

买入

2025 年 11 月 21 日

核心业务高增，国际化与加密业务打开新空间

► **25Q3 业绩：**富途控股 2025 年第三季度总营收达到 64.03 亿港元，较去年同期的 34.36 亿港元增长 86.3%，显著超越了市场预期。公司收入结构多元化特征明显，三大主营业务板块均贡献了显著增长。

► **盈利能力显著提升：**富途控股在 2025 年第三季度的盈利能力显著提升，毛利润达到 56.09 亿港元，毛利率高达 87.6%，较去年同期的 81.8% 显著提升。运营费用为 17.05 亿港元，同比增长 57.9%，但远低于收入增长幅度，公司在扩大业务规模的同时有效利用了运营杠杆。运营利润达到 39.04 亿港元，同比增长 125.5%，运营利润率从去年同期的 50.4% 大幅提升至 61.0%。净利润达到 32.17 亿港元，同比增长 143.9%。按非 GAAP 准则计算的调整后净利润为 33.13 亿港元，同比增长 136.9%。净利润率从去年同期的 38.4% 提升至 50.2%，创造了新的历史纪录。

► **用户增长和参与度：**截至 2025 年 9 月 30 日，公司注册用户总数达到 2820 万，同比增长 16.8%。总客户数达到 560.5 万，同比增长 30.8%。更有价值的是，有资产用户数增至 313.1 万，同比增长 42.6%，环比增长 8.8%。本季度新增有资产客户达到 25.4 万，同比增长约 65%，环比增长 24.7%，其中香港市场连续第四个季度贡献了最多新客户，主要得益于股市表现强劲和活跃的 IPO 市场。新加坡市场 DAU 领先优势进一步扩大，马来西亚市场在推出七个季度后仍显示出巨大的增长潜力。在美国市场，新增有资产账户也实现了高双位数的环比增长。

► **客户资产创下历史新高：**富途控股的客户资产规模在 2025 年第三季度创下历史新高，总客户资产达到 1.24 万亿港元，同比增长 78.9%，环比大幅增长 27.4%。日均客户资产为 1.10 万亿港元，同比增长 85.3%。增长得益于强劲的净资产流入（约占增长的三分之一）和客户持仓市值增长（约占增长的三分之二）的共同推动。

► **目标价 230.00 美元，维持“买入”评级：**基于当前卓越的业绩表现和清晰的增长前景，市场目前可能仍未充分定价其多项长期增长催化剂。富途已从一只高增长的周期股，进化成为一家具有强大网络效应、多元化收入结构和显著规模经济的金融科技平台，其估值体系理应向更优质的互联网平台公司靠拢。因此，基于以上，给予公司目标价 230.00 美元，对应 2026E 22.3x PE，维持“买入”评级。

► **风险提示：**市场波动风险、利率环境变化、监管不确定性、新市场投入。

金煊

852-25321960

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业 金融服务

股价 153.79 美元

目标价 230.00 美元

(+49.6%)

股票代码 FUTU

已发行股本 1.39 亿股

市值 214.12 亿美元

52 周高/低 202.53/70.60 美元

每股账面价 33.67 美元

值

主要股东 李华 (36.26%)

腾讯控股 (20.36%)

Blackrock (3.59%)

高瓴资本 (2.33%)

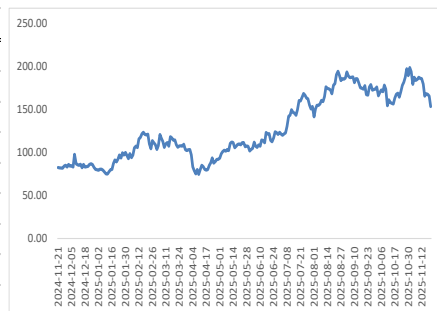
FMR (2.07%)

盈利摘要

截至12月31日财政年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入(百万港元)	10,008	13,590	22,715	24,918	28,871
变动(%)	31.4%	35.8%	67.1%	9.7%	15.9%
归母净利润(百万港元)	4,279	5,433	11,329	12,649	14,972
变动(%)	46.2%	27.0%	108.5%	11.7%	18.4%
每ADS盈利(港元)	30.60	38.89	79.83	87.54	103.60
变动(%)	49.9%	27.1%	105.3%	9.7%	18.4%
基于\$153.79的市盈率(倍)	39.1	30.8	15.0	13.7	11.6
每股派息(港元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

