

证券	收盘价 美元 47.79	目标价 美元 70.00	潜在涨幅 +46.5%
----	-----------------	-----------------	----------------

2024 年 1 月 15 日

## 富途控股 (FUTU US)

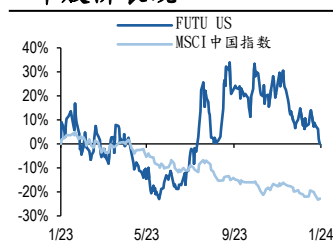
### 如何看待美联储降息预期对公司收入的影响？

- 目前市场对于美联储降息对于公司收入的影响存在担忧。2022 年 3 月以来，美联储加息 11 次，联邦基金目标利率达到 5.5%。从富途的收入结构来看，利息收入占营业收入的比重自 3Q22 开始显著提升，3Q23 达到 57%，相比 2Q22 提升 21 个百分点。从结构上看，23 年 3 季度业绩会上管理层披露，客户闲置资金利息收入超过两融业务收入。市场担心随着富途利息收入占比提升，若 2024 年美联储开始降息，利息收入将减少，并对收入增长形成压力。
- 上一轮降息周期中盈透证券收入变化走势带来的启示。美国大型互联网券商盈透证券 (IBKR US) 的收入结构与富途较为接近，收入主要来自交易佣金和净利息收入，我们复盘了美联储上一轮降息 (2019-2020 年降息 5 次，175 个基点) 对于盈透证券收入的影响。从这一轮降息对盈透证券收入影响来看：1) 净利息收入变化对于降息的反应存在滞后性，滞后 1 个季度左右。2) 降息有利于促进股票市场成交活跃，交易佣金增幅有望弥补净利息收入降幅，从而使得净收入保持稳定。3) 利息收入主要来自两融业务和客户闲置资金。其中，客户融资余额与政策利率变动总体呈现反向关系。
- 我们预计 2024 年美联储降息对于公司收入影响有限，市场对此预期过度悲观。1) 美联储降息的速度和幅度很可能低于市场当前预期；2) 如果美联储下半年开始降息，参考盈透证券上一轮降息周期中的收入表现，净利息收入变化对于降息的反应存在滞后性，对于 2024 年收入影响有限；3) 如果降息促成市场估值回升和成交活跃，交易收入和融资收入的增长有望充分弥补净利息收入的降幅。
- 估值具吸引力，重申买入评级。从财务指标比较来看，富途营收增速在同业中位于较高水平，ROE 高于可比同业，从估值比较来看，2022 年、2023 年富途平均市盈率与盈透、嘉信理财较为接近，而目前富途的市盈率仅为盈透的 75%，嘉信理财的 60%，估值差距高于历史平均水平，富途相对估值具有较强吸引力。维持富途买入评级和目标价 70 美元。

### 个股评级

买入

### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

### 股份资料

52周高位 (美元)	64.19
52周低位 (美元)	36.86
市值 (百万美元)	4,400.98
日均成交量 (百万)	1.10
年初至今变化 (%)	(12.52)
200天平均价 (美元)	54.30

资料来源: FactSet

万丽, CFA, FRM

wanli@bocomgroup.com

(86) 10 8800 9788-8051

### 财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万港元)	7,115	7,614	10,350	10,327	10,637
净利润 (百万港元)	2,810	2,927	4,417	4,976	5,353
每股盈利 (港元)	18.72	20.82	31.64	35.65	38.35
同比增长 (%)	83.0	11.2	52.0	12.7	7.6
市盈率 (倍)	20.0	18.0	11.8	10.5	9.7
每股账面净值 (港元)	139.80	148.37	181.09	216.73	255.08
市账率 (倍)	2.67	2.52	2.06	1.72	1.47

