

# 走向世界的中资互联网券商

华泰研究

2026年5月04日 | 美国

深度研究

金融

富途是全球领先的互联网券商，起源于中国香港，如今已走向世界。富途始终以美股交易为抓手，以合规能力和本地化适配为基础，凭借优秀的产品力占领用户心智，并且稳步推进国际化，4Q25非大中华地区的净入金占比达到40-50%，相比4Q24的24%有所提升。在各个市场中，富途的交易费率并非最低，但由于美股交易服务优势突出，且用户体验良好，富途积累了一批活跃中产用户，户均资产约4万美元，交易换手率约12倍。如今公司逐步成为一家具备交易、清算、合规、内容和财管能力的全球化互联网金融平台。我们看好公司海外扩张、客户资产沉淀及多元收入变现潜力，“买入”。

## 产品：清算能力、牌照体系与产品体验共同筑底

富途的产品优势并不只体现在前端APP，同样重要的是后台能力和业务的完整性。美国清算资质让公司进入相对稀缺的通用清算券商序列，而公司约七成交易来自美股，自清算持续带来成本优化，经纪佣金及处理费用率已由19年的0.012%降至25年的0.004%。与此同时，香港多类牌照、虚拟资产、保险、信托和数字银行资质，把富途的业务从股票交易延展到多资产配置，对象象银行实现控股有助于增强服务用户的能力和业务效率。另外，优秀的UI设计和用户体验、投资社区、财富管理，以及近期推出的AI工具又把产品力进一步转化为用户的活跃度和留存。4Q25末富途入金账户超过330万，产品能力已沉淀为真实的用户和资产基础。

## 全球化：从中国香港走向世界

在业务初期，富途曾以美股交易为抓手满足“三高”客群的跨境投资需求。近几年国际化节奏明显提速，在从大中华地区向外扩张的过程中，富途仍是先用美股交易能力打开市场，再通过本地牌照和本地产品补齐场景，最终以优秀的产品力站稳脚跟。日本NISA账户、加拿大RRSP和TFSA账户、马来西亚电子打新等产品陆续落地，体现了公司对本地化运营的重视。4Q25末非大中华地区存量入金客户占比已升至55%，非大中华地区的净入金占比由4Q24的24%提升至4Q25的40-50%，中国香港以外的经纪佣金收入占比也较22年的12%抬升至25年的26%，全球化已经开始进入兑现阶段。

## 竞争与用户画像：抢的是传统入口，留的是活跃中产用户

富途进入中国香港时，市场并不缺线上交易，真正缺的是把行情、内容、社区和交易整合在一起的移动端平台，因此公司切走了部分由银行和传统券商长期把持的零售入口。在海外，公司又依靠更顺手的投美股体验和更完整的内容生态，吸引年轻、富裕且交易相对活跃的投资者。富途的用户画像大致位于Robinhood和IBKR之间，户均资产约4万美元，年化换手率约12倍，融资渗透率约6.5%，用户有一定资产基础，也有较强交易意愿。这也解释了为什么富途在费率并非市场最低的情况下，仍能维持较强的留存和资产沉淀，平台吸引力可能更多来自工工具效率、信息获取和跨市场投资体验。

## 我们与市场观点不同之处

市场更容易把富途理解成交易情绪驱动力的互联网券商，对其海外扩张的持续性和多元业务变现潜力有所低估。我们更看重优秀产品、美股清算能力、多市场牌照、本地化适配和高质量用户带来的长期壁垒。监管变化当然重要，但真正决定公司中长期空间的，仍是公司将优秀产品推向全球的能力。

## 盈利预测与估值

富途的国际化进程仍然在顺畅推进，我们维持公司26/27/28年归母净利预测132/148/165亿港元。维持DCF (CoE: 10.2%)的目标价257美元。

风险提示：海外用户拓展不及预期；港美股市场景气度下行；监管变动。

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

257.00

李健, PhD

SAC No. S0570521010001  
SFC No. AWF297

研究员

lijian@htsc.com  
+(852) 3658 6112

陈宇轩\*

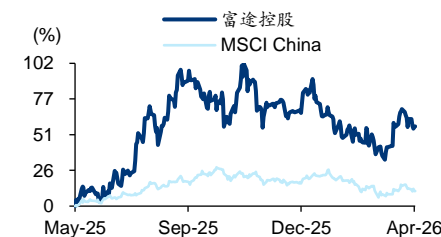
SAC No. S0570524070010 chenluxuan020827@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

研究员

## 基本数据

收盘价(美元 截至5月1日)	154.85
市值(美元百万)	21,709
6个月平均日成交额(美元百万)	229.80
52周价格范围(美元)	94.77-199.39

## 股价走势图



资料来源: S&P

## 经营预测指标与估值

会计年度(港币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	22,847	26,113	29,287	32,812
+/-%	68.11	14.29	12.15	12.04
归属母公司净利润(百万)	11,338	13,233	14,775	16,476
+/-%	108.30	16.72	11.65	11.52
EPS	80.24	93.73	104.65	116.70
BVPS	287.49	358.10	437.02	525.11
PE(倍)	15.93	12.94	11.59	10.40
PB(倍)	4.45	3.39	2.78	2.31
ROE(%)	0.33	0.29	0.27	0.25
股息率(%)	0.02	0.02	0.02	0.02

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (港币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	13,590	22,847	26,113	29,287	32,812
手续费及佣金收入	6,045	10,573	12,112	12,670	14,357
利息收入	6,667	10,442	11,726	13,886	15,179
其他收入	878.52	1,833	2,275	2,730	3,276
<b>营业成本</b>	(2,445)	(2,942)	(3,343)	(3,840)	(4,406)
经纪业务相关支出	(341.24)	(606.04)	(709.42)	(763.95)	(891.87)
利息支出	(1,617)	(1,758)	(1,911)	(2,245)	(2,600)
其他支出	(486.78)	(578.46)	(723.07)	(831.53)	(914.69)
<b>毛利润</b>	11,145	19,905	22,770	25,446	28,406
管理费用	(1,620)	(1,935)	(2,220)	(2,489)	(2,789)
其他费用	(2,903)	(3,889)	(4,413)	(4,949)	(5,545)
<b>利润总额</b>	6,622	14,081	16,137	18,007	20,071
所得税	(998.34)	(2,360)	(2,531)	(2,821)	(3,148)
其他调整项	(190.31)	(419.07)	(402.89)	(450.90)	(488.20)
<b>净利润</b>	5,433	11,302	13,203	14,735	16,435
少数股东损益	10.04	35.81	30.41	39.64	40.85
<b>归母净利润</b>	5,443	11,338	13,233	14,775	16,476