25Q3 业绩情况

核心运营指标与财务数据均实现高速增长

富途控股在 2025 年第三季度实现了创纪录的收入增长，总营收达到 64.03 亿港元，较去年同期的 34.36 亿港元增长 86.3%，显著超越了市场预期。公司收入结构多元化特征明显，三大主营业务板块均贡献了显著增长。

交易佣金及手续费收入：达到 29.14 亿港元，同比增长 90.6%。这一迅猛增长主要得益于公司总交易额的强劲表现，第三季度总交易量达到 3.90 万亿港元，同比激增 104.8%。其中，港股交易量环比大幅提升 42.9%至 1.19 万亿港元，占总体比例提升至 31%，为 2023 年以来最高；美股交易量维持在 2.60 万亿港元的高位。

利息收入：贡献了 30.45 亿港元，同比增长 79.2%，环比增长 33%。该增长主要来源于证券借贷业务、融资融券利息收入以及银行存款利息的增长。利息收入在总收入中占比约 47.6%，继续作为公司重要的收入支柱。

其他收入（包括货币兑换、基金分销及 IPO 认购服务费）：达到 4.44 亿港元，同比大幅增长 113.0%。其中，IPO 订阅服务费因香港 IPO 市场活跃而显著增加。

图表 1：富途控股 2025 年第三季度收入构成

收入类别	金额（亿港元）	同比增长率	占总收入比例
交易佣金及手续费	29.14	90.6%	45.5%
利息收入	30.45	79.2%	47.6%
其他收入	4.44	113.0%	6.9%
总计	64.03	86.3%	100%

资料来源：公司财报，第一上海

利润率和盈利能力

富途控股在 2025 年第三季度的盈利能力显著提升，呈现出强劲的运营杠杆效应。毛利润达到 56.09 亿港元，毛利率高达 87.6%，较去年同期的 81.8%显著提升。运营费用为 17.05 亿港元，同比增长 57.9%，但远低于收入增长幅度，公司在扩大业务规模的同时有效利用了运营杠杆。

运营利润达到 39.04 亿港元，同比增长 125.5%，运营利润率从去年同期的 50.4%大幅提升至 61.0%。净利润达到 32.17 亿港元，同比增长 143.9%。按非 GAAP 准则计算的调整后净利润为 33.13 亿港元，同比增长 136.9%。净利润率从去年同期的 38.4%提升至 50.2%，创造了新的历史纪录。

用户增长和参与度

截至 2025 年 9 月 30 日，公司注册用户总数达到 2820 万，同比增长 16.8%。总客户数达到 560.5 万，同比增长 30.8%。更有价值的是，有资产用户数增至 313.1 万，同比增长 42.6%，环比增长 8.8%。

本季度新增有资产客户达到 25.4 万，同比增长约 65%，环比增长 24.7%，其中香港市场连续第四个季度贡献了最多新客户，主要得益于股市表现强劲和活跃的 IPO 市场。新加坡市场 DAU 领先优势进一步扩大，马来西亚市场在推出七个季度后仍显示

出巨大的增长潜力。在美国市场，新增有资产账户也实现了高双位数的环比增长。

客户资产和交易活动

富途控股的客户资产规模在 2025 年第三季度创下历史新高，总客户资产达到 1.24 万亿港元，同比增长 78.9%，环比大幅增长 27.4%。日均客户资产为 1.10 万亿港元，同比增长 85.3%。增长得益于强劲的净资产流入（约占增长的三分之一）和客户持仓市值增长（约占增长的三分之二）的共同推动。

所有市场的平均客户资产均实现了双位数的环比增长并创下新高。保证金融资和证券借贷余额为 631 亿港元，同比增长 55.2%，环比增长 22.8%，客户风险偏好提升。

交易活动在 2025 年第三季度保持强劲，总交易量达到 3.90 万亿港元，同比增长 104.8%，环比增长 8.7%。加密货币交易额环比飙升 161%，加密资产余额环比增长 90%。财富管理资产规模扩大至 1756 亿港元，环比增长 7.6%，主要得益于货币市场和固定收益产品的资金流入。

