

证券研究报告

2022年10月21日

行业报告 | 行业深度研究

多元金融

富途控股：重新定义投资，科技驱动的一站式财富管理平台领跑者

作者：

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

联系人 陈矣骄

联系人 秦和平



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

摘要

一站式财富管理平台，助力投资人走上“富途”

公司由港美股经纪业务起家，逐渐向国际化+财富管理业务拓展，目前，已形成以富途牛牛、富途大象财富、富途安逸为核心的业务矩阵，三大业务并驾齐驱、相辅相成，不断拓宽向上成长的空间。近年来，公司收入利润稳健增长，注册用户、开户客户与有资产客户持续高增凸显高成长性。从股权结构来看，公司创始人拥有绝对投票权，背靠战略股东腾讯强化公司科技属性。

详析富途业务收入模型

公司营收按收入类型可划分为佣金及手续费收入、利息收入和其他收入。1) **佣金及手续费收入**：富途拥有高质量的平台服务和丰富的牌照资源，综合经纪佣金率高于竞争对手老虎证券。公司用户交易活跃，历年换手率处于行业高位，我们认为近年来换手率的下降或因市场风险陡升导致客户交易意愿降低，同时用户结构多样化，超短期交易投资者占比有所下降。受益于多样化的入金方式，富途付费客户转化率较高，且保持上升态势。2) **利息收入**：融资融券利率受上游利息和券商自身溢价影响，考虑到两融业务的用户群体（投资经验丰富，粘性更低）和价格弹性（各券商融资利率极差较大），我们预计富途的融资利率有进一步下降的空间。3) **其他收入**：财富管理+企业服务双轮驱动，进一步打开长期成长空间。

产品为基，社区生态强化用户粘性；牌照先行，研发实力巩固竞争壁垒

相对于传统券商，富途在展业市场、产品体验、交易费用及流量等方面具有明显的比较优势；相较于其他互联网券商，富途具备出众的产品体验、丰富的牌照（业务体系）以及稳定的自研系统，有利于提高获客能力，增强用户粘性。具体来说：1) **产品方面**，公司已形成以富途牛牛、富途大象和富途安逸为核心的业务矩阵，覆盖C端和B端客户，不断推出多元化的可交易产品，满足更多客户需求；2) **用户方面**，公司积极打造线上投资社区“牛牛圈”、完善客服机制，提高用户的活跃度与粘性；3) **牌照方面**，富途牌照布局全面，牌照壁垒较为深厚。截至2Q22，富途在中国香港及海外市场已获得 51 张牌照与资质，并已取得高含金量的香港市场 3 号牌照和美国清算牌照。4) **研发方面**，富途基于高质量的研发团队以及长期的研发投入，不断升级产品体验，构筑了稳固的竞争壁垒。

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

01

公司概况

- 1.1 发展历程：由港美股经纪业务向国际化+财富管理业务启航
- 1.2 公司业务：三大业务并驾齐驱相辅相成，向上空间不断打开
- 1.3 经营分析：注册用户、开户客户与有资产客户持续高增，收入利润良性增长
- 1.4 股权结构与核心高管：腾讯加持背书科技属性，创始人拥有绝对投票权

02

富途业务收入模型拆分

- 2.1 佣金及手续费收入探讨：佣金率、换手率、付费客户转化、户均资产
- 2.2 利息收入探讨：融资利率
- 2.3 其他收入探讨：财富管理、IPO分销、企业公关服务、ESOP

03

核心优势详解

- | | | |
|------------|------------|------------|
| 3.1 拥有比较优势 | 3.2 拥有产品优势 | 3.3 拥有客户粘性 |
| 3.4 拥有牌照壁垒 | 3.5 拥有技术优势 | |

01

公司概况 一站式财富管理平台，助力投资人走上“富途”

- 1.1 发展历程：由港美股经纪业务向国际化+财富管理业务启航
- 1.2 公司业务：三大业务并驾齐驱相辅相成，向上空间不断打开
- 1.3 经营分析：注册用户、开户客户与有资产客户持续高增，收入利润良性增长
- 1.4 股权结构与核心高管：腾讯加持背书科技属性，创始人拥有绝对投票权

02

富途业务收入模型拆分

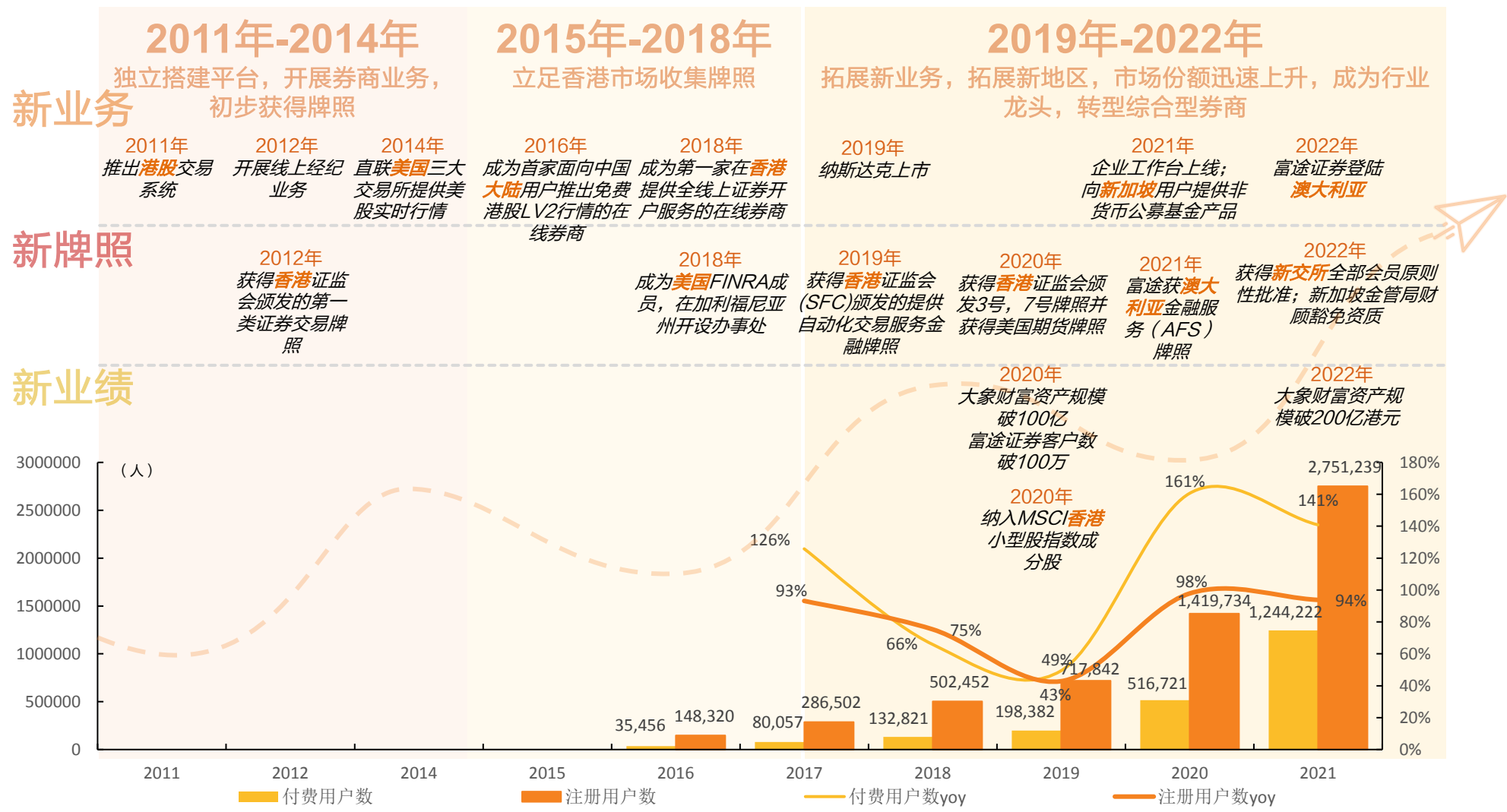
- 2.1 佣金及手续费收入探讨：佣金率、换手率、付费客户转化、户均资产
- 2.2 利息收入探讨：融资利率
- 2.3 其他收入探讨：财富管理、IPO分销、企业公关服务、ESOP

03

核心优势详解

- 3.1 拥有比较优势
- 3.2 拥有产品优势
- 3.3 拥有客户粘性
- 3.4 拥有牌照壁垒
- 3.5 拥有技术优势

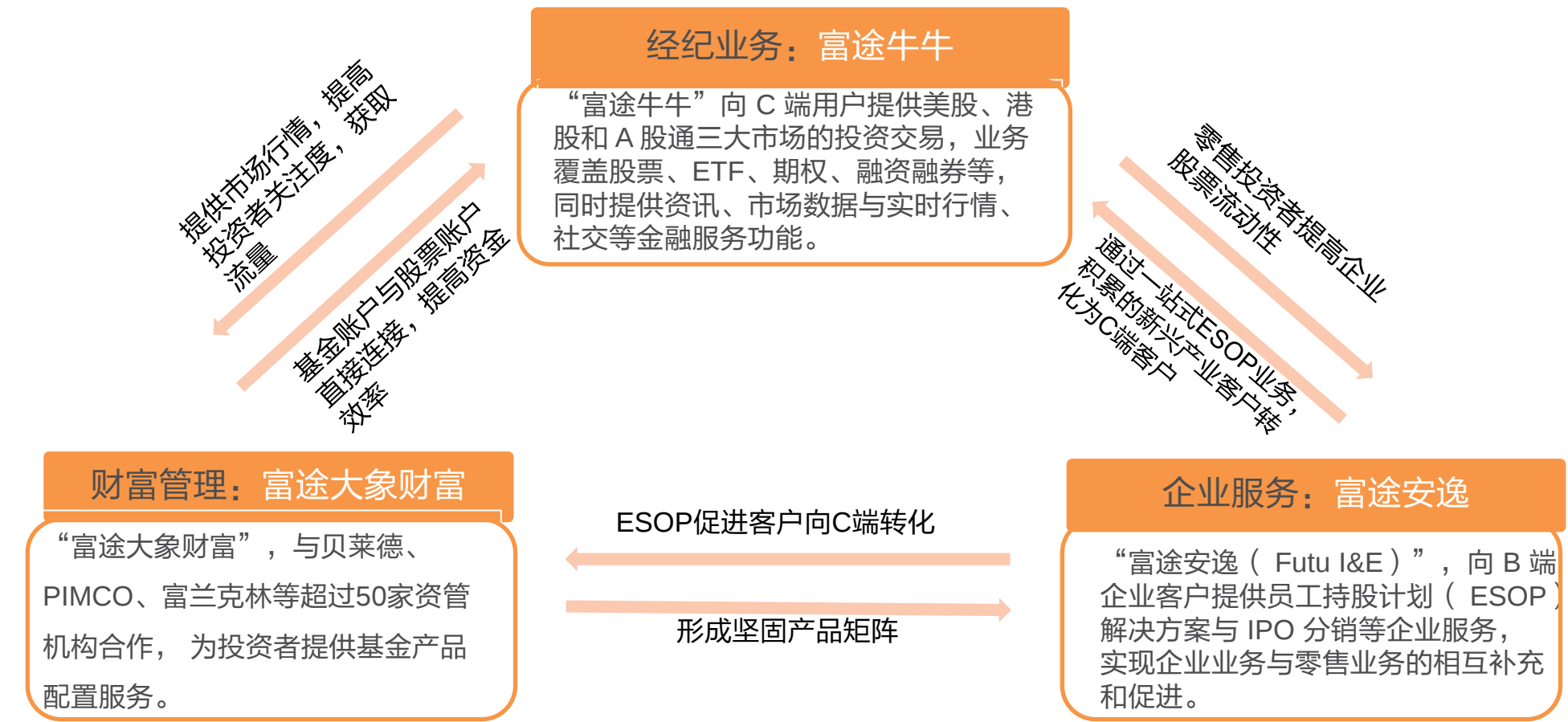
1.1 发展历程：由港美股经纪业务向国际化+财富管理业务启航



资料来源：公司官网，公司公告，Wind，天风证券研究所

1.2 公司业务:三大业务并驾齐驱相辅相成，向上空间不断打开

- 富途控股拥有三个细分布局分别为专注经纪业务的富途牛牛，专注财富管理的富途大象财富，专注企业服务的富途安逸。
- 富途牛牛，富途安逸，富途大象财富管理三者互为三足鼎立之势，各具特色，在保持经纪业务，财富管理，企业服务各占据优势的同时发挥其协同作用，为相互的成长助力。

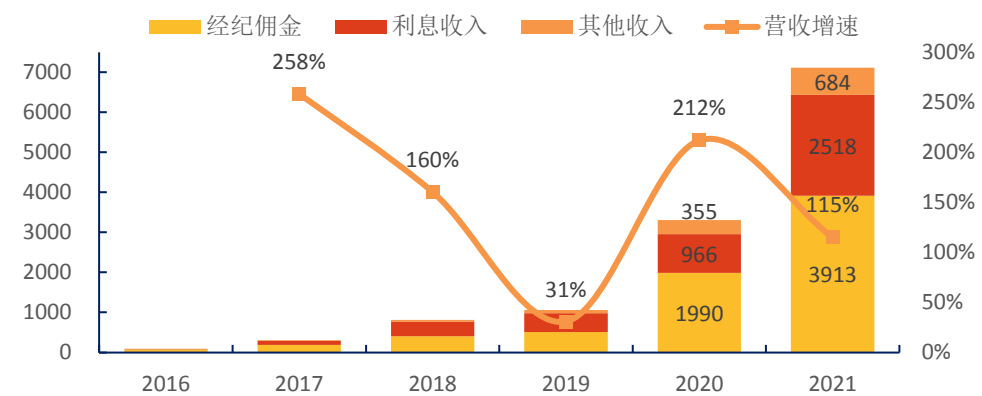


资料来源：公司官网，界面新闻，天风证券研究所

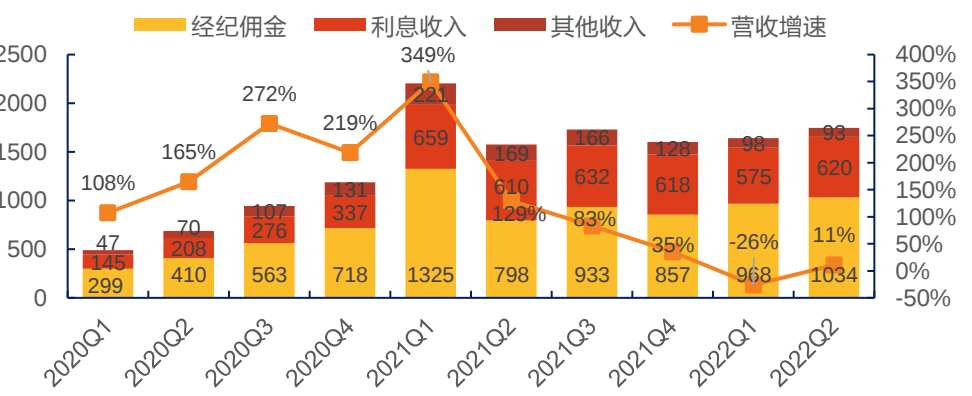
1.3 财务分析：收入端

2021年营业收入达到71亿港元，同比增速115%，2018-2021年CAGR达到106%；2Q2022营业收入达到17亿港元，同比增长11%，环比增速6%。

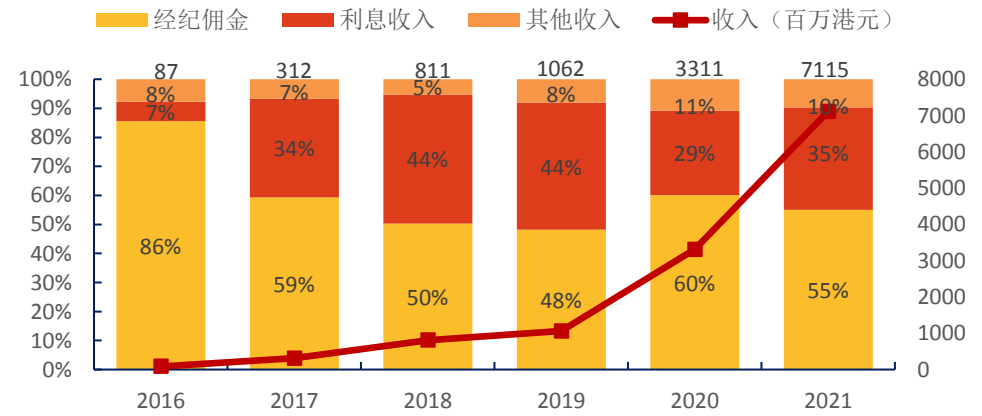
2016-2021年营业收入及增速（单位：百万港元）



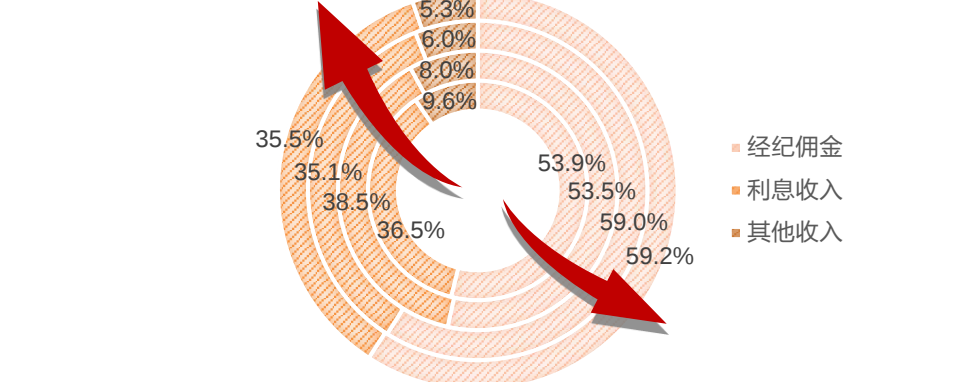
2020Q1-2022Q2营业收入及增速（单位：百万港元）



2016-2021年营业收入结构（单位：%）



2021Q3-2022Q2营业收入结构变化（单位：%）



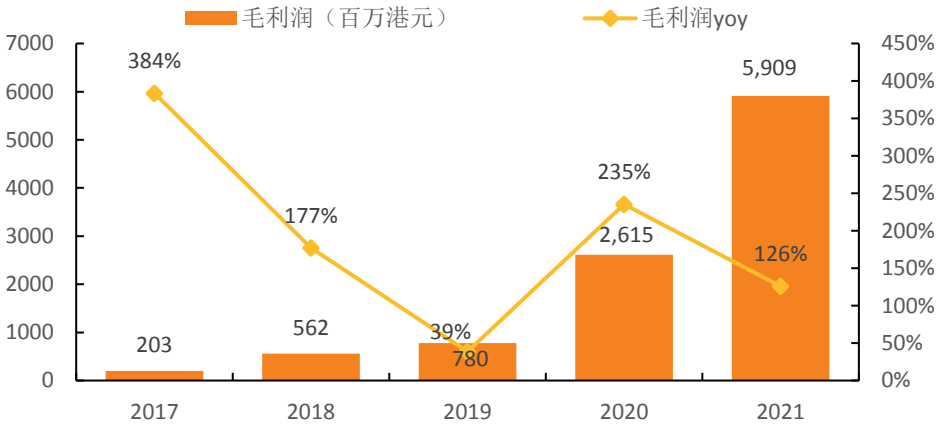
说明：最内环为2021Q3，最外环为2022Q2，经纪佣金收入比重呈上升趋势，其他收入比重逐年下降

资料来源：公司公告，天风证券研究所

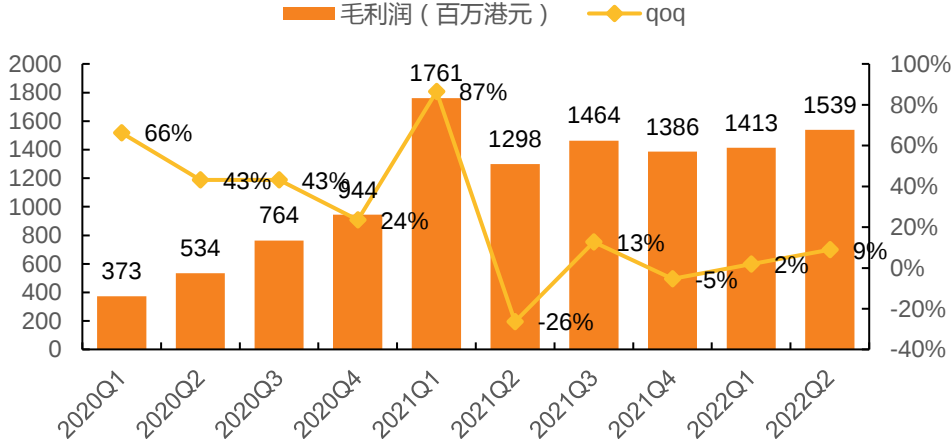
1.3 财务分析：毛利润及毛利率

2021年毛利润实现59.1亿港元，yoy+126%，2018-2021年CAGR达到119%；毛利率达到83%。2Q2022毛利润达到15.39亿港元，环比增速9%，同比增长19%；毛利率达到88%。

