申万宏源研究
上海市南京东路99号 | +86 21 2329 7818
www.swsresearch.com

非银金融 | 公司研究
2022 年 3 月 9 日

产品力驱动客户量扩张，推进国际化再起航

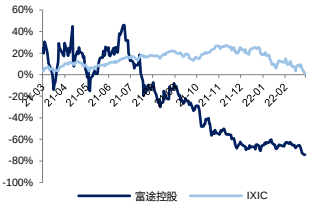
富途控股（FUTU.O）

买入
首次覆盖

市场数据：2022 年 3 月 8 日

收盘价（美元）	31.93
纳斯达克指数	12,796
52 周最高/最低价（美元）	30.63/181.44
美股市值（亿美元）	45.91
流通股数（百万）	667
流动 ADS 数（百万）	83
汇率（人民币/美元）	6.50

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师
许旖珊
A0230520080002
xuys@swsresearch.com
研究支持
李天奇
A0230120070006
litq@swsresearch.com
联系人
李天奇
(8621)23297818×转
litq@swsresearch.com

专注港美市场股票交易的互联网券商平台，业绩处于爆发期。富途控股（FUTU Holdings）为主营港美股交易的互联网券商，公司收入结构以零售业务为主，经纪业务及利息收入占比近 9 成。公司在中国香港、美国、新加坡等各个地区具有较为齐全的业务牌照，经纪业务成交额中港美股占比超过 90%，9M21 富途总成交额规模达 4.9 万亿港元，同比增 117%，近 2 年表现出显著优于老虎证券的成长性。净利润自 2018 年转正后迅猛增长，9M21 营收 55 亿港元，同比增 159%；归母净利润 23 亿港元，同比增 191%。公司 2020 年平均 ROE 达 24.4%，9M21 年化平均 ROE 20.6%。

管理层科技基因强，强研发带来产品力优势是核心护城河。公司创始人李华先生为腾讯第 18 号员工，当前持有公司 67.5%投票权掌控力强，高管团队多位腾讯背景成员，且腾讯持股 21%为公司第二大股东。技术背景下公司重视研发投入，员工 70%为研发人员，研发费用率维持 10%以上，研发投入主要集中于 App 开发与迭代、以及交易系统的维护和改进。

研发投入带来的更优用户体验，使得公司拥有了良好口碑及活跃社区，形成客户自导流的正向循环。不依赖广告等外部导流的自然流量占到公司每季度新增客户数的 50%以上。2022 年 1 月富途牛牛 App 月活 159.8 万人，两年翻 3 倍，增速显著快于老虎证券，3Q21 公司口径用户数已达 1660 万人，较 1Q18 扩张 305.7%，转化率（入金客户数/用户数）比例 3Q21 约 7.0%，相较 3Q19 提升 4.4pct，户均资产受市场环境影响在 40-60 万港元波动，户均为公司带来收入 1500-2500 港元。富途佣金率、孖展业务收取费率均相对同业较高，公司不依靠价格战而通过产品力吸引客户。

拓展机构业务、推进国际化、发展财富管理为公司未来重要发展方向。1）机构业务：富途利用精准流量优势及技术、牌照优势，为企业客户提供 IPO 分销、ESOP（股权激励计划方案）等服务，富途为港美股拟 IPO 公司提供宣传、公关等服务，公司 ESOP 服务对客户企业员工形成有效引流。**2）国际化：**拓展国际客户范围，当前富途存量入金客户中，大中华地区占 80%，新加坡及美国客户占比 20%，3Q21 单季度新增 17 万客户中新加坡、美国及其他国家客户占比约 40%，预计未来客群结构国际化程度将加深。**3）财富管理：**发展境外市场财富管理覆盖客户更广泛投资需求，公司打造“大象财富”品牌，主要代销中国香港及美国基金产品，管理规模由 2019 年底 60 亿港元提升 195%至 2021 年三季度末 177 亿港元。

投资分析意见：首次覆盖，给予买入评级。产品力持续提升形成良好口碑效应，加速拓展境外客户，预计公司未来三年客户数仍将稳步增长，预计 2021-23E 公司客户数分别达 117、141、175 万人，驱动公司经纪及融资业务收入持续提升。预计 2021-2023E 富途控股总收入分别为 74.9、95.2、118.8 亿港元，同比增长 126%、27%、25%；预计 2021-2023E 富途控股归母净利润分别为 30.3、39.3、47.0 亿港元，同比增长 128%、30%、19%。根据可比公司估值法兼考虑当前市场环境下中概股估值折价，给予 2022E 动态 PE 估值 13.9 倍，对应股价 48.1 美元/ADS，对标当前股价上升空间 51%。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：港股及美股市场整体下行、交投热度降低；海外客户扩展不及预期导致。

财务数据及盈利预测

港元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万港元）	1,062	3,311	7,486	9,522	11,881
同比增长率（%）	30.8	211.9	126.1	27.2	24.8
归母净利润（百万港元）	143	1,326	3,027	3,930	4,695
同比增长率（%）	287.5	825.9	128.3	29.9	19.5
每股收益（港元）	0.12	1.16	2.63	3.42	4.08
净资产收益率（%）	9.1	24.4	19.7	16.1	16.3
市盈率（倍）	252.7	26.9	11.8	9.1	7.6
市净率（倍）	75.2	23.1	8.5	7.2	6.1

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，1ADS=8 普通股

Investment highlight:

FUTU holdings is an Internet brokerage mainly engaged in HK China and US stock trading with strong performance growth. The company's revenue structure is dominated by retail business, brokerage business and interest income accounting for nearly 90%. The company has complete business licenses in HK China, the US, Singapore, and other foreign regions. The HK China and US stocks trading volume of brokerage business accounts for more than 90%. The total trading volume of 9M21 reached HK$4.9 trillion, with an increase of 117%. Its growth ability shown in past two years is better than TIGR. The net profit has increased rapidly since 2018, reaching HK$2.3 bn with an increase of 191%. The annualized average ROE of 9M21 is 20.6%.

Strong R&D capability is the company's outstanding competitive advantage. Mr. Li Hua, the founder of FUTU, is No. 18 employee of Tencent and currently holds 67.5% of the voting rights of the company. Many executives have worked in Tencent. Also Tencent itself is the second largest shareholder of the company (21%). The company attaches importance to R&D investment. 70% of employees are R&D personnel, and the R&D expense rate remains above 10%.

Favorable user experience brings the company a good reputation and builds an active community, which helps form a positive cycle of customer self-directed flow. Natural flow accounts for more than 50% of the company's new customers every quarter. In January 2022, FUTU Niuniu App had MAU of 1.598 million people, and the growth rate was significantly faster than that of TIGR. The number of users of 3Q21 has reached 16.6 million, with an expansion of 305.7% compared with 1Q18. The conversion rate (number of paying clients / users) ratio of 3Q21 is about 7.0%, with an increase of 4.4pct compared with 3Q19. Affected by the market environment, the average paying clients' assets fluctuate between HK$400 thousand and HK $600 thousand, and each paying clients bring income to the company of HK$1,500-2,500. FUTU's commission rate and margin business charge rate were higher than its opponents. The company rely on product strength to attract clients instead of price war.

Expanding institutional business, promoting internationalization, and developing wealth management are development directions for FUTU. 1) Institutional business: FUTU provides IPO distribution, ESOP service for corporate clients. **2) Internationalization:** the company expects to expand the scope of international clients. 3Q21 half of new clients were from foreign regions. **3) Wealth management:** the company develops wealth management business in overseas markets. It creates the brand of "elephant wealth" and sells mutual fund in HK China and US to satisfy the needs of clients. 3Q21 wealth management AUM reached HK$17.7 bn.

Initiate with a BUY. We forecast the number of clients of 22-23E will reach 1.41 million and 1.75 million respectively. We forecast the total revenue from 21-23E will be HK$7.49 bn, HK$9.52 bn and HK $11.88 bn respectively, with an increase of 126%, 27% and 25%. We forecast the net profit from 21-23E will be HK$3.03 bn, HK$3.93 bn and HK$4.70 bn respectively, with an increase of 128%, 30% and 19%. According to the comparable company valuation method and giving a 70% valuation discount for China concepts stock under the current market environment, 22E dynamic PE is 13.9x, corresponding to the ADS price of $48.1, and the upward space from the current price is about 51%.

Risk: HK China and US stock market may go down. Overseas customer expansion may be less than expected.

