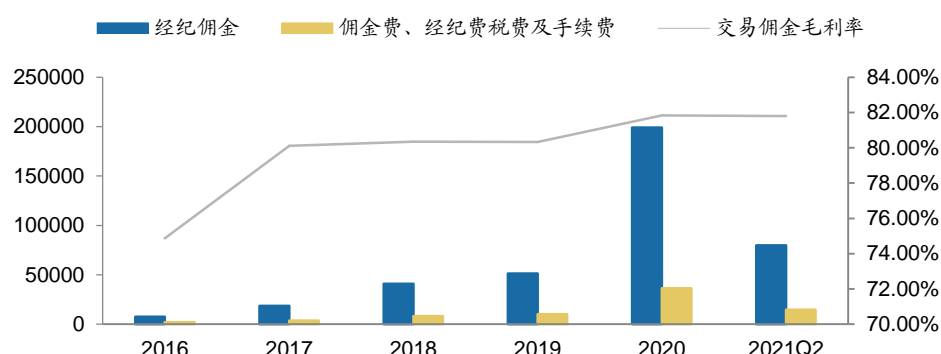


数据来源：公司季报、广发证券发展研究中心

佣金方面，经纪佣金和佣金费、经纪税费及手续费持续增长。经纪佣金由2016年的7,450万港元上升至2020年的19.90亿港元，增长2,571.33%，年均复合增长率127.34%；佣金费、经纪税费及手续费由2016年的1,873万港元上升至2020年的3.61亿港元，增长1,830.0%，年均复合增长率109.60%；而交易佣金毛利率则由2016年

的74.86%上升至2021H1的81.80%。富途牛牛综合佣金率从0.045%上升至0.061%，高于老虎的0.34‰，与交易衍生产品人数的增多有关。

图25: 富途交易佣金毛利率超过80% (万港元)



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

弃用“0佣金”商业模式，把客户体验做到极致。富途证券的总佣金率在市场中相对较低，但不是最低，公司追求佣金率最具“性价比”。当下，美国涌现出一批券商采用“0佣金”模式，本质上是卖订单流的商业模式，这种模式在香港市场难以生存，富途在美股市场不启用“0佣金”模式，因为“0佣金”或“低佣金”是吸引用户体验产品，形成客户粘性的手段，适用于创业公司或新兴公司在难以推广时投入大量资源，用低价或暂时性免费策略让客户体验产品。富途证券成立之前，香港众多本地券商采用“0佣金”或“极低佣金”的模式，富途证券在这种竞争环境下依旧逐渐发展壮大，说明佣金率并不是决定性的竞争优势，产品体验在客户心中占据更重的砝码。虽然综合佣金率高于老虎，但富途牛牛凭借卓越的服务质量赢得了客户。富途牛牛以给客户一流的体验赢得了众多客户。

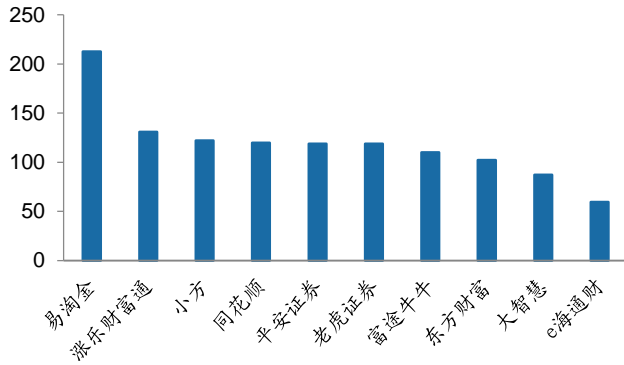
图26: 富途牛牛产品设计



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

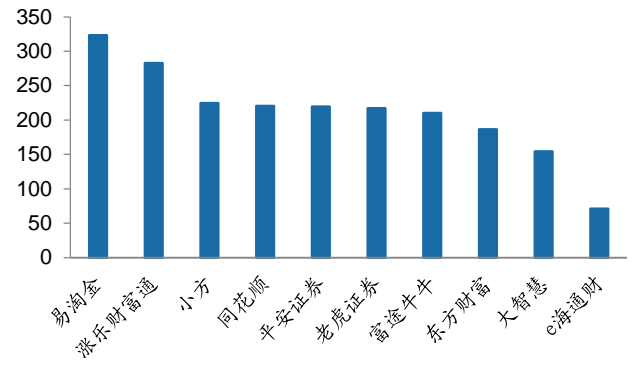
据公司合伙人邬必伟分享，富途早期用户30%是富途自引客户，70%的客户通过口碑传播而来，目前富途仍有超过50%是自然流量。富途的产品能为用户带来良好体验，公司客户留存率为97.8%，用户人数及停留时长、参与项目等指标逐渐增多，2020年12月，牛牛社区日活跃用户达68.0万人，人均日浏览37.8分钟。