### 每股数据

会计年度 (港币)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股净资产	201.32	287.49	358.10	437.02	525.11
EPS	39.44	81.36	95.11	106.19	118.41
EPS(摊薄后)	38.88	80.24	93.73	104.65	116.70

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 资产负债表

会计年度 (港币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	11,688	10,466	10,676	11,771	12,977
金融资产	53,020	72,559	85,403	101,947	117,084
其他资产	94,048	145,412	200,825	238,485	258,839
<b>总资产</b>	158,757	228,437	296,904	352,203	388,900
短期借款	5,702	12,143	11,490	13,874	16,024
其他负债	125,050	175,973	235,299	277,272	299,602
<b>总负债</b>	130,752	188,116	246,789	291,146	315,626
股本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
其他权益	28,004	40,321	50,116	61,057	73,273
<b>总权益</b>	28,004	40,321	50,116	61,057	73,273

### 估值与盈利水平

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
归母净利润 (港币百万)	5,443	11,338	13,233	14,775	16,476
EPS (港币)	38.88	80.24	93.73	104.65	116.70
PE (倍)	15.98	15.93	12.94	11.59	10.40
BVPS (港币)	201.32	287.49	358.10	437.02	525.11
PB (倍)	3.09	4.45	3.39	2.78	2.31
ROE	0.21	0.33	0.29	0.27	0.25
ROA	0.04	0.06	0.05	0.05	0.04



## 正文目录

走向世界的中资券商 .....	5
“人无我有”，美股清算能力构筑业务基石 .....	7
“人有我有”，广泛进行牌照布局 .....	9
“人有我优”，产品设计降维打击 .....	11
重视非交易功能 .....	13
主动拥抱 AI .....	13
客群扩展至全球投资者 .....	15
“三高”客群是早期切入点 .....	15
国际化快速推进，已取得显著成效 .....	16
以美股交易为抓手做本地化 .....	18
富途动了谁的奶酪？ .....	20
富途 vs. 香港本地券商 .....	20
富途 vs. 海外券商 .....	22
富途的用户与其他互联网券商有何差异？ .....	24
财务分析和预测 .....	27
估值和风险提示 .....	29
风险提示 .....	29

## 图表目录

图表 1：富途：PE (TTM) 估值 .....	6
图表 2：美国券商数量-按种类分 .....	7
图表 3：美国券商资产规模-按种类分 .....	7
图表 4：富途：撮合股票成交额中大部分是美股交易 .....	8
图表 5：富途：经纪佣金和处理费用率不断优化 .....	8
图表 6：富途：具备牌照优势 .....	10
图表 7：富途：APP 评分和打分数量具有优势 .....	11
图表 8：富途：符合用户使用偏好的 APP 主页、交易页面和讨论页面 .....	11
图表 9：富途 APP 的界面受到青睐 .....	12
图表 10：富途：入金账户比例较高且持续增长 .....	12
图表 11：富途：用户资产规模快速增长 .....	12
图表 12：富途：日活用户数 .....	12
图表 13：富途：财富管理规模 .....	13
图表 14：富途：AI 使用界面 .....	14
图表 15：中国零售投资者线上跨境投资交易额快速增长 .....	15
图表 16：中概股总市值 .....	16

图表 17: 中概股 IPO .....	16
图表 18: 富途: 大中华/非大中华地区的存量入金客户分布 (4Q25) .....	16
图表 19: 海外主要市场的人均 GDP (2024 年) .....	17
图表 20: 港股券商成交综合排行榜 (2026 年 3 月) .....	17
图表 21: 富途: 经纪佣金及手续费收入-按地域 .....	18
图表 22: 富途: 经纪佣金及手续费收入结构-按地域 .....	18
图表 23: 富途: 撮合成交额中美股交易占比高 .....	18
图表 24: 富途: 已入金账户数和注册账户数 .....	19
图表 25: 富途: 用户资产规模 .....	19
图表 26: 香港线上股票交易者占比 .....	20
图表 27: 香港证券交易者的证券交易渠道 .....	20
图表 28: 2012 年前后中银香港的股票信息界面 .....	20
图表 29: 影响股票交易决策的关键信息来源 (2017) .....	21
图表 30: 中国香港投资者在美国线上零售证券交易中的交易量 .....	21
图表 31: 2018 年富途的佣金大约是香港头部玩家平均水平的 20% .....	22
图表 32: 富途: 已入金账户数和注册账户数 .....	22
图表 33: 富途: 新加坡成年人口中富途用户的渗透率 .....	22
图表 34: 富途: Moomoo 美国官网 .....	23
图表 35: 富途: Moomoo 日本官网 .....	24
图表 36: 户均资产规模对比 .....	24
图表 37: 客户数量 (4Q25) .....	24
图表 38: 用户资金规模 .....	25
图表 39: 年化换手率 .....	25
图表 40: 客均 DART (Daily average revenue trades) .....	25
图表 41: 融资渗透率 (融资余额/客户资金总规模) .....	25
图表 42: 主要券商的各项指标对比 .....	26
图表 43: 富途: 利润表和资产负债简表 .....	28
图表 44: 富途: 核心指标 .....	28
图表 45: 富途: 收入 .....	28
图表 46: 富途: 归母净利润 .....	28
图表 47: 富途: 关键假设 .....	29

## 走向世界的中资券商

富途以优质的产品满足全球投资者的美股交易需求。富途的战略布局围绕这一核心目标展开，首先是广泛的牌照布局保证了公司能够在多市场提供多类服务，其中美股的清算能力为公司的美股交易业务打下坚实基础。其次公司注重交易 APP 和投资产品的用户体验和本地化。凭借出色的产品设计和底层交易能力，富途打造了“优秀交易工具+投资美股”这样的产品侧差异化竞争优势。进而在客户侧，逐渐从中国香港走向了海外多市场，满足全球投资者的多样化投资需求（尤其是美股投资需求），与海外传统经纪商形成差异化竞争。

产品方面，富途的优势首先体现在后台基础设施和牌照完整度上。美国子公司 Futu Clearing 于 2019 年中期取得清算资质后，富途已经具备为自身及其他券商提供清算服务的能力，属于美国券商体系里相对稀缺的通用清算券商。考虑到平台约七成交易来自美股，自清算能力直接带来成本优化和经营杠杆，经纪佣金及处理费用率已由 2019 年的 0.012% 降至 2025 年的 0.004%。清算牌照也把证券出借等收入链条打开，2025 年利息收入中约 33% 来自证券出借。放在香港市场看，第 1、2、3、4、5、7、9 类牌照叠加暗盘交易、虚拟资产、保险和信托等资质，已经把富途的业务边界从股票交易延展到多资产配置与财富管理，平台的业务弹性和交叉销售空间都在同步扩大。