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予买入评级。产品力持续提升形成良好口碑效应，加速拓展境外客户，预计公司未来三年客户数仍将稳步增长，预计 2022-23E 公司客户数分别达 141、175 万人，驱动公司经纪及融资业务收入持续提升。预计 2021-2023E 富途控股总收入分别为 74.9、95.2、118.8 亿港元，同比增长 126%、27%、25%；预计 2021-2023E 富途控股归母净利润分别为 30.3、39.3、47.0 亿港元，同比增长 128%、30%、19%。根据可比公司估值法兼考虑当前市场环境下中概股估值折价，给予 2022E 动态 PE 估值 13.9 倍，对应股价 48.1 美元/ADS，对标当前股价上升空间 51%。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

假设未来 2 年客户数仍维持超 20%增速，户均资产稳步回升。考虑公司在 3Q21 港美股市场波动下仍获得超 16 万的入金客户增长，假设公司未来 2 年入金客户数量继续增长，假设 2021-23E 入金客户数量分别为 117、141、175 万人，同比分别增 126%、21%、24%；年末户均资产分别为 42、48、51 万港元。预计公司 2021-23E 经纪业务收入分别为 40.4、49.9、64.0 亿港元，同比增 103%、24%、28%；利息收入同比增 171%、27%、23%；其他业务收入由 IPO、ESOP 及财富管理收入驱动同比分别增 134%、45%、17%。

有别于大众的认识

市场普遍担心公司受监管影响获客将显著减少，我们认为公司大力推进国际化客户增长具有可持续性。公司在新加坡、美国等地拓展本地客户，凭借相较本地券商更优的用户体验、以及在海外华人群体中的高口碑，海外客户增长存在较大潜力。3Q21 单季度新增 17 万客户中新加坡、美国及其他国家客户占比接近 50%，预计未来客群结构国际化程度将加深，驱动客户规模稳步增长。

股价表现的催化剂

1、美股加息次数及幅度小于市场预期，使得美股及港股大幅上涨；2、公司在海外市场拓展当地本土客户情况超预期。

核心假设风险

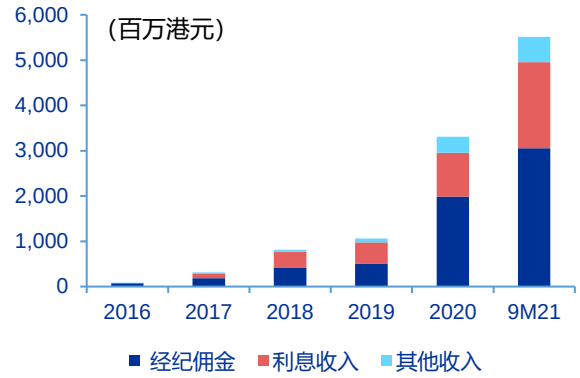
1、港股及美股市场整体下行，导致市场交投热度降低，进而导致公司入金客户成交额下降；2、由于海外市场监管、竞争格局环境均存不确定性因素，或出现海外客户拓展增速低于预期。

1. 专注港美市场股票交易，业绩快速爆发

1.1 主营零售经纪及融资业务实现流量变现

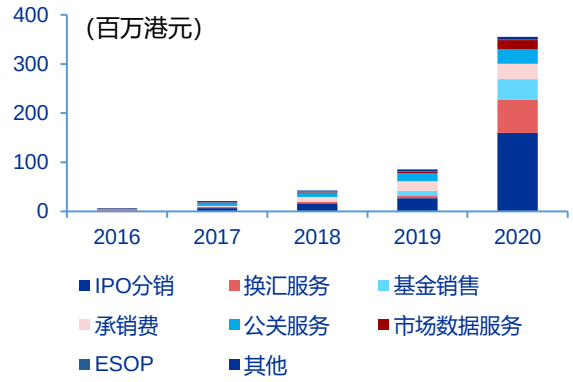
富途控股(FUTU Holdings)为主营港美股交易的互联网券商，收入结构以零售业务为主，经纪及利息收入占比近 9 成。公司 9M21 营业收入 55.1 亿港元，其中经纪佣金收入 30.6 亿港元，占比 55.4%、利息收入 19.0 亿港元，占比 34.5%，两者合计占比 89.9%，主要均为零售客户贡献。其他收入 2020 年起同比大幅增长，2020 年其他收入 3.6 亿，同比增 316%，其他收入中 B 端的 IPO 分销业务收入占比最高，2020 年 IPO 分销业务收入 1.6 亿港元，占当年总营收规模 4.8%，基金销售收入亦增速较快，2020 年收入达 4266 万港元，同比增长 308%。

图 1：公司营业收入以经纪及利息收入为主



资料来源：公司财报，申万宏源研究

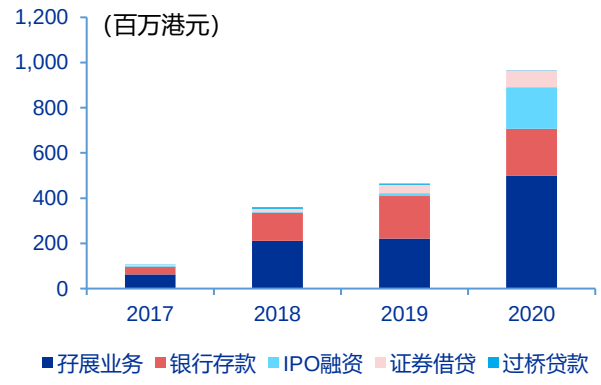
图 2：其他收入中 IPO 分销占比最高



资料来源：公司财报，申万宏源研究

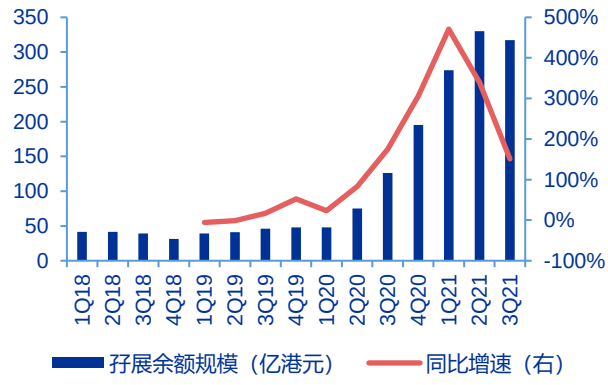
利息收入主由零售孖展业务贡献，近 2 年公司孖展规模年均翻倍。2020 年利息收入 9.7 亿港元（占比 29.2%），其中超过半数由孖展业务贡献，2020 年公司孖展业务利息收入 5.0 亿港元，占比达 51.6%。截至 2021 年三季度末，公司孖展业务规模合计 317 亿港元，同比增长 151%，3Q21 规模较 3Q19 规模（46 亿港元）两年复合增速达 163%。

图 3：2020 年利息收入中孖展业务贡献占比过半



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 4：公司孖展业务规模近 2 年复合增速超 160%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

1.2 持有全球多地牌照，港美股交易占比超 9 成

富途控股旗下牌照覆盖中国香港、美国、新加坡等多个地区和国家。富途控股专注于为用户提供以境外市场为主的在线券商服务，自身旗下拥有多地多种券商牌照及资质，在中国香港拥有 1/2/3/4/5/7/9 牌照，在美国具有自清算资格，2022 年 2 月初在新加坡获得新加坡交易所全部会员资质的原则性批准，并拥有财务顾问豁免资质，同时在英国、澳大利亚具有牌照，相较于老虎证券等同业，公司牌照更为齐全。

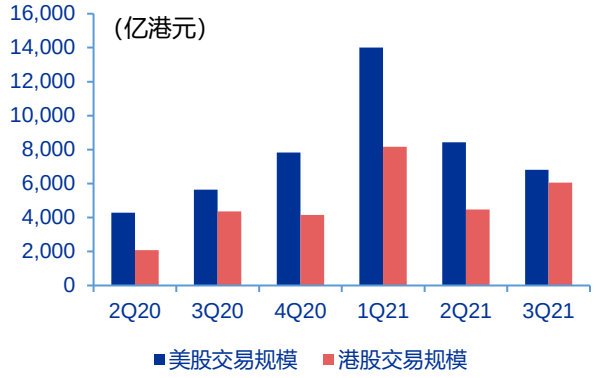
表 1：公司当前持有中国香港、美国、新加坡、英国、澳大利亚多地牌照及资质

国家或地区	持有牌照或资质（包括原则性批准）
中国香港地区	SFC1 号牌照（证券交易）
	SFC2 号牌照（期货交易）
	SFC3 号牌照（杠杆式外汇交易）
	SFC4 号牌照（为证券交易提供建议）
	SFC5 号牌照（为期货交易提供建议）
	SFC7 号牌照（提供自动化交易服务）
	SFC9 号牌照（提供资产管理服务）
美国	美国证监会（SEC）持牌主体
	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（DTC）会员
	全国证券清算公司（NSCC）会员
	美国期权清算公司（OCC）会员
新加坡	新加坡资本市场服务（CMS）牌照
	新加坡财务顾问豁免（EFA）资质
	新加坡交易所证券交易会员资质（原则性批准）
	新加坡交易所证券清算会员资质（原则性批准）
	新加坡交易所衍生品交易会员资质（原则性批准）
	新加坡交易所衍生品清算会员资质（原则性批准）
	新加坡交易所中央存托托管会员资质（原则性批准）
	新加坡交易所中央存托结算会员资质（原则性批准）
英国	伦敦证券交易所和绿宝石交易平台会员资格
澳大利亚	澳大利亚证券和投资委员会（ASIC）颁发澳大利亚金融服务（AFS）牌照