图27: 金融类APP月人均使用次数 (次)



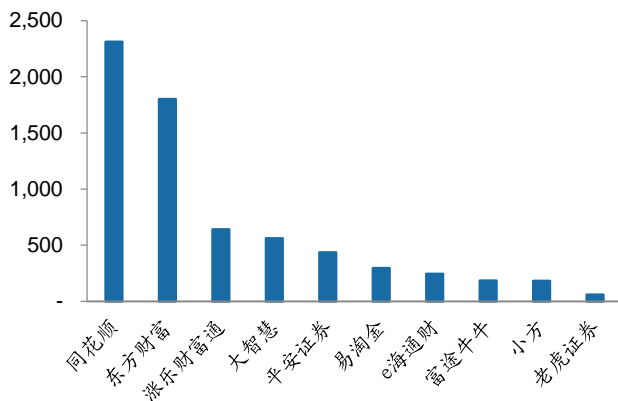
数据来源: 公司年报、Quest Mobile、广发证券发展研究中心

图28: 金融类APP月人均使用时长 (分钟)



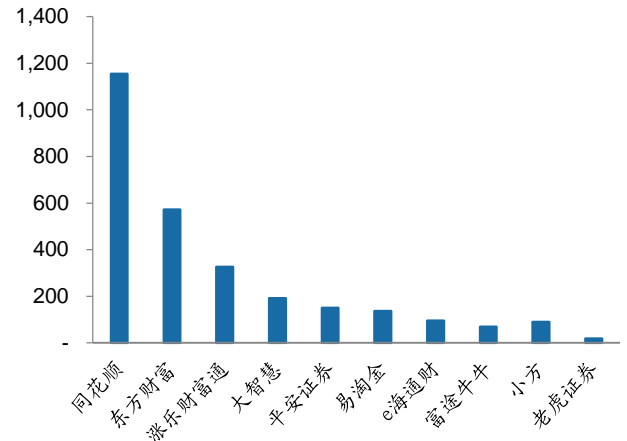
数据来源: 公司年报、Quest Mobile、广发证券发展研究中心

图29: 金融类APP月活跃人数 (万人)



数据来源: 公司年报、Quest Mobile、广发证券发展研究中心

图30: 金融类APP日活跃人数 (万人)



数据来源: 公司年报、Quest Mobile、广发证券发展研究中心

虽然综合佣金率高于老虎, 但其港、美股佣金率依然低于行业其他竞争者。全面推进线上化运营, 降低运营成本提供低费率服务, 具备竞争优势。富途通过旗下APP富途牛牛、moomoo等平台提供港股、美股、A股通线上交易平台, 减少线下营业网点的设置和运营支出, 降低整体运营成本, 轻资产为主的运营模式使得富途有能力为客户提供低费率交易佣金, 从而促进经纪业务进一步发展壮大。富途为客户提供0.03%的港股佣金率和0.49美分/股的美股佣金。中国银行(香港)自动化系统港股佣金率0.18%-0.25%, 美股佣金率0.02美元/股, 招商证券(香港)港股佣金率0.25% 美股佣金率0.3%、中信证券(香港)港股佣金率0.25%, 美股佣金率0.20%, 海通国际港股佣金率0.15%起, 美股佣金率0.15%起。由此可见, 富途提供远低于传统券商的佣金费率, 具备较强的获客优势。

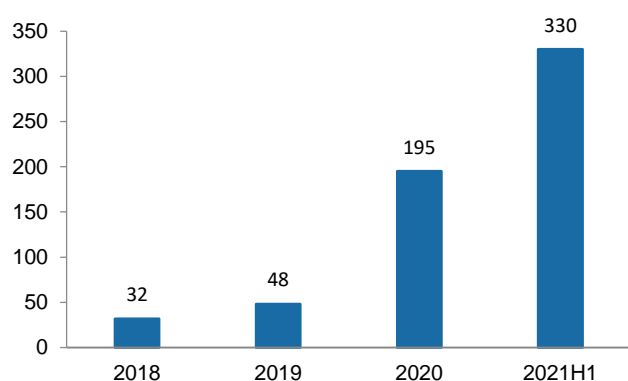
表5: 富途与传统券商港美股佣金对比

券商名称	港股佣金率	美股佣金率
富途证券	0.03%	0.49 美分/股
中国银行(香港)	自动化系统: 0.18%-0.25% 线下或电话交易: 0.25%-0.50%	自动化系统: 0.02 美元/股
招商证券(香港)	人工交易: 0.25% 网上交易: 0.225%	人工交易: 0.3% 网上交易: 0.225%
中信证券(香港)	0.25%	0.20%
海通证券	网上交易: 0.15%起 电话交易: 0.25%起	网上交易 0.15%起 电话下单: 0.25%起