前端体验和非交易功能共同构成了另一层产品壁垒。富途 APP 的 UI/UX、内容和操作逻辑具有鲜明的互联网基因。APP 界面设计深入人心，操作逻辑受用户青睐。用户的开户流程 100% 线上化，开户时长仅需约 3 分钟。在信息推送上，富途以标签化资讯与个性化推荐，压低用户的学习成本和操作摩擦。交易之外，牛牛圈（富途打造的用户社区）显著提升了用户活跃度和交易频率，大象财富则把交易资金进一步沉淀为配置型资产，财富管理规模由 2020 年底的 102 亿港元增长至 4Q25 的 1,796 亿港元，平台粘性、留存和收入多元化能力都随之增强。产品力最终也体现在转化和留存上，4Q25 末开户数约 595 万，其中 336.5 万已经入金，用户资产规模达到 1.23 万亿港元，2025 年平均 DAU 达到 197 万。

历史发展的起点，要从“三高”客群说起。富途早期承接的，是高学历、高收入、高素质投资者的投资需求，尤其是投美股的需求。公司在 2021 年披露，96% 的用户为本科及以上学历，一线城市用户占比 59%，多数来自 TMT 和金融行业的 80 后财富新贵，平均年龄不到 40 岁。2012 年前后，中国跨境线上投资需求已经快速抬头，2018 年中国投资者境外线上零售证券交易额达到 4,516 亿美元，其中美股 2,881 亿美元、占比 64%。富途早期踩中的，正是这批华人中产精英跨境投美股的真实需求。

国际化过程中，美股一直是最稳定的抓手，本地化执行开始持续兑现。在监管收严的大背景下，富途的国际化进程不断加速。Moomoo 先在 2018 年落地美国，之后进入新加坡、澳大利亚、日本、加拿大、马来西亚和新西兰。在国际化的过程中，富途通常利用自身美股交易的优势打开市场，再逐步补充本地化产品。在日本，公司上线 NISA account 并提供丰富的美股投资选择，在加拿大，公司提供符合当地投资者偏好的 RRSP 和 TFSA，在马来西亚，推出了电子 IPO 打新和符合伊斯兰教法的黄金基金。国际化已经开始兑现到经营数据上，4Q25 非大中华地区的净入金占比达到 40-50%，相比 4Q24 的 24% 有所提升；而中国香港以外的经纪佣金收入占比也已由 2022 年的 12% 升至 2025 年的 26%。

中国香港市场是理解富途竞争力的关键。富途进入香港前，线上交易已经相当普及，银行和传统券商长期占据零售入口，市场真正缺少的是把行情、内容、社区和交易深度整合到同一移动端产品里的互联网券商。富途切入后，集中解决了费用、体验、跨市场和内容闭环四个痛点，早期佣金约为香港头部玩家平均水平的五分之一。交易之外富途又把行情、社区、直播、投教、融资、IPO 申购和 ESOP 等入口压缩到同一平台，极大地提升了对用户的吸引力。

放到全球同行对比，富途在中国香港、美国、新加坡及其他亚洲重点市场的牌照布局相对完整，本地化产品设计出色。富途的美股和港股交易收费并不是行业最低，这意味着客户选择平台的核心原因更多落在便捷的产品体验、丰富的投资供给和更强的内容生态上。从用户画像看，这是一批账户资产相对较高、交易活跃、愿意使用杠杆但并不极端的优质投资者，也正是这类用户，支撑了富途在全球零售金融平台中的独特位置。

我们与市场观点的不同之处在于，市场更容易把富途理解成交易情绪驱动的互联网券商，对其海外扩张的持续性和平台型能力有所低估。我们更看重优秀的产品、美股清算能力、多市场牌照、本地化复制和高质量用户结构带来的长期壁垒。监管变化当然重要，但真正决定公司中长期空间的，仍是公司将优秀产品推向全球的能力。

富途的国际化进程仍然在顺畅推进，我们维持公司 2026/2027/2028 年归母净利润的预测 132/148/165 亿港币。维持基于 DCF (CoE: 10.2%) 的目标价 257 美元。截至 2026 年 5 月 4 日，公司 PE (TTM) 约 14.8x，处于相对低位，建议关注其配置价值。

图表1：富途：PE (TTM) 估值



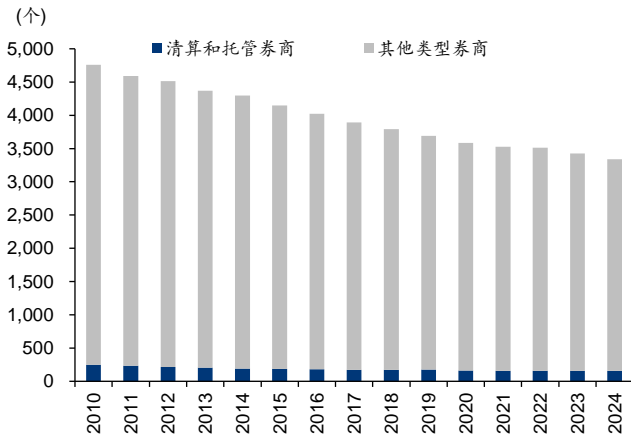
注：数据截至 2026 年 5 月 4 日  
 资料来源：Wind，华泰研究

## “人无我有”，美股清算能力构筑业务基石

富途有自清算和为其他券商提供清算服务的能力。在美国，不是所有券商都能够独立完成清算。综合美国证券交易委员会（SEC）、美国金融业监管局（FINRA）和美国国家证券清算公司（NSCC）的口径，根据清算能力，可以将证券经纪商大致分为三类：**第一类**是既能托管客户资金和证券、又能够依靠自己完成清算和结算的自清券商；**第二类**是既能托管客户资产，又能为自身和其他券商提供清结算服务的通用清算券商；**第三类**是仅负责获客和前端服务，客户资产托管和清算由后台券商完成的介绍经纪商。富途的子公司 Futu Clearing 于 2019 年中期获得美国清算资质，并能够为自身和其他券商提供清算服务，属于上述的第二类通用型券商，这意味着富途具备美国券商体系中十分稀缺的后台基础设施能力。