资料来源：富途控股，申万宏源研究

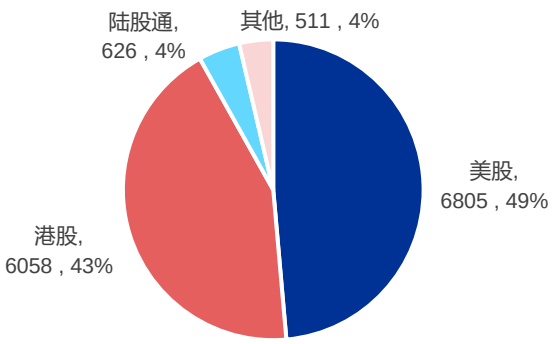
富途成交额中港美股占比超过 90%，成交额规模成长性强于老虎证券。3Q21 富途合计成交额达 1.4 万亿港元，其中美股成交额折合 6805 亿港元，占比 49%，港股成交额 6058 亿港元，占比 43%。公司港美股成交额走势受两地市场影响，但过去 3 年成长性显著好于老虎证券，2019 年三季度末之前，富途总成交额规模与老虎相近，自 1Q20 起富途总成交额规模增速显著好于老虎证券，3Q21 富途总成交额约为老虎证券 2 倍。

图 5：富途证券美股成交额略高于港股



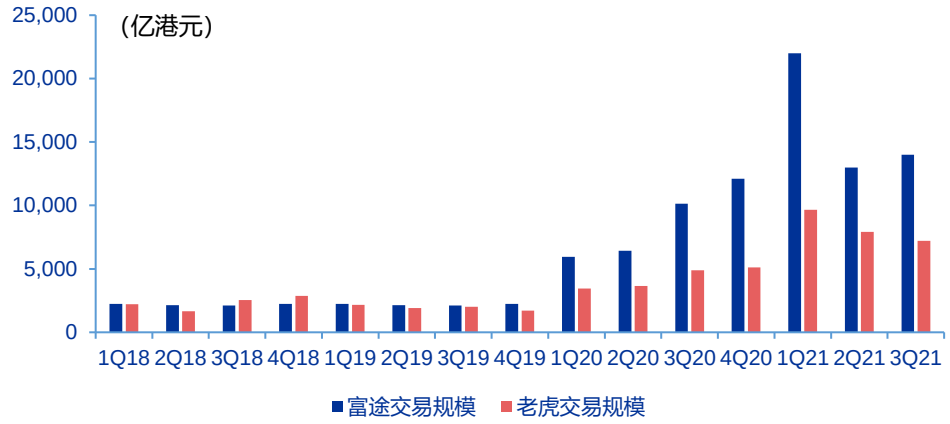
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 6：3Q21 单季富途港美股合计成交额占比超 90%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 7：富途证券总成交额近 2 年增速显著高于老虎证券



资料来源：公司财报，申万宏源研究

注：老虎交易规模披露单位为美元，按美元兑港元汇率 7.80 折算

1.3 2018 年公司盈利以来业绩爆发式增长

富途净利润自 2018 年转正，营收近 2 年迅猛增长。公司 9M21 营收 55 亿港元，同比增速达 159%，归母净利润 23 亿港元，净利润率约 42%。相较 2016 年，公司 2020 年总营收翻 38 倍，折合 4 年 CAGR 达 148%，9M21 营收及归母净利润均已大超 2020 年全年水平，近 3 年为公司业绩爆发期。

图 8：富途营收 2020、9M21 同比增速均超 150%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

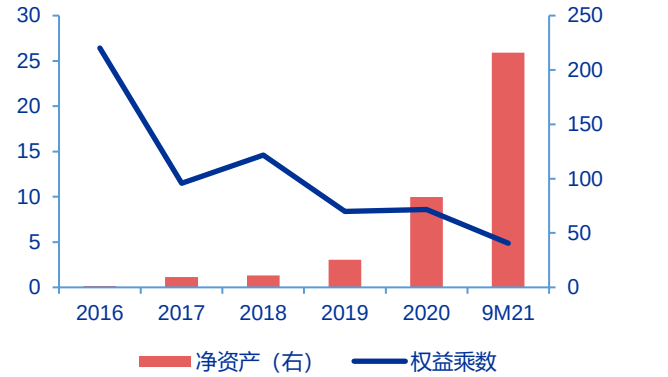
图 9：富途 2018 年净利润转正，9M21 达 23 亿港元



资料来源：公司财报，申万宏源研究

年化 ROE 近 2 年升至超 20%，连续 3 年融资杠杆倍数持续下降。自 2018 年公司开始盈利后，2020 年平均 ROE 快速升至 24.4%，9M21 年化平均 ROE 达 20.6%仍维持较高水平。公司 2019 年 IPO、2020 年-2021 年连续两年增发再融资，公司三次融资均形成了较高股本溢价计入净资产，因此净资产规模提升较快，9M21 公司归母净资产 215.8 亿港元（2020 年底为 83.1 亿港元），权益乘数为 4.9 倍。

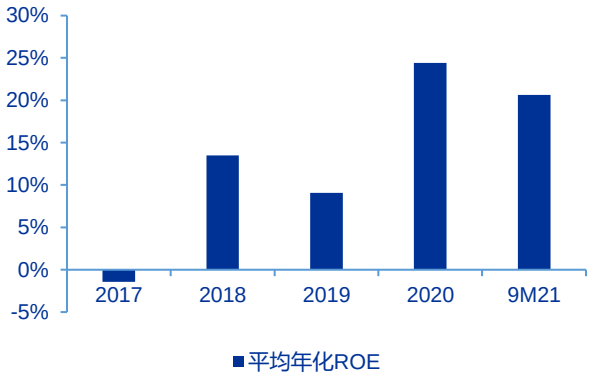
图 10：公司杠杆率水平逐年下降



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：2016-2018 年净资产含夹层资本

图 11：净利润转正后 ROE 快速提升至超 20%



资料来源：Wind，富途，申万宏源研究

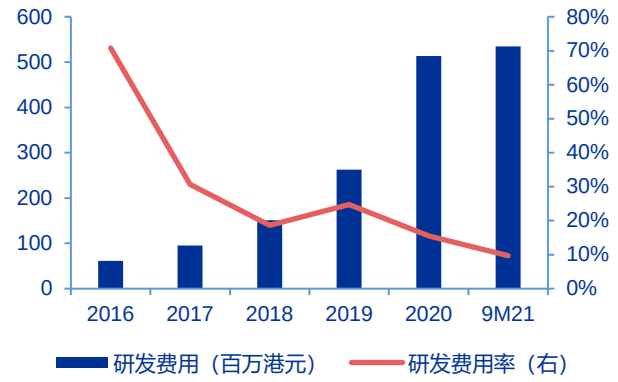
2. 研发优先，重视产品力，用户口碑为最佳护城河

2.1 研发人员占比近 7 成，研发投入持续高增

富途重视用户体验提升及交易系统升级，研发投入力度持续扩大。9M21 公司研发费用 5.3 亿港元，同比增长 52.3%，研发费用率达 10%（9M21 公司期间费用率 34.5%）。截至 2020 年末公司研发人员数量达 919 名，占总员工人数 69.9%。公司研发投入主要集中于 App 开发与迭代、以及交易系统的维护和改进，公司 App 获客、交易系统、清算均有自主研发系统，科