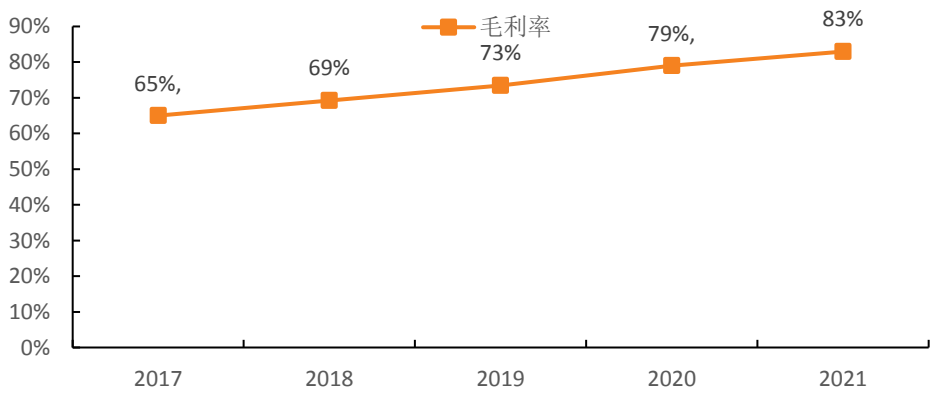
2017-2021年毛利润及增速（单位：百万港元）



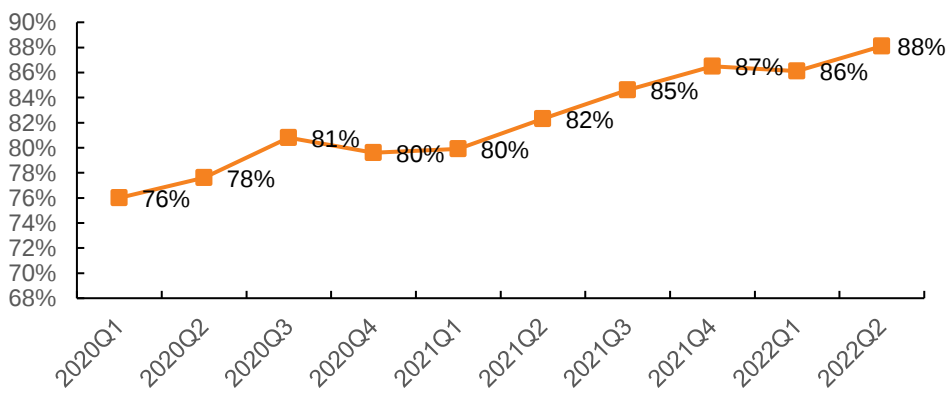
2020Q1-2022Q2毛利润及增速（单位：百万港元）



2017-2021年毛利率（单位：%）



2020Q1-2022Q2毛利率（单位：%）

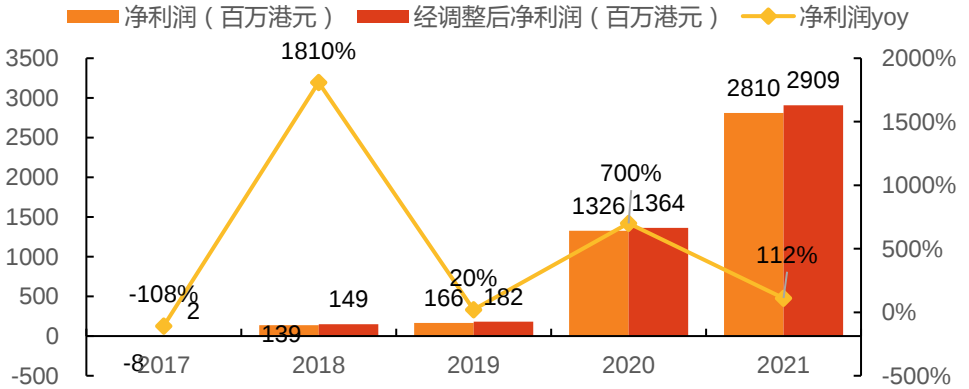


资料来源：公司公告，天风证券研究所

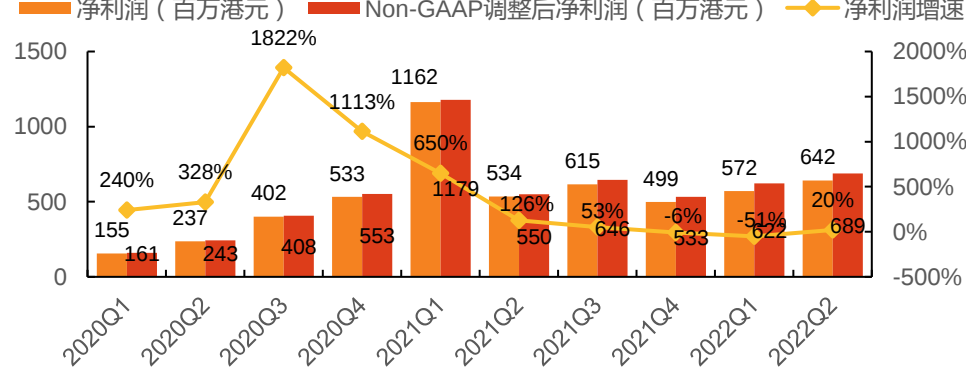
1.3 财务分析：净利润

- 2021年富途净利润达到28亿港元，yoy+112%，净利润2018-2021年CAGR达到173%；经调整后净利润达到29亿港元；2Q2022富途净利润达到6.4亿港元，同比增长20%，环比增速12%；2Q2022 Non-GAAP经调整后净利润达到6.9亿港元。
- **Non-GAAP经调整净利润=净利润+股权激励成本**。2Q2022净利率为37%，Non-GAAP经调整后净利率39%。其中，2Q2022 股权激励成本为0.5亿港元，股权激励成本占总收入比率为3%。

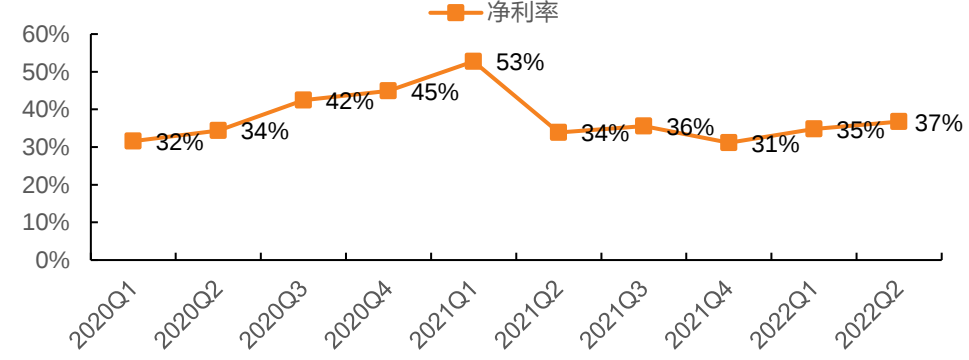
2017-2021年净利润及增速（单位：百万港元）



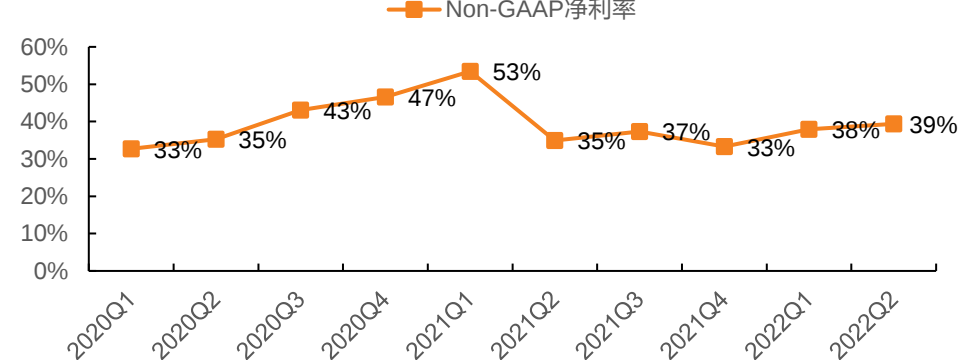
2020Q1-2022Q2净利率及增速（单位：百万港元）



2020Q1-2022Q2净利率（单位：%）



2020Q1-2022Q1Non-GAAP净利率（单位：%）



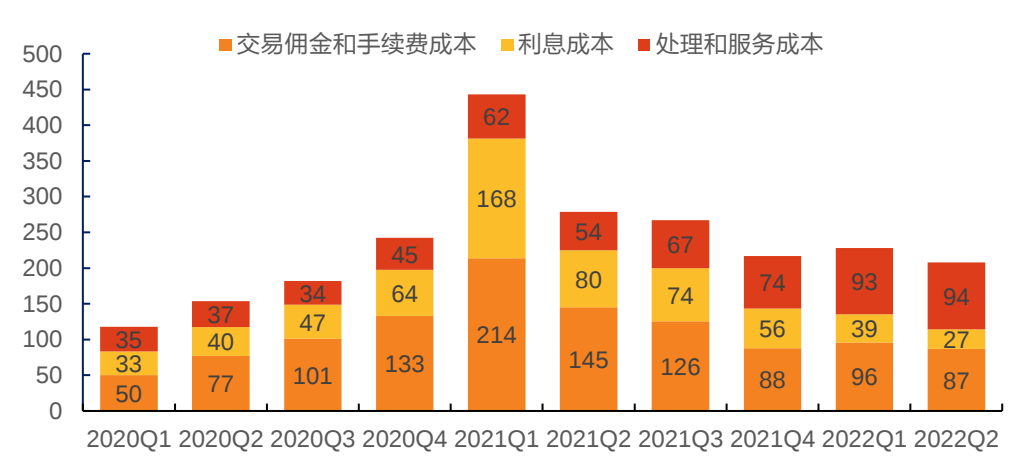
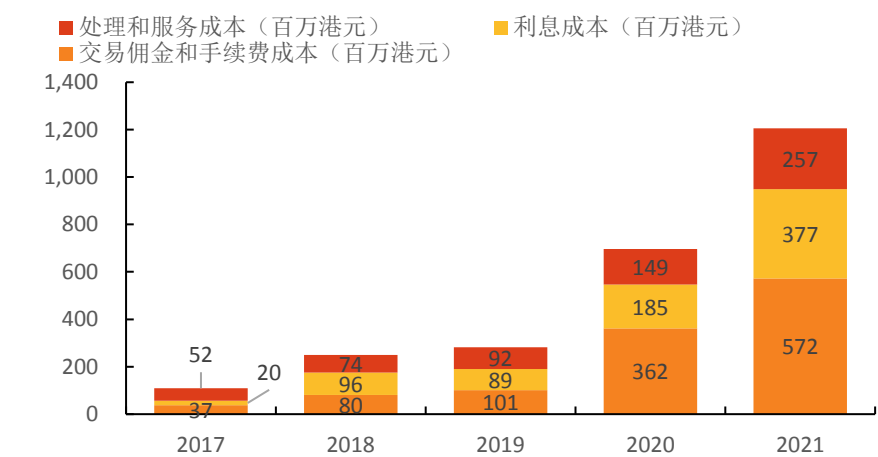
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3 财务分析：成本端

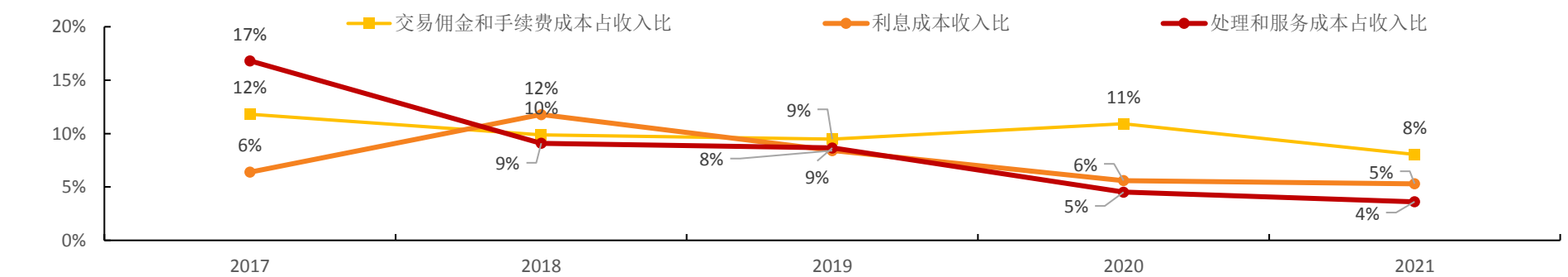
- 成本支出由处理和服务成本、利息成本、交易佣金和手续费成本构成。
- 2021年总成本支出12亿港元，其中处理和服务成本为2.6亿港元，利息成本为3.8亿港元，交易佣金和手续费成本为5.7亿港元；总成本支出yoy+73%，2018-2021年CAGR达到69.1%。
- 2Q2021总成本达到2.1亿港元，环比下降9%，同比下降25%。

2017-2021年各项成本（单位：百万港元）

2020Q1-2022Q2各项成本（单位：百万港元）



2017-2021年各项成本占收入比（单位：%）

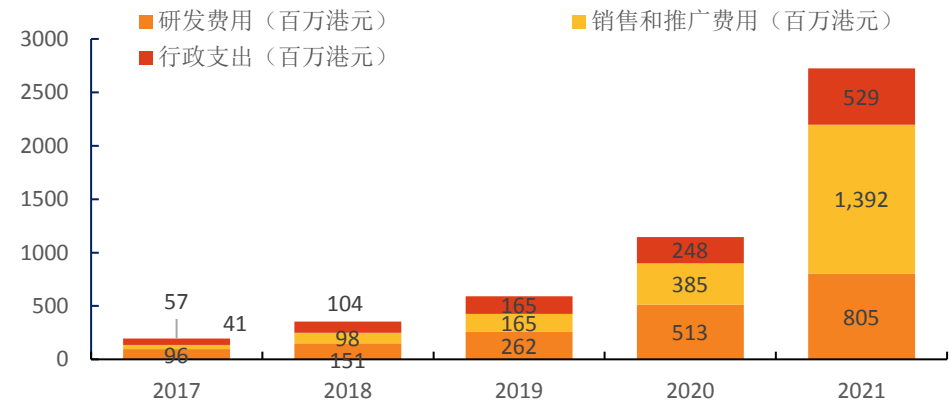


资料来源：公司公告，天风证券研究所

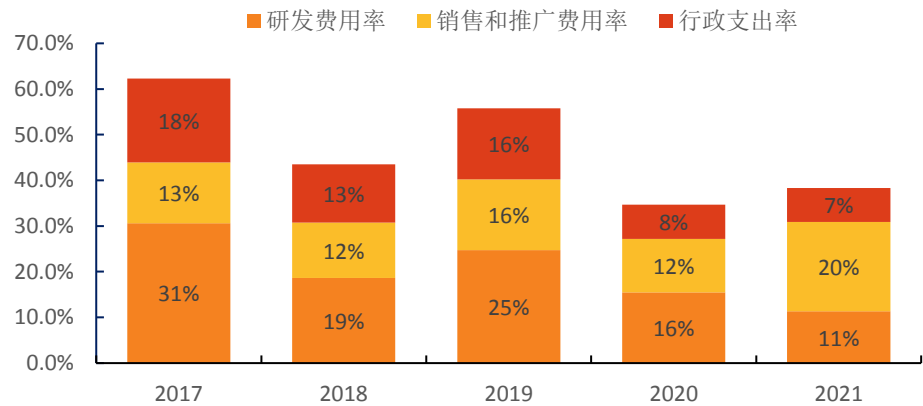
1.3 财务分析：费用端

2021年期间费用为27.3亿港元，yoy+138%，2018-2021年CAGR达到98%。研发费用率11%，销售和推广费用率20%，行政支出率7%。

2017-2021年各项费用支出（单位：百万港元）

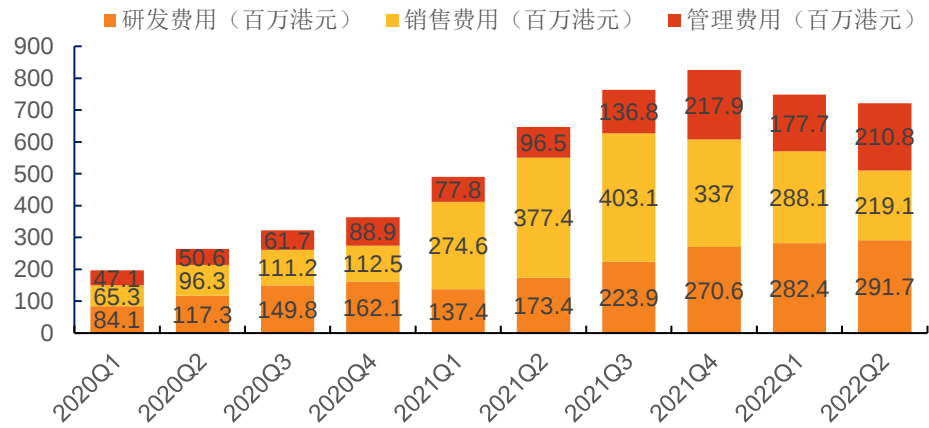


2017-2021年各项费用率（单位：%）

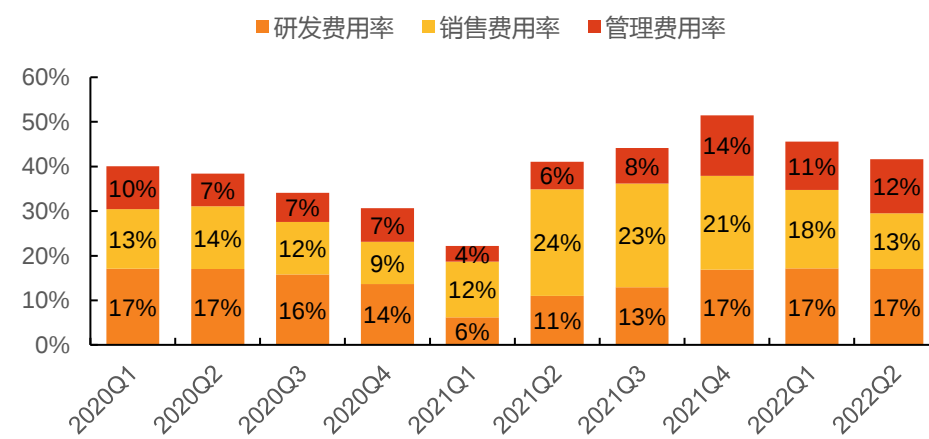


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2020Q1-2022Q2各项费用支出（单位：百万港元）



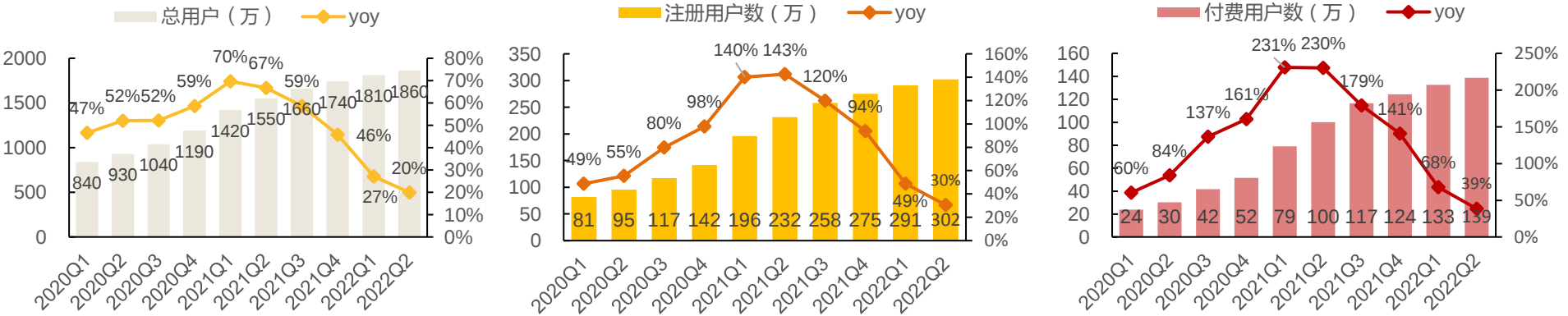
2020Q1-2022Q2各项费用率（单位：%）



1.3 经营分析：用户增长

- 用户增长——各类用户增速在2021上半年达到峰值，2021Q3起增速逐年下降
 - ✓ 一方面，系上升空间缩小，2021年连续两个季度实现付费用户暴增200%以上后，富途已占据相当大的市场份额，富途市场占有率不断扩大，尤其是在大本营香港，截至21Q3，已有1/3香港成年人注册了富途；
 - ✓ 另一方面，系政策信号影响，尽管重点拓展海外市场，但是富途仍然拥有境内新增用户和现存用户。2021年10月央行金融稳定局局长表示，部分跨境互联网券商并未取得境内相关牌照，跨境证券交易属于非法金融活动，一定程度上减少了境内用户注册和付费的动力。

2020Q1-2022Q2各类用户数及增速（单位：万人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3 经营分析：用户增长