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

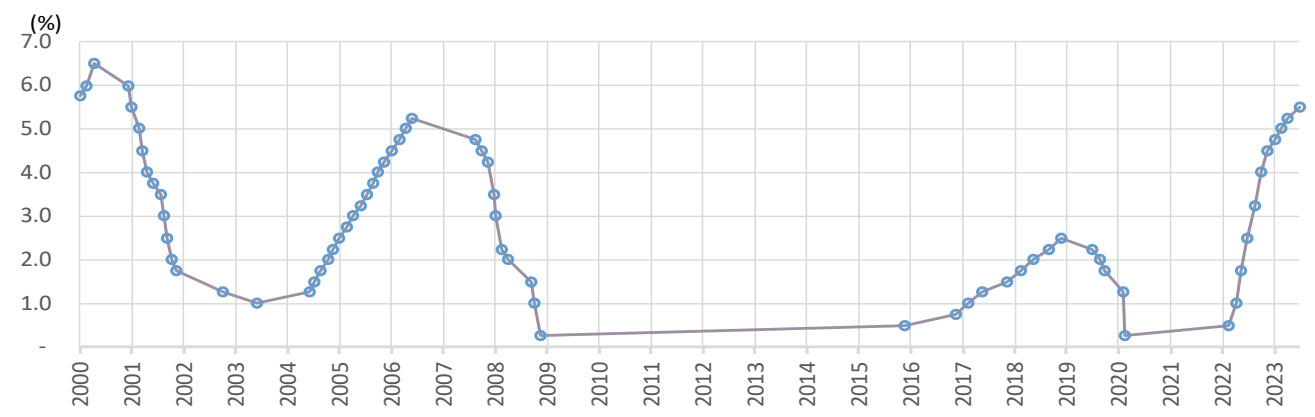
## 1、受益于美联储加息，富途利息收入占营收的比重显著提升

2022 年 3 月以来，美联储加息 11 次，联邦基金目标利率达到 5.5%。从富途的收入结构来看，利息收入占营业收入的比重自 3Q22 开始显著提升，3Q23 达到 57%，相比 2Q22 提升 21 个百分点；交易佣金占营收的比重从 2Q22 的 59% 降至 3Q23 的 38%。

净利息收入（利息收入-利息支出）自 2Q22 以来保持双位数的高增长，占毛利（营业收入-营业支出）的比重快速上升，3Q23 达到 55%。从结构上看，23 年 3 季度业绩会管理层披露，客户闲置资金利息收入超过两融业务收入。

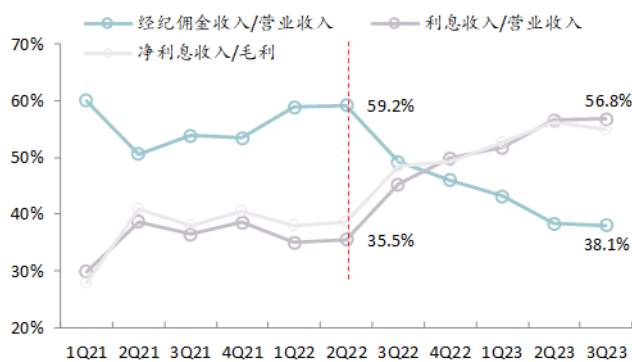
市场担心随着富途利息收入占比提升，若 2024 年美联储开始降息，利息收入将减少，并对收入增长形成压力。