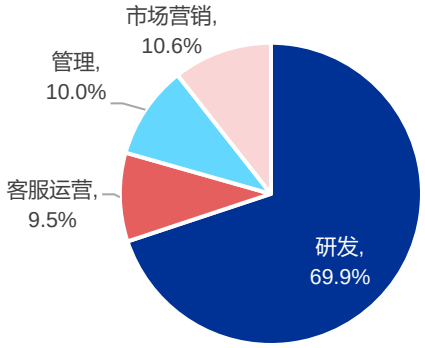
技基因自公司创立以来就是公司最核心底蕴，**通过研发获得优于同业平均的产品力，是公司的最核心竞争力。**

图 12：公司研发费用持续增长，费用率高于 10%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 13：2020 年公司研发人员占比近 70%



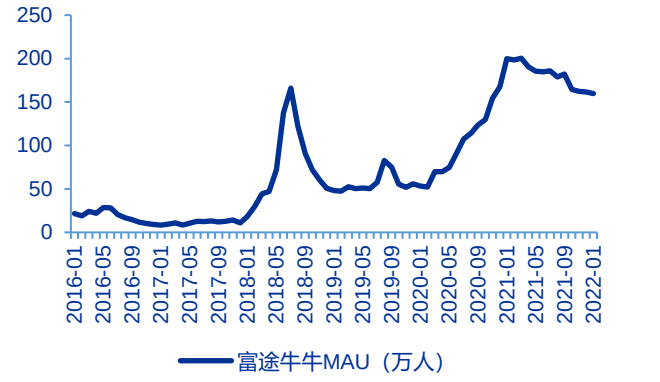
资料来源：公司财报，申万宏源研究

2.2 提升产品力驱动客户自导流，较高费率下客户数仍快速增长

产品力提升直接带来良好口碑及活跃社区，形成客户自导流正向循环。持续的以用户体验为核心的研发投入，再辅以适当的销售宣传，App 富途牛牛受到更多用户选择，形成了良好的口碑和人气较旺盛的社区，口口相传的客户自导流形成富途 MAU 提升、客户数增长的主导因素。不依赖广告引流及 ESOP 的自然流量占到公司每季度新增客户数的 50%以上。

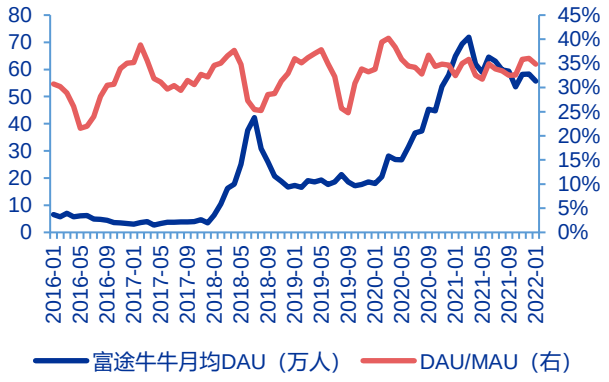
富途 MAU 及 DAU 呈向上趋势，MAU 显著高于老虎。2022 年 1 月富途牛牛月活 159.8 万人，较 2020 年 1 月增长 199.8%，2022 年 1 月平均日活 55.7 万人，平均 DAU/MAU 约 35%，2017 年以来用户粘性维持稳定。2017 年富途牛牛与老虎证券 MAU 相近均约 10 万人，后富途牛牛 MAU 快速增长，至 2022 年 1 月富途牛牛 MAU 已达老虎证券 3.5 倍。

图 14：富途牛牛 MAU 整体呈上升趋势



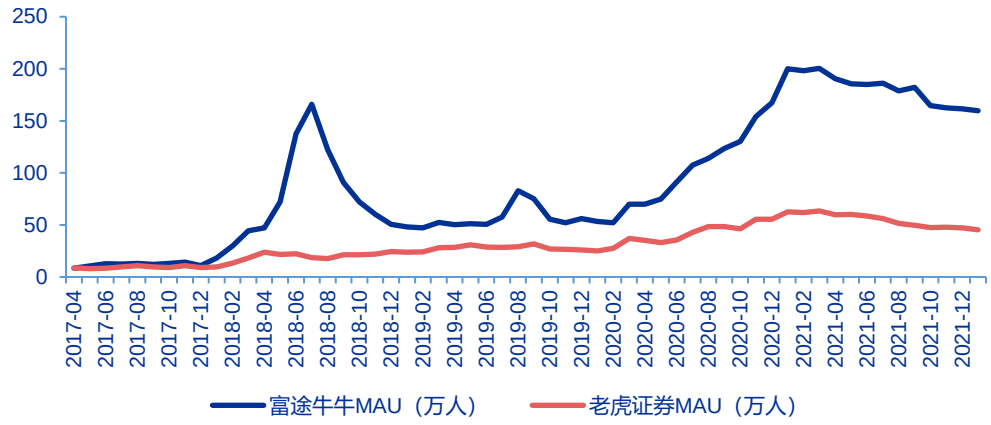
资料来源：Questmobile，申万宏源研究

图 15：富途牛牛月均 DAU 维持与 MAU 同比例增长



资料来源：Questmobile，申万宏源研究

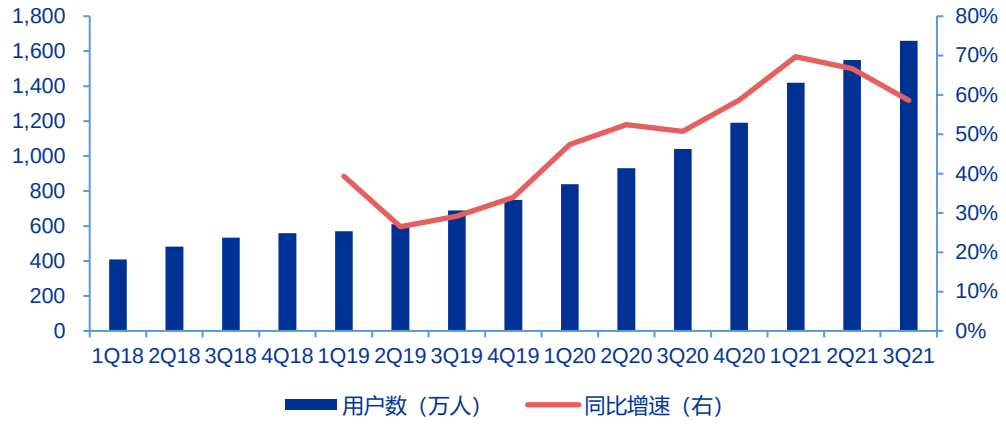
图 16：富途牛牛 MAU 自 2018 年以来拉大对老虎证券领先优势



资料来源：Questmobile，申万宏源研究

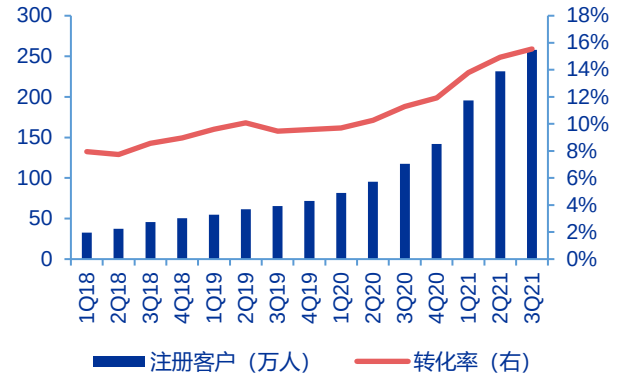
用户数扩张+转化率加速提高，公司入金客户数超百万。3Q21 公司口径用户数已达 1660 万人，同比增长 58.6%，较 1Q18 扩张 305.7%。用户数持续扩张且保持较好粘性，向注册客户转化比例 2018 年至今持续提升，由 1Q18 约 7.9%(注册客户数/用户数)升至 3Q21 15.5%，注册客户中入金客户比例逐步提升至超过 45%，入金客户数/用户数比例 3Q21 提升至 7.0%，相较 3Q19 提升 4.4pct。

图 17：富途用户数快速持续攀升，3Q21 达 1660 万人



资料来源：公司财报，申万宏源研究

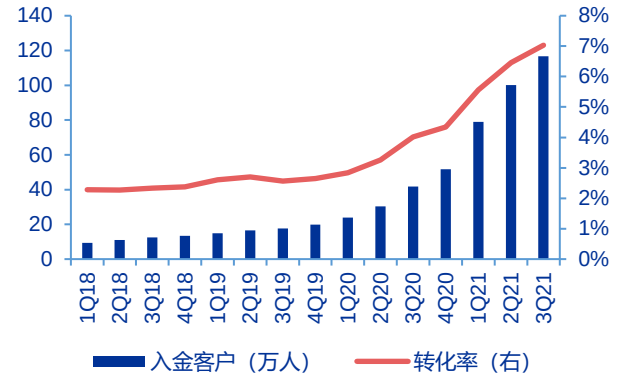
图 18：注册客户占比持续增加，3Q21 超 15%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