2013-2015年，证监会出台《证券公司开立客户账户规范》，同意部分证券公司互联网证券业务试点资格，国务院印发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，明确支持证券期货服务业利用网络技术创新；中国结算发布《关于取消自然人投资者A股等证券账户一人一户限制的通知》明确取消“一人一户”限制

我国互联网证券业务的相关政策一览

2021年，十三届全国人大常委会第三十次会议表决通过并实施了《中华人民共和国个人信息保护法》，对个人信息跨境提供规则：必须通过国家网信部门组织的安全评估、经专业机构认证、订立标准合同、按照我国缔结或参加的国际条约和协定等条件之一

2000 - 2015 野蛮生长

2000年，为加强证券公司利用互联网开展证券委托业务的管理，规范市场参与者的行为，防范和化解市场风险，切实保护投资者的利益，中国证监会制定了《网上证券委托暂行管理办法》、《证券公司网上委托业务核准程序》，被视为券商互联网化开端。

2016 - 2018 监管介入

2016年，中国互联网金融协会成立；证监会排查金融机构和互联网企业合作业务；国务院公布《互联网金融风险专项整治工作实施方案》；央行印发《通过互联网开展资产管理及跨界从事金融业务风险专项整治工作实施方案》

2019 - 监管收紧

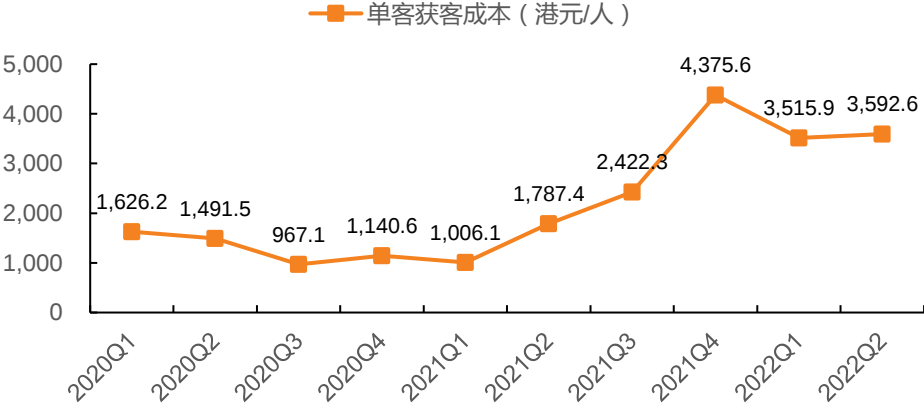
2019年，网信办发布《关于督促40款存在收集使用个人信息问题的App运营者尽快整改的通知》，点名富途牛牛等App存在个人信息收集使用情况，需及时自查整改

说明：即富途、老虎等跨境互联网券商在用户信息安全以及合法化、合规化方面存在风险

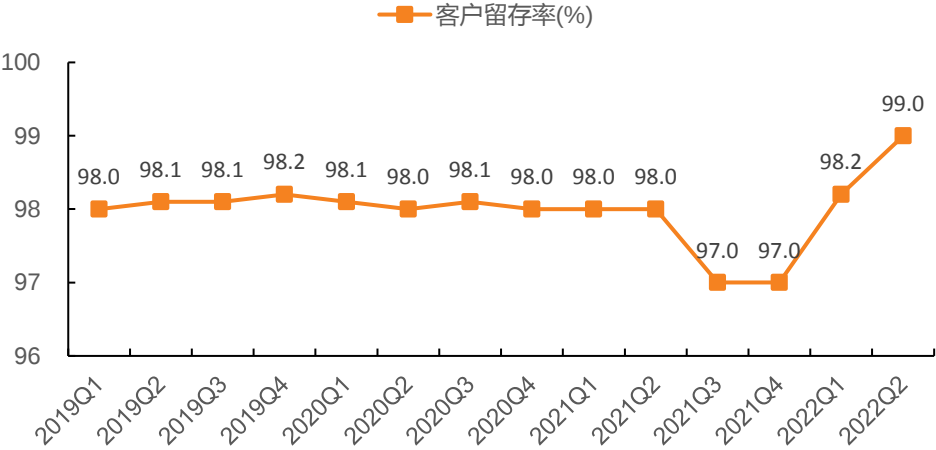
资料来源：中国证监会，中国政府网，中央网信办官网，中证协官网，央视网，中国人大网，天风证券研究所

1.3 经营分析：获客成本和客户留存率

2020Q1-2022Q2营销流量获客成本（单位：港元/人）



2019Q1-2022Q2客户留存率（单位：%）



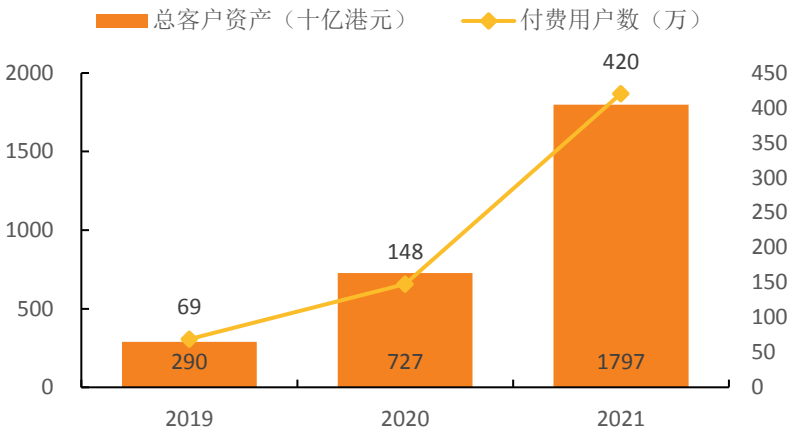
自然流量获客成本



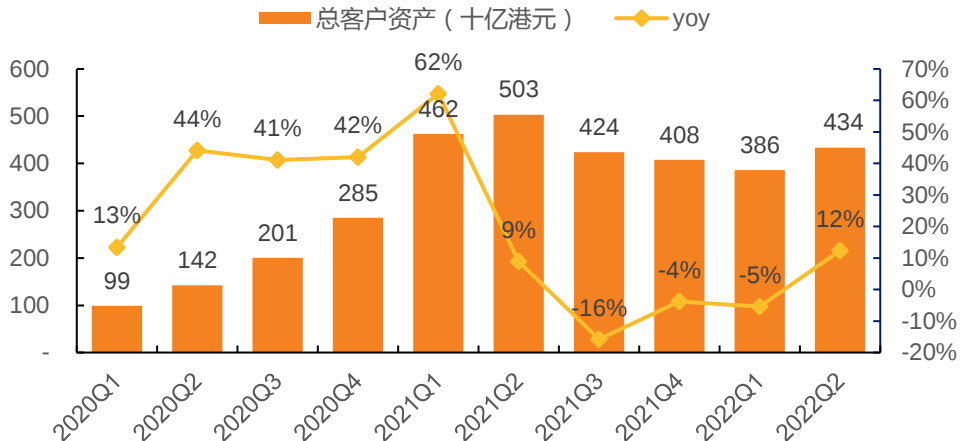
资料来源：公司公告，富途牛牛APP，天风证券研究所

1.3 经营分析：有资产客户和资产规模

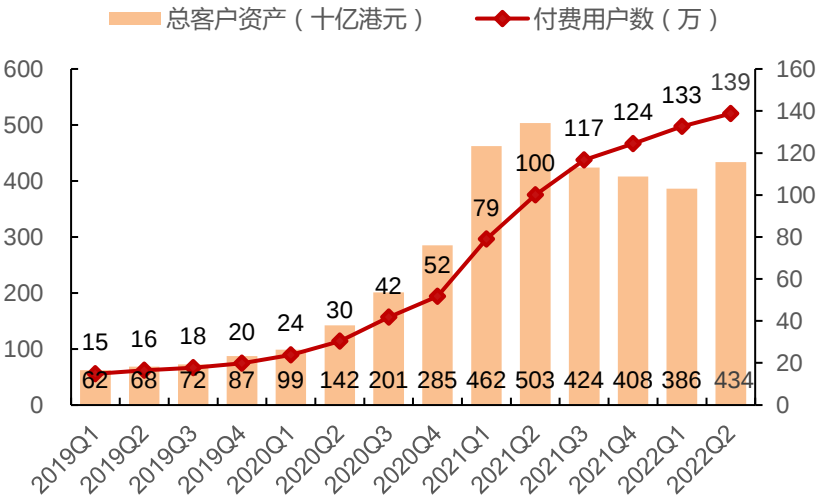
2019-2021年付费用户总数量和总资产



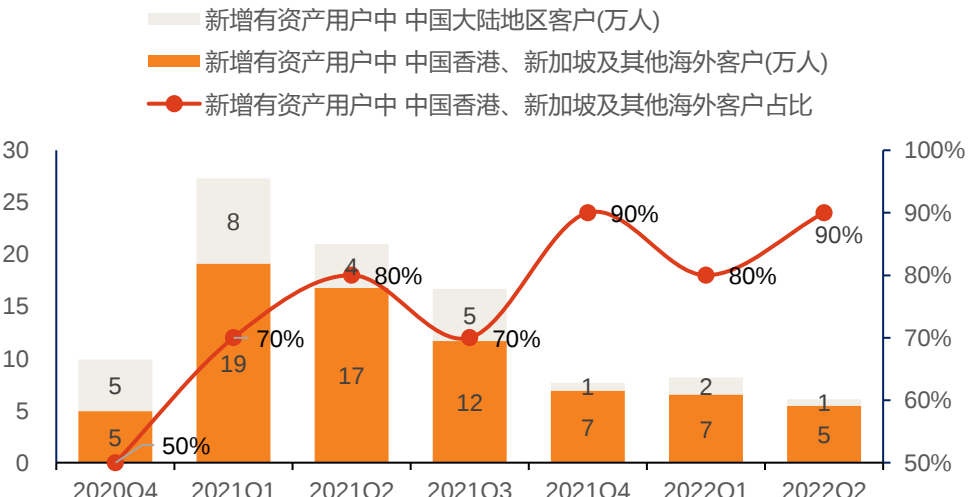
2020Q1-2022Q2付费用户总资产 (单位：十亿港元)



2019Q1-2022Q2付费用户总数量和总资产



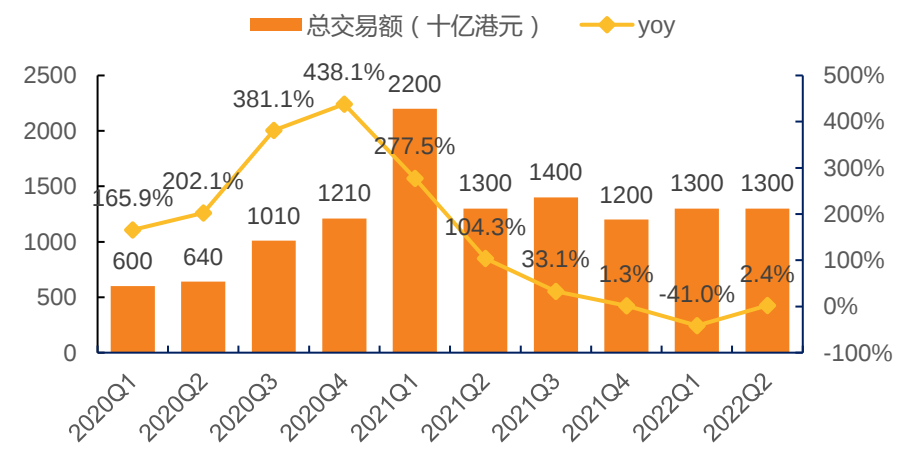
2020Q4-2022Q2新增有资产客户结构 (单位：万人)



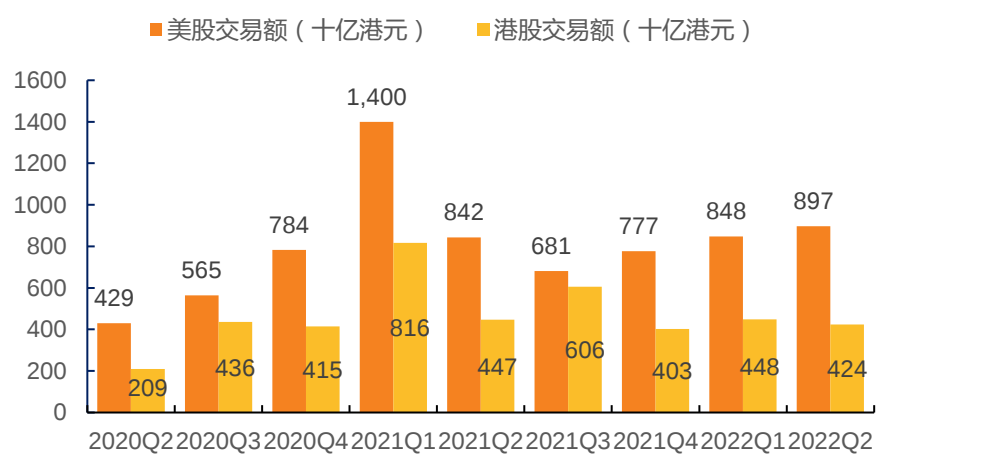
资料来源：公司公告，富途公众号，天风证券研究所

1.3 经营分析：交易额和两融业务余额

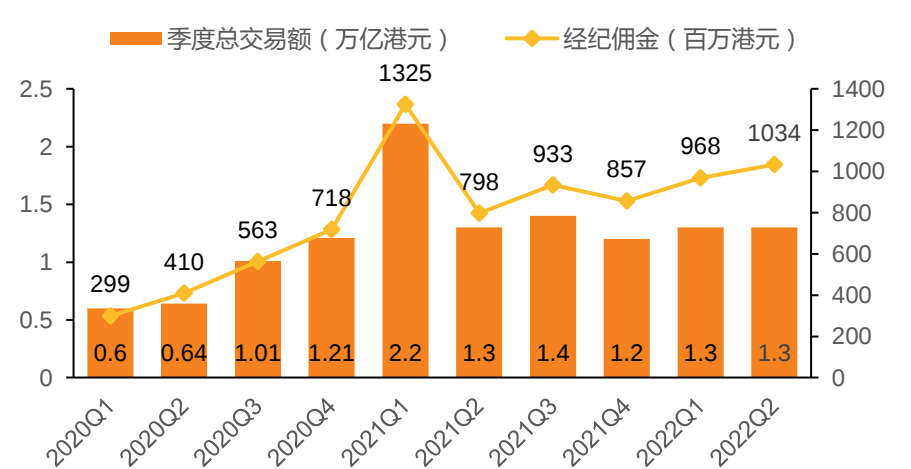
2020Q1-2022Q2总交易额及增速（单位：十亿港元）



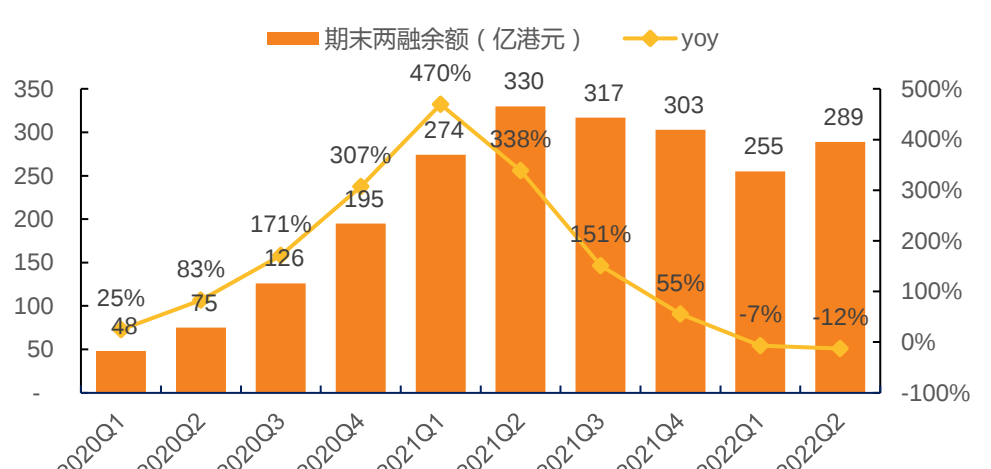
2020Q1-2022Q2美股、港股交易额（单位：十亿港元）



2020Q1-2022Q2总交易量和经纪佣金（单位：港元）



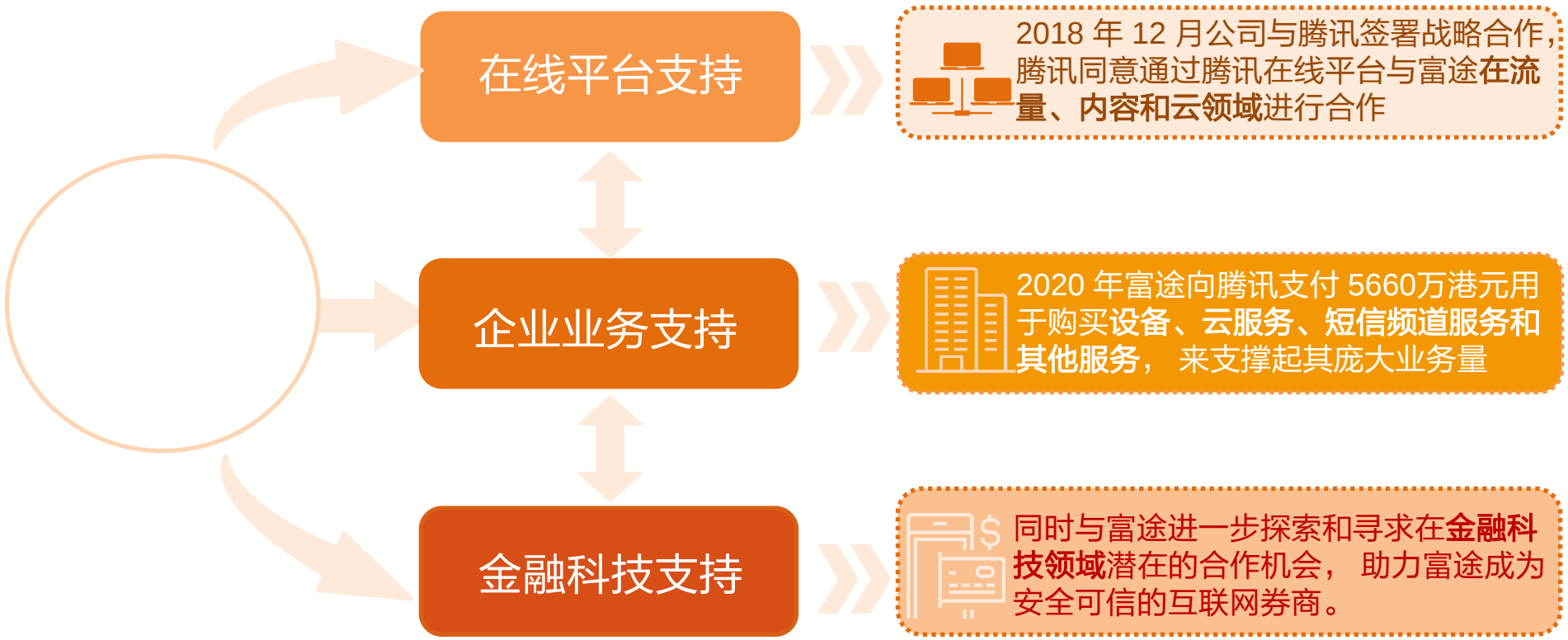
2020Q1-2022Q2融资融券业务余额及增速（单位：港元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4 股权结构与核心高管：腾讯加持背书科技属性，创始人拥有绝对投票权