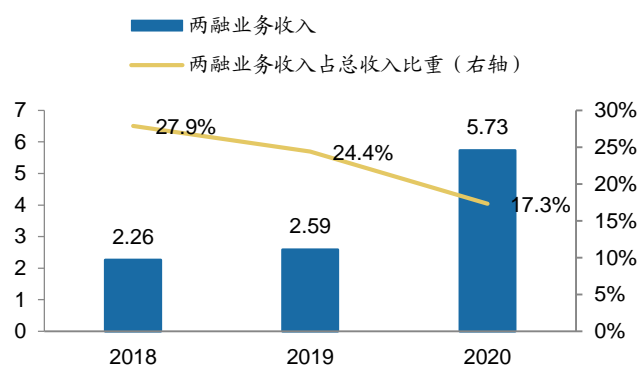
数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

(二) 利息收入: 跟随用户大幅增长

利息收入是富途的第二大收入来源, 由融资融券利息收入、闲置资金利息收入和IPO融资利息收入组成, 融资融券利息收入以融资融券余额和两融利率为驱动力, 而闲置资金利息收入则以客户闲置资金和存款利率为驱动力。富途利息收入在2021年上半年达到12.69亿港元, 占总营业收入的33.55%。利息收入方面, 2017年增幅为近五年最大, 达到1,726.95%, 之后增速有所放缓, 但依然在快速增长。总体来说, 利息收入由2016年的579.5万港元增长至2020年的9.66亿港元, 增长9.6亿港元, 增幅达到16,563.11%, 2021H1实现6.10亿的利息收入, 同比增长193.6%。

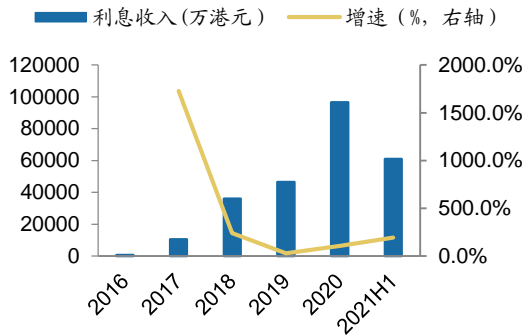
图31: 富途两融业务规模 (亿港元)


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图32: 两融业务收入及收入占比 (亿港元, %)


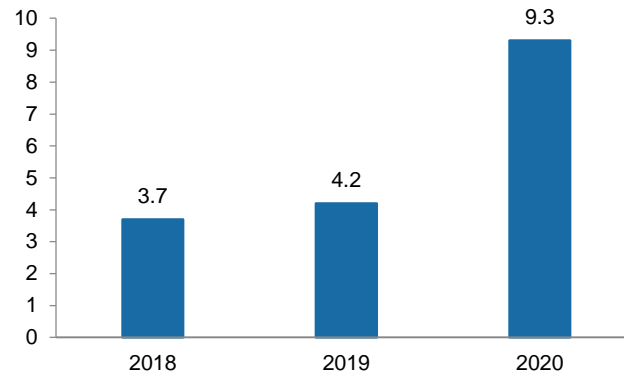
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图33: 富途2016-2021H1利息收入



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图34: 富途两融业务日均交易量 (亿港元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 机构服务业务 (To B): 助力企业, 共同成长

IPO分销&IR与投资者关系&PR业务, 连接B端与C端, 为富途注入生命力, 自成立起表现亮眼。2019年5月, 富途宣布推出企业服务品牌富途安逸 (I&E), 主要服务新经济企业在海外资本市场的三大业务, 其一是海外IPO分销业务&IR服务和投资者关系&PR, 其二是员工持股计划 (ESOP) 解决方案。在富途安逸的IPO分销服务中, 不仅帮助需要融资的新上市企业精准定位募资渠道, 解决新上市企业存在的痛点和难点, 还通过投资者关系的宣传, 向投资者批量传达企业价值, 加深企业与投资者兼用户之间的信任, 实现了IR与PR的融合。