图表 1:2022 年以来美联储加息累计 11 次，联邦基金目标利率从 0.25% 升至 5.5%



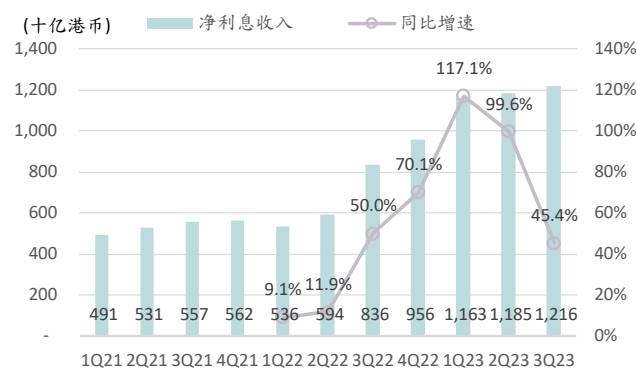
资料来源: 万得, 交银国际

图表 2:富途利息收入占营收的比重自 3Q22 开始显著提升



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 3: 富途净利息收入 3Q22 以来高增长

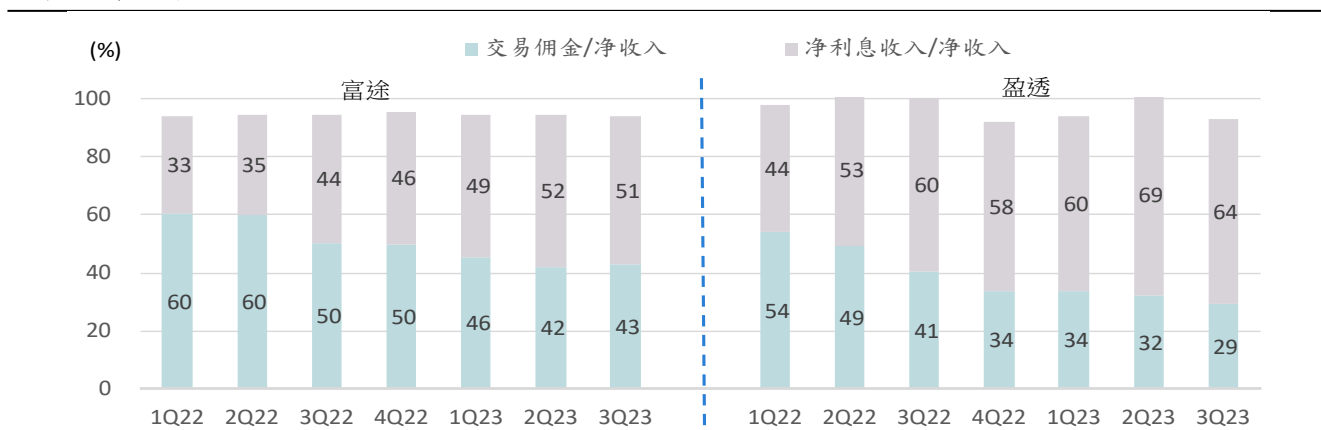


资料来源: 公司资料, 交银国际

## 2、上一轮降息周期中盈透证券收入变化走势带来的启示

美国大型互联网券商盈透证券的收入结构与富途较为接近，收入主要来自交易佣金和净利息收入，我们复盘了美联储上一轮降息对于盈透证券收入的影响。

图表 4:富途与盈透的收入结构接近



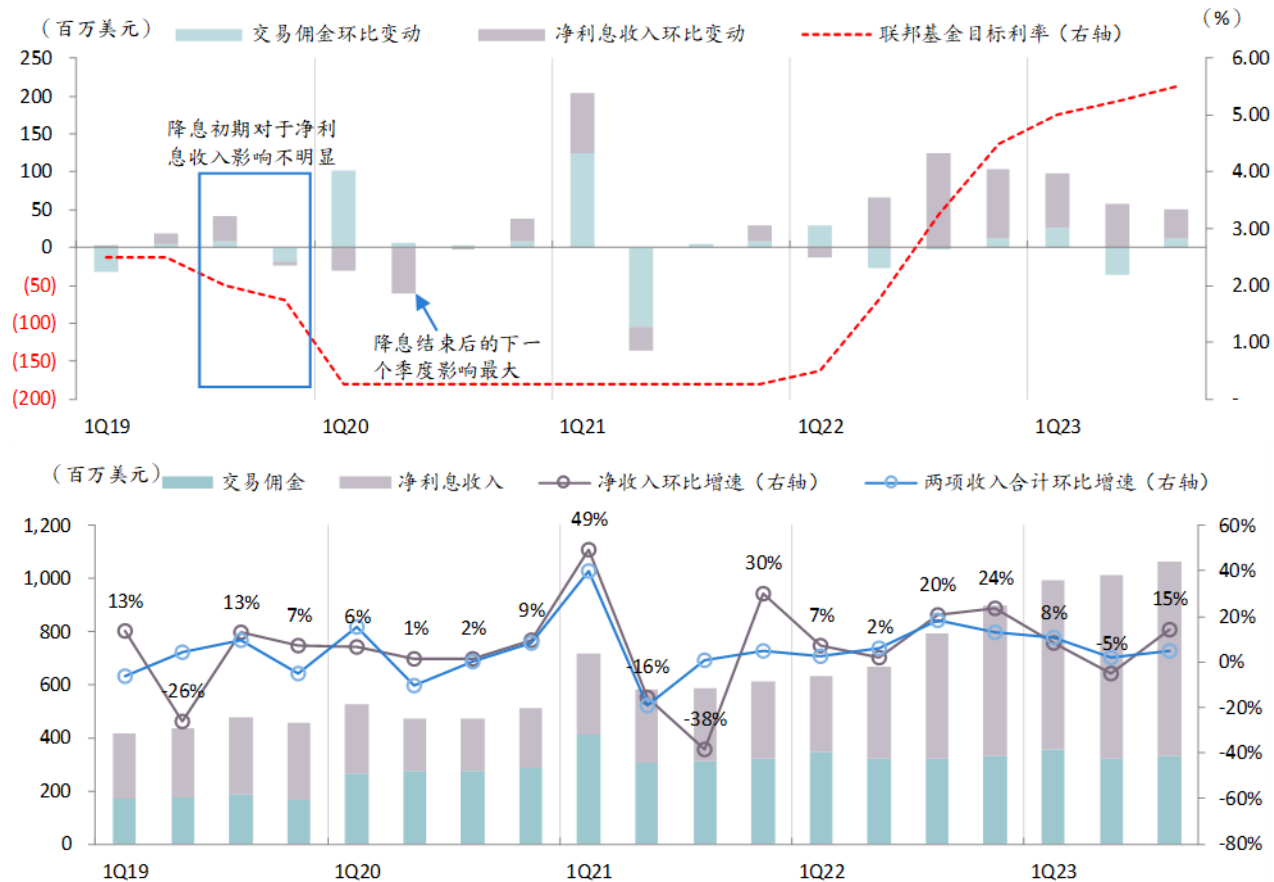
资料来源: 公司资料, 交银国际

2019 年下半年美联储连续降息 3 次，每次 25 个基点，联邦基金目标利率从 2018 年末的 2.5% 降至 2019 年 10 月末的 1.75%；2020 年 3 月，美联储降息 2 次，分别下降 50 和 100 个基点，联邦基金目标利率进一步降至 0.25%。