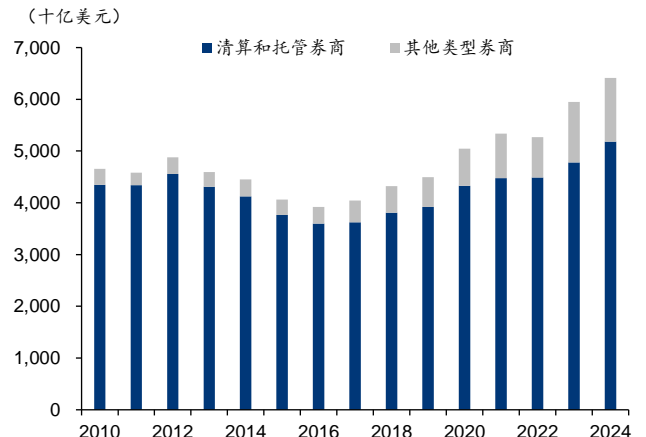
**真正掌握清算和托管能力的美国券商，在行业中是少数。**根据 SEC 的相关数据，2024 年末美国共有 3,341 家券商，其中只有 158 家有清算和托管能力。换句话说，具备清算或托管职能的机构只占行业总数约 4.7%。其中能够为除自身外的其他券商提供清算服务的机构数量则更少，根据 DTCC 披露，截至 3Q25 末，NSCC 共有 148 个清算会员，其中 82 家为自身业务提供清算，66 家不仅能清算自己的交易，还能为其他券商提供清算服务。中资券商中，除富途以外，老虎同样拥有美国清算牌照。

图表2：美国券商数量-按种类分



资料来源：美国 SEC，华泰研究

图表3：美国券商资产规模-按种类分



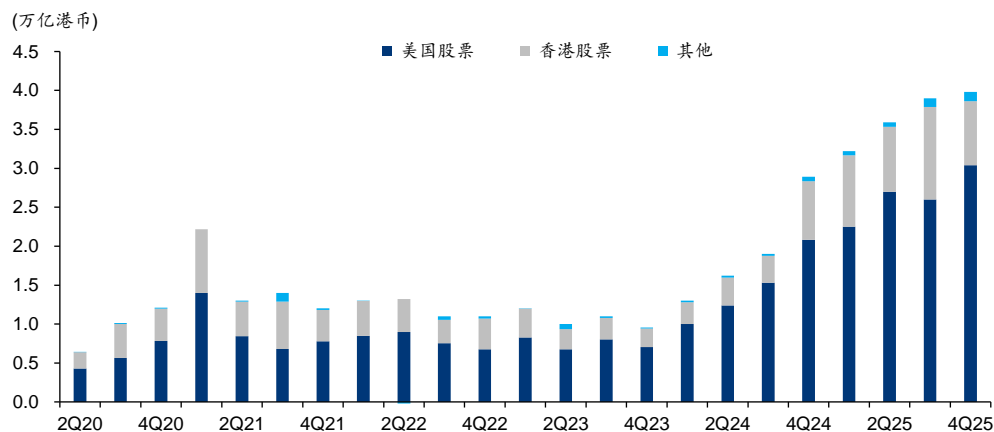
资料来源：美国 SEC，华泰研究

富途撮合的大部分交易是美股，完整的清算能力构筑了富途业务的基石，并且已经产生了经营杠杆。通常来讲，富途有约七成的交易来自美股，而拥有美国清算牌照会压降这部分交易的清算成本。富途在 1Q24 和 3Q24 业绩公告中曾明确表示，美股交易的自清算带来了成本节约。从数据上看，富途经纪佣金和处理费用在成交额中的占比不断走低，由 2019 年的 0.012% 降低至 2025 年的 0.004%。

另外，拥有清算牌照让富途能够提供借券业务。依托清算牌照，富途能够将用户托管的证券出借给对冲基金或机构投资者等第三方，以便他们进行卖空交易，同时能够向他们收取现金抵押。在以上过程中富途能够产生一定收益，2025 年富途利息收入中约 33% 来自证券出借。

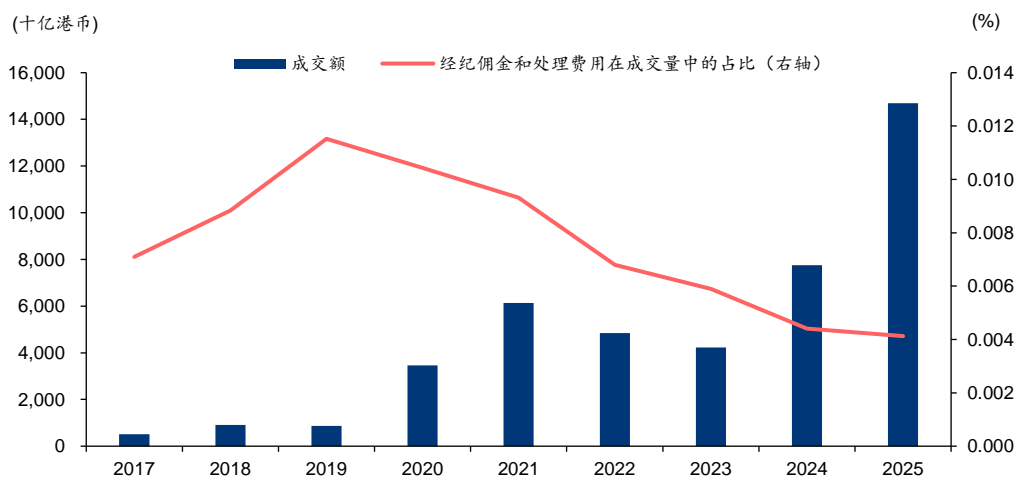
没有自清算能力的券商要在更多关键环节依赖第三方。根据美国监管的要求，那些没有清算牌照的介绍经纪商仅仅负责交易侧，交易的执行和清算还要依托有清算能力的公司。这种模式并不少见，例如 Public 明确表明自己是介绍经纪商，账户由 Apex 托管；SoFi 和 Webull 的证券清算与托管同样依赖 Apex。这种对第三方的依赖加大了业务的不确定性，当外部清算机构出现调整的时候，介绍经纪商本身可能受到影响。并且与体系外的清算机构合作也可能会拖慢整个交易系统的运营效率，介绍经纪商的用户也不得不为这种外部清算服务支付更多的交易成本。