表6: 富途安逸三大业务介绍

三大业务	业务特点
IPO 分销&IR	维持股票流动性的必备阵地
	IPO 百亿认购企业的聚集地
	面向 1400 万+高新高知投资者精准曝光渠道
	美团、小米等明星企业的共同选择
投资者关系&PR	向千万投资者批量传递企业价值
	线上+线下, 内容+曝光组合拳全方面传播
	财报、发布会等 PR 场景全覆盖
	专业营销方案制定, 连接多家专业财经媒体
员工持股计划 (ESOP)	信托搭建, 全流程服务
	数据、资产、流程安全, 全方位保障
	两大系统, 管理、行权、财税全场景覆盖
	极低的管理系统/员工交易费用

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

富途切实地为企业IPO和个人投资者解决了投融资的痛点和难点。境外IPO面临着美股和港股市场流动性差的问题, 且企业境外上市需满足交易所最低零售认购人数要求, 另外, 传统的境外IPO主要面对机构投资者, 因此投资者维护方式落后, 披

露信息难以满足个人投资者的需求。而富途利用交易量优势（2020Q3单季度交易规模达1309亿美元），可以帮助新上市企业维护股票流动性；通过积累的用户数（15500万用户，用户留存率增长至97.8%，2021Q2DAU日活达100万），富途认购人数和认购金额均位列行业前列。2020年，港美股投资者对中概股IPO申购热情高涨，富途IPO分销&IR服务业务取得了相当不错的成绩。2021Q2，富途安逸已为186家企业提供IPO分销及IR服务，且新经济中概股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，2021H1，富途“打新百亿俱乐部”成员已达26家。

以需求为导向，发现新经济公司ESOP蓝海。当前新经济公司是指创新性知识和技能在公司发展中占主导、创意成为核心驱动力的智慧经济公司。较之传统企业，这些公司更需要吸引稳定、激励公司的核心人才，而ESOP有利于保证核心团队的稳定性。近些年，我国大批新经济公司发展壮大，有些甚至已经成熟走向IPO，伴随着新经济公司的发展，ESOP产业逐渐受到关注。当下新经济公司的ESOP需求激增，股权激励规模大、行权咨询量大、对B端管理系统和C端产品和客服能力要求高成为ESOP业务亟需解决的痛点问题。

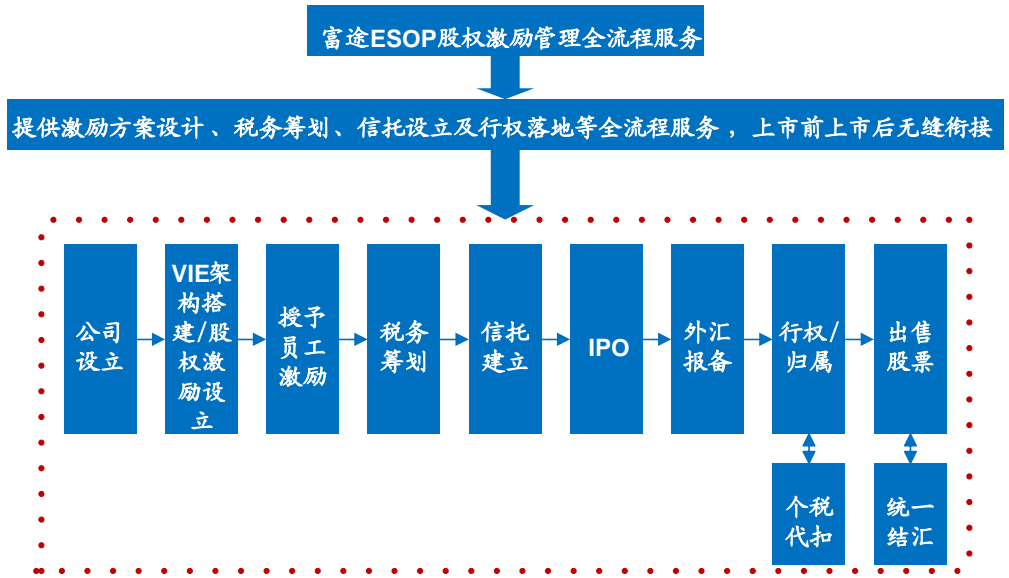
表7：富途港美股打新

港股打新（公司名称）	富途认购金额（港元）	富途认购人数
农夫山泉	351 亿	11.6 万
嘉和	218 亿	7.9 万
京东健康	207 亿	12.0 万
Tigermed	179 亿	6.6 万
明源云	169 亿	6.0 万
美股打新（公司名称）	富途认购金额（港元）	富途认购人数
逸仙电商（YATSEN）	15.9 亿元	3.8 万
陆金所	14.9 亿元	2.4 万
MINISO 名创优品	14.8 亿元	3.4 万
小鹏	22.1 亿元	4.6 万
贝壳	17.4 亿元	2.7 万