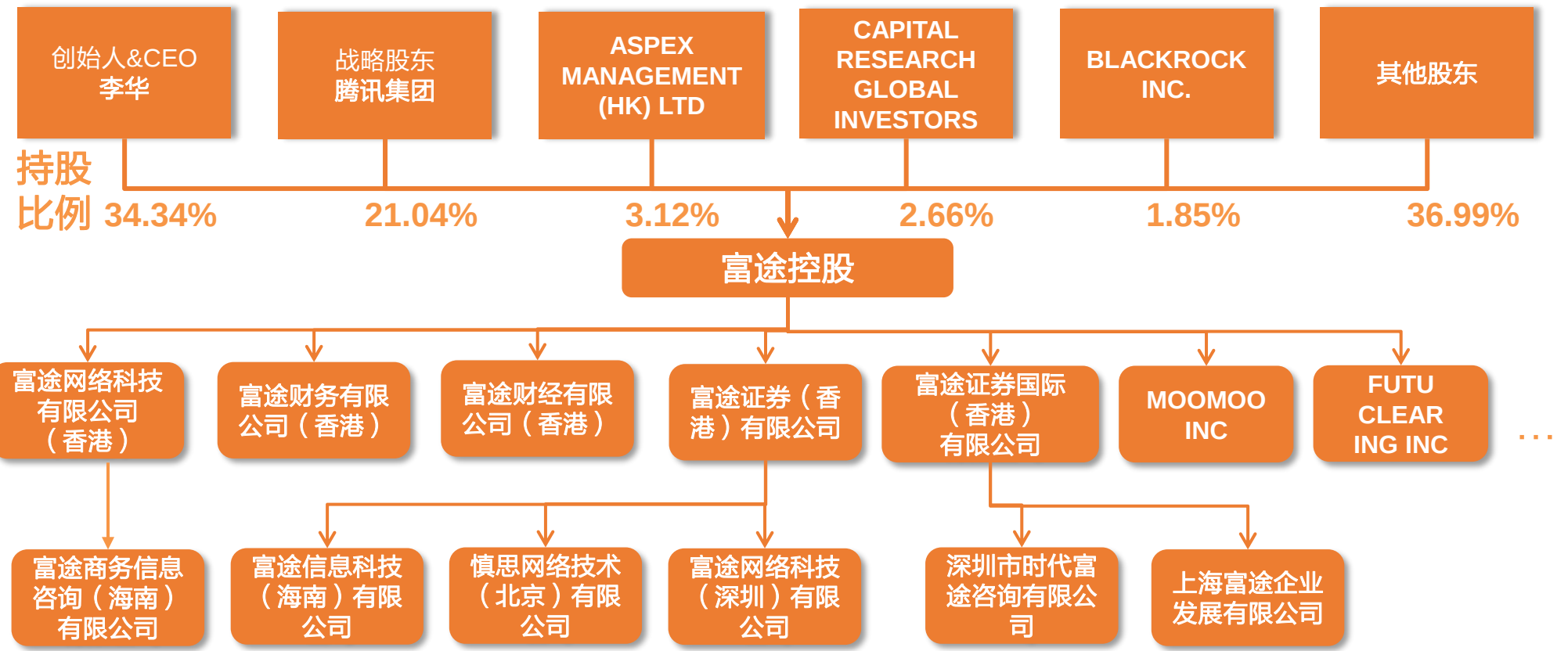
- 富途控股与腾讯控股在企业业务、技术基础设施、人才招聘和培训等多个领域密切合作，增强了富途的基础设备、网络技术支持以及布局了更加深度的金融科技合作，为富途控股的企业业务，技术支持保驾护航。
- 腾讯技术背书使得富途备受信任，进一步为富途带来关注与流量。



资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

1.4 股权结构与核心高管：腾讯加持背书科技属性，创始人拥有绝对投票权

- 富途股东多元化，持股分散，而创始人则拥有34.34%股权
- 富途采用AB股形式，实现同股不同权，创始人牢牢把握绝对投票权。



注：数据截至2022年9月19日
资料来源：wind，天风证券研究所

1.4 股权结构与核心高管：腾讯加持背书科技属性，创始人拥有绝对投票权

- 富途高管由经验丰富的互联网从业者和金融从业者组成
- 富途创始人李华曾是腾讯第18位创始员工，在腾讯工作期间发明了23项国内国际专利，拥有深厚的研发经验；首席财务官陈宇曾担任花旗环球金融亚洲有限公司董事，拥有专业的金融行业经验；其余高管人员均拥有丰富的技术及金融工作经历。

创始人

创始人、董事长、首席执行官、技术委员会主席 李华

于2000年取得湖南大学计算机科学与技术学士学位；于2000年加入腾讯，是腾讯的第18位创始员工；参与腾讯QQ早期研发和重点项目，创立腾讯视频，并领导了腾讯视频的产品设计和开发；曾在腾讯担任多个高级管理职位，包括腾讯多媒体业务及其创新中心负责人；在腾讯工作期间发明了23项国际和国内专利。2008年，被广东省深圳市政府授予“创新人才奖”。



高级管理人员

姓名	职务	任职起始时间
李华	创始人、董事长、首席执行官兼技术委员会主席	富途的创始人，自公司成立以来一直担任董事会主席兼首席执行官
陈宇	首席财务官	自2017年9月起担任首席财务官
徐礼	高级副总裁	自2019年9月起担任高级副总裁
张杰	董事	自2014年10月起担任董事

资料来源：公司招股说明书，公司官网，天风证券研究所

01

公司概况 一站式财富管理平台，助力投资人走上“富途”

- 1.1 发展历程：由港美股经纪业务向国际化+财富管理业务启航
- 1.2 公司业务：三大业务并驾齐驱相辅相成，向上空间不断打开
- 1.3 经营分析：注册用户、开户客户与有资产客户持续高增，收入利润良性增长
- 1.4 股权结构与核心高管：腾讯加持背书科技属性，创始人拥有绝对投票权

02

富途业务收入模型拆分

- 2.1 佣金及手续费收入探讨：佣金率、换手率、付费客户转化、户均资产
- 2.2 利息收入探讨：融资利率
- 2.3 其他收入探讨：财富管理、IPO分销、企业公关服务、ESOP

03

核心优势详解

- 3.1 拥有比较优势
- 3.2 拥有产品优势
- 3.3 拥有客户粘性
- 3.4 拥有牌照壁垒
- 3.5 拥有技术优势

2 业务模型拆分

互联网券商 收入组成

交易佣金

融资融券利息

闲置资金利息

金融产品代销

财富管理

其他：IPO销
售、ESOP等

富途收入结构

1、佣金及手续费收入

2、利息收入

融资融券利息

银行存款利息

过桥贷款利息

IPO贷款利息

3、其他收入

IPO认购服务

IPO承销服务

汇兑服务

基金分销收入

企业公关服务

其他

测算方式

交易佣金=佣金率×换手率×总客户资产

总客户资产=注册用户数量×付费客户转化率×户均资产

融资融券利息=两融利差×期末融资融券余额

其他闲置资金利息=存款利率×客户闲置资金余额

金融产品代销=(产品销售额×申/赎费率)
+(产品保有量×管理费率×佣金率)

财富管理=财富管理规模×管理费率

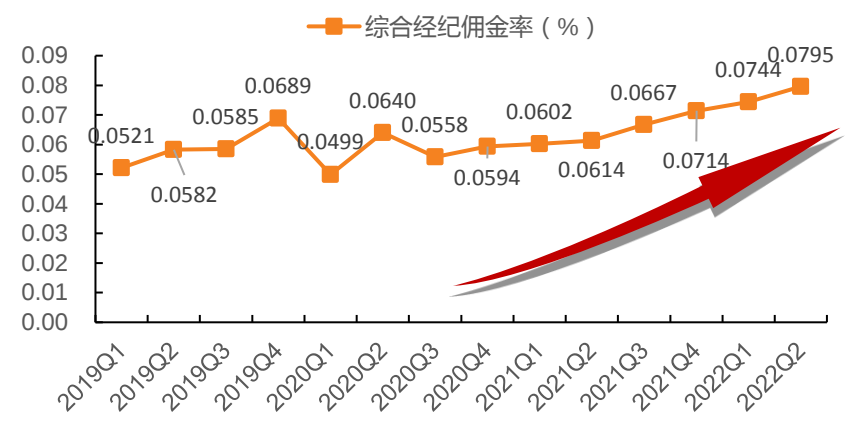
其他：没有确切计算公式，根据实际情况考量

资料来源：天风证券研究所

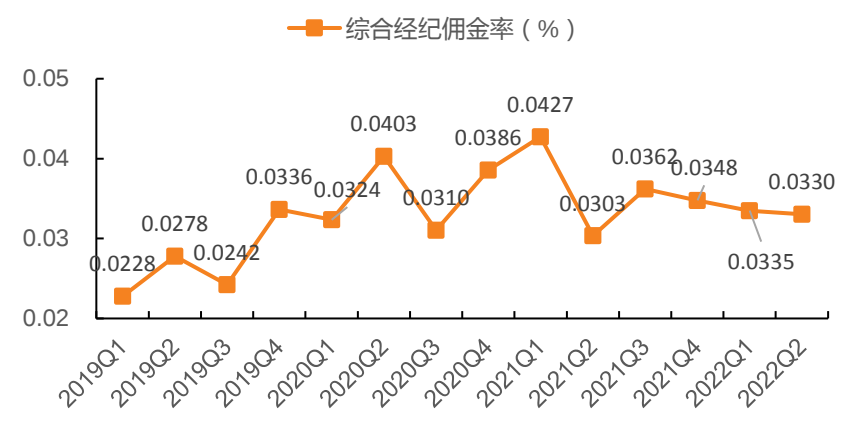
2.1 佣金及手续费收入：探讨1 - 佣金率

- 富途综合经纪佣金率高于竞争对手老虎证券，呈逐季上升趋势，正说明其议价能力强。富途的议价能力来自于其高质量的平台服务，如“统一购买力”功能让用户高效实现跨证券市场交易，无需等待资金转出和存入的时间，因此许多用户在“便宜”和“便利”中选择了“便利”。

综合经纪佣金率：富途证券（单位：%）



综合经纪佣金率：老虎证券（单位：%）



统一购买力



证券账户
A股、美股、港股
基金账户
现金宝资产

开通前

你只能

卖掉美股后货币兑换或存入港币等待到账

开通后

马上就能买

买股票 打新股
富途为您合并购买力
没有现金也能立即买

开通前

你只能

手动赎回现金宝或存入资金等待到账

开通后

马上就能买

买股票 打新股
富途帮你自动赎回现金宝
无需等待立即买

注：综合经纪佣金率=交易量/经纪佣金
资料来源：wind，富途牛牛官网，天风证券研究所

2.1 佣金及手续费收入：探讨1 - 佣金率

- 佣金及手续费收入 = **综合佣金率***总经纪业务交易额= **股票交易佣金率***股票交易额 + **衍生品交易佣金率***衍生品合约数量
- 富途综合经纪佣金率较高于同业。从细分业务来看，股票佣金率偏低（系股票牌照相对易得，市场竞争相对激烈所致），衍生品佣金率偏高。富途比老虎多持有新加坡交易所衍生品交易会员、香港交易所第5类牌照就期货合约提供建议，因此衍生品合约数量占总经纪业务交易额的比重可能较大，衍生品佣金率拉高了综合经纪佣金率。

	富途证券	老虎证券	哈富证券	耀才证券	辉立证券	盈透证券
港股佣金(*总交易额)	0.03%	0.029%	0.025%	0.01%	0.25%	0.08%
平台使用费(每笔)	固定15港币/ 阶梯式1-30港币	15港元	15港币	无	无	无
美股佣金(每股)	0.0049美元	0.0039美元	0.0049美元	0.008美元/最 低1.88美元	0.0099美元	固定式0.005/ 阶梯式0.0005-0.0035美元
平台使用费(每股)	固定0.005美元/ 阶梯式0.003-0.01美元	0.004美元	0.005美元	无	无	无
港股期权佣金(每张)	0.20%	0.20%	/	0.18%/ 最低30港币	0.18%/最低50港币	17-30港币/ 0.2%
平台使用费(每笔)	15港币	15港币	/	0.5-3港币	无	无
美股期权佣金(每张)	0.65美元	0.65美元	/	/	0.18%/最低50港币	固定式0.65美元/ 阶梯式0.15-0.65美元
平台使用费(每笔)	固定0.30美元/ 阶梯式0.05-0.60美元	固定0.30美元	/	/	无	无

注：综合经纪佣金率=交易量/经纪佣金收入
资料来源：wind，富途证券官网、老虎证券官网、哈富证券APP、耀才证券官网、辉立证券官网、盈透证券官网、天风证券研究所

2.1 佣金及手续费收入：探讨1 - 佣金率

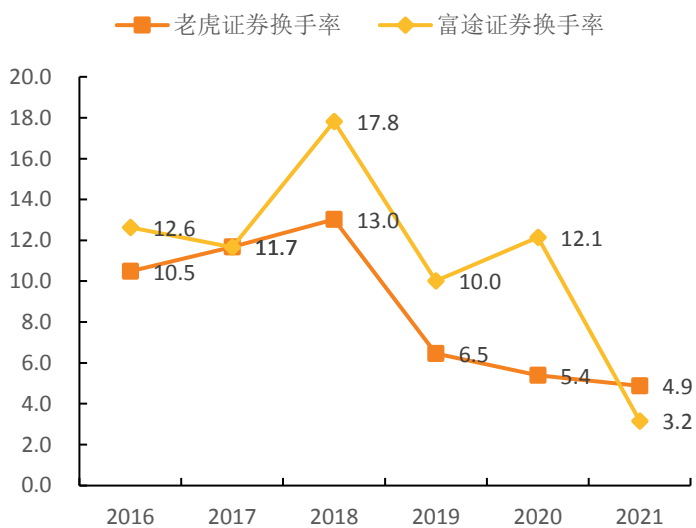
固定式或阶梯式平台使用费明细		交易港股需支付的平台使用费			交易美股需支付的平台使用费		
富途证券		固定式	每笔订单15港元		固定式	每股0.005美元，每笔订单最低1美元	
		阶梯式	每月累计订单数	每笔订单（港元）	阶梯式	每月累计交易股数	每股（美元）
港股佣金(*总交易额)	0.03%		第1-5	30		第1-500	0.01
平台使用费(每笔)	固定15港币/ 阶梯式1-30港币		第6-20	15		第501-1000	0.008
美股佣金(每股)	0.0049美元		第21-50	10		第1001-5000	0.007
平台使用费(每股)	固定0.005美元/ 阶梯式0.003-0.01美元		第51-100	9		第5001-10000	0.006
港股期权佣金(每张)	0.20%		第101-500	8		第10001-50000	0.0055
平台使用费(每笔)	15港币		第501-1000	7		第50001-200000	0.005
美股期权佣金(每张)	0.65美元		第1001-2000	6		第200001-500000	0.0045
平台使用费(每笔)	固定0.30美元/ 阶梯式0.05-0.60美元		第2001-3000	5		第500001-1000000	0.004
说明：该费率仅适用于在富途牛牛下单交易的投资者			第3001-4000	4		第100001-500000	0.0035
			第4001-5000	3		第500001及以上	0.003
			第5001-6000	2			
			第6001及以上	1			
					固定式	每张0.30美元	
					阶梯式	每月交易张数	每张（美元）
						第1-50	0.60
						第51-100	0.50
						第101-500	0.40
						第501-1000	0.35
						第1001-5000	0.30
						第5001-10000	0.25
						第10001-20000	0.20
						第20001-30000	0.15
						第30001-50000	0.10
						第50001及以上	0.05
					说明：		
					①阶梯式套餐适合高频交易者，即		
					港股每月累计订单数 超过35笔 、		
					美股每月累计交易股数 超过27.4万笔 、		
					或美股期权累计交易张数 超过6800张 ；		
					②若交易过程中账户现金结余不足以支付平		
					台使用费，将立刻产生利息， 年利率为		
					4.8% ，利息将按日结算、按月收取		

资料来源：wind，富途证券官网、天风证券研究所

2.1 佣金及手续费收入：探讨2 – 换手率

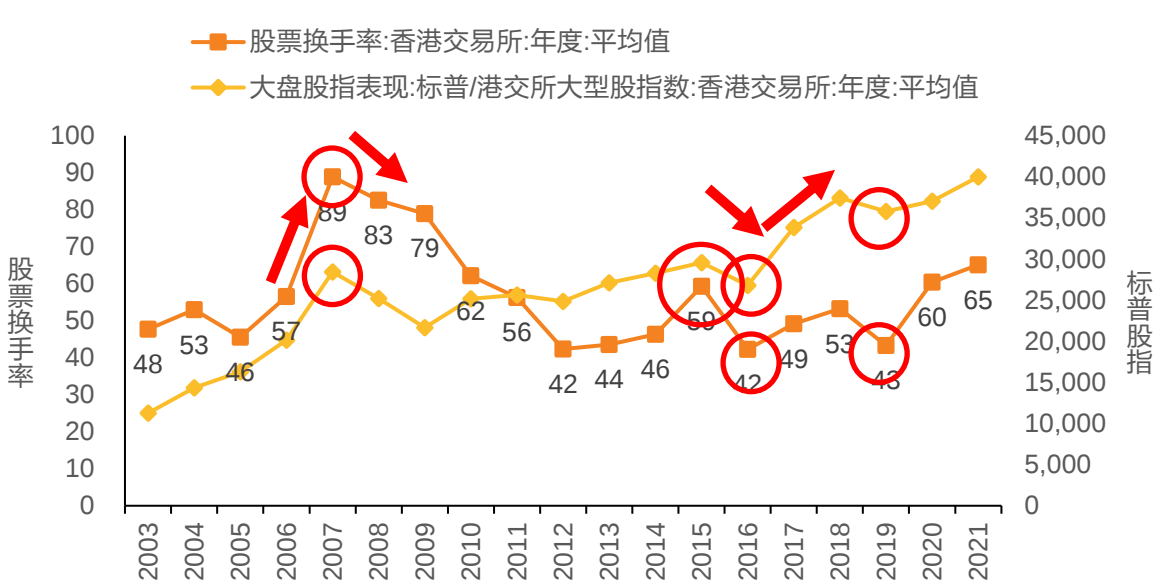
- 区别于对股票换手率的定义，该换手率为平台交易量/客户资产数，即在该时间段内客户平均将股票资产更新了多少倍，以衡量客户交易活跃度。
- ✓ 富途历年换手率高于老虎证券(富途及老虎证券的换手率为年度交易量/年度客户资产数)，且呈下降趋势，回归正常水平。以2021年A股日均换手率为例，上证和深证日均换手率分别为0.97%、2.13%，富途为3.2倍属偏高水平，首次低于老虎。
- ✓ 我们认为富途换手率呈下降趋势原因有两点：市场风险陡升，客户交易意愿降低，此原因可以被富途和老虎的换手率同时走低、以及港交所股票换手率和标普股指正向相关所证实；或可能是用户结构趋于多样化，随着中国香港和新加坡渗透率提升，超短期交易（1至2日短线操作）投资者占比或逐渐下降。

客户资产换手率同业对比（单位：倍）



注：换手率=年度交易量/年度客户资产数
资料来源：wind，天风证券研究所

港交所股票换手率（单位：倍）以及标普股指（单位：点）



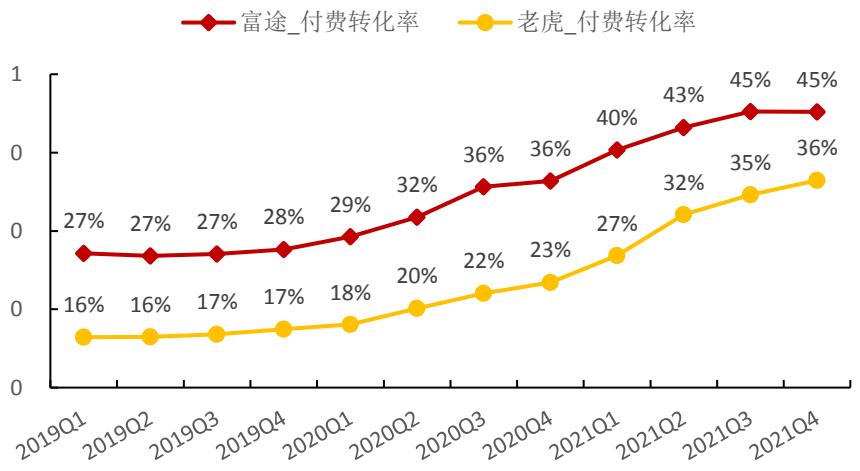
2.1 佣金及手续费收入：探讨3 - 付费客户转化

- 付费客户转化率高于老虎证券，并且逐年上升。
- ✓ 转化率高，可能归因于富途有着多样的入金方式，有利于转化想要进行快速短期交易的个人投资者；
- ✓ 逐年上升，说明富途在转化客户方面初见成效，一方面富途增加入金方式，增加投资者易得性，另一方面富途开设富途牛牛课堂板块，以5分钟左右的短视频输出投资知识，转化注册客户。

同业对比入金方式和门槛

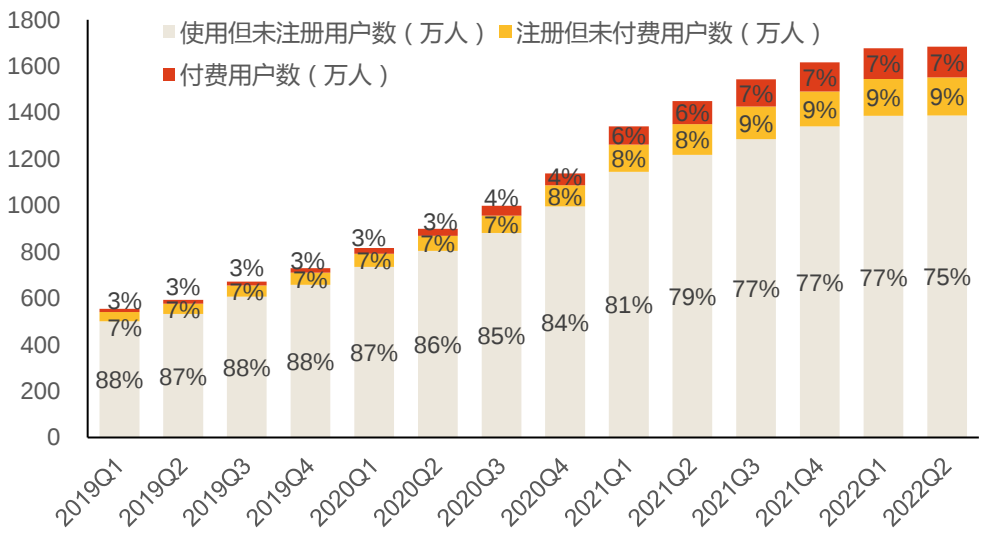
	富途证券	老虎证券	哈富证券	耀才证券	盈透证券	嘉信理财
入金方式	eDDA快捷入金、银证转账、FPS、网银、ATM/柜台、支票	eDDA快捷入金、普通汇款、银证转账	eDDA入金、FPS、银证转账、直接汇款	eDDA快捷入金、FPS、银证转账	银行电汇	银行电汇