图表4：富途：撮合股票成交额中大部分是美股交易



资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：富途：经纪佣金和处理费用率不断优化



注：数据是累计全年  
资料来源：公司公告，华泰研究

## “人有我有”，广泛进行牌照布局

在香港，富途持有第 1、2、3、4、5、7、9 类牌照，奠定了多资产服务的基础。股票、期货、外汇、投顾、资管这些核心业务富途都能覆盖，客户在一个平台里就能完成从交易到资产配置的各种需求。并且富途在 2021 年获得取消 7 号牌限制后，还能提供暗盘交易，在新股正式挂牌前提供场外撮合，既可以服务自身用户，还可以承接第三方券商客户的暗盘需求。再加上 24 年 7 月补齐虚拟资产交易能力 (VATP 牌照)，富途的业务边界不断扩张。

不局限于交易，富途在香港补齐了保险、信托和数字银行资质。股票交易赚的是交易活跃度的钱，保险、信托、资管、银行赚的是客户长期资产沉淀的钱。对券商来说，这类收入的稳定性和客户黏性并不一样。富途在香港拿下保险经纪和 TCSP(信托或公司服务提供者) 相关资质后，意味着客户资产可以在平台内完成更丰富的配置和停留，公司的交叉销售空间会更大，单一市场波动对业绩的影响也相对小。此外富途还控股了象象银行(原天星银行)，有助于提升用户体验和内部经营效率。象象银行是一家持牌的香港数字银行，富途于 2024 年斥资 4.4 亿港币，获取 44.11% 象象银行股份，成为仅次于小米集团的第二大股东。2025 年，富途又再度增资 5 亿港币，持股比例提升至 68.43%，成为控股股东。目前香港有 8 家数字银行，牌照相对稀缺，富途也是目前香港唯一具备数字银行功能的互联网券商。围绕象象银行，富途不但能够为用户提供更完善的财富管理服务，如存款、公募基金和保险产品购买等；还能够与已有业务协同，增加经营效率，并有望在长期为公司贡献更多的手续费收入和利息收入。

从全球扩张角度看，富途在多市场持续拿牌，反映出较强的本地落地能力。在新加坡市场，CMS 牌照让富途能合法开展资本市场产品交易和托管。在此之上，富途拥有的 MPI 与数字支付代币服务资质又把支付和数字资产能力补齐。有助于富途为新加坡客户提供涵盖证券、数字资产在内多资产交易或托管服务。另外，富途在美国、澳洲、加拿大、日本、马来西亚等市场同样完成了牌照布局。很多互联网券商出海时更依赖跨境导流，真正能在当地完成牌照申请、系统搭建、业务上线的并不多。富途的全球牌照体系说明它不仅拥有品牌和流量能力，也有较强的合规、运营和基础设施复制能力。通过搭建清算、托管、支付、保险与信托的牌照体系，富途已逐步构建了多元化的跨市场收入结构与较强的监管护城河。

和其他机构对比，富途的优势体现在“完整度”和“均衡性”上。老虎证券在香港、美国、新加坡也有较强布局，美股资质尤其完备。IBKR 的强项在美国和全球衍生品体系，后台能力很深，全球市场覆盖也广，但它在香港和新加坡的本地牌照布局相对有限，因此在亚洲零售市场的本地化产品闭环没有富途那么完整。华泰国际在香港牌照体系很强，但海外其他重点市场的落地速度不如富途。Webull 在部分海外市场推进较快，马来西亚、加拿大、日本、澳大利亚都有布局，但在香港和新加坡的牌照仍偏薄。

图表6: 富途: 具备牌照优势

市场	牌照	富途	老虎	IBKR	华泰	Webull
港股市场	持有证券交易牌照 (第1类)	√	√	√	√	√
	期货合约交易牌照 (第2类)	√	√	√	√	√
	杠杆式外汇交易牌照 (第3类)	√	无	√	√	无
	就证券提供意见牌照 (第4类)	√	√	无	√	√
	就期货合约提供意见牌照 (第5类)	√	√	无	无	无
	就机构融资提供意见 (第6类)	无	无	无	√	无
	提供自动化交易服务牌照 (第7类)	√	无	无	√	无
	提供证券保证金融资融券 (第8类)	无	无	无	无	无
	提供资产管理牌照 (第9类)	√	√	无	√	无
强积金中介人牌照	√	无	无	无	无	
美股市场	SEC注册成员	√	√	√	√	√
	美国金融业监管局 (FINRA) 成员	√	√	√	√	√
	美国证券投资者保护公司 (SIPC) 成员	√	√	√	√	√
	美国存管信托公司 (DTC) 会员	√	√	√	无	无
	全国证券清算公司 (NSCC) 会员	√	√	√	无	无
	美股期权清算公司 (OCC) 会员	√	√	√	无	无
	全美期货协会 (NFA) 会员	无	√	√	√	√
新加坡市	资本市场服务牌照 (CMS)	√	√	√	√	√
	财务顾问豁免	√	√	无	√	√
	信托业务牌照 (Trust Business Licence)	√	无	无	无	无
	新加坡交易所证券交易会会员	√	√	无	无	无
	新加坡交易所中央存托结算会员	√	√	无	无	无
	新加坡交易所衍生品交易会会员	√	√	√	无	无
其他	新加坡交易所衍生品清算会员	√	无	无	无	无
	新加坡交易所中央存托托管会员	√	√	无	无	无
	伦敦证券交易所会员	√	无	√	√	无
	绿宝石交易平台会员	√	无	√	√	无
	澳大利亚金融服务 (AFS) 牌照	√	√	√	无	√
	新西兰金融服务执照	√	√	√	无	无
	日本金融工具交易者 (FIBOs)	√	无	√	无	√
	日本证券业协会会员	√	无	√	无	√
	日本投资顾问业协会会员	√	无	无	无	无
	加拿大投资业监管组织会员	√	无	√	无	√
加拿大投资者保护基金注册会员	√	无	√	无	√	
马来西亚资本市场服务 (CMSL) 牌照	√	无	无	无	√	

资料来源: 各公司公告, 监管官网, 华泰研究

## “人有我优”，产品设计降维打击

如果说美股交易能力拉开了富途和其他香港本地券商的底层交易能力差距，具备互联网思维、符合投资者使用习惯的交易 APP 产品设计则进一步拉开了竞争的表现差距。特别在面临美国互联网券商巨头 IBKR 时，富途的产品亦有独到的竞争力。