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

富途员工持股计划（ESOP）解决方案，提供激励设计、信托及落地全流程服务。富途安逸ESOP方案服务两类客户：（1）企业客户：企业客户可通过富途ESOP完成股权激励流程，从公司设立开始，富途为企业设计股权激励方式，过程中帮助企业进行信托建立，外汇报备等，当员工出售股票时办理统一结汇；（2）员工侧：员工可通过行权系统，清楚地看到持有激励数量、授予/归属时间、预计股票价值，并拥有多种行权方式，且费用优惠，港股超低佣金，最低零佣金，美股佣金低至\$0.0049/股。另外，富途ESOP完善的内控管理、安全的运行体系和专业的技术实力获ISO27001报告、SCO1审计报告等多项国际权威标准认可，充分保障企业数据安全和业务安全。截至2021Q2，富途安逸累计签约ESOP期权管理客户263家，服务员工遍布40个以上的国家及地区，客户包括TMT、消费娱乐、教育培训、汽车物流等众多细分领域的龙头企业，如腾讯、名创优品、新东方在线、小鹏汽车等。事实上，ESOP业务为富途获取优质的个人客户创造了条件。

图 35: 富途ESOP全流程服务



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

表8: 员工行权系统

激励可视化	可清楚看到持有激励数量、授予/归属时间、预计股票价值
多种行权方式	多种行权方式，可现金及非现金行权，随时随地多终端行权
7*24 小时客服	在富途牛牛 APP 上可 7*24 小时联系客服咨询问题
费用优惠	港股超低佣金，最低 0 佣金，美股佣金 \$0.0049/股

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表9: 新经济企业优选ESOP股权激励服务商

行业	知名企业
TMT	腾讯、猫眼电影、同程艺龙
消费娱乐	九毛九、名创优品、泡泡玛特
教育培训	爱学习、新东方在线、掌门教育
汽车物流	小鹏汽车、满帮集团、途虎养车

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

多家知名企业入驻富途企业号。截止2021年Q2，共有超过600家公司入驻企业号，财报季活动吸引超200家公司参与，近百家公司业绩会在牛牛圈直播。在2021年第二季度，又新增了京东、时代天使等明星企业入驻。

(四) 财富管理业务 (To C): 备受认可, 拓展迅速

经纪、两融增长压力大，同赛道竞争越发激烈，且容易受制于交易量、市场周期和低佣金策略的影响，于是富途率先开始布局财富管理业务。2019年8月，富途率先布局财富管理业务，推出现金宝、基金宝等产品，正式启动后发展迅速。2020年10

月，富途证券宣布公司旗下财富管理业务全新升级，正式命名为富途大象财富，并作为富途旗下的又一重要业务品牌。此次品牌升级后，大象财富在投资品类和产品功能上都做了提升和优化。大象财富已构建起货币基金、债券基金、股票基金、混合基金、私募基金五大品类，上线覆盖不同投资主题、资产类别、投资区域的优质投资理财产品，用户可以通过购买基金组合将资金投资于多个标的基金。