图表 2：富途控股 2025 年第三季度关键业务指标

业务指标	2025 年第三季度数据	同比增长	环比增长
注册用户数	2820 万	16.8%	-
开户账户数	560.5 万	30.8%	-
有资产客户数	313.1 万	42.6%	8.8%
总客户资产	1.24 万亿港元	78.9%	27.4%
日均客户资产	1.10 万亿港元	85.3%	-
总交易量	3.90 万亿港元	104.8%	-
美股交易量	2.60 万亿港元	-	-3.7%
港股交易量	1.19 万亿港元	-	42.8%

资料来源：公司财报，第一上海

国际扩张战略

国际化战略在本季度持续深化，海外客户占比已达到 54%。

产品和服务

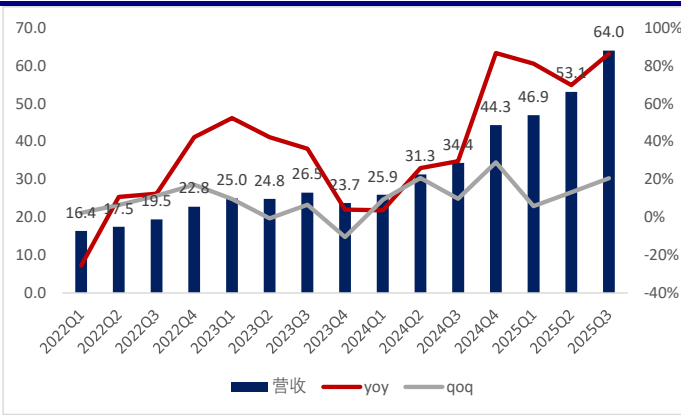
加密货币交易：公司在香港、新加坡和美国市场均实现了加密业务的指数级增长。以太坊超越比特币成为平台上最受欢迎的币种，在香港新推出的 Solana 也贡献显著。尽管目前对总收入贡献仍小，但管理层认为加密业务渗透率提升仍处于“早期阶段”，增长空间巨大。

财富管理服务：公司推出了结构化产品的自助询价功能，使专业投资者能够根据所需参数定制产品、获取报价并无需人工干预即可执行交易，在满足客户定制化需求的同时提高了运营效率。