从这一轮降息对盈透证券收入影响来看：

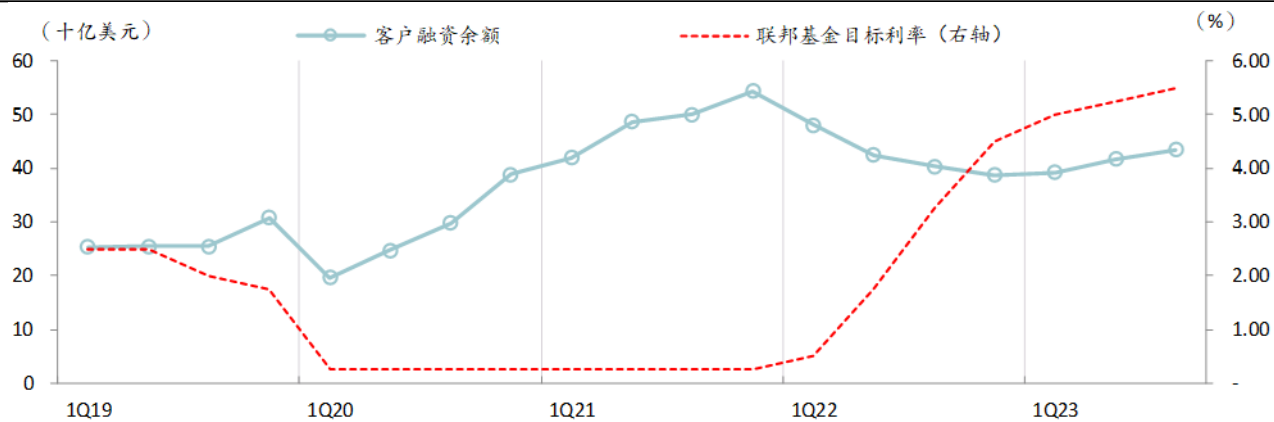
- 1) 降息对于净利息收入的影响存在滞后性，滞后 1 个季度左右。2019 年下半年的 3 次降息累计降息 75 个基点对于当期净利息收入的影响不明显，净利息收入环比降幅最大的季度是降息完成后的 2Q20，并且调整的时间较快，3Q20 净利息收入环比已经企稳。
- 2) 降息有利于促进股票市场成交活跃，如 1Q20 交易佣金的环比增幅显著超过净利息收入的环比降幅。从整体净收入的环比变动来看，3Q19-4Q20 期间基本保持平稳。
- 3) 利息收入主要来自两融业务和客户闲置资金。其中，客户融资余额与利率变动总体呈现反向关系。从盈透来看，在降息以及降息后的低利率时期，客户融资余额呈增长态势；进入加息周期，客户融资余额较前期下降，并在利率达到高位时保持稳定。

图表 5: 盈透证券的收入在美联储上一轮降息周期中的表现



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 6: 盈透证券客户融资余额与利率之间总体呈反向变动关系