富途 APP 的 UI/UX 优势已经被大规模用户口碑验证。在同业对比中具有优势，仅 IBKR 在 Google play 美国区能在评分和打分数量上同时好于富途。香港 App Store 页面显示，富途牛牛评分为 4.7 分、共有 9.6 万则评分；Google Play 页面显示，其评分为 4.5 分、共有 1.9 万条评价。应用商店评分当然并不只反映 UI 和 UX 本身，也包含费率、行情与客服等综合体验，但在如此大的评价样本下，高分本身已意味着产品完成度和易用性获得了广泛用户认可。有趣的是，一个发布在小红书上关于如何将 IBKR 调整成富途持仓界面的帖子收到了近 800 个赞和 1200 多个收藏，侧面反映出大家对于富途 APP UI 设计的认可。

富途 APP 的优势还体现在流程设计上。公司早期就在香港推出了 100% 线上开户，并把开户流程压缩到大约 3 分钟。与此同时，公司还会把资讯和内容按照多个标签分类，并通过算法做个性化推荐，让用户更快找到自己关心的市场信息和功能入口。对于零售投资者来说，这种“少切换、少学习、少等待”的使用体验，实际上就是 APP 壁垒的重要来源。

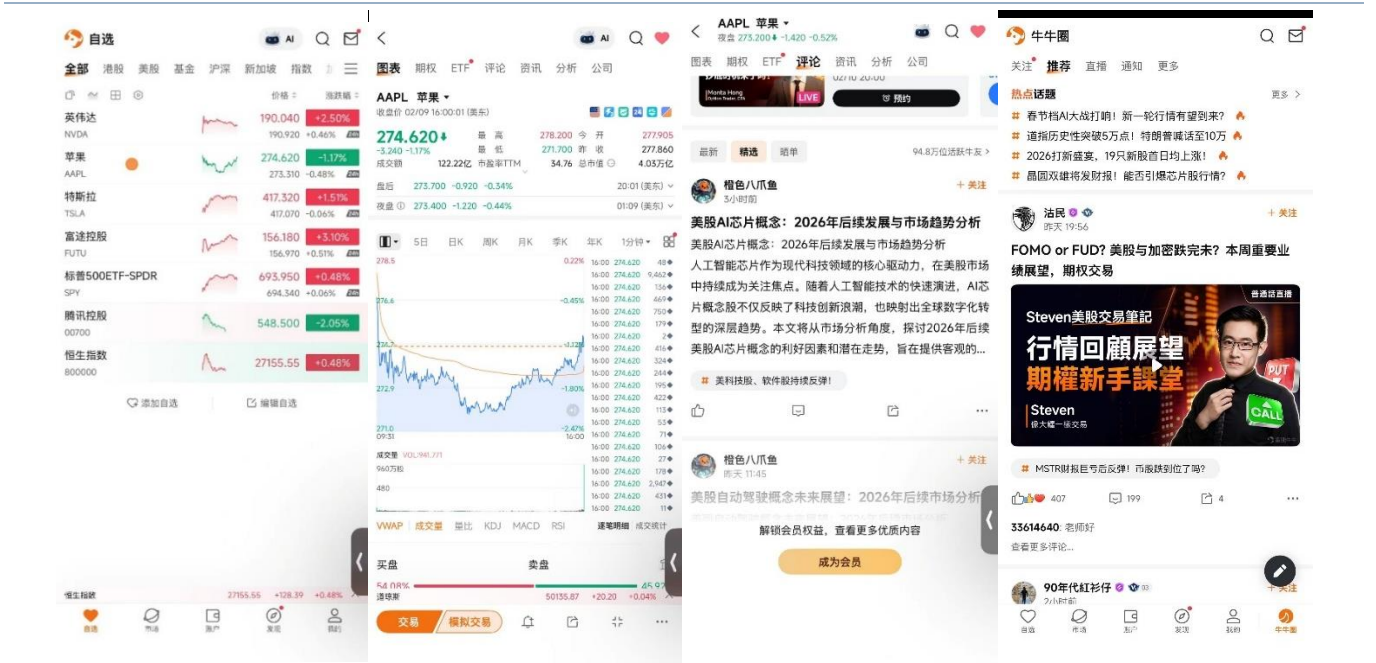
图表7：富途：APP 评分和打分数量具有优势

	Google Play-美国		Apple store-香港		Apple store-美国	
	评分	评分数 (万)	评分	评分数 (万)	评分	评分数 (万)
富途牛牛	4.5	1.9	4.7	9.6	4.3	0.0042
MooMoo (富途国际版)	4.5	4.83	na	na	4.7	3.4
IBKR	4.6	6.53	4.3	0.26	4.5	1
Tiger Trade (老虎证券)	4.4	1.09	4.8	0.33	4.7	0.2495
TradeUP (老虎美国版)	4.2	0.0559	4.5	0.0004	4.0	0.0324
华泰涨乐全球通	3.2	0.0166	3.0	0.0112	2.7	0.0021

注：数据截至 2026 年 3 月

资料来源：App Store, Google Play, 华泰研究

图表8：富途：符合用户使用偏好的 APP 主页、交易页面和讨论页面



资料来源：富途 APP, 华泰研究

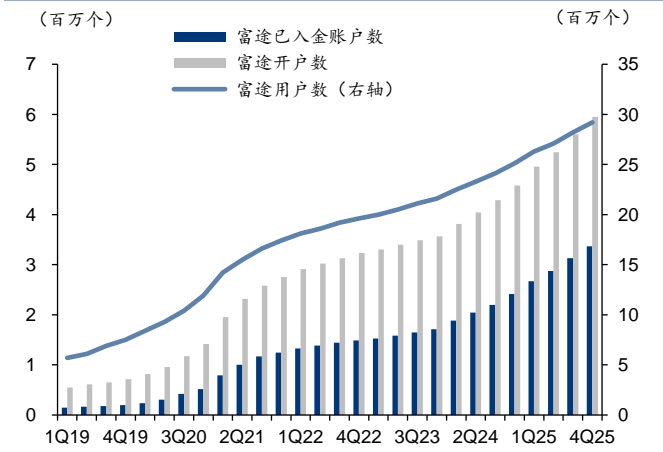
图表9: 富途 APP 的界面受到青睐



资料来源: 小红书, 华泰研究

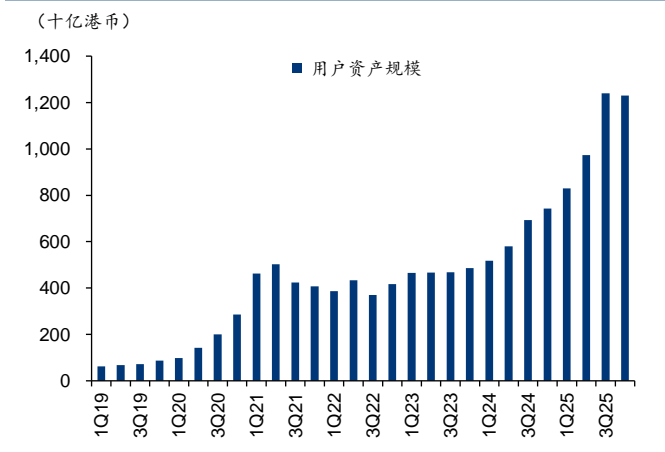
富途 APP 的好用, 最终已经体现在流量和用户增长上。4Q25 末富途用户数量逼近 3,000 万, 开户数约 595 万, 入金账户数达到 337 万, 整体用户资产规模达到了 1.2 万亿港币。2025 年公司的平均 DAUs 达到了 197 万。