企业服务：公司作为联合账簿管理人参与了多个香港 IPO，包括奇瑞汽车、禾赛集团和蓝思科技。期末 IPO 分销和 IR 客户达 561 家，同比增长 21.7%。

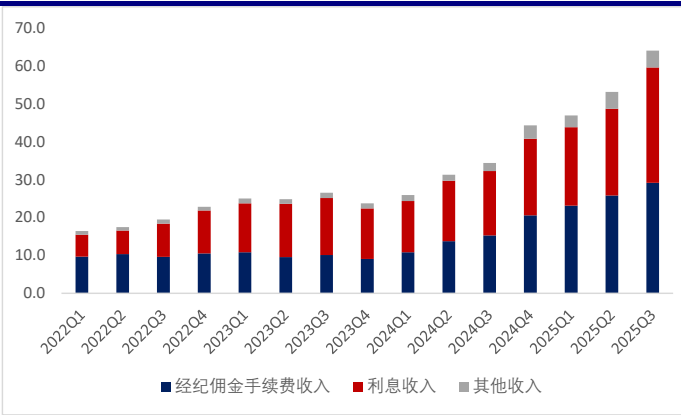
控股天星银行：公司在第三季度将持股比例提升至 68.4%，成为控股股东。

图表 3：2022Q1-2025Q3 营业收入（单位：亿港元）及增速



资料来源：公司资料，第一上海

图表 4：2022Q1-2025Q3 营业收入（单位：亿港元）结构

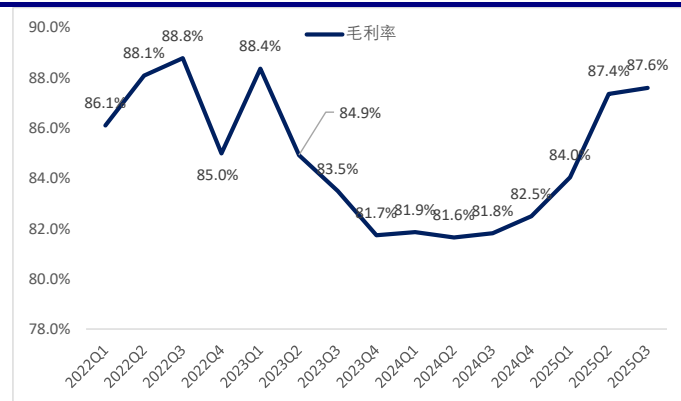


资料来源：公司资料，第一上海

图表 5：2022Q1-2025Q3 毛利润（单位：亿港元）及 图表 6：2022Q1-2025Q3 毛利率

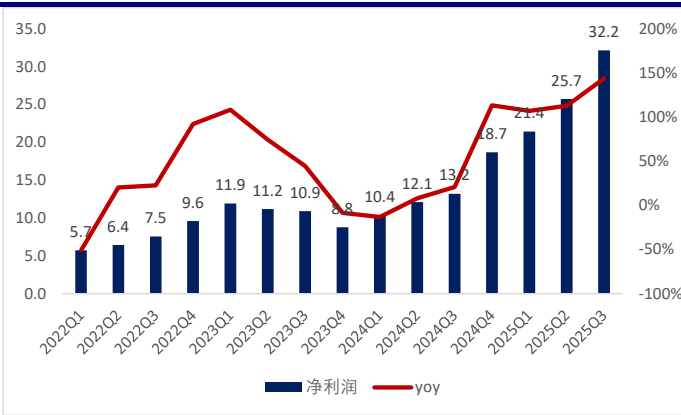


资料来源：公司资料，第一上海

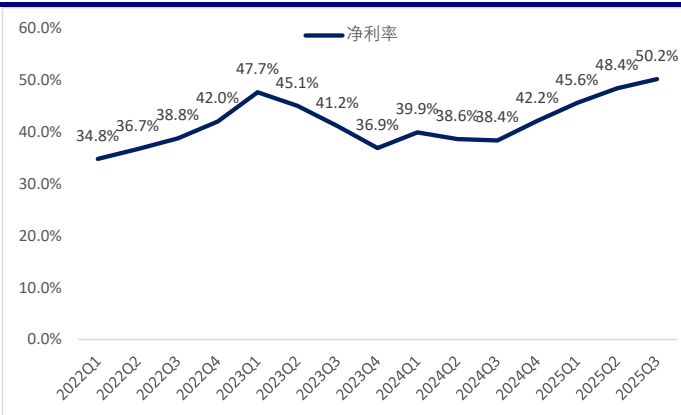


资料来源：公司资料，第一上海

图表 7：2022Q1-2025Q3 净利润（单位：亿港元）及 图表 8：2022Q1-2025Q3 净利率

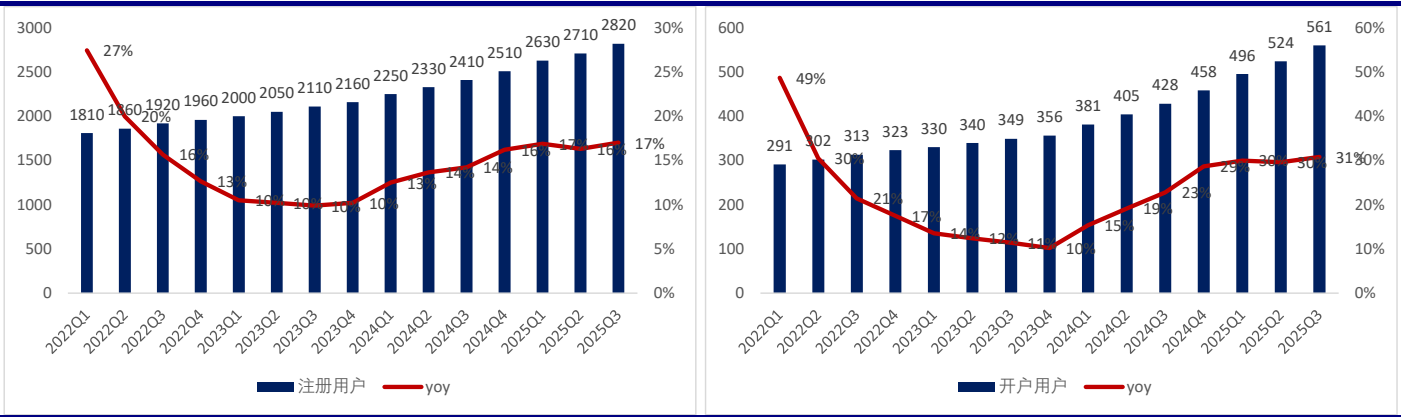