资料来源: 公司资料, 交银国际

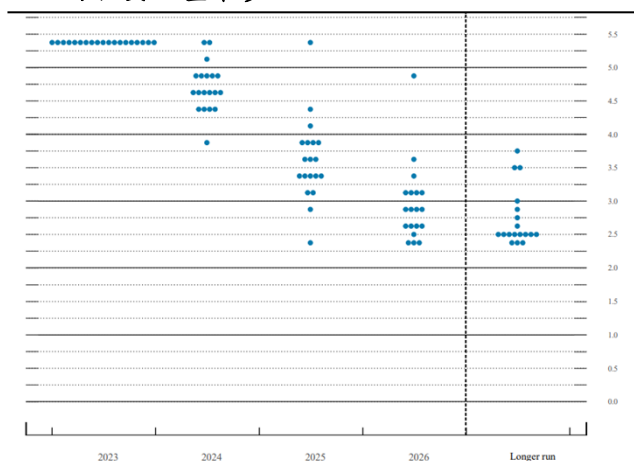
### 美联储 2024 年降息速度和幅度可能低于市场预期

美联储 12 月公布的经济预测摘要 (SEP) 显示 2024 年联邦基金目标利率预测中值为 4.6%，相比 2023 年的 5.4% 下降 80 个基点，隐含降息次数 3 次。点阵图显示预测 2024 年降息 3 次的官员数量最多。

目前 CME 利率期货隐含 2024 年 3 月开始降息，降息次数达到 6 次。

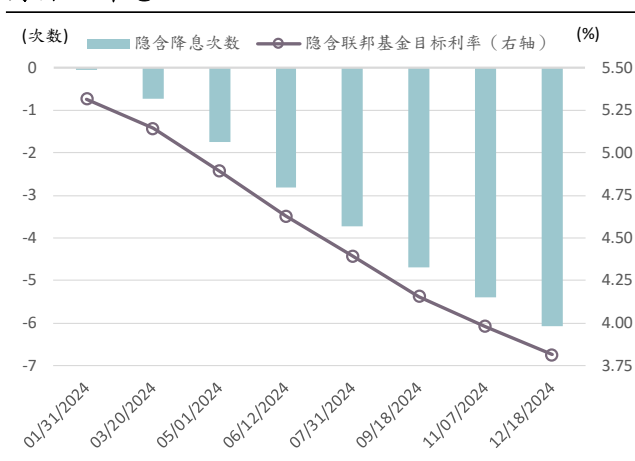
由于美国经济呈现较强韧性，同时通胀回落速度慢于预期，尤其是 2023 年 12 月通胀数据超预期，进一步降低了美联储降息的急迫性。目前市场对于美联储降息预期可能偏乐观，实际的降息速度和进度可能低于市场预期。

图表 7: 12 月美联储点阵图显示预测 2024 年降息 3 次的官员数量最多



资料来源：美联储，交银国际

图表 8: CME 利率期货隐含 2024 年降息 6 次，3 月开始降息



资料来源：彭博，交银国际

### 3、影响测算

根据富途 2022 年年报，公司的浮动利率风险主要来自存款和浮动利率借款。根据 2022 年末资产负债表，利率每变动 100 个基点在 12 个月的维度将使得税前利润同向变动 3.22 亿港元。

我们基于 2023 年末预测的现金及存款余额、借款余额，假设市场利率与美联储降息幅度变动一致，测算得出：若美联储降息 3 次累计下降 75 个基点，将使得净利息收入减少 3.34 亿港元，影响税前利润 5.7%，经纪业务交易额上升 7.3% 可以弥补净利息收入的减少。由于美联储首次降息时点可能发生在下半年，即使降息 3 次，考虑到净利息收入对于降息的反应存在滞后性，对于 2024 年财务业绩的实际影响将低于上述测算。

图表 9:美联储降息对于公司收入影响敏感性测算

降息次数 降息幅度		美联储2024年降息次数预测				
		1	3	4	5	6
		0.25%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%
2023E-现金及存款余额	50,491					
2023E-借款	5,953					
净利息收入变动 (百万港币)		111	334	445	557	668
2024E-税前利润 (百万港币)	5,895					
影响幅度		1.9%	5.7%	7.6%	9.4%	11.3%
2023E-平均交易佣金率 (基点)	9.0					
为弥补净利息收入下降所需的交易额增量 (十亿港元)		124	371	495	619	742
2024E-交易额 (十亿港元)	5,058					
占2024年成交额比重		2.4%	7.3%	9.8%	12.2%	14.7%