注：转化率=注册客户数/用户数

图 19：入金客户转化率快速提升，3Q21 达 7%

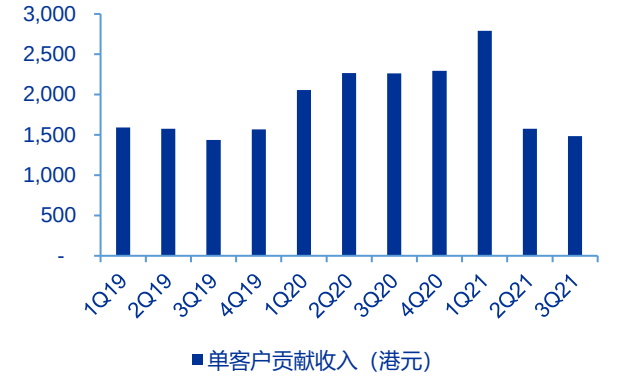


资料来源：公司财报，申万宏源研究

注：转化率=入金客户数/用户数

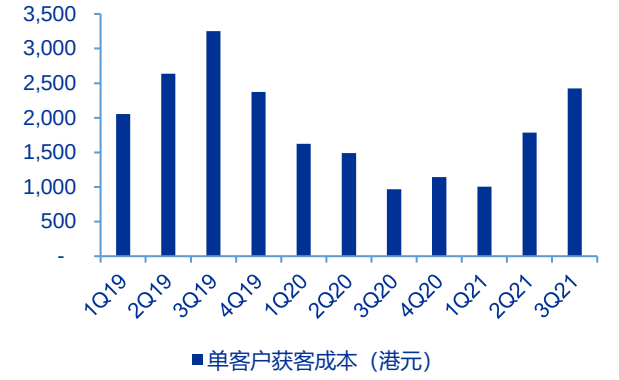
户均资产 40~60 万港元波动，单客户成本及贡献收入受市场环境影响。公司客户资产规模整体呈上升趋势，3Q21 为 4239 亿港元，同比增 111%，环比 2Q21 下降 15.7%，2018 至 3Q21 户均资产整体在 40 万至 60 万港元波动，户均贡献公司收入 1500 至 2500 港元，折算年化单客户收益率（户均贡献收入/户均资产）约 1.6%~2.0%，单客户贡献收入与市场环境（影响客户资产及成交热度）直接相关。公司销售费用投入持续战略扩张，2Q21、3Q21 单季销售费用投入分别同比增 292%、262%，市场环境及监管双重因素影响下 2Q21-3Q21 入金客户增量相较 1Q21 的历史高点有所放缓，但仍高于 2021 年前任一季度增量。

图 20：单客户贡献收入与市场环境相关性强



资料来源：公司财报，申万宏源研究

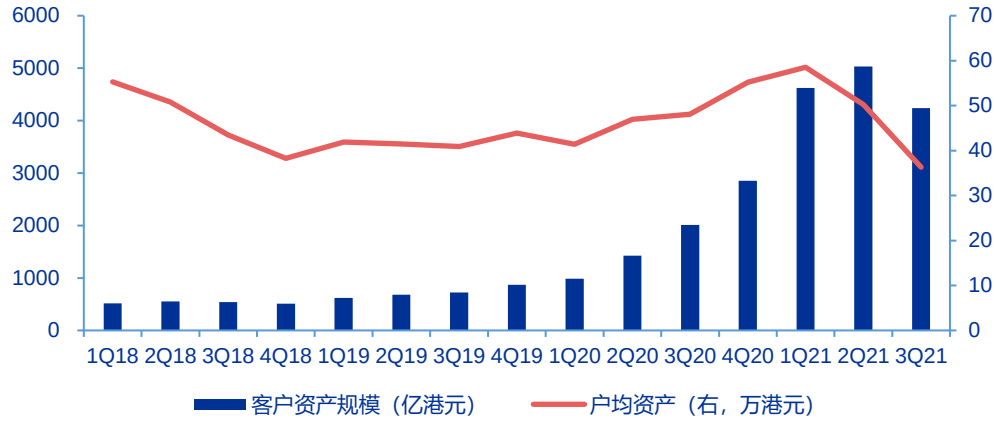
图 21：销售费用持续铺开，获客成本存波动



资料来源：公司财报，申万宏源研究

注：单客户获客成本=单季销售费用/单季入金客户增量

图 22：客户资产呈上升趋势，户均资产约 40-60 万港元



资料来源：公司财报，申万宏源研究

富途经纪及融资费率高于同业，依靠产品力而非价格战占领用户心智。富途证券港股交易佣金率 3bps、美股交易佣金每股合计 0.0099 美元，均相对高于老虎证券等其他同业港美股互联网券商，同时富途美元、港元、人民币融资费率分别为 4.8%、6.8%、8.8%，与华泰证券旗下涨乐全球通持平，高于其他互联网平台。公司并非依靠低价吸引客户，而凭借持续打磨的用户体验形成流量持续扩张的正向循环。

表 2：公司经纪业务佣金率整体略高于其他港美股交易券商平台

股票交易佣金	富途	老虎证券	涨乐全球通	雪盈证券	哈富证券
港股	交易金额*0.03%+15 港币/笔平台使用费	交易金额*0.029%+15 港币/笔平台使用费	交易金额*0.029%+15 港币/笔平台使用费	交易金额*0.03%+15 港币/笔平台使用费	**交易金额*0.025%+15 港币/笔平台使用费**
美股	每股 0.0049 美元+每股 0.005 美元平台使用费	每股 0.0039 美元+每股 0.004 美元平台使用费	每股 0.0039 美元+每股 0.0039 美元平台使用费	**每股 0.003 美元+每股 0.004 美元平台使用费**	每股 0.0049 美元+每股 0.005 美元平台使用费
港股期权	交易金额*0.2%+15 港币/笔平台使用费	交易金额*0.2%+15 港币/笔平台使用费	-	交易金额*0.2%+15 港币/笔平台使用费	-
美股期权	每张合约 0.65 美元+每张合约 0.3 美元平台使用费	每张合约 0.65 美元+每张合约 0.3 美元平台使用费	-	每张合约 0.65 美元+每张合约 0.3 美元平台使用费	-
A 股（沪深股通）	交易金额*0.03%+15 元/笔平台使用费	交易金额*0.03%+15 元/笔平台使用费	交易金额*0.029%+15 元/笔平台使用费	交易金额*0.03%+15 元/笔平台使用费	**交易金额*0.025%+15 元/笔平台使用费**

资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 3：公司融资费率相对高于其他港美股交易券商平台

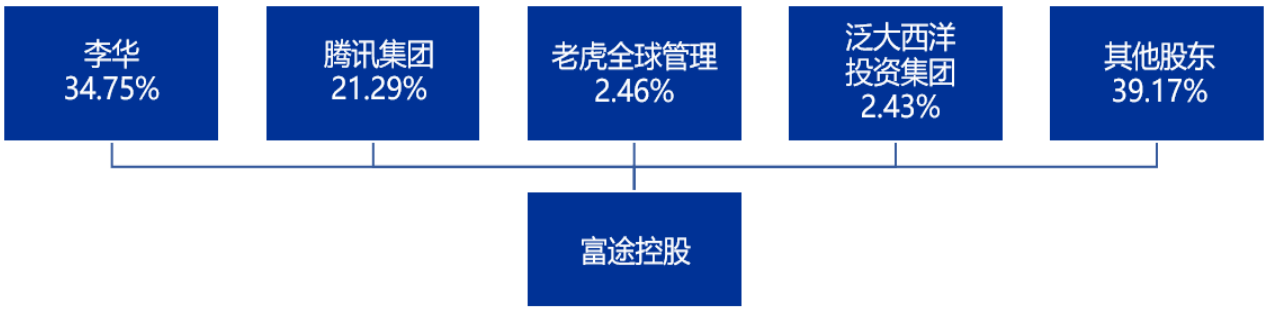
融资费率	富途	老虎证券	涨乐全球通	雪盈证券	盈透证券
美元	4.8%	3.25%-4.08%	4.8%	2.75%-3.58%	0.75%-1.58%
港币	6.8%	4.14%-5.14%	6.8%	3.64%-4.64%	1.64%-3.64%
人民币	8.8%	5.21%-7.21%	8.8%	5.21%-7.21%	4.21%-6.21%