资料来源：公司资料，第一上海



资料来源：公司资料，第一上海

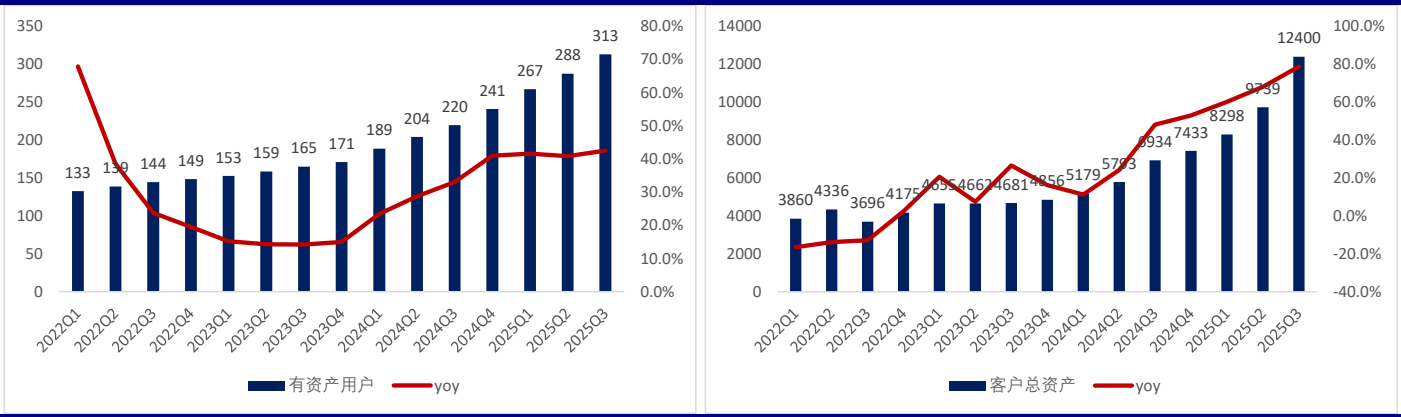
图表 9: 2022Q1-2025Q3 注册用户数 (单位: 万) 及 图表 10: 2022Q1-2025Q3 开户用户数 (单位: 万) 及增速



资料来源: 公司资料, 第一上海

资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 11: 2022Q1-2025Q3 有资产用户数 (单位: 万) 及增速 图表 12: 2022Q1-2025Q3 客户总资产 (单位: 亿港元) 及增速



资料来源: 公司资料, 第一上海

资料来源: 公司资料, 第一上海

盈利预测与估值

目标价 230.00 美元，维持买入评级

基于当前卓越的业绩表现和清晰的增长前景，市场目前可能仍未充分定价其多项长期增长催化剂。富途已从一只高增长的周期股，进化成为一家具有强大网络效应、多元化收入结构和显著规模经济的金融科技平台，其估值体系应向更优质的互联网平台公司靠拢。因此，基于以上，给予公司目标价 230.00 美元，对应 2026E 22.3x PE，维持“买入”评级。