同业付费转化率对比（单位：%）



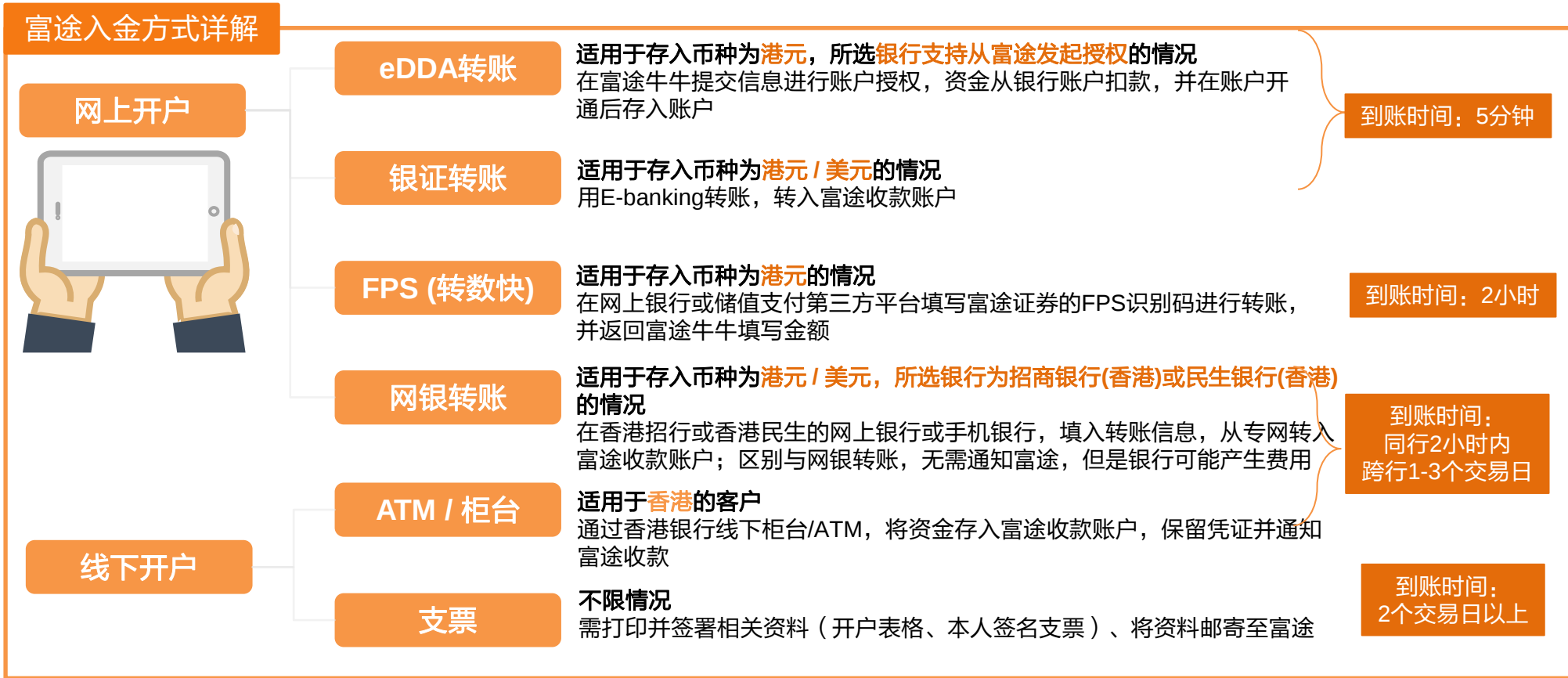
注：注册转化率=注册用户量/总用户量；付费转化率=付费用户量/注册用户量
资料来源：wind，各公司官网，各公司APP，sugarforex官网，天风证券研究所

2019Q1-2022Q2用户结构（单位：%）



2.1 佣金及手续费收入：探讨3 - 付费客户转化

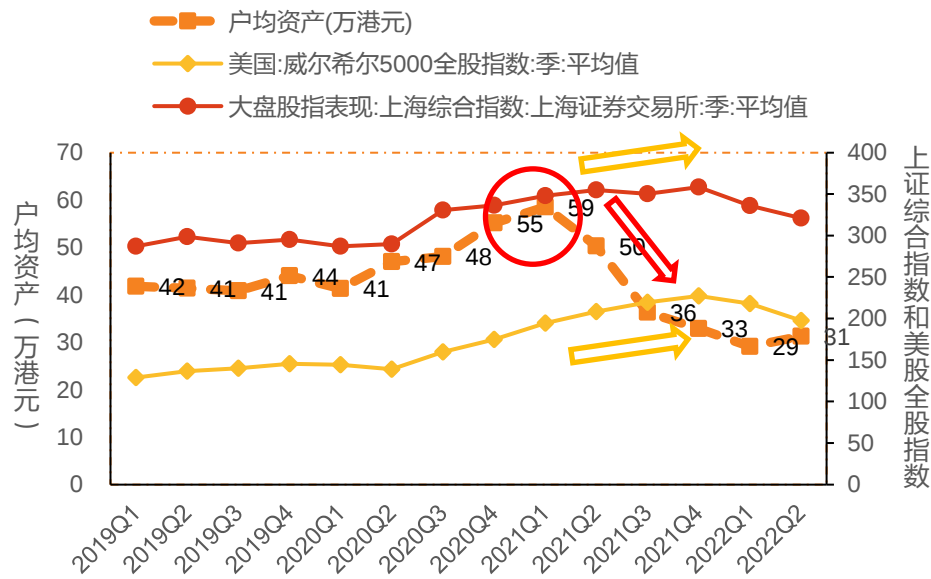
在入金方式上，可以看出富途对香港地区本土化的投入：**eDDA转账、FPS转账**是年轻人常用电子支付的手段，但是在香港地区，**支付线上化程度低**，消费交易仍然无法脱离八达通、现金以及刷卡机，投资交易极其依赖网银，加上香港地域面积不大、公共交通便利，**线下开户是常见手段**，因此银证转账、网银转账可适用于中年人，ATM/柜台、支票可适用于中老年人，相比起其他券商，富途入金方式更为丰富，契合香港地区的消费交易习惯。



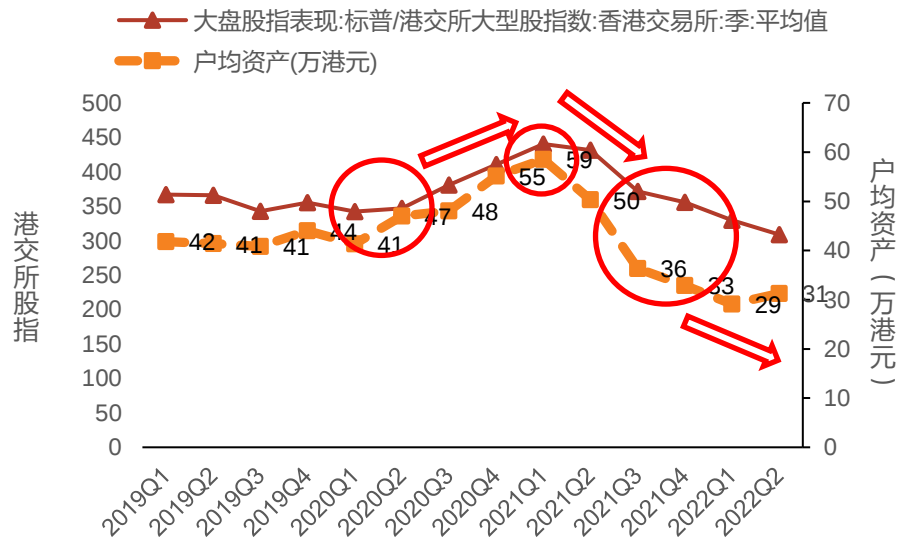
2.1 佣金及手续费收入：探讨4 - 户均资产

- 户均资产和港交所股指正相关，但是和上证综合指数、威尔希尔5000指数相关性不强。
- ✓ 一方面，标普/港交所股指和富途证券户均资产在**关键转折点同时同向变动**，但是和威尔希尔500指数以及上海综合指数相关性不显著，证实了富途大部分用户的股票交易在港交所进行；另一方面，户均资产振幅较大，尤其是在下降趋势中，证实了个人投资者抵御风险能力不如综合指数。
- ✓ 我们预计22Q3富途交易量会受到大盘影响显著下降。

户均资产、上证综合指数和美股全股指数



户均资产和港交所股指



注：户均资产=期末客户资产规模/有资产客户数
资料来源：wind，天风证券研究所

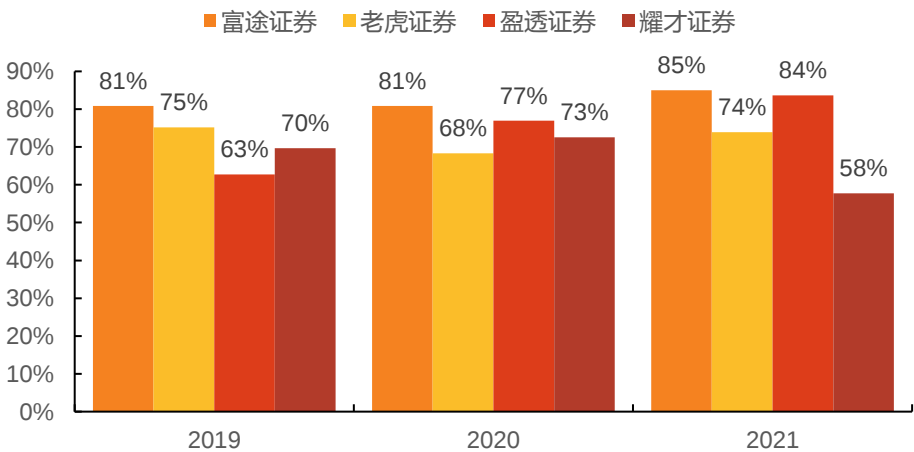
2.2 利息收入：融资利率

- 融资融券利率由券商独立决定，但是取决于两点：上游利息即同业拆借利息，以及券商自身溢价。
- 在上游利息方面，富途和同业拆借利息同步变动，如2021年，美国银行隔夜融资利率处于0.03~0.09%之间，富途美元融资利率为4.8%，2022年随着美元流动性收紧，美国银行隔夜融资利率上升至2.32%（截至2022年9月15日），富途美元融资利率应声上升至6.8%；
- 在自身溢价方面，富途融资利率定价在同业中偏高，仍然依赖其过强的用户粘性，但是富途在佣金率和两融利率上的溢价能力有区别，佣金率的议价能力更高，融资利率的议价能力更低。一方面，用户群体不同，利用融资融券的投资者和其他参与股票交易的投资者存在显著区别，普遍投资经验丰富，使用过或正在使用其他平台投资，缺乏粘性，并且对利率更为敏感，更具经济性；另一方面，价格弹性不同，各券商佣金率尤其股票交易佣金率基本接近价格底线，如老虎对佣金率的调整是从0.03%下降到0.029%试图获取新用户，但是各券商融资利率极差较大，因此富途的融资利率有下降空间，并且足以吸引一些用户。

同业融资融券利率对比（单位：%）

	海外上市中国互联网券商		华资香港券商	新加坡互联网券商	美国互联网券商
	富途证券	老虎证券	耀才证券	辉立证券	盈透证券
融资利率(港币)	6.80%	4.022%-5.022%	同业拆息+3-4%	2.75%	3.502%或1.502%-2.502%
融资利率(美元)	6.80%	3.830%-4.830%	4.78%	4.25%-0%	3.33%或1.33%-2.33%
融券利率	卖空利率由上游数据提供商决定				

同业融资融券利息率对比（单位：%）



注：净利息差额 = 利息收入 - 利息支出，利息率 = 净利息差额 / 利息收入
资料来源：wind，富途证券(美国)官网，老虎证券官网，盈透证券官网，耀才证券官网，辉立证券官网，天风证券研究所

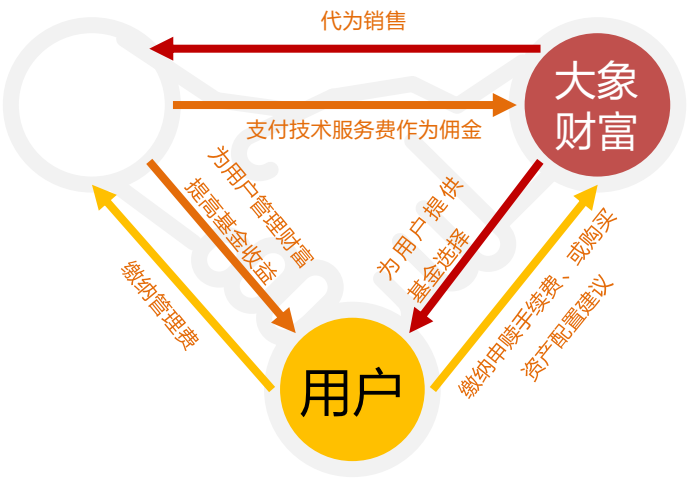
2.3 其他收入：财富管理

财富管理的盈利模式

“富途大象财富”提供理财产品含基金、私募、债券等，产品由其他公司提供，富途则作为**理财产品超市**；“富途大象财富”还独立提供闲置资金理财产品“现金宝”，类似港币、美元版的余额宝，现金宝被用于购买货币基金；

富途的收入来源包含：**用户申购基金的手续费、用户购买资产配置建议的服务费以及基金公司支付的技术服务费**；其中，基金申购费率多数为0%，普通赎回费率为0%，因此目前**用户申购基金的手续费占比小**；平台公开的用户资产配置建议均为免费提供，因此**该项服务费占比小**；基金公司通过收取客户管理费、存管处费用、表现费、服务年费、分销费、其他费用等获得收入，富途大象财富**通过收取基金公司技术服务费获得收入，相当于富途大象财富代为销售，变相收取佣金**。

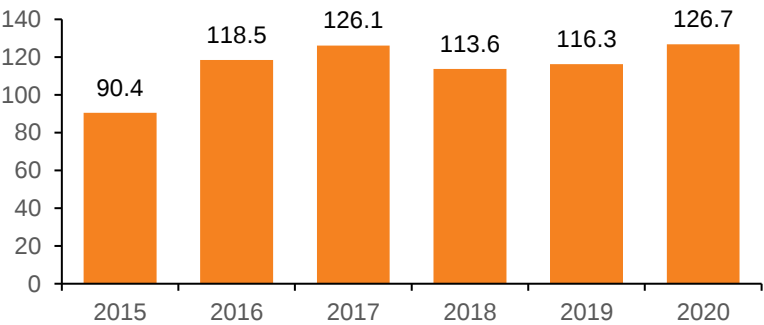
富途大象财富运作模式



财富管理的意义

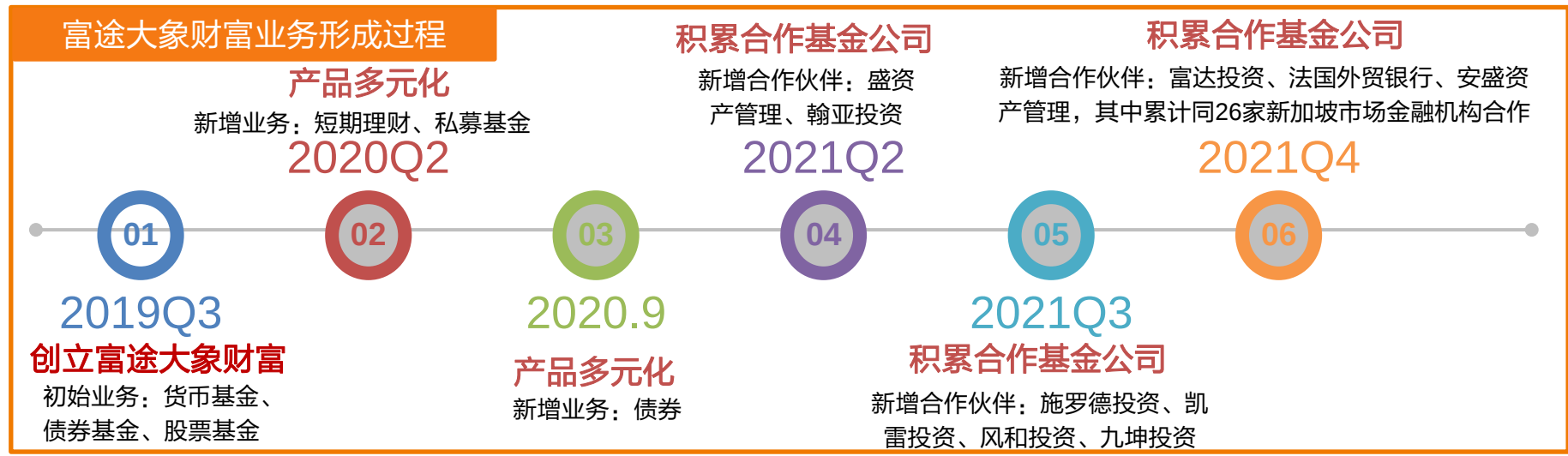
中国托管资管产品总体存量逐年上升，无论是券商发行资管产品或者券商代为销售资管产品，避免了经纪业务同质化严重的问题，费率也超过经纪佣金率，因此财富管理或成为券商**第二增长曲线**。

中国财富管理市场规模（万亿元）

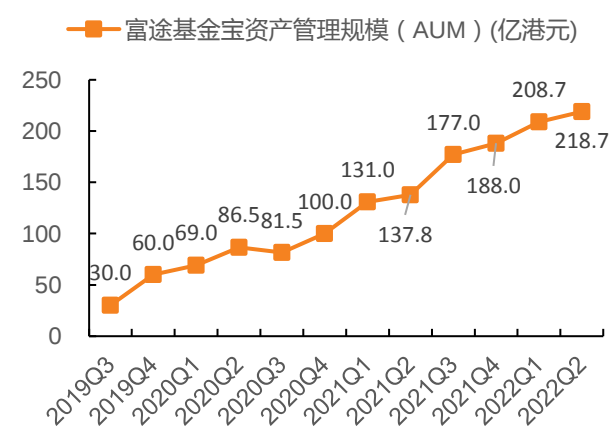


资料来源：富途证券官网，艾瑞咨询，天风证券研究所

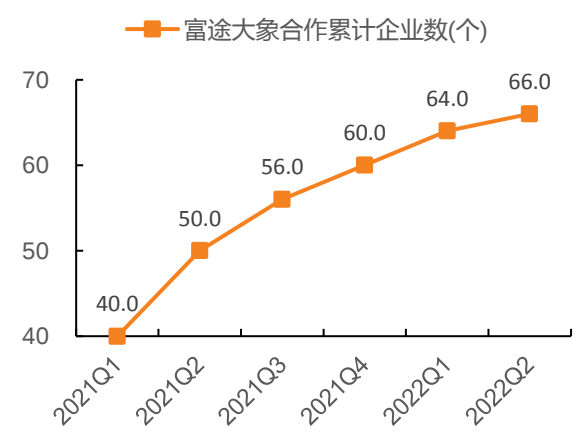
2.3 其他收入：财富管理



富途大象财富基金宝资产规模（单位：亿港元）



富途大象财富合作企业数量（单位：个）



相互支撑，形成良性循环，共同迅速增长

基金宝资产规模使富途大象吸引力优质基金公司和理财产品，合作企业使富途大象吸引优质客户

资料来源：富途公众号，界面新闻，天风证券研究所

2.3 其他收入：IPO分销、企业公关服务

富途的IPO分销和盈利模式

“富途安逸”提供IPO分销服务，其中“安逸”的“安”代表IPO分销；
作为企业与投资者的连接纽带，在**上市前**预热宣传，提升品牌知名度，如提供富途牛牛App首页弹窗、资源位推广banner、社区讨论；在**申购期**协助IPO申购，如提供富途平台申购渠道；在**上市后**提供IR、PR一站式解决方案，持续与个人投资者互动，增加企业市场关注度和交易量，如开通**社区企业号**、参与牛牛财报站、线上线下联合宣发，以此富途向企业收取服务费，计入其他收入。