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

#### 4、重申买入评级

我们预计 2024 年美联储降息对于公司收入影响有限, 市场对此预期过度悲观。1) 美联储降息的速度和幅度很可能低于市场当前预期; 2) 如果美联储下半年开始降息, 参考盈透证券上一轮降息周期中的收入表现, 降息对净利息收入的影响存在滞后性, 对于 2024 年收入影响有限; 3) 如果降息促成市场估值回升和成交活跃, 交易收入和融资收入的增长有望充分弥补净利息收入的降幅。

从估值来看, 富途 2024 年市盈率仅为 10 倍左右, 静态市盈率为 2020 年以来的 -1 个标准差水平。从财务指标比较来看, 富途营收增速在同业中位于较高水平, ROE 高于可比同业, 从估值比较来看, 2022 年、2023 年富途平均市盈率与盈透、嘉信理财较为接近, 而目前富途的市盈率仅为盈透的 75%, 嘉信理财的 60%, 估值差距高于历史平均水平, 富途相对估值具有较强吸引力。维持富途买入评级和目标价 70 美元。

图表 10:富途目前估值为 2020 年以来-1 倍标准差水平



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 11: 富途与盈透、嘉信理财的估值差距显著扩大



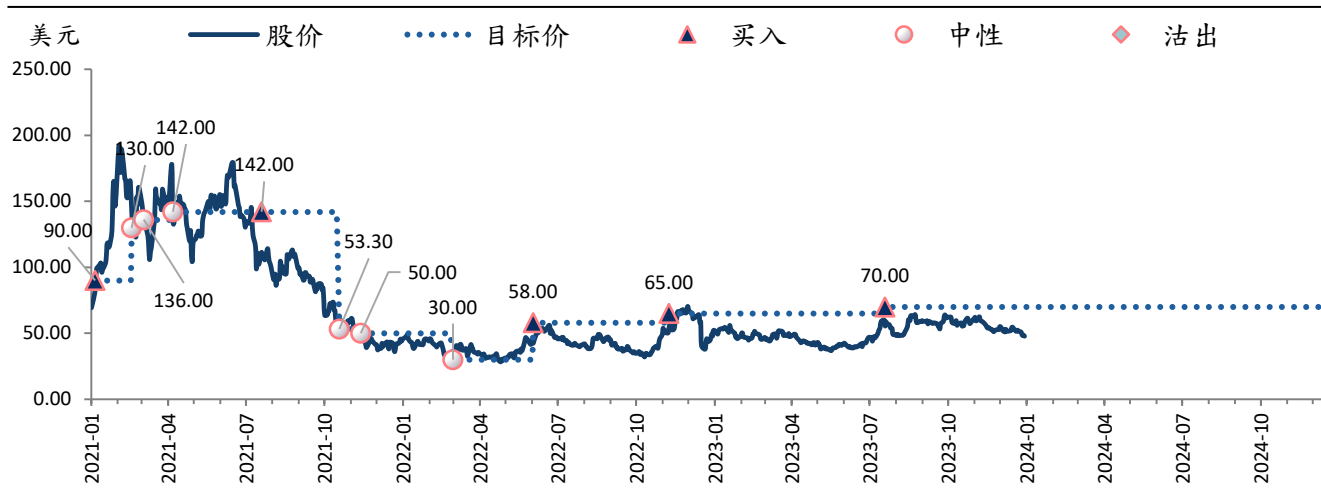
资料来源: 彭博, 交银国际

图表 12: 互联网券商主要财务指标比较 (彭博一致预期)