资料来源：公司官网，申万宏源研究

2.3 创始人控制力强，腾讯背景管理层奠定公司科技基因

公司创始人李华先生为大股东控制力强，腾讯持股超 20%于技术领域给予公司支持。公司自创立以来李华先生即为公司最大股东、董事会主席及 CEO，2020 年底持股比例达 34.8%，投票权比例达 67.5%，对公司掌控力极强，公司战略执行及组织架构均保持持续稳定；腾讯是公司第二大股东，2020 年底持股比例 21.3%，鉴于富途以港美股股票交易为主业，对精准客户筛选要求较高，腾讯主要以提供技术支持、员工培训等方式与公司展开合作。

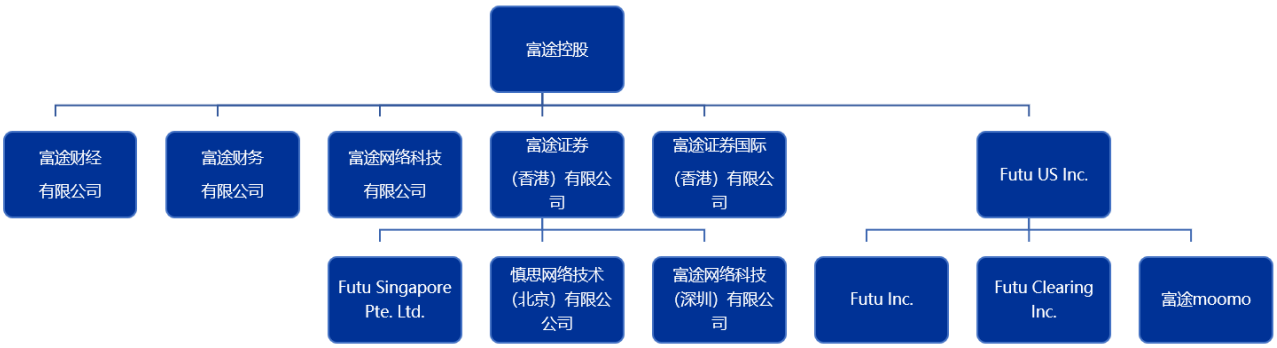
图 23：公司股权结构稳定，李华及腾讯集团合计持股超 50%



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：持股比例为 2020 年年报披露数据

图 24：公司旗下两大核心主体为富途证券（香港）及富途美国



资料来源：公司财报，申万宏源研究

公司董事会及高管由互联网及金融背景成员构成。李华先生为腾讯第 18 位创始员工，参与 QQ 研发，副总裁徐礼先生等多位高管、董事会成员均曾于腾讯担任要职。除技术背景高管外，公司亦外聘金融领域高管担任公司首席财务官等职位。

表 4：公司董事会与高管多名成员来自腾讯，兼有多位金融背景成员

姓名	职务	背景	年龄	简介
李华	董事会主席，CEO	互联网	44	腾讯第 18 位创始员工，腾讯 QQ 早期重要研发参与者。曾任腾讯多媒体业务和创新中心的负责人，是腾讯视频的创始人。
Shan Lu	董事	互联网	46	目前担任腾讯高级执行副总裁兼技术与工程集团总裁，曾担任深圳黎明网络系统的研发工程师，同时是中国联合网络通信集团有限公司董事会成员。
张杰	董事	金融	47	拥有超过 20 年的证券行业从业经验。曾任中国银河证券网上交易中心 BD 负责人、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。
陈宇	首席财务官	金融	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 2019 年担任中国国际金融公司副总裁。
徐礼	高级副总裁	互联网	38	拥有 10 年以上互联网行业工作经验，曾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。
Brenda Pui Man Tam	独立董事，审计委员会主席	金融	51	Tam 女士曾担任普华永道中国及北京普华永道中国香港办事处的合伙人、普华永道中国区北京办事处的高级经理；在普华永道会计师事务所、中国香港安永会计师事务所担任过多个审计职位。
李海翔	独立董事，薪酬委员会主席	互联网	49	Virtus Inspire 的创始人和管理合伙人，也是腾讯的联合创始人。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。

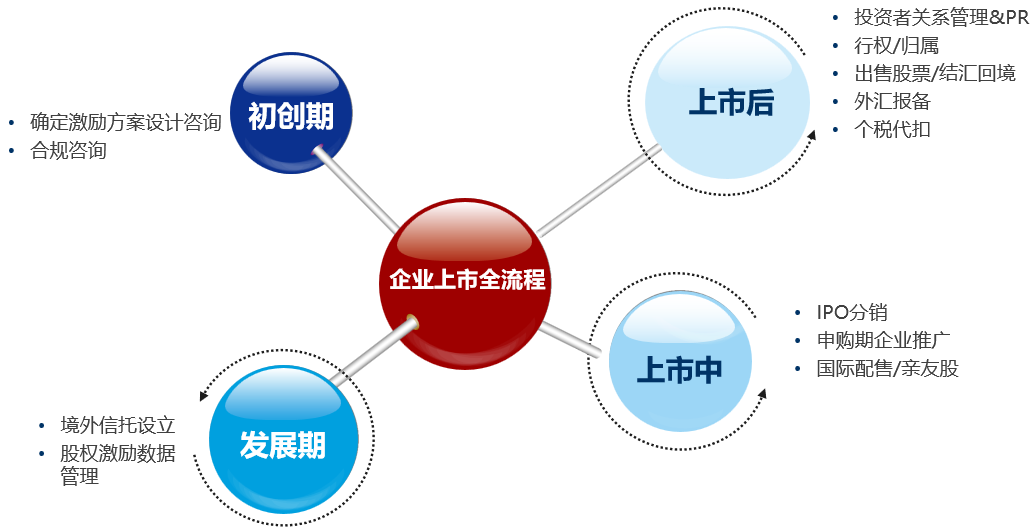
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3．拓展机构业务、推进国际化为未来重要发展方向

3.1 B 端业务与公司 C 端优势业务互为协同

富途利用精准流量优势及技术、牌照优势，在企业客户服务业务方面亦具有较大潜力。富途通过子公司富途安逸（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，服务周期覆盖初创期到上市后的全流程。公司 IPO 分销服务受到青睐因公司 IPO 打新客群庞大，公司在 ESOP 业务方面具有国内最先发优势，技术标准高，且牌照、资质齐全。

图 25：富途安逸向企业提供自初创期至上市后的全周期各类服务

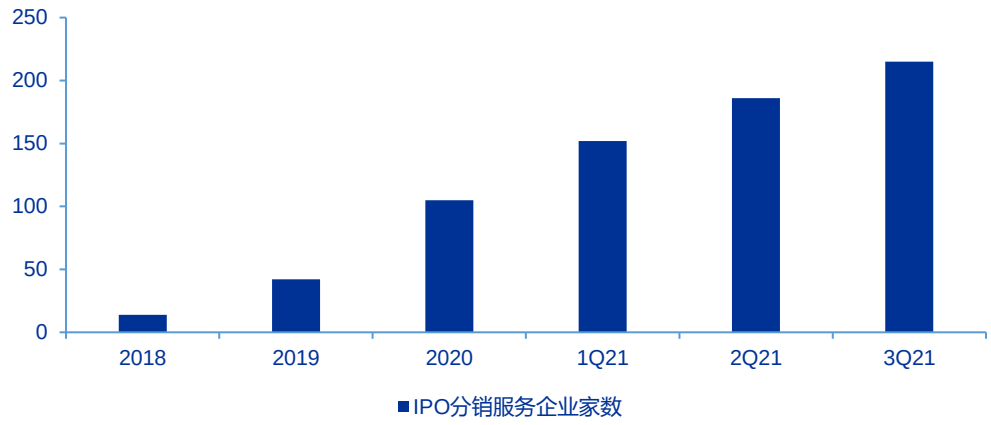


资料来源：富途优逸，申万宏源研究

IPO 分销服务：因港美股 IPO 存在 IPO 帮助拟上市公司在富途牛牛 App 等平台预热曝光、提高申购率，并提供 PR（公关）、IR（投资者关系）相关服务，收取相关服务费。

IPO 分销服务企业客户数快速增长，港股核心 IPO 项目覆盖率高。截至 2021 年三季度末，公司提供 IPO 分销企业客户数达 215 家，2021 年前三季度新增 110 家，超过 2021 年前总服务企业家数。2021 年港股上市企业中，时代天使 6 月上市，富途平台认购额达 453 亿港元，快手 1 月上市，富途平台认购额达 426 亿港元，富途对 2021 年前三季度港股 IPO 的市值超千亿企业、二次上市企业服务覆盖率均达到 100%。