06667 美因基因（美因基因上市前）06/21 公布结果

申购倍数	待公布
一手中签率	待公布
中签概率	待公布
暗盘交易	2022/06/21
上市时间	2022/06/22

快狗打车GOGOX 亚洲线上同城物流平台* 立即申购

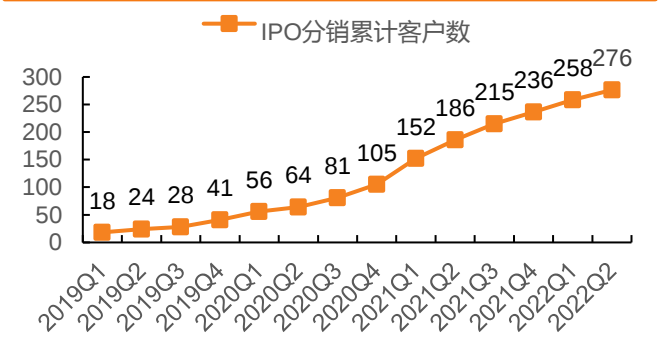
上市前加入富途牛牛App新股中心预热

腾讯公司（腾讯公司上市后）

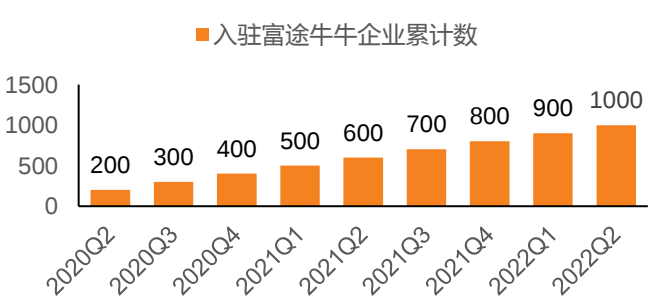
333万 粉丝 382万 来访

上市后创建企业号 维持企业在富途牛牛社区热度

ESOP累计客户数（单位：个）



入驻富途牛牛企业累计数（单位：个）



资料来源：富途证券公众号，富途牛牛APP，天风证券研究所

2.3 其他收入：员工持股计划（ESOP）解决方案

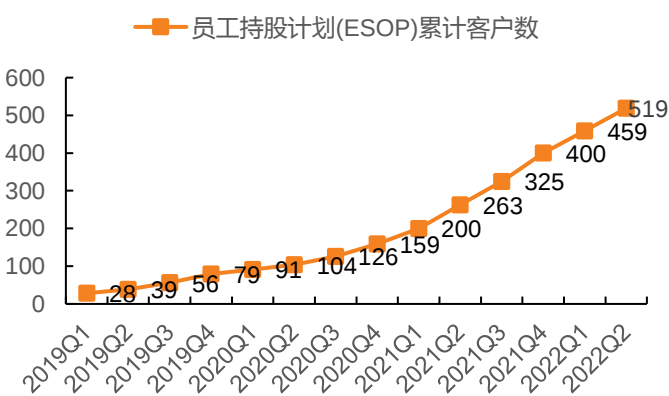
ESOP服务的产生

《2021年股权激励研究报告》显示有股权激励计划的公司占比58%，目的是吸引留存员工、激励员工创造价值，同时减轻财务负担。但是该工作存在繁琐、漫长两个问题，繁琐在于**激励设计**（应该发给谁？怎么发？发多少）、**动态管理**（公司融资、员工离职期权应该怎么变？）、**行权执行**（公司上市，行权、扣税怎么执行？）、**数据安全**（数据机密，隐私安全如何保障？）四个方面，漫长在于**初创期**、**发展期**、**上市后的**历时很久，若服务链条分散、数据丢失，将导致极高的沟通成本，所以要求ESOP服务的持续性和科技化。

富途的ESOP服务和盈利模式

“**富途安逸**”提供一站式员工持股计划（ESOP）解决方案服务，其中“安逸”的“逸”代表ESOP；同传统ESOP市场服务商，差异化竞争在于：**强大科技基因**，有利于搭建**科技化平台**；创始人**为腾讯创始团队员工**，拥有**获得腾讯期权**的特殊经历；和战略投资人**腾讯深度合作**，得到**为腾讯提供ESOP服务**的机遇。除**ESOP服务费**外，该项服务还吸引了**B端客户**的员工使用富途平台，有利于将其转化为C端用户。

ESOP累计客户数



企业可以在任何一个时间节点**购买富途的ESOP服务**，富途将提供：

初创期	股权激励方案设计： 确定对象、选择工具、规划额度、退出机制； 合规咨询： 税务咨询、风险评估、VIE架构搭建
发展期	境外信托建立： 员工激励信托、股份集中代管、家族信托、家族办公室； 股权激励数据管理： 自动化流程、协议在线签署、财务报表管理、员工行权管理
上市后	外汇报备： 7号文备案； 行权/归属： 行权窗口期设置、行权审核、归属明细查询； 个税代扣： 个税备案、个税计算、税款代扣； 出售股票/结汇回境： 禁售期设置、出售审核、统一结汇

资料来源：富途证券，《2021年股权激励研究报告》，富途证券(香港)官网，富途安逸官网，天风证券研究所

2.3 其他收入：员工持股计划（ESOP）解决方案



- ESOP服务除支撑了其他收入一项，还对其他业务产生了**协同效应**，表现在：
 - 1. 扩大品牌效应。合作企业知名度越高、用户范围越广泛，富途的品牌效应越能得到扩散，自然增添流量和曝光度；
 - 2. 丰富社区功能，增加用户粘性，形成良性循环。企业通常在合作后入驻富途牛牛社区，丰富了社区用户体验。

资料来源：富途证券公众号，天风证券研究所

01

公司概况 一站式财富管理平台，助力投资人走上“富途”

- 1.1 发展历程：由港美股经纪业务向国际化+财富管理业务启航
- 1.2 公司业务：三大业务并驾齐驱相辅相成，向上空间不断打开
- 1.3 经营分析：注册用户、开户客户与有资产客户持续高增，收入利润良性增长
- 1.4 股权结构与核心高管：腾讯加持背书科技属性，创始人拥有绝对投票权

02

富途业务收入模型拆分

- 佣金及手续费收入探讨：佣金率、换手率、付费客户转化、户均资产
- 利息收入探讨：融资利率
- 其他收入：财富管理、IPO分销、企业公关服务、ESOP

03

核心优势详解

- 3.1 拥有比较优势
- 3.2 拥有产品优势
- 3.3 拥有客户粘性
- 3.4 拥有牌照壁垒
- 3.5 拥有技术优势

3.1 拥有比较优势：相较传统券商

- 港美股市场有众多竞争对手，富途作为最具代表性的互联网券商，相对于传统券商在展业市场、产品体验、交易费用及流量等方面具有明显的比较优势。
- 富途为客户提供相较于传统券商**更低的佣金率**，且针对高频交易者提供**阶梯式的费率**，提高了对费率高敏感的年轻及高频交易者的吸引。
- 相较于传统券商，富途拥有**广泛的展业市场**，包括中国大陆，中国香港，美国及新加坡市场，相较于传统券商，富途使投资者可进行全球化的投资，让投资者在全球市场进行最优的资产配置。
- 富途通过快速的开户时长、丰富的投教、活跃的社区及频繁的系统迭代，为用户提供了明显优于传统券商的**产品体验**，从而提高了富途的获客能力及客户留存率。

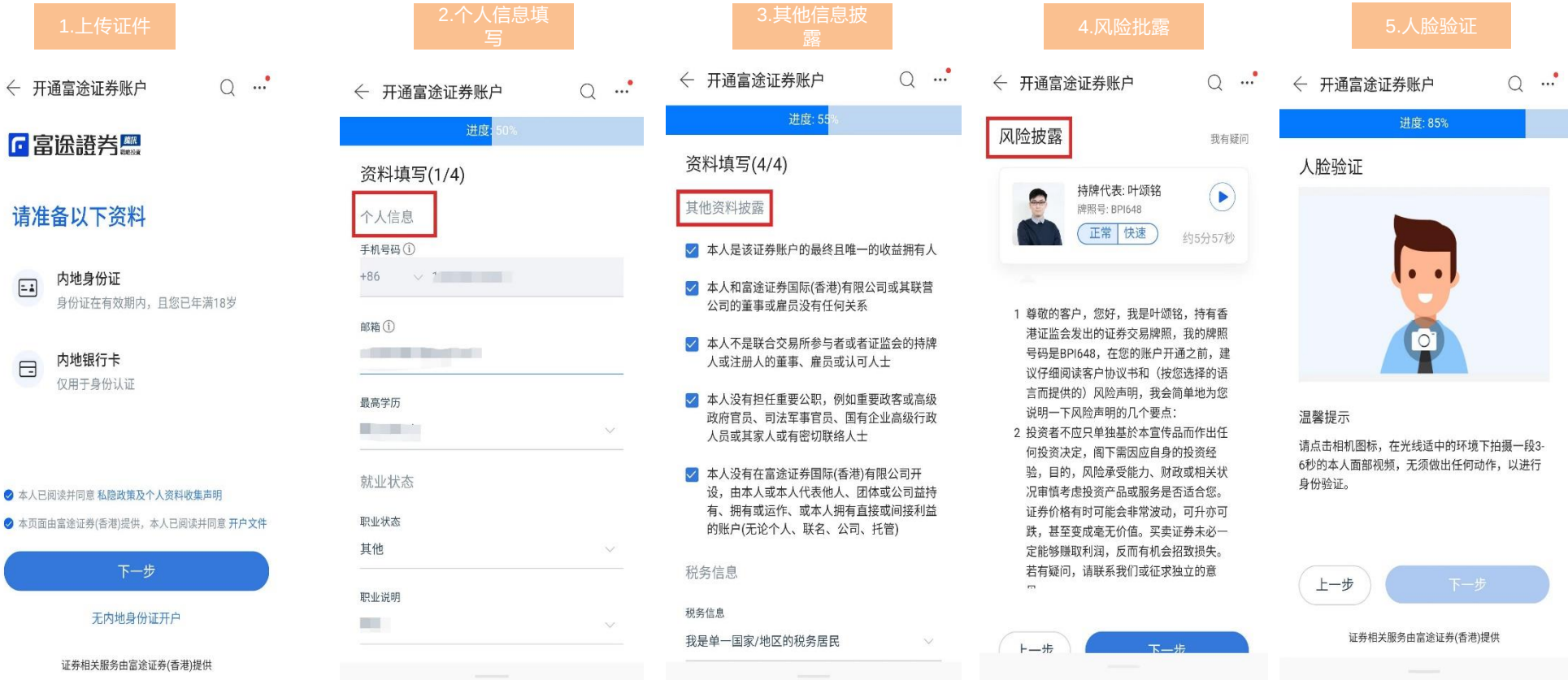
	富途	汇丰银行	国君国际	中银香港
开户时间	30分钟内	1-3日	1-3日	4个工作日内
港股交易费用	0.03%+平台费/阶梯式	0.25%，100港币起步	面向高净值人群，面议	0.18%-0.25%（自动化系统）/0.25%-0.50%（线下或电话交
行情	免费美股及港股LV2行情	港股、A股及美股实时行情	港股、沪深B股、美股等实时行情	A股、港股及美股实时行情
出入金	eDDA、银证转账、FPS、网银等	eDDA、银证转账、FPS、网银等	eDDA、银证转账、FPS、网银等	FPS、ATM/柜台等
社区	“牛牛圈”高度活跃	无	无	
用户价值	允许投资者港美股投资切换，进行全球化投资，实现最优的资产配置	全球范围内提供便捷及周到的服务	一站式账户管理	作为香港人民币业务唯一清算银行，提供最多元化、最全面的人民币服务

资料来源：中国银行（香港）官网，国泰君安国际官网，富途证券官网，企名科技网，云财经，天风证券研究所

3.1 拥有比较优势：相较传统券商

富途证券大陆用户开户流程

打开富途牛牛APP，首页左上角显示“立即开户”，点击“立即开户”就进入了富途证券开户流程。上传证件完毕后，进入下一步“资料填写”环节，客户需填写个人信息、个人财务状况、投资经验及其他信息披露。在相关专家进行风险披露后，进入“人脸验证”环节。通过人脸验证和客户“签名”后，预计15分钟内开通账户。完成整个开通流程，客户不需花费30分钟。



资料来源：富途牛牛APP，天风证券研究所

3.1 拥有比较优势：相较其他互联网券商

以老虎证券、辉立证券、哈富证券等**互联网券商**作为比较对象，可以看到富途在开户门槛及出入金门槛上不具备优势，但富途具备**出众的产品体验、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，这是获客并留客的关键，这种先发优势将持续扩大，后来的互联网券商在短期内难以赶追。

互联网券商名称	富途证券	老虎证券	哈富证券	辉立证券	盈透证券	嘉信理财
开户方式	网上开户、线下见证开户、支票开户、第三方见证开户	网上开户	网上开户、线下见证开户	网上开户、面对面开户	网上开户	网上开户
开户门槛	不低于1000港币或1500美元	无	网上开户不低于10,000港币	网上开户不低于10,000港币	无	无
出/入金方式	eDDA快捷入金、银证转账、FPS、网银、ATM/柜台、支票开户	eDDA快捷入金、普通汇款、银证转账	网银、银证转账	/	网上开户	网上开户
出/入金门槛	不低于10000HKD	无	无	/	无	无
香港地区产品种类	股票、ETFs、期权、权证、期货、新股申购	股票、权证、期权、期货	股票、ETFs、权证、期权、期货	股票、ETFs、权证、期货、新股申购	股票、ETFs、期权、期货、权证	股票
美国产品种类	股票、ETFs、期权、期货、ADR	股票、ETFs、期权、期货	股票、ETFs、权证	股票	股票、ETFs、期权、期货、权证	股票、REITs、ADRs、期权、ETFs
新加坡产品种类(个)	股票、ETFs、期货、REITs、DLCs、窝轮	股票、ETFs、期货、REITs	无	股票	股票、期权、期货	股票
行情资讯（多/少）	实时行情 多	会员制分级行情 多	实时行情 多	/ 少	付费分级行情 多	无 无
社区活跃（多/少）	多	多	多	无	多	无
企业互动	有	有	无	无	有	无
投行、IR及PR服务	有	有	无	无	无	无
ESOP	有	有	无	无	无	无
港股暗盘	自研	接入辉立	接入辉立	自研	无	无

资料来源：各公司官网，各公司APP，sugarforex官网，天风证券研究所

3.2 拥有产品优势：丰富产品并满足不同客户群体

2B/2C两端齐头并进

富途C端、B端业务齐头并进。富途牛牛与富途大象财富服务于C端业务，富途安逸主打B端业务。富途牛牛打造“牛牛圈”，开放论坛，促使用户与其他投资者互动，与企业建立直接联系；富途大象财富主要为投资者提供财富管理业务，包括货币基金、债券基金、股票基金、混合基金等其他财富管理业务；富途安逸为企业提供服务ESOP、IR、IPO分销业务。

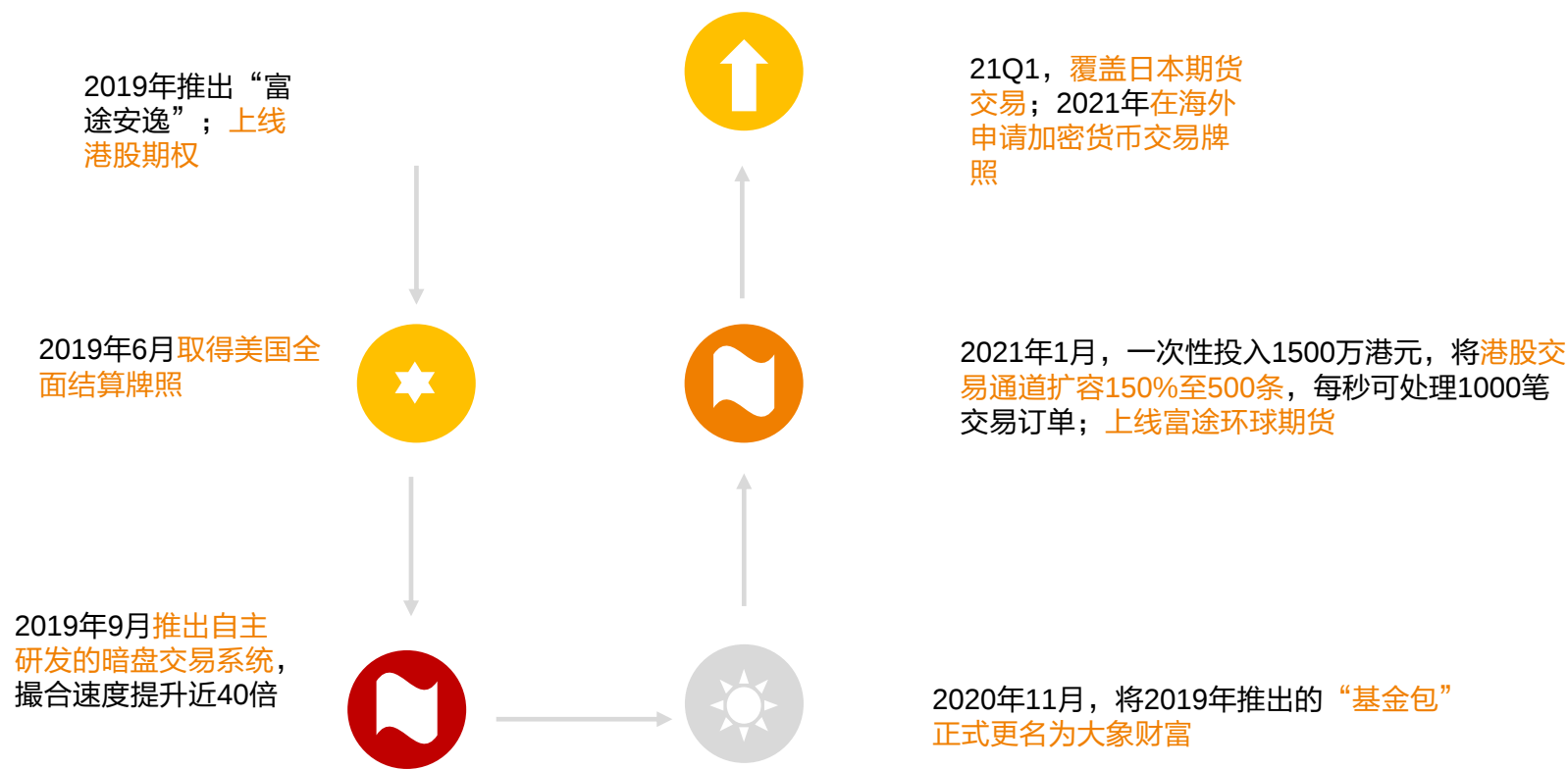


资料来源：富途牛牛官网，富途证券（香港）官网，富途证券官网，证券时报，中证网，中国基金报，证券日报网等，天风证券研究所

3.2 拥有产品优势：丰富产品并满足不同客户群体

持续推出新产品及业务更新

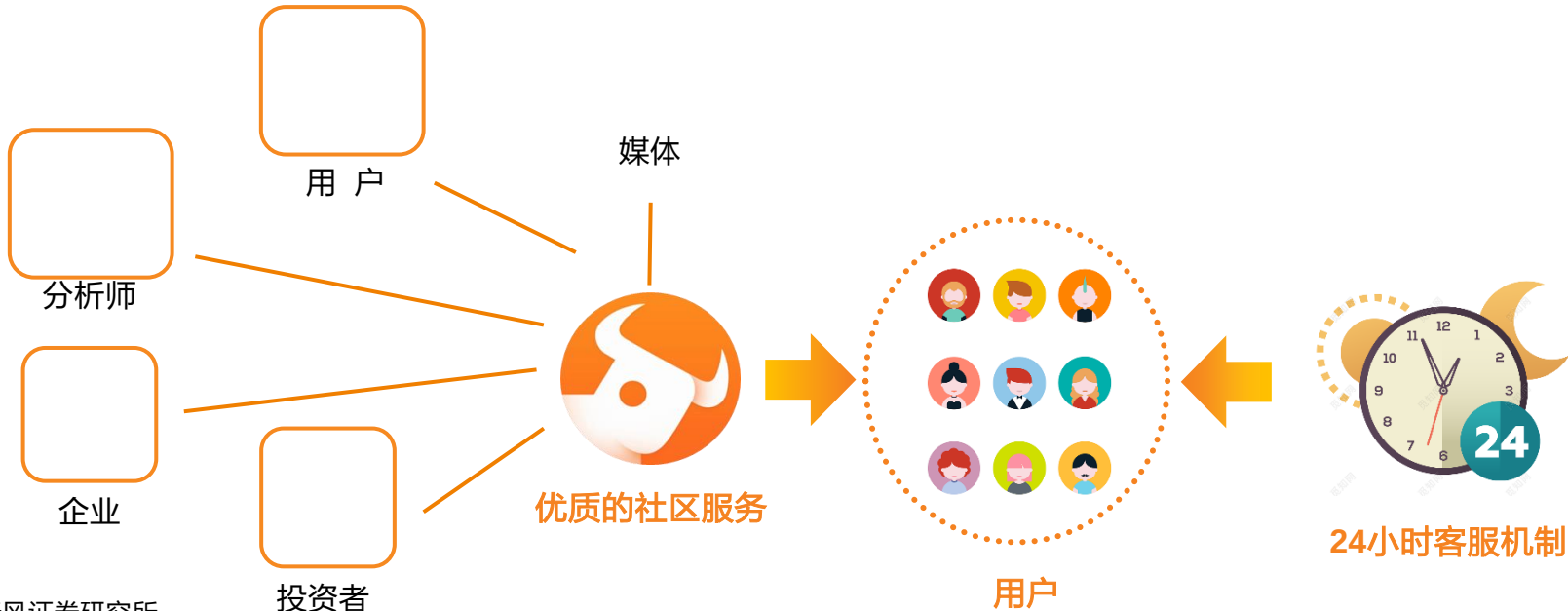
富途推出**多元化产品**，包括ETF港美股，ETF、牛熊证和债券，仍**一直拓展可交易产品的范围**。2021年上线富途环球期货，包括香港股指及个股期货、美国CME指数/商品/外汇/国债期货及新加坡富时A50期货