公司	股票代码	收盘价 (美元)	市值 (百万美元)	收入 (百万美元)					23-25E CAGR	调整后净利润 (百万美元)					23-25E CAGR			
				21	22	23E	24E	25E		21	22	23E	24E	25E				
富途	FUTU	47.79	6,673	915	972	1,282	1,430	1,576	10.9%	374	400	589	644	712	9.9%			
老虎	TIGR	3.86	660	264	225	260	291	326	11.9%	15	13	46	53	60	14.2%			
盈透	IBKR	88.36	37,431	2,938	4,085	4,364	4,761	4,652	3.2%	320	410	611	701	687	6.1%			
嘉信	SCHW	65.23	118,887	18,996	22,307	18,896	20,436	22,958	10.2%	6,175	7,386	5,722	6,782	8,424	21.3%			
罗宾汉	HOOD	11.02	9,530	1,815	1,382	1,851	2,034	2,095	6.4%	-2,027	-1,028	-581	111	91	na			
				ROE (%)					市盈率 (倍)									
				2021	2022	2023E	2024E	2025E						2021	2022	2023E	2024E	2025E
富途	FUTU			19.2	14.0	19.9	18.9	17.7						35.0	18.3	15.6	11.5	10.5
老虎	TIGR			4.3	-0.5	10.0	10.8	11.5						na	na	na	12.8	11.3
盈透	IBKR			14.2	14.5	19.3	18.4	15.9						25.2	24.5	19.3	15.4	13.9
嘉信	SCHW			11.4	18.2	16.4	17.2	19.0						21.8	26.8	22.2	21.0	17.7
罗宾汉	HOOD			na	-14.4	-8.7	0.8	0.9						na	na	na	na	63.3

资料来源: 彭博, 交银国际

图表 13：富途控股 (FUTU US) 目标价及评级



资料来源: 交银国际预测

图表 14：交银国际证券行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
3908 HK	中金公司	买入	9.95	17.80	78.9%	2023年11月03日	内地综合性证券公司
6066 HK	中信建投	买入	6.39	10.00	56.5%	2023年05月02日	内地综合性证券公司
6886 HK	华泰证券	买入	9.83	12.50	27.2%	2023年05月02日	内地综合性证券公司
6030 HK	中信证券	买入	16.16	21.50	33.0%	2022年04月29日	内地综合性证券公司
6837 HK	海通证券	中性	3.98	5.00	25.6%	2023年11月03日	内地综合性证券公司
FUTU US	富途控股	买入	47.79	70.00	46.5%	2023年08月02日	港美股互联网券商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年1月15日



## 财务数据

损益表(百万港元)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,115	7,614	10,350	10,327	10,637
手续费及佣金净收入	3,913	4,008	4,138	4,400	4,697
- 经纪业务手续费净收入	3,913	4,008	4,138	4,400	4,697
利息净收入	2,518	3,214	5,683	5,318	5,257
其他营业收入	684	392	529	609	682
营业支出	2,726	3,049	3,436	3,150	2,989
营业利润	3,183	3,569	5,360	5,945	6,388
利润总额	3,185	3,359	5,240	5,895	6,338
净利润	2,810	2,927	4,417	4,976	5,353
归属于母公司所有者的净利润	2,810	2,927	4,417	4,976	5,353

资产负债表(百万港元)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	59,289	55,714	50,491	54,456	57,971
融出资金	29,587	26,713	33,499	38,404	42,235
其他资产	12,662	12,075	14,913	16,888	19,565
总资产	101,539	94,503	98,903	109,748	119,770
其他负债	80,553	73,641	73,624	79,493	84,162
总负债	80,553	73,641	73,624	79,493	84,162
归属于母公司所有者权益合计	20,986	20,862	25,279	30,255	35,608
所有者权益	20,986	20,862	25,279	30,255	35,608

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

主要指标					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债表主要科目增长(%)					
融出资金	57	(10)	25	15	10
总资产	42	(7)	5	11	9
总负债	28	(9)	(0)	8	6
损益表主要科目增长(%)					
营业收入	115	7	36	(0)	3
手续费及佣金净收入	97	2	3	6	7
营业支出	138	12	13	(8)	(5)
营业利润	117	12	50	11	7
利润总额	120	5	56	13	8
净利润	112	4	51	13	8
归属于母公司所有者的净利润	112	4	51	13	8
盈利能力和资产质量					
ROAA	3.25	2.99	4.57	4.77	4.66
ROAE	19.19	13.99	19.15	17.92	16.26
A/E	4.8	4.5	3.9	3.6	3.4
成本收入比	38.32	40.04	33.20	30.50	28.10
每股指标					
每股收益	18.72	20.82	31.64	35.65	38.35
每股净资产	139.80	148.37	181.09	216.73	255.08
市盈率	19.96	17.95	11.81	10.48	9.75
市账率	2.67	2.52	2.06	1.72	1.47

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。

香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年1月15日

**富途控股 (FUTU US)****分析员披露**

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

**有关商务关系及财务权益之披露**

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司及长久股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

**免责声明**

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**