图 26：2021 年前三季度新增 IPO 分销服务客户数超百家



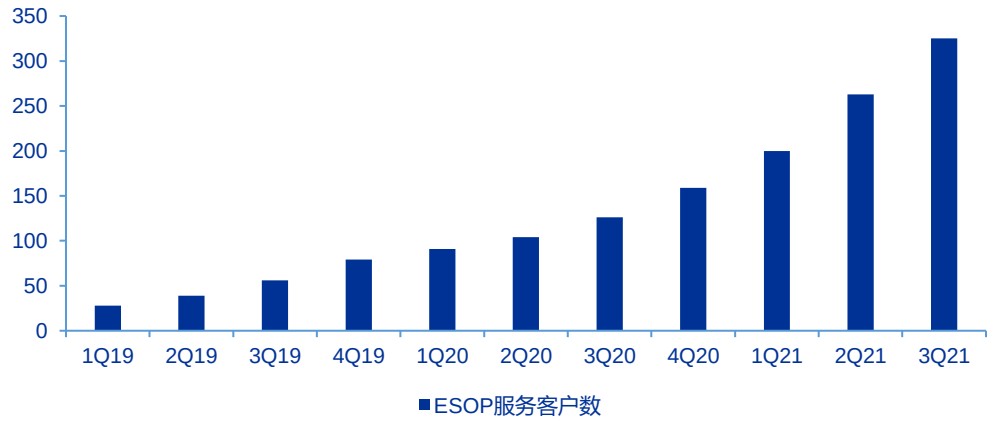
资料来源：公司财报，申万宏源研究

ESOP 服务：ESOP（Employee Stock Ownership Plan）即员工持股计划，在国内受到大多互联网公司选择，富途可为公司制定 ESOP 方案设计，并提供设立境外信托、数据管理自动

化系统、外汇报备、期权行权、出售股票结汇回境等相关服务。富途提供 ESOP 服务的企业的员工进行持股股权操作均直接通过富途进行交易，且更易选用富途进行个人港美股投资，ESOP 为公司引流入金客户的重要手段之一。

腾讯为公司 ESOP 业务第一家客户，高标准服务奠定富途 ESOP 龙头地位。过去国内企业（以互联网企业为主）实施 ESOP 主由境外客户提供服务，2016-17 年富途受到腾讯邀约负责服务腾讯实施 ESOP，富途着力开发 ESOP 系统，由于腾讯要求较高，公司首次产品经过多次打磨、包含报税等各类复杂需求的解决方案，且取得多项高级别安全资质，第一单业务即符合高质量标准。顺利完成腾讯 ESOP 的口碑效应下，后续国内企业 ESOP 业务客户慕名而来寻求高标准服务，截至 2021 年 3 季度末服务企业数达 325 家，较 2019 年初增长近 300 家。

图 27：ESOP 服务客户数持续稳步增加，3Q21 达 325 家

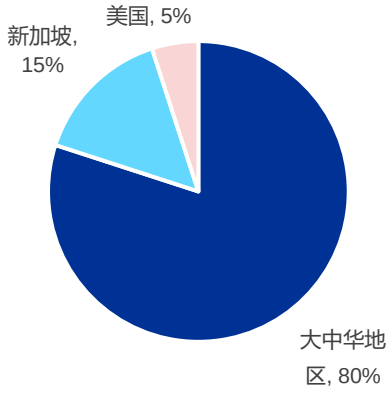


资料来源：公司财报，申万宏源研究

3.2 拓展新加坡等国际客户为重要发展方向

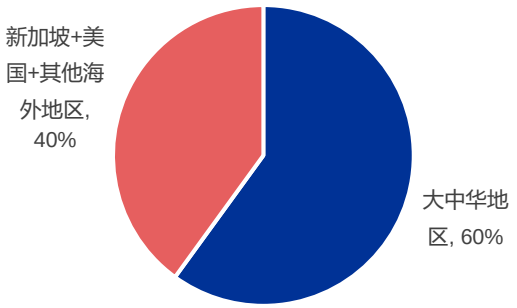
拓展国际客户范围，新增客户中非大中华地区占比已近半。以新加坡为例，公司自 2021 年 3 月进军新加坡市场以来，新加坡本地客户数实现快速增长，入金客户数超 15 万，过去新加坡金融服务市场互联网平台服务商较少，且美股交易手续费高，富途等互联网平台显著提升新加坡当地投资者用户体验、且大幅拉低美股投资门槛。同时新加坡超 70%为华人，富途老虎在获客方面具有天然优势。同时，公司在美国定位居于盈透证券与 Robinhood 之间，即在便捷操作与强大功能间寻找均衡，意图吸引美国本土客户。当前富途存量入金客户中，大中华地区客户占 80%，新加坡及美国客户占比 20%，3Q21 单季度新增 17 万客户中新加坡、美国及其他国家客户占比约 40%，预计未来客群结构国际化程度将加深。

图 28：富途当前存量客户中约 20%为海外客户



资料来源：富途控股，申万宏源研究

图 29：3Q21 单季富途新增客户非大中华区占比约 40%

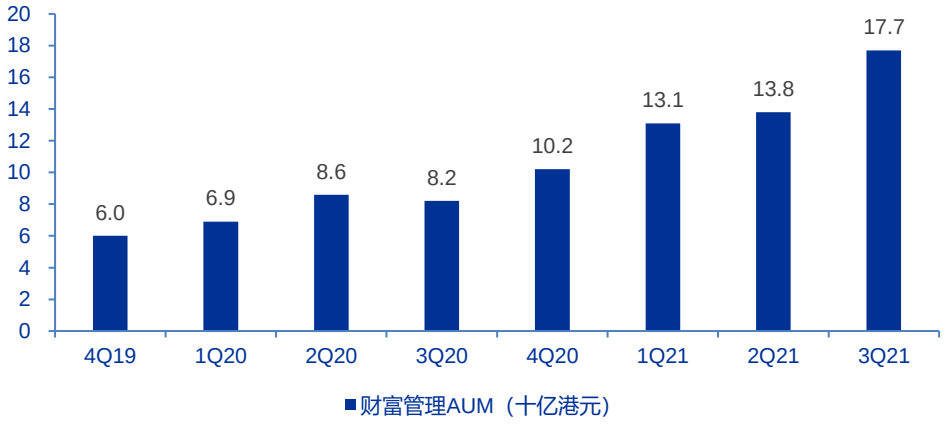


资料来源：富途控股，申万宏源研究

3.3 发展财富管理业务提供更多样化金融产品矩阵

发展境外市场财富管理覆盖客户更广泛投资需求，管理规模趋势向上。公司于 2019 年起发展财富管理业务，2020 年 10 月起打造“大象财富”品牌，主要代销中国香港及美国基金产品。一方面，公司对大象财富代销的所有共同基金产品均实行 0 申购赎回费，同时起购门槛最低低至 0.01 港元/美元；另一方面，公司配置选品团队精选产品，目前合作资管机构达 56 家。公司意图以低费率及优质服务切入财富管理市场，自开始发展以来管理规模整体呈提升趋势，由 2019 年底 60 亿港元提升至 2021 年三季度末 177 亿港元，提升 195%。

图 30：大象财富管理规模 3Q21 达 177 亿港元



资料来源：公司财报，申万宏源研究

4．盈利预测与估值

假设未来 2 年客户数仍维持超 20%增速，预计归母净利润 2022-23E 复合增速近 25%。考虑公司在 3Q21 港美股市场波动下仍获得超 16 万的入金客户增长，假设随公司海外获客数量增加，公司未来 2 年入金客户数量继续增长，假设 2021-23E 入金客户数量分别为 117、141、175 万人，同比分别增 126%、21%、24%；假设随海外客户占比提升、港美股市场情绪缓慢回升，年末户均资产分别为 42、48、51 万港元。伴随 2021-23E 客户资产持续提升，预计公司 2021-23E 经纪业务收入分别为 40.4、49.9、64.0 亿港元，同比增 103%、24%、28%，利息收入同比增 171%、27%、23%；其他业务收入由 IPO 分销、ESOP 及财富管理收入驱动，预计 ESOP 维持龙头地位、IPO 分销市占率提升，则其他业务收入同比分别增 134%、45%、17%。则对应公司 2021-23E 总营收分别为 74.9、95.2、118.8 亿港元，对应归母净利润分别为 30.3、39.3、47.0 亿港元，同比分别增 128%、30%、19%，净利润率维持约 40%。