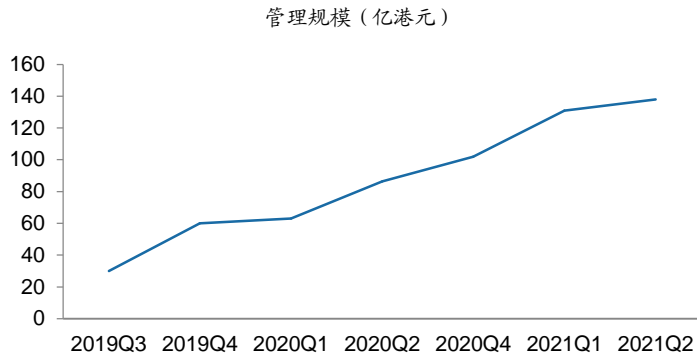
表10: 富途大象财富各类型基金的特点

货币基金: 已开通自动申赎, 支持港股新股认购, 随存随取, 低门槛		
货币基金自动申赎	自动买入	仅需设置一次, 设置成功后, 每日固定时间将现金自动买入货币基金, 资金不闲置
	自动赎回	货币基金可直接用于股票交易、认购新股, 每日收盘结算后, 系统将根据客户证券账户欠款情况自动赎回货币基金进行还款
货币基金自动申赎, 均不产生任何费用		
港元货币基金支持港股新股认购	港元货币基金资产会计入【最大现金可用】, 可直接用于打新	
	港股打新产生的欠款, 港元货币基金资产会自动赎回还清欠款。如实际赎回的基金净值不能完全填平欠款, 剩余的部分欠款需手动赎回美元货币基金货币汇兑还款或使用现金还款	
随存随取	客户可以将证券账户内的闲置资金买入货币基金, 实现闲置资金管理	
	T+1 或 T+2 日可提现至银行卡	
低门槛	最低 0.01 港元/美元起购	
债券基金: 主要用于投资国债、金融债和企业债, 为中低风险等级, 若中长期持有, 获得收益的概率较高		
风险适中, 收益更高	债券基金比货币基金拥有更高的收益, 短期内的收益可能有波动, 但长期持有获得收益更高的概率较大	
无封闭期限	富途销售的债券基金无封闭期限, 投资者在确认份额后即可随时申请赎回, 灵活度仅次于货币基金	
	既有长期持有的收益, 又有可随时申请赎回的便利性	
无赎回费用	无论基金持有天数长短, 赎回 0 费用	
股票基金: 主要用于投资股票的基金, 与货币基金、债券基金相比风险较高, 适合追求高收益的投资者		
高风险, 高收益	股票基金风险指数一般高于货币基金和债券基金	
	对应的收益率也一般会高于货币基金和债券基金, 适合能承受一定风险, 追求高收益的投资者	
历史成绩优异	富途大象财富为投资者挑选了历史成绩较为亮眼的股票基金可供选择	
无赎回费用	无论基金持有天数长短, 赎回 0 费用	
混合基金: 灵活投资于股票、债券、货币市场等工具, 在追求资本增值的同时获取相对稳定的收益。		
风险收益适中	风险低于股票基金, 预期收益则高于债券基金, 为投资者提供了一种在不同资产之间进行分散投资的工具	
灵活配置	混合基金灵活根据市场环境调整配置比例, 实现进可攻退可守的投资策略, 寻求资本及收入长远增长	
超低门槛	相对市场上其他产品, 富途基金宝的混合基金仅需 100 港元/美元即可认购	
无赎回费用	无论基金持有天数长短, 赎回费用为 0	

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

2021Q2大象财富管理业务完成品牌升级, 资管规模突破百亿港元, 基金盈利能力得到肯定。2021年, 全球知名基金公司接连入驻。截止2021Q2, 大象财富资产管理规模达138亿港元, 同比增长59.2%。其财富管理业务在业内认可度再度取得长足进步。

图 36: 富途大象财富客户资产管理规模 (亿港元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

获众多国际大牌基金青睐。富途大象财富2021Q1独家代销了富国中国中小盘基金的港元份额，因产品额度比较稀缺，富途为平台客户争取到了1亿的额度，上线不到五分钟即售罄。2021年4月，大象财富获得华夏精选大中华科技基金的独家代销权，同属香港大中华科技主题产品。大象财富之所以能够获得众多国际大牌基金的青睐，是因为其平台拥有超过1,500万关注投资者和财富管理的精准人群，全线上的理财体验和出众的产品能力让财富管理的门槛大大降低，成为基金公司和投资者之间的最佳连接器，未来大象财富有望提供更多优质性产品的独家代销。

与国际顶尖金融机构合作，客户尽享海外市场优良投资产品。根据公司官网，仅2021年第一季度，富途大象就新增弘收投资、美国富国银行、安本标准、纽约梅隆等4家国际知名金融合作伙伴，累积已经获得超过40家国际知名金融机构合作伙伴。随着与国际顶级机构合作的持续深入，富途大象财富不断上线覆盖不同投资主题、资产类别、投资区域的优质投资理财产品，目前已上线近百支全球大牌基金。2020年，富途客户净申购最多的基金分别是：贝莱德世界科技基金（股票基金）、华夏精选固定收益配置基金（债券基金）和高腾微财货币基金（货币基金）。

基金公司线上路演，为投资者解读基金表现、分享市场观点；2021Q1又新进联合8家基金公司直播路演。富途大象在2021年第一季度联合了贝莱德、法国巴黎银行、富兰克林邓普顿投资、景顺控股、瑞士百达、嘉实基金、路博遇、汇添富基金等8家基金公司的直播路演系统。