图表 13：盈利预测

FUTU Holdings Limited (In HK\$millions, otherwise noted)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Income Statement									
Revenues									
Brokerage commission and handling charge income	511.37	1,990.14	3,913.03	4,007.64	3,944.78	6,044.75	10,684.47	10,844.14	12,491.70
Interest income	464.90	965.63	2,518.20	3,214.33	5,536.42	6,666.77	10,475.10	12,398.41	14,622.90
Other income	85.29	355.06	684.10	392.06	527.22	878.52	1,554.98	1,675.19	1,756.56
Total revenues	1,061.56	3,310.82	7,115.32	7,614.03	10,008.42	13,590.04	22,714.54	24,917.73	28,871.15
				7.0%					
Costs									
Brokerage commission and handling charge expenses	(100.55)	(361.49)	(572.16)	(329.79)	(249.57)	(341.24)	(618.41)	(578.35)	(666.22)
Interest expenses	(89.24)	(185.09)	(376.90)	(292.50)	(910.76)	(1,617.45)	(1,751.91)	(1,900.82)	(2,201.16)
Processing and servicing costs	(91.92)	(149.38)	(257.00)	(373.84)	(375.90)	(486.78)	(584.92)	(619.73)	(718.06)
Total costs	(281.70)	(695.95)	(1,206.06)	(996.13)	(1,536.23)	(2,445.47)	(2,955.24)	(3,098.91)	(3,585.44)
Total gross profit	779.85	2,614.87	5,909.26	6,617.90	8,472.19	11,144.56	19,759.30	21,818.83	25,285.71
Operating expenses									
Research and development expenses	(262.35)	(513.28)	(805.33)	(1,222.08)	(1,440.89)	(1,493.62)	(1,967.69)	(2,491.77)	(2,887.12)
Selling and marketing expenses	(164.70)	(385.32)	(1,392.07)	(895.77)	(710.35)	(1,409.31)	(1,967.14)	(1,805.89)	(2,062.04)
General and administrative expenses	(164.85)	(248.40)	(529.05)	(931.14)	(1,313.46)	(1,620.02)	(1,922.01)	(2,740.95)	(2,887.12)
Total operating expenses	(591.90)	(1,147.01)	(2,726.44)	(3,048.99)	(3,464.71)	(4,522.95)	(5,856.85)	(7,038.62)	(7,836.27)
Others, net	(9.46)	(17.24)	2.48	(210.30)	33.44	(86.37)	(258.11)	(138.80)	(138.80)
Income before income tax expense and share of loss from equity method investments	178.49	1,450.62	3,185.29	3,358.61	5,040.93	6,535.24	13,644.34	14,641.41	17,310.64
Income tax expense	(12.29)	(124.79)	(375.08)	(413.96)	(748.48)	(998.34)	(2,211.46)	(1,890.15)	(2,237.13)
Share of loss from equity method investments	(0.54)	(0.31)	0.00	(17.75)	(13.50)	(103.93)	(103.66)	(101.81)	(101.95)
Net income	165.67	1,325.52	2,810.21	2,926.89	4,278.95	5,432.97	11,329.23	12,649.46	14,971.56
Net income per share attributable to ordinary shareholder of the Company									
Basic	0.21	1.27	2.37	2.58	3.88	4.93	10.17	11.35	13.43
Diluted	0.19	1.24	2.32	2.55	3.83	4.86	10.03	11.18	13.23
Net income per ADS									
Basic	1.71	10.08	18.97	20.63	30.98	39.43	80.98	88.85	105.16
Diluted	1.52	9.62	18.65	20.41	30.60	38.89	79.83	87.54	103.60
Weighted average number of ordinary shares used in computing net income per share									
Basic	3,325.40	4,146.47	4,802.38	4,558.37	4,419.91	4,416.78	4,456.99	4,459.03	4,459.03
Diluted	3,668.23	4,192.91	4,876.37	4,604.53	4,474.39	4,477.39	4,518.32	4,525.95	4,525.95
Net income	165.67	1,325.52	2,810.21	2,926.89	4,278.95	5,432.97	11,329.23	12,649.46	14,971.56
Other comprehensive income/(loss), net of tax									
Foreign currency translation adjustment	(3.15)	9.42	71.02	(123.84)	(1.59)	(200.22)	233.87	0.00	0.00
Total comprehensive income	162.52	1,334.94	2,881.23	2,803.05	4,277.36	5,232.75	11,562.94	12,649.46	14,971.56
Net income	165.67	1,325.52	2,810.21	2,926.89	4,278.95	5,432.97	11,329.23	12,649.46	14,971.56
Add: share-based compensation expenses	15.97	38.46	98.91	204.53	214.53	245.95	256.75	0.00	0.00
Adjusted net income	181.63	1,363.98	2,909.12	3,131.42	4,493.48	5,678.91	11,585.98	12,649.46	14,971.56

资料来源：公司资料，第一上海预测

风险因素

市场波动风险：业绩与全球资本市场活跃度高度相关，市场大幅回调可能影响交易额和客户资产。

利率环境变化：管理层估算，美联储每降息 25 个基点，可能对公司月度税前利润产生约 700 万港元的负面影响。不过，降息可能刺激交易活动和资产流入，形成部分对冲。