表 5：核心假设与盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
客户数量（万人）	19.8	51.7	116.8	141.4	175.1
同比增速		160%	126%	21%	24%
客均资产（万港元）	43.9	55.2	41.8	48.3	50.6
同比增减（万港元）		+11.3	-13.4	+6.6	+2.2
经纪业务收入（亿港元）	5.1	19.9	40.4	49.9	64.0
同比增速		289%	103%	24%	28%
利息收入（亿港元）	4.6	9.7	26.1	33.2	40.7
同比增速		108%	171%	27%	23%
其他业务收入（亿港元）	0.9	3.6	8.3	12.1	14.1
同比增速		316%	134%	45%	17%
总营业收入（亿港元）	10.6	33.1	74.9	95.2	118.8
同比增速		212%	126%	27%	25%
归母净利润（亿港元）	1.7	13.3	30.3	39.3	47.0
同比增速		700%	128%	30%	19%
净利润率	16%	40%	40%	41%	40%

资料来源：Wind，申万宏源研究

富途 2022E 动态 PE 估值显著低于老虎及美国互联网券商平台。选取商业模式与富途相似的老虎证券、国内互联网券商平台东方财富、美国互联网券商平台嘉信理财、盈透证券作为富途的可比公司。由于美国市场中概股整体估值大幅下降，富途控股与老虎证券估值整体低于其他互联网券商平台，且由于富途控股净利润规模大于老虎证券因此 PE 估值相对更低。富途控股 2021E 动态 PE 仅 11.8 倍，低于全部 4 家可比公司 2021E 动态 PE 算术平均值达 25.8 倍；富途控股 2022E 动态 PE 9.1 倍，低于全部 4 家可比公司，4 家可比公司 2022E 动态 PE 算术平均值相较富途控股高 117.6%，以可比公司 2022E 动态 PE 算术平均值 19.8X 作为富途控股目标 2022E 动态 PE 测算目标价，且考虑当前市场环境下中概股整体存在估值折价，在原目标

价基础上给予公司 70%的折扣，则最终目标价为 48.1 美元/ADS，相较 2022/3/8 收盘价 31.93 美元存在 50.6%上涨空间，给予买入评级。

表 6：富途控股 PE 估值显著低于可比公司（总市值截至 2022/3/8 收盘）

序号	股票代码	可比公司	总市值（亿美元）	归母净利润（亿美元）			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
1	TIGR.O	老虎证券	6.0	0.16	0.21	0.35	37.2	28.1	17.0
2	300059.SZ	东方财富	407.9	7.3	13.2	16.0	55.7	31.0	25.4
3	SCHW.N	嘉信理财	1,385.6	30.4	53.6	63.6	45.5	25.9	21.8
4	IBKR.O	盈透证券	56.1	2.0	3.1	3.7	28.8	18.2	15.2
	平均值						41.8	25.8	19.8
5	FUTU.O	富途控股	45.9	1.71	3.9	5.0	26.9	11.8	9.1

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：富途控股、东方财富归母净利润预测基于申万模型，老虎证券、嘉信理财、盈透证券为 Bloomberg 一致预测；

嘉信理财、盈透证券已披露 2021 年年报，2021 年归母净利润为实际值；

富途控股财报币种为港元，按美元兑港元汇率 7.8 换算；东方财富财报币种为人民币，按美元兑人民币汇率 6.5 换算。

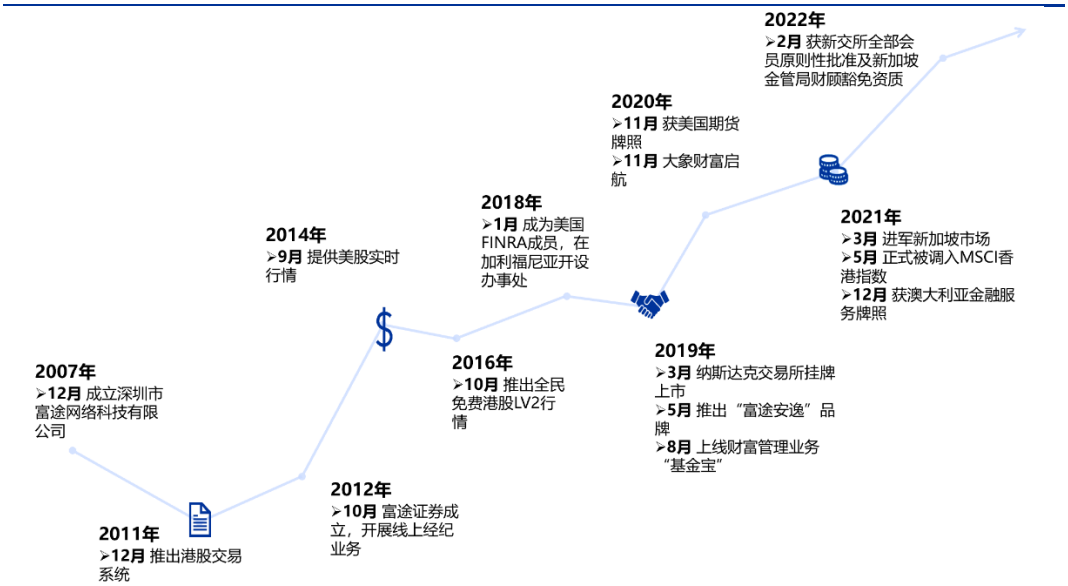
5．风险提示

1、港股及美股市场整体下行，导致市场交投热度降低，进而导致公司入金客户成交额下降，使得公司经纪业务收入受到影响。

2、海外本地客户拓展不及预期，由于海外市场监管、竞争格局环境均存不确定性因素，或出现海外客户拓展增速低于预期。

6．附录

图 31：富途控股历史发展沿革



资料来源：富途控股，申万宏源研究

表 7：预测利润表摘要

单位：亿港元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经纪佣金	5.1	19.9	40.4	49.9	64.0
利息收入	4.6	9.7	26.1	33.2	40.7
其他收入-经营	0.9	3.6	8.3	12.1	14.1
营业收入	**10.6**	**33.1**	**74.9**	**95.2**	**118.8**
佣金费,经纪费,税费及手续费用	-1.0	-3.6	-6.6	-9.0	-11.5
利息支出	-0.9	-1.9	-5.1	-5.4	-6.3
加工服务成本	-0.9	-1.5	-2.4	-2.9	-3.6
营业成本	-2.8	-7.0	-14.1	-17.3	-21.4
毛利	**7.8**	**26.1**	**60.7**	**78.0**	**97.4**
研发费用	-2.6	-5.1	-8.4	-14.2	-18.2
销售费用	-1.6	-3.9	-14.2	-15.6	-20.8
管理费用-一般及行政费用	-1.6	-2.5	-4.1	-5.0	-6.9
营业支出	-5.9	-11.5	-26.7	-34.8	-45.9
其他收益/(支出)净额-非经营	-0.1	-0.2	0.0	0.5	0.7
除税前溢利	1.8	14.5	34.1	43.7	52.2
归母净利润	**1.4**	**13.3**	**30.3**	**39.3**	**47.0**

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 8：预测资产负债表摘要

单位：亿港元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产总计	**214.0**	**713.4**	**1496.1**	**1798.3**	**2164.3**
货币资金	3.6	10.3	14.6	17.9	23.8
代经纪业务客户持有之现金	145.4	424.9	1054.0	1199.2	1456.6
贷款和垫款	41.9	188.3	238.5	342.3	387.1
应收客户款项	17.9	77.8	179.5	229.0	286.4
预付款项	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
其他资产	2.4	3.9	4.2	4.4	4.7
负债合计	**188.5**	**630.3**	**1271.5**	**1533.6**	**1851.7**
应付关联方款项	0.3	0.9	1.8	2.2	2.7
应付款项	169.2	509.3	1133.9	1364.3	1667.7
短期借款	14.7	54.8	69.5	99.7	112.7
应计费用及其他负债	2.3	7.3	7.7	8.2	8.7
所有者权益合计	**25.5**	**83.1**	**224.7**	**264.7**	**312.6**
股本溢价	25.4	69.6	180.4	180.4	180.4
累计其他综合收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
留存收益	0.2	13.4	44.3	84.3	132.2

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。 本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入（BUY）：股价预计将上涨 20%以上；

增持（Outperform）：股价预计将上涨 10-20%；

持有（Hold）：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持（Underperform）：股价预计将下跌 10-20%；

卖出（SELL）：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。