资料来源：公司官网，富途证券公众号，东方财富，证券时报，证券之星，凤凰财经，金融界，天风证券研究所

3.3 拥有用户粘性：优质社区服务和客服机制强化用户粘性

- 富途以“让投资更简单，不孤独”为使命，积极打造运营线上投资社区“牛牛圈”，提高用户的活跃度与粘性。“牛牛圈”是优质的线上社区，加强了与用户的直接连接和线上入口的获取。优质社区服务加强了用户的情感链接和用户粘性，使得公司的客户留存率达到98%以上。牛牛圈提供了社交、投资课堂、上市公司直播等功能。社交功能使得投资者可与其他投资者直接建立联系和互动；上市公司可通过官方企业号，进行业绩发布会和产品发布会等线上直播，使得投资者更便捷的对公司进一步了解，让投资者与企业联系更加紧密。
- “牛牛圈”生态实现了客户、企业、分析师、媒体、投资者及KOL的多元聚合。庞大的社区用户群体，满足用户的外界信息的获取及情感表达认同的诉求；零售投资者加大了企业股票的流动性，也增强了企业品牌的认可；对于分析师、KOL及媒体，其内容输出的转化依赖于曝光度及转化率，参与者的增加与多元化内容生产形成正反馈。
- 24小时客服机制，随时解答和解决不同地区、不同投资群体在投资过程中出现的系统交易BUG等其他投资疑问，进一步提升用户体验。



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3 拥有用户粘性：优质社区服务和客服机制强化用户粘性

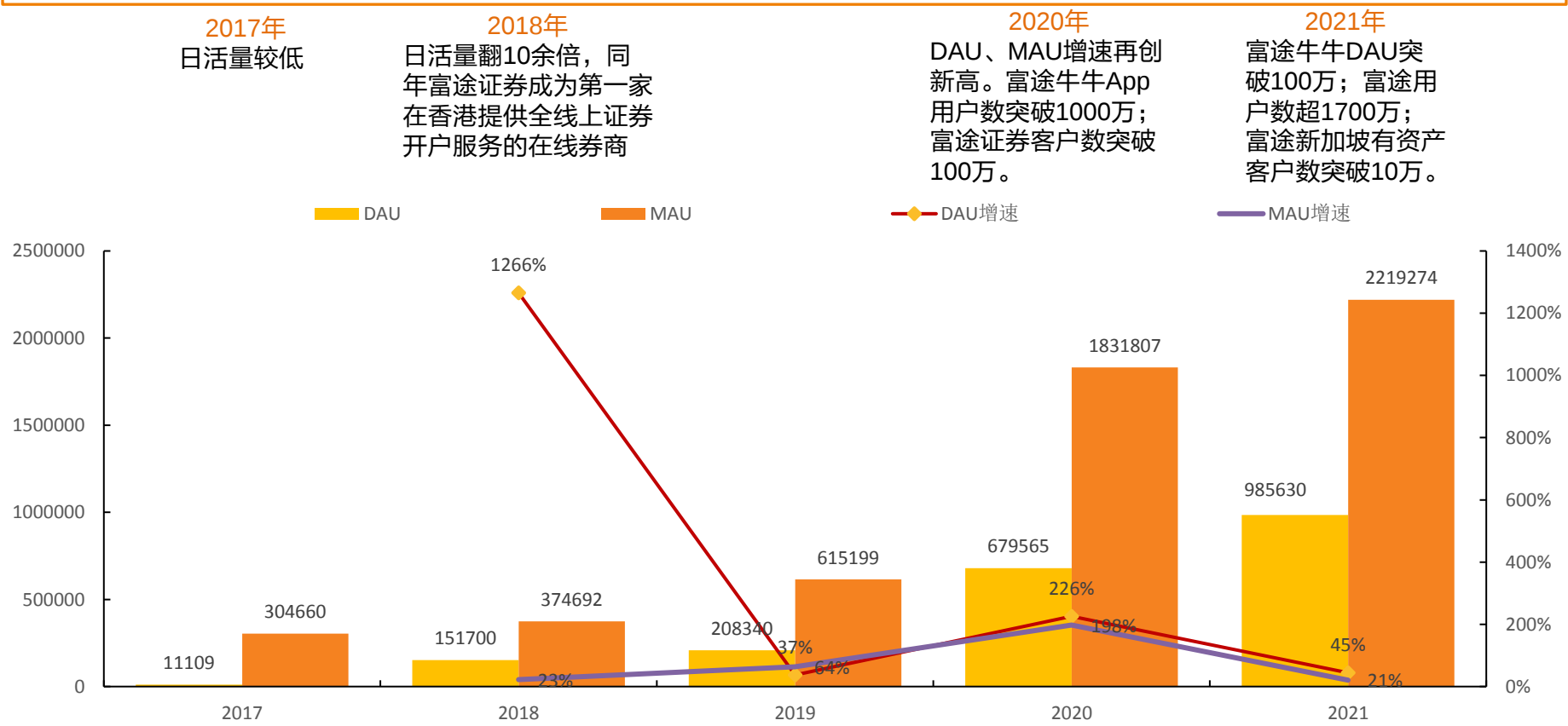
- 专属客服支持用户可在交易日8:30am-4:30pm（东部时间）拨打客服热线，或通过在线客服和邮件获得24小时全天候、全天时客服支持。此外，富途还设有专属客服，由客服经理添加VIP客户微信，实时服务客户。
- 24小时客服机制，随时解答和解决不同地区、不同投资群体在投资过程中出现的系统交易BUG等其他投资疑问，进一步提升用户体验。
- 打开富途牛牛App，在“我的客服”可以找到在线客服及电话客服，还专门汇总了“反欺诈专区”来提醒投资者。并且可以看到富途平台对于，例如“在线开户常见问题”等问题，用户常见问题已经以问答的形式做出解答。



资料来源：富途牛牛APP，天风证券研究所

3.3 拥有用户粘性：优质社区服务和客服机制强化用户粘性

- 富途打造的牛牛社区拥有相当程度的客户粘性，其DAU和MAU连年递增。
- 2021年日活跃用户数达到985630，较去年同比增长45%，2018-2021年CAGR达到86.6%；月活跃用户数达到2219274，较去年同比增速21%，2018-2021年CAGR达到80.9%。
- 2021年富途牛牛的日活跃用户突破了100万，富途用户数超过了1700万。



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.4 拥有牌照壁垒

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。富途在创始初期就确定了 自主申请牌照，主动接受监管的发展路径。富途始终坚持主动接受监管持牌经营，目前牌照布局较为全面，在中国香港、美国、欧洲、新加坡及澳大利亚市场都获得了金融牌照。截至2Q22，富途在中国香港及海外市场已获得 51 张牌照与资质，并已取得含金量高的香港市场 3 类牌照和美国清算牌照。

地区	牌照类型	获牌照时间	用途	获牌照子公司
中国香港	1类（证券交易牌照）	2012/10/4	为客户提供证券交易、经纪业务	富途证券国际（香港）有限公司
	2类（期货合约交易牌照）	2013/7/10	为客户提供指数及商品期货买卖的经济服务 为客户买入或沽出期货合约	
	3类（杠杆式外汇交易牌照）	2020/12/28	为客户提供外汇交易服务	
	4类（证券提供意见牌照）	2015/6/2	发出对有关证券的研究报告及分析意见 向客户提供投资证券的意见及建议	
	5类（期货合约提供意见牌照）	2018/8/7	期货合约进行研究及分析 向客户提出关于期货的投资意见及建议	
	7类（提供自动化交易服务牌照）	2019/8/9	为客户提供买卖盘配对操作的电子交易平台服务	
	9类（提供资产管理牌照）	2015/7/24	为客户提供基金管理、证券及期货合约投资管理服务	
美国	注册投资顾问牌照	2020/10/15	投资顾问	Futu Wealth Advisors Inc.
	美国期货牌照		期货佣金交易商	Futu Futures Inc.
	FINRA、SIPC成员	2018/1/19	经纪交易商	Futu Inc.
	FINRA、SIPC、DIC、NSCC、OCC成员	2019/5/28	代理清算	Futu Clearing Inc.
欧洲	伦敦证券交易所会员	2019/7/22	证券交易	富途证券国际（香港）有限公司
	绿宝石交易平台会员			
新加坡	持有资本市场服务牌照(CMS)		资本市场产品交易、产品融资、提供托管服务	Futu Singapore Pte.Ltd.
	持有财务顾问豁免资质		就投资产品提供意见、发行或颁布投资产品分析/报告	
	新交所全部会员资质原则性批准			
	信托服务牌照		投资、信托	Futu Trustee(Singapore)Pte.Ltd
澳大利亚	澳大利亚金融服务牌照	2021/12	投资服务	Futu Securities(Australia)Ltd

注：仅列示部分牌照
资料来源：公司官网，富途公众号，brokercheck，IAPD，零壹财经，天风证券研究所

3.4 拥有牌照壁垒

富途与同行业老虎牌照对比 金融业务作为持牌业务，牌照是证券公司的核心资源，决定了各公司的业务范围和盈利模式。

港股牌照是富途的重要优势，老虎的优势在于牌照更加国际化。富途是中国跨境互联网券商中极少具有相对完整的港股牌照的券商，这是它重要的竞争优势。显而易见的是老虎在香港市场仅持有1类与2类牌照，远远少于富途。

地区	牌照类型	用途
中国香港	1类	为客户提供证券交易、经纪业务
	2类	为客户提供指数及商品期货买卖的经济服务
	3类	为客户提供买入或沽出期货合约
	4类	为客户提供外汇交易服务
	5类	• 发出对有关证券的研究报告及分析意见 • 向客户提供投资证券的意见及建议 • 期货合约进行研究及分析 • 向客户提出关于期货的投资意见及建议
	7类	为客户提供买卖盘配对操作的电子交易平台服务
	9类	为客户提供基金管理、证券及期货合约投资管理服务
美国	注册投资顾问牌照	投资顾问
	美国期货牌照	期货佣金交易商
	FINRA、SIPC成员	经纪交易商
欧洲	FINRA、SIPC、DTC、NSCC、OCC成员	代理清算
	伦敦证券交易所会员	证券交易
	绿宝石交易平台会员	
新加坡	持有资本市场服务牌照(CMS)	资本市场产品交易、产品融资、提供托管服务
	持有财务顾问豁免资质	就投资产品提供意见、发行或颁布投资产品分析/报告
	新交所全部会员资质原则性批准	
澳大利亚	信托服务牌照	投资、信托
	澳大利亚金融服务牌照	投资服务

老虎证券拥有的牌照			
地区	牌照/会员类型	用途	获牌照子公司
美国	美国金融业监管局 (FINRA) 成员	证券OTC交易、销售公司债券等	• US Tiger Securities • Marsco Investment Corporation
	美国证券投资者保护公司 (SIPC)成员	为投资者提供最高50万美元保护 (包括25万美元现金)	• Marsco Investment Corporation • US TIGER SECURITIES, INC.
	美国证监会(SEC)注册投资顾问(RIA)	为高净值个人、家族办公室和其他客户提供投资咨询服务	• Wealthn LLC
	美国全国期货协会(NFA) 会员	监管衍生品交易服务	Wealthn LLC
	美国存管信托公司(DTC) 认证会员	开展自清算服务	Marsco Investment Corporation
	全国证券清算公司 (NSCC)认证会员	开展自清算服务	Marsco Investment Corporation
中国香港	1类	证券交易	Tiger Brokers (HK) Global Limited
	2类	期货合约交易	Tiger Brokers(HK)Global Limited
	保险经纪	保险中介服务	Tung Chi Consulting Limited
新加坡	信托或公司服务	协助企业成立信托并提供相关服务	Kastle Limited
	新加坡资本市场服务牌照 (CMS)	交易资本市场产品、产品融资、提供托管服务和豁免财务顾问	Tiger Brokers (Singapore) PTE. LTD
新西兰	新西兰金融服务商 (FSP)	客户资金资产服务商	• Tiger Fintech (NZ) Limited (TFNZ) • Tiger Brokers (NZ) Limited (TBNZ)
澳大利亚	澳大利亚金融服务牌照 (AFSL)	提供金融服务	Tiger Brokers (AU) PTY Limited

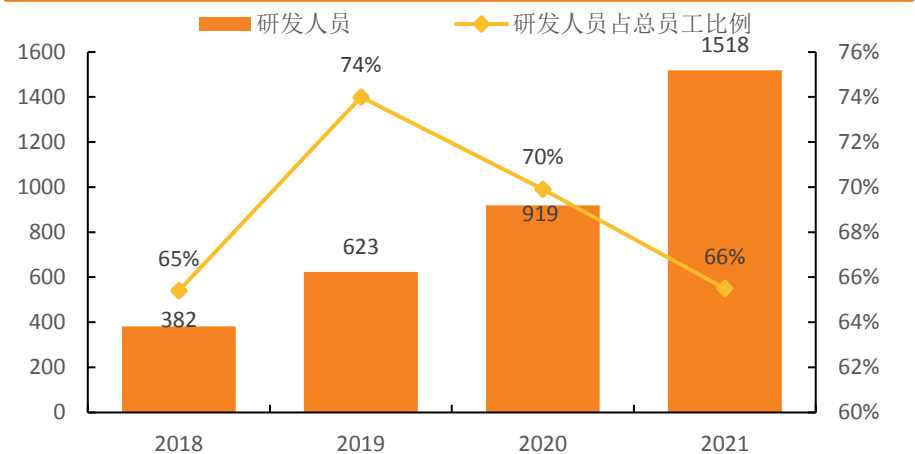
注：仅列示部分牌照
资料来源：各公司官网，和讯网，智汇咨询，brokercheck，IAPD，天风证券研究所

3.5 拥有技术优势：研发人员占比高、研发费用率逐年下降

高比例研发人员与研发费用投入

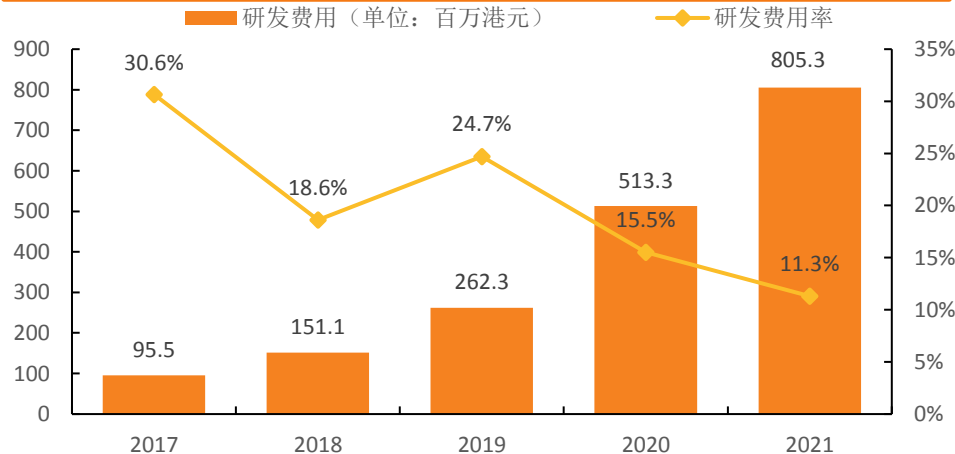
- 产品和业务持续推出与更新，背后的原因是**持续的研发投入**，构建科技与产品壁垒。
- 相较于其他互联网券商，富途对技术的重视和投入一直领先，**研发驱动多轮产品迭代**，为富途用户带来优质的产品体验。2021年富途研发人员数量为1518人，2018-2021年CAGR达58.4%；研发人员占总员工比例达66%。研发投入规模及占营收比例看，富途的研发投入自2018年来显著增长，2021年投入8亿港币，2018-2021年CAGR达74.7%，占营业收入比例达11.3%。
- 在**各家券商提供较为相近的费率的情况下**，用户会更为关注交易系统的速度及稳定性，尤其是在特殊的交易情形下，比如热门IPO、市场情绪大幅波动等情况下，平台稳定性差或出现崩溃等问题，都会影响用户体验和对平台的信任。**先进的科技与可靠的产品会带来优质的用户体验**，从而增强客户的转化与留存。富途基于高质量的研发团队以及长期的研发投入带来的技术和产品积淀具有很强的时间壁垒，是富途核心竞争力的主要来源之一。

近四年研发人员及总员工占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

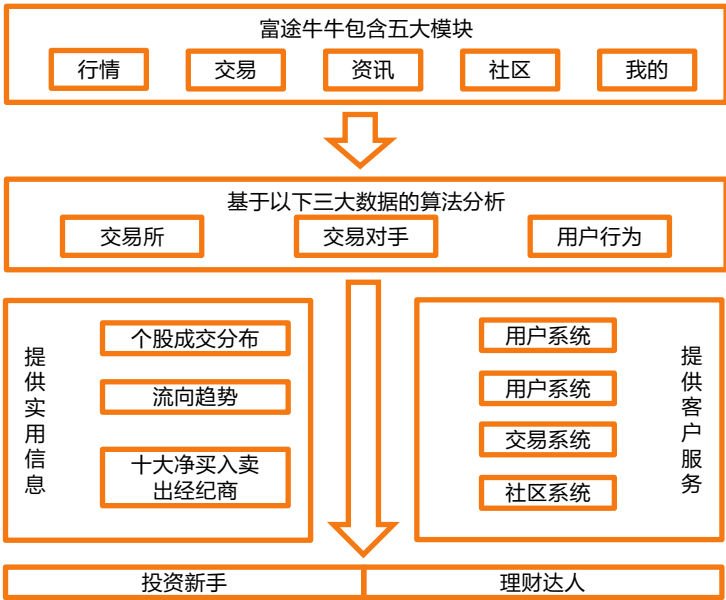
近5年研发费用及研发费用率



3.5 拥有技术优势：先进算法，精准投放广告

腾讯基因带来的技术支撑

- 强大的技术优势是公司发展的重要引擎。富途管理层和技术团队大多来自腾讯系，其创始人李华是腾讯18号员工、腾讯视频创始人，首席技术官曾是腾讯QQ后端服务负责人、领导QQ多个系统重组项目。
- 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。
- 高质量的研发团队，为富途带来了相对于同行业其他券商更为先进的算法，将信息更为精准的投向目标客户群体。



富途牛牛APP包含了行情，交易，咨询，社区和我的五大模块，基于交易所，交易对手和用户行为三大数据的算法分析，给投资者提供实时的个股成交分布，流向趋势，十大净买入卖出经纪商等实用信息，并通过社区讨论，大V意见，临时免佣，碎股赠送等功能提供客户所需的服务。无论是投资新手，还是理财达人，均能在富途牛牛中找到对应的模板和伙伴，形成正向吸引循环。

资料来源：富途牛牛APP，天风证券研究所

附录

券商交易系统参与者、HKSE、CCASS、VIE架构、SPC架构

附录：券商交易系统参与者

券商获取系统的2种途径

和第三方系统提供商达成合作或收购，接入第三方系统，优点是合作分工高效，缺点是不易拓展，即**及时更新或开展新业务**。



由企业技术算法部门提供系统，优点是能反馈、维护以及优化，能给予客户更好交易体验，缺点是门槛过高、投入过大、需反复修改bug才能上线使用

各国家或地区系统市场现状

中国香港地区：港交所披露的经纪自设系统(BSS)供应商共有37所，其中头部供应商包括**Ayers**、**iAsia**、**N2N Connect**等

新加坡：新交所披露的数据供应商共有41所，其中提供证券市场类数据有41家，提供衍生品市场类26家

美国：券商**较多**使用自研系统，自研系统已成为降低交易成本、资产管理成本的手段；第三方供应商提供系统种类多样，如智能投顾、智能投研、投资管理软件、在线交易平台等

资料来源：香港交易所官网，新加坡交易所官网，墨天轮，恒生电子公司公告，天风证券研究所等

中国香港地区头部供应商：Ayers

Ayers:统一价廉，被恒生电子收购以打入香港市场

艾雅斯资讯科技有限公司，大智慧香港全资子公司；专注为中国香港及周边地区的证券公司和期货公司提供**环球交易系统及结算系统**，累计合作客户超200家；其系统具有“**操作简单、统一版本、价格较低但是不易定制开发**”的特点，适合小客户起步阶段；于2002年成立，于2018年被**恒生电子**收购



恒生电子为头部金融IT企业，有自研系统和对内地互联网的理解基础，但是在**本地化**方面不如Ayers，因此为了**融入港股业务**收购Ayers，同业对比可见，**富途等互联网券商**在香港本地化做出了大量投入。