图表10: 富途: 入金账户比例较高且持续增长



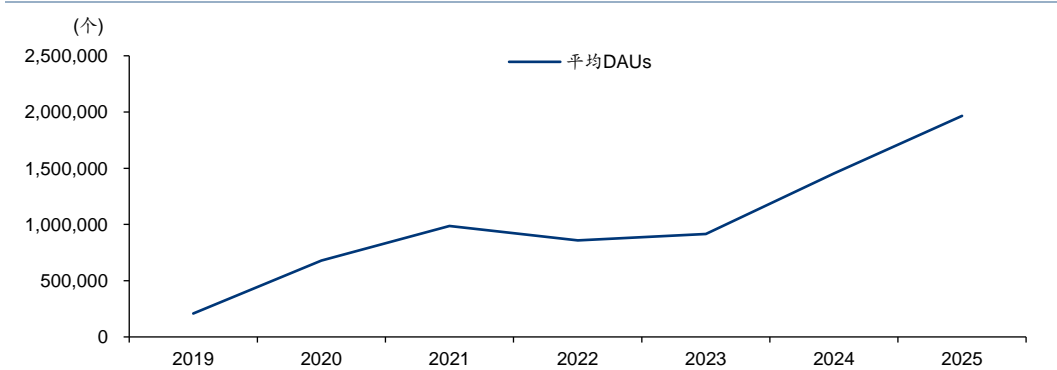
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表11: 富途: 用户资产规模快速增长



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表12: 富途: 日活用户数



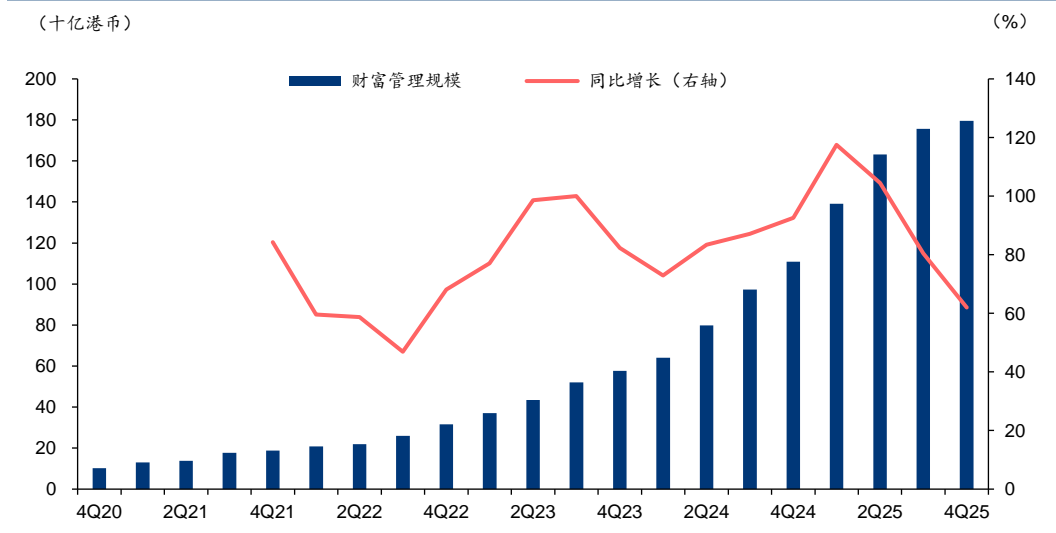
资料来源: 公司公告, 华泰研究

## 重视非交易功能

富途的社区功能是提升用户活跃度和交易频率的重要工具。在富途打造的牛牛圈中，用户不仅可以看行情和资讯，还可以与其他投资者和“大V”交流，通过上市公司企业账号掌握一手业务动态，并观看上市公司业绩会直播。根据公司招股书，2018年12月内至少10天访问“牛牛圈”的社交活跃客户，平均交易次数为51.7次，而非社交活跃客户平均只有22.3次。2020年时公司也曾披露，社交活跃客户的交易频率大约是非社交活跃客户的3倍，反映出社区的繁荣能够真正意义上影响用户的交易行为。

如果说社区提升的是“人”的粘性，那么财富管理提升的就是“钱”的粘性。富途大象财富成立于2019年，最初只是财富管理功能的补充，但目前已成为客户资产沉淀的重要抓手。2020年底其财富管理资产为102亿港元，随后快速增长，至4Q25已达到1,796亿港元。对零售金融平台而言，能够把原本用于交易的资金，持续转化为基金、债券等配置型资产，说明平台粘性正在加强。值得一提的是，控股象象银行后，富途的财管业务将更完善，除了为用户提供常规的存款服务外，公司已上线了公募基金和保险产品，未来或将有更多产品陆续上线，我们预计能够进一步提升用户留存。2Q25入金账户的季度留存率高于98%，并且同期其他收入同比增长175.8%，主要由于基金分销服务收入和汇兑收入提升。虽然不能简单地把高留存完全归因于财富管理，但我们认为财富管理或许已经成为提升客户留存和收入多元化的重要组成部分。