独家代销Fullgoal中国中小盘成长基金。根据2021Q1的数据，在晨星中国股票分类中，Fullgoal中国中小盘成长基金美元份额近三年收益率排名全球第二。**基金购买力全面升级。**卖出股票或赎回货币基金的在途资金可直接申购股票基金和债券基金。

图 42: 富途大象财富合作金融机构



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

四、盈利预测与估值

表11: 盈利预测

单位: 万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	106,155.50	331,082.20	814,302.70	1,222,187.26	1,696,740.41
yoy	30.84%	211.88%	145.95%	50.09%	38.83%
1、交易费及佣金净收入	51,137	199,014	484,565	726,848	1,017,587
yoy	25.34%	289.18%	143.48%	50.00%	40.00%
总交易额 (万港元)	872,700	3,483,600	798,979,832	1,198,469,748	1,677,857,647
yoy		299.17%	129.35%	50.00%	40.00%
综合佣金率费率	0.059%	0.057%	0.061%	0.061%	0.061%
2、利息净收入	37,566	78,054	195,514	240,740	297,254
yoy	41.77%	107.78%	150.49%	23.13%	23.48%
融资融券及证券借贷利息收入	25890	57180	197653.5	237184.2	284621.04
yoy	14.51%	120.86%	245.67%	20.00%	20.00%
保证金融资及证券借贷余额	480,000	1,950,000	6,588,450	7,906,140	9,487,368
yoy	4.35%	54.76%	10.00%	20.00%	20.00%
保证金融资及证券借贷费率	5.39%	2.93%	3.00%	3.00%	3.00%
IPO 融资的利息收入	1,270	18420	25,788	36,103	50,544
yoy	18.80%	1350.39%	40.00%	40.00%	40.00%
银行存款利息收入	18720	20860	27118	35253.4	45829.42
yoy	51.21%	11.43%	30%	30%	30%
其他收入	610	103	100	100	100
利息总收入	46,490	96,563	250,660	308,641	381,095
yoy	28.93%	107.71%	159.58%	23.13%	23.48%
利息总支出	8,924	18,509	55,145	67,901	83,841
支出/收入	19.20%	19.17%	22%	22%	22%
3、企业服务收入	8528.70	35,510.00	106,530.00	213,060.00	319,590.00
yoy	99.42%	316.36%	200.00%	100.00%	50.00%
4、大象财富分成收入	8,924	18,504	27,693.00	41,539.50	62,309.25
yoy	-6.67%	107.36%	49.66%	50.00%	50.00%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

- (1) 交易费及佣金净收入=总交易额*综合佣金率费率，2021Q2交易额增速为100%左右，我们假设Q3、Q4交易额均为100.00%增速，得出全年增速。我们假设2021、2022、2023年的增速分别为129.35%、50.00%、40.00%；2021年Q2综合佣金费率为0.061%，我们假设保持不变，推算得出2021、2022、2023交易费及佣金净收入为48.46、72.68、101.76亿港元。
- (2) 利息净收入为利息总收入-利息总支出，利息总收入为融资融券及证券借贷利息收入、IPO融资利息收入与银行存款利息收入之和，2021、2022、2023年的利息总收入分别为25.07、30.86、38.11亿港元，分别增加159.58%、23.13%、23.48%。假设利息支出比例不变为22%，利息总支出分别为5.51、6.79、8.38亿港元。
- (3) 2020年、2021Q2企业服务收入增速分别为316.36%、232.69%。假设企业服务收入2021、2022、2023年增速为200.00%、100%、50%，对应利润为10.65、21.31、31.96亿港元。
- (4) **财富管理规模持续扩大，知名基金公司接连入驻促进财富管理业务的迅速发展。**我们预计2021-2023年财富管理规模将分别同比增长50.00%、50.00%、50.00%，综合费率延续2020年1.81%，则收入对应为2.77、4.15、6.23亿港元。

综上所述，我们预测富途控股2021年-2023年营业收入分别同比增长145.95%、50.09%、38.83%至81.43亿港元、122.22亿港元、169.67亿港元。归母净利润分别同比增长160.94%、54.83%、33.24%至34.59港元、53.56亿港元、71.36亿港元。净资产收益率分别达到14.95%、14.55%、13.72%。