附录：券商交易系统参与者

中国香港地区头部供应商：iAsia

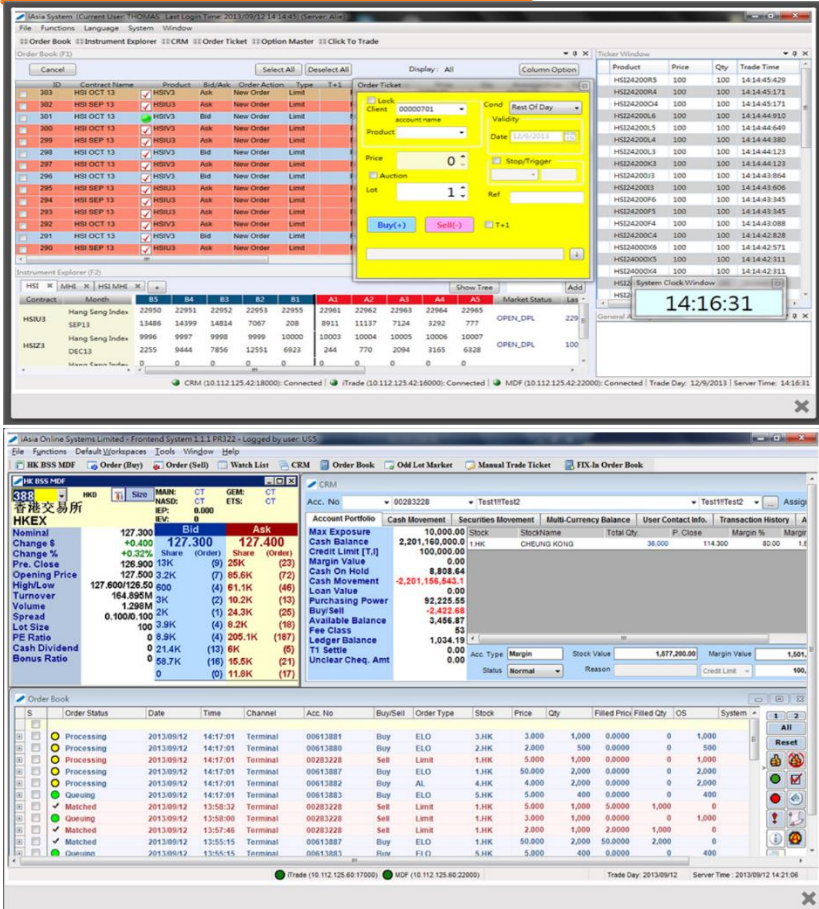
iAsia:定制价高，最新版本距今已8年

亚洲网上系统有限公司，服务对象为大中华区、B类和C类的经纪人或银行，业务包括提供金融产品的交易解决方案，提供网上交易、前台交易及后台清算系统，累计合作客户超60家；其系统具有“一站式服务、系统稳定、提供量化交易的API丰富、可以定制开发，但是价格较高”的特点，主要服务于大客户；其各业务系统开发进程如下：

- ✓ 于2001年开发**证券**交易系统和结算系统
- ✓ 于2002年开发**期货**交易系统和结算系统
- ✓ 于2003年开发**外汇、贵金属**交易系统和结算系统
- ✓ 于2006年更新市场最新业务，如“执行落盘指令时通知客户”、“合并指令”等模组
- ✓ 于2008年开发**金银业**交易系统和结算系统
- ✓ 于2013年母公司汇财金融 (08018.HK)上市
- ✓ 于2014年开发iEasy软件云端服务等
- ✓ 于2015年开发Connect - X

2001-2015期间保持每 1-2年更新一次系统，目前已涵盖证券、期货、外汇、贵金属交易以及后台结算、顾问服务，**2015-2022年iAsia已不再保持更新，当前系统过于老旧**，2021年其母公司净亏损约2495万港元。

iAsia软件现状



说明：
iAsia系统老旧，只有行情，缺少实时资讯、分析等基本功能

资料来源：公司公告，iAsia官网，天风证券研究所

附录：券商交易系统参与者

中国香港地区头部供应商： N2N Connect

N2N-AFE:香港客户端渗透率高，功能全面

联盛亚富资讯科技有限公司，重点服务对象为香港本土的银行和券商，**市场渗透率达80%，连接超30交易所**，业务包括提供环球交易系统、结算系统以及金融信息终端”。

在客户方面，其披露知名客户包括恒生银行、中国银行、交通银行等45家，**几乎涵盖香港本土头部金融企业**；此外，全球化进展良好，**全球分布12个业务点，大部分集中在亚洲**。





在业务方面，有电脑版交易系统、浏览器交易系统、手机交易系统，涵盖交易功能、技术功能、分析功能、公司资料、协调功能等，官网配备“AFE部落格”分享时事金融事件点评，功能相对全面。但是和富途自研系统相比，**不具备社区、投资课堂、财富管理、模拟交易等最新功能**，带来的用户体验、粘性以及活跃度仍然有差距。

N2N Connect软件现状

提示設定

股票 指數 行業

提示 1

4 有效期至:29/07/2016

RSI 14 超買訊號

突破10天平均線

突破50天平均線

簡訊 請輸入 (非必需)

電郵 預設

提示 2

1333

可供交易

-- 請選擇 --

-- 請選擇 --

簡訊 請輸入 (非必需)

電郵 預設

提示 3

請輸入代號

HSI 29338.70 +42.65 (+0.15%) MiniHSIF 2

HSIFspot 29369 P: 30.30 + 34 /+0.12% HSIFnext 2

x1 x2 837484 A/H Shares Perform

x4 x8 x25

Warrant Summary H Code Name H Nom

Transaction Log 2318 PING AN (S) 75.65

Futures Options 1211 BYD COMPANY (S) 48.80

Broker Search 914 CONCH CEMENT (S) 47.00

Top Ranking 168 TSINGTAO BRE... 46.10

Chart News 2196 FOSUN PHARMA (S) 45.05

Day Trade Scanner 1513 LIVZON PHARM... 39.85

Stock Analyzer 874 BAIYUNSHAN P... 35.40

Hot Sector 1336 NCI (S) 35.35

Index Constituents 2601 CPIC (S) 32.00

Industry Performance Metric 3968 CM BANK (S) 29.80

A/H Shares 2202 CHINA VANKE (S) 29.25

World Indexes 3606 FUYAO GLASS (S) 27.75

Real-time SSE Idx 2607 SH PHARMA (S) 21.90

Forex Fundamentals 2628 CHINA LIFE (S) 20.85

Stock Selection 1088 CHINA SHENHU... 20.80

Watch List 2611 GTJA (S) 16.92

Portfolio 6030 CITIC SEC (S) 16.48

Limit Alert 6886 HTSC (S) 13.06

AFE Info Pages 895 DONGJIANG EN... 11.90

Page Menu/Help 763 ZTE (S) 11.86

Latest Notice 1776 GF SEC (S) 11.60

Print

繁體 简体 Eng

Background 17:15 22/06/2018 on.cc-【空軍透視】閱

17:06 22/06/2018 on.cc-華爾街預言家：3

17:05 22/06/2018 on.cc-年年卡發盈警

说明：
手机系统画面老旧，
交易指令过程繁琐

说明：
电脑系统画面，工具全面，相对差距较小
但是仍然缺少仿真、社区等功能

资料来源：N2N-AFE官网，天风证券研究所

香港交易所

香港交易所是世界上其中一个最大型及享誉全球的交易所集团，亦是与中国金融市场的超级联系者及备受信赖的集资中心，拥有多元及活跃的金融生态圈。香港交易所处于一个瞬息万变、不断革新和颠覆传统的行业，我们正把握背靠中国的独特优势，提升我们市场的活力，建立具前瞻性的定位。

我们的宗旨.

香港交易所是一家肩负使命的公司，我们的宗旨是连接、推动及发展金融市场与社会，携手共创繁荣。

我们的愿景.

我们的愿景是建设面向未来的领先市场，促进东西方之间的资金双向流动，凭借我们的市场规模及信誉支持市场各方发展，把握改变市场和社会的大趋势带来的大机遇。

里程碑

香港交易所在联交所上市
3月6日，香港联合交易所（联交所）、香港期交所，与香港结算合并于单一控股公司香港交易所旗下。香港交易所于6月27日以介绍方式在联交所上市，成为世界首批上市的证券交易所之一。

香港交易所收购伦敦金属交易所
香港交易所于2012年12月完成收购LME。通过此次收购，香港交易所增强了发展多元资产类别业务的实力，也加快了向商品、货币及定息产品等新业务拓展的步伐。

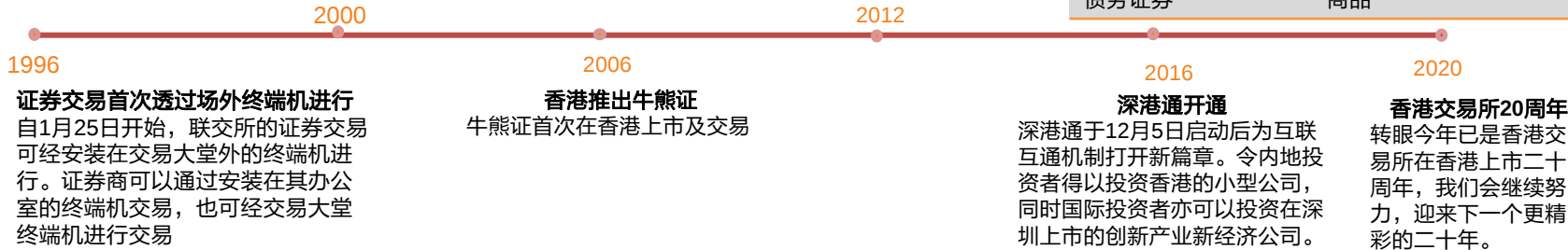
互联互通

沪深港通的推出连接了香港与内地股票市场，令两边市场之间相互投资越来越方便、可选择投资范围越来越大，交投量屡创新高。



产品

证券产品	衍生产品	场外衍生产品
股本证券	股票指数产品	场外结算合格衍生产品
交易所买卖产品	个股	利率掉期合约
结构性产品	汇率产品	不交收远期外汇合约
房地产投资信托基金	利率产品	交叉货币掉期
债务证券	商品	外汇合约



资料来源：香港交易所官网，天风证券研究所

附录：CCASS（中央结算及交收系统）

什么是CCASS

中央结算及交收系统，英文名称为The Central Clearing And Settlement System，缩写CCASS，简称中央结算系统，是专门为在香港联交所上市的证券买卖而设的电脑化账面交收系统。中央结算系统的原本的设计只为了让香港交易所所辖下的香港中央结算有限公司可向市场中介人士，例如经济及托管商，提供结算所服务，再由中介人士向其客户提供给结算服务。由于投资者希望享有账面结算及交收系统的优点及对他们的股份拥有实质的操控权，个人及机构投资者现在可以在中央结算系统开设投资者账户。

纳入CCASS准则

获纳入中央结算系统进行结算和交收的证券，均为联交所上市和/或获准在联交所买卖的证券。合资格证券包括普通股、优先股、预托证券、记名认股权证、未付款供股权的暂定配额通知书、债券、外汇基金债券、政府债券、指定债务工具、债务工具中央结算系统债务工具、境外证券、中华通证券、交易所买卖基金、房地产投资信托基金及结构性产品和任何其他有可能在联系交所上市或买卖的证券类别。

中央结算系统内的持股结构及运作要求

在香港结算现时的结算、交收和托管模式、账户结构及营运基础架构下，香港中央结算（代理人）有限公司作为香港结算的代理人，并代表中央结算系统参与者持有所有存入中央结算系统的证券的法定所有权，并登记在香港的股东名册为记名股东。

而参与者在香港结算设立的中央结算系统股份户口中为自身或其客户作为代理人，则持有该等证券的实益拥有权。在联交所完成出售或购买交易，会在参与者的股份户口之间以电子账面的形式将该等证券的实益拥有权作转让。在这种模式下，参与者获得该证券的实益拥有权，并应可自由地以该证券作为担保权益。

CCASS为其客户提供的服务

- 投资者可操控他们存放在中央结算系统的股份转移
- 投资者拥有存放在中央结算系统的股份的持股记录
- 投资者对存放在中央结算系统的股份享有法律保障
- 投资者直接从上市发行人收取公司资料
- 投资者享有多种通讯渠道，包括“结算通”电话系统，中央结算系统互联网系统及客户服务中心

资料来源：香港交易所官网，天风证券研究所

附录：VIE架构

VIE的定义

即可变利益实体(Variable Interest Entities; VIEs)，也称为“协议控制”，即不通过股权控制实际运营公司而通过签订各种协议的方式实现对实际运营公司的控制及财务的合并。

VIE架构就是将上市主体和经营主体从股权上分离开，通过协议的方式控制，既能让美国证监会认为他是一个主体，又能让国内的监管和主管部门无可挑剔。如果在伦理上做个比喻的话，就是经营实体和上市实体没有血缘关系，但上市实体却是经营实体的监护人。

VIE的用途

我国有一些行业禁止或者限制外资进入，比如互联网、媒体等。但是现实中，这些行业的企业需要融资，但由于难以在短期内实现盈利，拿不到国内银行贷款，而外资又对这些领域充满了浓厚的投资兴趣，故VIE架构出现了。VIE架构现主要用于中国企业实现海外上市、融资及外国投资者为规避国内监管对外资产业准入的限制。在新浪公司走通VIE架构这条路并成功在美国上市后，VIE架构几乎成为中国蓬勃发展的互联网企业在海外上市的唯一方式。

VIE的VIE设立步骤



资料来源：资鲸，颂易企业管理有限公司官网，The U.S.-China Economic and Security Review Commission官网，天风证券研究所

附录：SPC架构

什么是SPC

- 开曼独立投资组合公司（Segregated Portfolio Company，“SPC”）是开曼豁免有限公司里面一种特殊形式的基金载体。**任何开曼群岛豁免公司可以在注册处注册成为一个独立投资组合公司。**一个独立的法人，可创建一个或多个独立投资组合，即在每一个投资组合公司下面可以设立多个投资组合（Segregated Portfolio，“SP”），每个不同的投资组合使用不同的投资策略。各个投资组合之间的资产和负债互相隔离，一个投资组合的有关资产，只供该投资组合的股东和债权人连用，且不得用于偿还其他投资组合的负债。每个投资组合的名称中被要求必须含有“Segregated Portfolio 独立投资组合”或 SP 或者 S.P.。
- 每个投资组合和该投资组合公司之间的资产和负债均互相隔离，即每个投资组合的资产和负债与SPC的一般资产和负债也是各自独立的。因此SP的债权人只能追索对应的SP的资产，而SPC的股东和债权人只能追索至其股份对应的SP的资产。

SPC的潜在用处

➢ 投资基金

开曼的独立投资公司是投资基金所使用的一种非常受欢迎的工具，尤其是结合多类型基金的情况下会用到一个或多个投资组合，作为其投资策略、杠杆、卖空以及其他工具的一部分，因为创造大量的负债。

➢ 专属保险

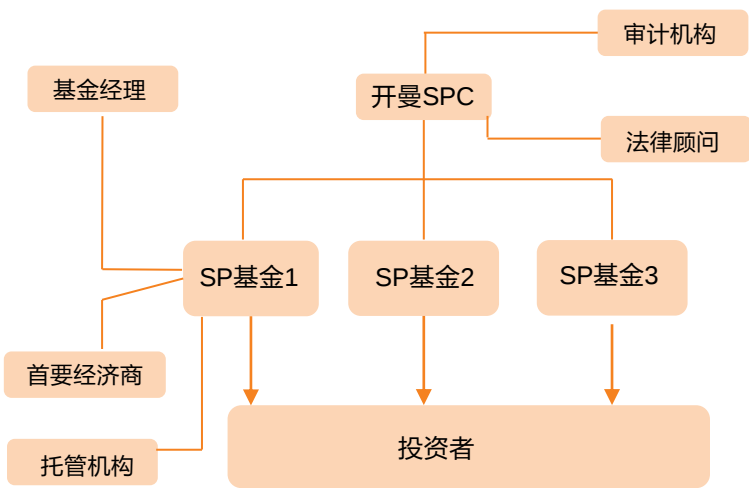
独立投资组合公司（SPC）是首次在开曼群岛由**专属保险使用**，SPC是一个热门的架构，因为它允许保险公司对再保险计划没有交叉责任风险的添加其他参与者。**在创立一个新的投资组合上是节省时间和成本的，而不是创建一个新的公司或者契约式限制追索。**在专属保险计划中的参与者，通过其业务领域，贡献保费给投资组合，他们有权从该投资组合中分配收益。

➢ 结构性融资工具

SPC的优势

- SPC提供设立法定“限制围栏”以保护在一个SPC间各个SP的资产和负债的交叉负债问题。
- 一个SP的年度官费比一个豁免公司的年度官费低50%。
- SPC是一种开曼公司结构，与标准豁免公司相似，**对董事和股东没有非居民限制。**
- **没有外汇管控制。**
- SPC或其股东皆无税务负担。投资人可以使用不同SP持有各类资产类别（例如，房地产、知识产权、股票和股份，以及不良资产），并使得他们的投资能和同一个SPC平台上其他SP分开管理。

SPC结构



资料来源：中金在线财金号，跨境合规圈，ogier官网，天风证券研究所

附录：港交所交易持牌券商数量

年/季	交易權 持有人數目	交易所 參與者－開業	交易所 參與者－非開業	非交易所 參與者
2017	669 (1066)	622 (1013)	32 (38)	15 (15)
2018	688 (1084)	640 (1028)	33 (41)	15 (15)
2019	719 (1110)	658 (1041)	46 (54)	15 (15)
2020	714 (1099)	635 (1008)	65 (77)	14 (14)
2021	716 (1091)	638 (1001)	64 (76)	14 (14)
2021 第1季	714 (1095)	633 (1002)	67 (79)	14 (14)
第2季	713 (1093)	628 (993)	71 (86)	14 (14)
第3季	719 (1099)	638 (1001)	67 (84)	14 (14)
第4季	716 (1091)	638 (1001)	64 (76)	14 (14)

期交所

年/季	交易權 持有人數目	交易所 參與者－開業	交易所 參與者－非開業	非交易所 參與者
2017	238 (261)	186 (207)	-	52 (54)
2018	248 (270)	194 (214)	-	54 (56)
2019	252 (274)	195 (215)	-	57 (59)
2020	248 (270)	195 (215)	-	53 (55)
2021	243 (264)	194 (213)	-	49 (51)
2021 第1季	248 (270)	196 (216)	-	52 (54)
第2季	244 (265)	192 (211)	-	52 (54)
第3季	240 (261)	190 (209)	-	50 (52)
第4季	243 (264)	194 (213)	-	49 (51)

附註：

- (1) 括號內的數字為持有之交易權總數。
 (2) 交易所參與者是指有權在或經交易所進行買賣及已根據《證券及期貨條例》獲發牌經營證券交易活動之人士或公司。

资料来源：香港交易所官网，天风证券研究所

附录：港、交所结算持牌券商数量

期貨結算所參與者

年／季	結算參與者	一般結算參與者
2017	155	9
2018	162	9
2019	160	9
2020	159	9
2021	156	10
2021 第1季	160	9
第2季	156	9
第3季	153	10
第4季	156	10

中央結算所參與者

年／季	直接結算參與者	一般結算參與者	非經紀參與者*
2017	596	9	44
2018	616	9	44
2019	638	9	42
2020	634	9	43
2021	634	8	43
2021 第1季	630	8	43
第2季	627	8	43
第3季	635	8	43
第4季	634	8	43

* 非經紀參與者包括結算機構參與者、託管商參與者及股份承辦人參與者。

期交所期權結算所參與者

年／季	直接結算參與者	一般結算參與者
2017	62	9
2018	63	9
2019	66	9
2020	66	9
2021	66	11
2021 第1季	66	9
第2季	68	9
第3季	67	10
第4季	66	11

場外結算公司會員

年／季	結算會員
2017	20
2018	22
2019	22
2020	24
2021	25
2021 第1季	24
第2季	25
第3季	25
第4季	25

资料来源：香港交易所官网，天风证券研究所

风险提示

- **市场竞争加剧：**市场竞争加剧或导致经纪业务佣金费率甚至融资融券利率超预期下行，从而对公司收入及盈利增长带来压力。
- **监管环境不确定性：**境内外汇管制政策存在较大不确定性，1）外汇管控的收紧将影响公司在内地获客数量的提升以及客户入金规模的增长，从而影响公司业务发展；2）外汇管控放开或将吸引内地传统券商加速海外布局，进而加剧跨境零售投资领域的竞争。
- **业务拓展不及预期：**1）公司以大象财富为代表的财富管理业务拓展不及预期或将影响公司长期业务转型及盈利增长；2）公司的海外拓展与获取海外牌照的时间息息相关，一方面牌照获取失败可能会延后公司的海外布局计划，另一方面牌照申请不及时可能会导致公司无法抢占市场的先发优势进而导致业务布局扩张不及预期。
- **获客能力不及预期：**1）受到市场景气度影响，散户交易热情下降，同时跨境互联网券商竞争加剧，富途新增获客或不及预期；2）中国外汇管制趋严导致公司获取内地客户难度加大。

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，相对同期沪深300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，相对同期沪深300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

THANKS