监管不确定性：加密货币、tokenization 等创新业务的拓展高度依赖各市场监管政策的批准与演变。

新市场投入：为筹备进入新市场以及申请相关牌照，研发和行政费用可能持续处于较高水平。

附录：主要财务报表

损益表					
财务年度截至<12月31日>百万港元					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
手续费及佣金收入	3,945	6,045	10,684	10,844	12,492
利息收入	5,536	6,667	10,475	12,398	14,623
其他收入	527	879	1,555	1,675	1,757
总收入	10,008	13,590	22,715	24,918	28,871
手续费及佣金成本	(250)	(341)	(618)	(578)	(666)
利息成本	(911)	(1,617)	(1,752)	(1,901)	(2,201)
服务成本	(376)	(487)	(585)	(620)	(718)
总成本	(1,536)	(2,445)	(2,955)	(3,099)	(3,585)
营运支出	(710)	(1,409)	(1,967)	(1,806)	(2,062)
其他支出	(2,754)	(3,114)	(3,890)	(5,233)	(5,774)
税前溢利	5,041	6,535	13,644	14,641	17,311
税项	(748)	(998)	(2,211)	(1,890)	(2,237)
净利润	4,279	5,433	11,329	12,649	14,972
股东应占利润	4,279	5,433	11,329	12,649	14,972
每股已摊薄收益(港元)	3.83	4.86	10.03	11.18	13.23
每ADS收益(港元)	30.60	38.89	79.83	87.54	103.60
增长					
收入(%)	31.4%	35.8%	67.1%	9.7%	15.9%
每股收益(%)	50.2%	26.9%	106.5%	11.4%	18.4%
每ADS收益(%)	49.9%	27.1%	105.3%	9.7%	18.4%

资产负债表					
财务年度截至<12月31日>百万港元					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
公司现金	4,938	11,688	53,076	30,846	41,356
代客持有现金	44,371	68,641	98,342	100,854	134,992
可供出售的金融资产	133	316	326	336	346
权益投资	0	0	0	0	0
贷款及预付款	32,547	49,714	59,252	56,845	74,775
应收款	771,487	1,794,337	13,328,595	17,335,863	18,391,299
其他资产	1,601	2,821	2,905	2,992	3,082
总资产	97,136	159,702	246,204	223,472	293,587
应付关联方款项	69	79	81	84	86
应付款项	64,654	118,119	197,551	163,073	216,672
借款	5,652	5,702	5,925	5,116	6,730
据回购协议出售证券	0	2,575	0	0	0
经营租赁负债	238	277	288	300	312
其他负债	1,951	4,945	2,472	2,225	2,003
总负债	72,564	131,697	206,318	170,798	225,802
股东权益	24,569	28,011	39,886	52,674	67,785

财务分析					
财务年度截至<12月31日>百万港元					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率(%)	84.7%	82.0%	87.0%	87.6%	82.3%
经营利润率(%)	50.0%	48.7%	61.2%	59.3%	51.8%
净利率(%)	13.5%	40.0%	43.7%	46.8%	47.3%
营运表现					
研发费用率(%)	41.6%	33.0%	33.6%	35.4%	36.8%
营销费用率(%)	20.5%	31.2%	33.6%	25.7%	26.3%
管理费用率(%)	37.9%	35.8%	32.8%	38.9%	36.8%
实际税率(%)	7.5%	7.3%	9.7%	7.6%	7.7%
财务状况					
总负债/总资产	74.7%	82.5%	83.8%	76.4%	76.9%
收入/净资产	40.7%	48.5%	56.9%	47.3%	42.6%
回报率					
ROA(%)	4.5%	4.2%	5.6%	5.4%	5.8%
ROE(%)	18.8%	20.7%	33.4%	27.3%	24.9%

现金流量表					
财务年度截至<12月31日>百万港元					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
净利润	4,279	5,433	11,329	12,649	14,972
折旧及摊销	0	0	0	0	0
其他	1,965,155	20,451,284	27,729,432	55,869,756	56,778,712
营运活动现金流	1,969,434	20,456,717	27,740,761	55,882,406	56,793,683
资本开支	(118,341)	(44,649)	(158,991)	(144,092)	(130,683)
其他投资活动	(41,716)	(199,526)	0	0	0
投资活动现金流	(2,465)	340	(92)	(95)	(98)
银行借款变化	3,171	51	223	(809)	1,614
股权发行所得	302	351	0	0	0
其他融资活动	(872)	(10)	0	0	0
融资活动现金流	2,601	392	223	(809)	1,614
现金变化	(6,410)	33,162	70,757	(39,099)	56,168
期初持有现金	55,716	49,306	82,468	153,224	114,125
期末持有现金	49,306	82,468	153,224	114,125	170,293

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。