我们选取老虎证券、嘉信理财、盈透证券作为可比公司。

富途与老虎盈利模式和业务链条具有重合性，佣金及手续费收入、利息收入和其他收入均是其收入增长的“三驾马车”，且富途和老虎都属于轻资产运营，富途2017年四季度实现扭亏，老虎证券2020年一季度净利润实现转正，其净利润扭转情况具有相似性，两者可比性较强。我们选取老虎证券盈利后的估值作为富途证券可比估值。2020年至今老虎的PE区间为59.7x到453.8x，平均数190.8x。

嘉信理财是美国最大的互联网券商之一。1992年，嘉信理财推出了免年费的IRA账户和嘉信理财共同基金超市OneSource平台，对接基金公司和有投资需求的客户在其上进行一站式购销服务。1995年，嘉信理财推出了在线交易业务，开启了网上交易黄金期，并通过推出401(k)退休计划继续推进多元化发展战略。2000年，嘉信理财全面转型财富管理，富途暂时还未达到嘉信理财2000年的状态。2003年嘉信理财收购嘉信银行后盈利模式相差更远。我们认为，嘉信理财1992-2000年的发展阶段和富途相似，我们选取嘉信理财轻资产运营模式的高速发展阶段作为对比。从估值角度来看，1992-2000年嘉信理财估值在PE9.8x到138.0x区间，平均数为37.3x。

盈透证券2016年-2018年盈利模式、营收占比、净利润增速与富途可比。从营收构成

来看，2014年至今盈透证券最大的收入来源是经纪佣金收入，占到整个收入比重的40%，其次是自营业务收入占比为11.68%、2.35%、2.05%，由此可见其收入结构较依赖于经纪业务。从归母净利润增速来看，盈透证券在此期间盈利也高速增长。从估值角度来看，盈透证券2016-2018年平均数为38.2x左右。

综上，我们认为富途仍处于高速增长阶段，高成长享有高估值，结合可比公司估值，我们给予富途2021年45xPE，对应合理价值为137.3美元/ADR，给予“买入”评级。

五、风险提示

港股、美股市场波动风险，由于港股美股市场波动导致公司经纪业务收入下降；中概股相关政策风险，如中概股美股上市节奏放缓、中概股在美股估值整体下降等，（对公司影响偏中性，公司通过多地经营海外市场平滑风险。美股上市节奏放缓可能有港股上市预期）；居民投资海外金融资产政策风险如减少内地居民海外投资额度等。

利润表

单位: 百万港元

至 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1062	3311	8143	12222	16967
手续费及佣金净收入	511	1990	4846	7268	10176
利息净收入	376	781	1955	2407	2973
营业收入	85	355	1065	2131	3196
营业支出	874	1843	4342	6337	9126
管理费用	165	248	896	1344	1866
其他支出	709	1595	3446	4992	7260
营业利润	188	1468	3801	5885	7841
利润总额	188	1468	3801	5885	7841
所得税	12	125	342	530	706
净利润	166	1326	3459	5356	7136
归母净利润	166	1326	3459	5356	7136
综合收益	163	1335	3459	5356	7136
归属母公司股东综合收益	163	1335	3459	5356	7136

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收增长	30.8%	212%	146.0%	50.1%	38.8%
归属母公司净利润增长	19.6%	700%	160.9%	54.8%	33.2%
净利率	15.6%	40.0%	80.1%	64.1%	51.3%
ROA	0.95%	3.13%	2.00%	1.82%	1.62%
ROE	6.50%	16.0%	14.95%	14.55%	13.72%
总资产 YoY		233%	142.8%	70.2%	49.7%
杠杆 (A/E)	8.40	8.59	8.44	8.28	8.55
每股收益 (美元 /ADR)	0.17	1.28	3.05	4.73	6.30
每股净资产 (美元 /ADR)	2.25	7.33	18.10	31.44	45.58
P/E	585.47	77.76	32.60	21.06	15.80
P/B	44.25	13.57	5.50	3.17	2.18

资产负债表

单位: 百万港元

至 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产总额	21400	71338	173192	294813	441414
现金及现金等价物	363	1035	2587	4656	6518
客户贷款及垫款净额	4189	18825	47063	80008	120012
应收款项合计	1794	8077	24231	41193	61789
利息	17	20	24	29	34
其他资产	497	894	1591	2832	3908
负债总额	18851	63030	152684	259199	389779
应付账款	16950	51054	127634	216978	325467
借款	1468	5483	16448	29607	43819
权益总额	2549	8308	20508	35614	51635
归属于母公司所有者权益	2549	8308	23137	36801	52027

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 刘 淇：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 思 宇：研究助理，西安交通大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。