图表13：富途：财富管理规模



资料来源：公司公告，华泰研究

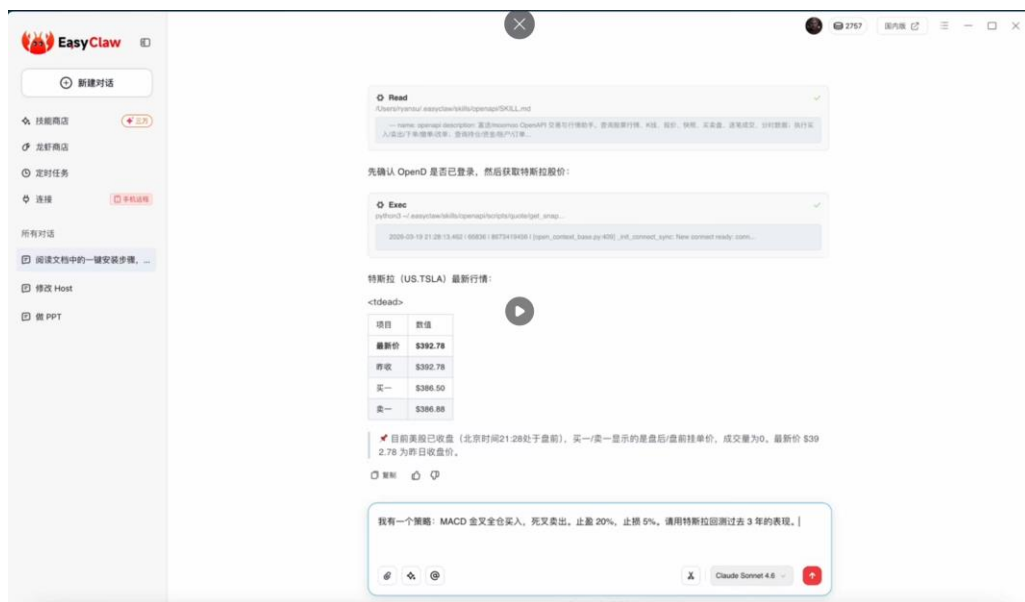
## 主动拥抱 AI

富途的 AI 布局逐步升级，从最初的问答工具逐步延伸到低门槛的策略生成、回测和执行。25年3月，富途推出接入 DeepSeek-R1 的问答功能工具——“牛牛 AI”，赋能投资者精准获取资讯以辅助投资。随后富途又于25年12月推出了 AI 程式交易 (AI Algo Trading)，为投资者提供了低门槛的量化交易工具。26年3-4月，富途又陆续推出 API Skills 和 Skills hub，让投资者通过自然语言将投资策略落地，实现无代码 24 小时自动化执行。

**AI 产品相对完整。**富途的 AI 产品可以分为 2 类，第一类是内置在 App 里的牛牛 AI，主要处理市场异动解读、选股、诊股和持仓分析；第二类是 Futu API Skills，用来把 AI Agent 接入真实行情和交易体系。根据富途开放文档，Futu API Skills 支持 5 个市场、65 个 API 接口，覆盖实时行情、智能交易和实时推送三大能力，用户可以直接用自然语言调用报价、K 线、选股、下单、撤单、持仓查询和策略回测等功能。

富途 AI 的优势在于链路完整且安全性高。首先，链路很完整，用户可以用富途的 AI 实现看信息、做判断、写策略、跑回测、下交易、管持仓，几乎可以覆盖投资的各个环节。并且底层数据和接口也已经提前铺设好，可覆盖 5 个股票市场（港、美、沪深、新、日）和 65 个接口。其次，富途 AI 十分注重安全性。市场上的大多数产品对接 AI 时会直接把密码交给 AI，具有较高的风险，而富途采用 OpenD 本地网关架构，交易密码全程在本地输入，AI 无任何自动转账权限，保证了资金的安全可控。并且交易策略也被完全保密，富途不会主动上传个人策略。

图表14：富途：AI 使用界面



注：图中交易策略仅是公司 AI 产品演示视频中的示例  
资料来源：公司官网，华泰研究

## 客群扩展至全球投资者

在业务初期，富途曾瞄准华人“三高”客群的美股交易需求。富途的创始人曾将富途的用户形容成高学历、高收入、高素质的中产精英群体，1Q21时96%的用户为本科及以上学历，一线城市用户占比59%，来自TMT、金融行业的80后财富新贵占绝大多数，户均资金量超过58万港币。自创立以来，美股交易一直是富途最稳定的产品抓手，中国投资者对海外资产配置的需求和中概股热潮共同支撑了富途早期的用户积累和交易增长。

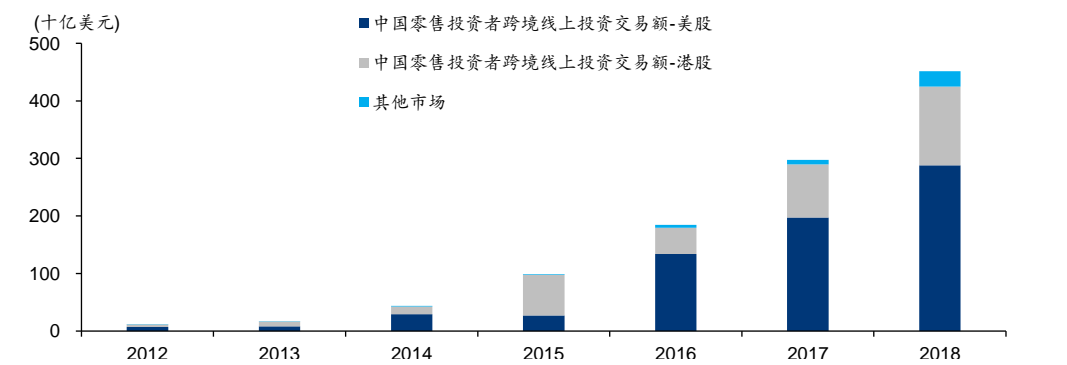
**富途加速推进国际化。**Moomoo 2018年落地美国，2021年进入新加坡，2022年进入澳大利亚，2023年上线日本和加拿大，2024年进入马来西亚，2025年扩展到新西兰，版图持续向海外市场铺开。到4Q25末，非大中华地区存量入金客户占比已达到55%，净入金占比也由4Q24的24%提升至4Q25的40-50%，海外布局已进入兑现阶段。

### “三高”客群是早期切入点

**瞄准“三高”客群。**富途的创始人李华曾经将富途的用户概括为“三高”，即高学历、高收入、高素质。富途在21年的官方公众号文章中指出，公司96%的用户为本科及以上学历，一线城市用户占比59%，其中来自TMT、金融行业的80后财富新贵占据了绝大多数。这些年轻的精英中产经历了中国移动互联网的爆发式增长，养成了对极致用户体验的依赖，同时积累了可观的财富，对海外资产配置有一定需求。富途凭借稳定、快速响应的交易服务，和内容丰富且符合用户使用偏好的产品，受到了“三高”用户的青睐。

在早期，富途抓住了中国内地投资者的跨境投资需求。2012年李华创立富途时，中国投资者的海外投资热情正快速增长。富途招股书显示，2012-18年中国投资者境外线上零售证券交易额复合增速高达83.7%，18年达到4,516亿美元，其中美股交易额2,881亿美元，占比达到64%；港股交易额达到1,367亿美元，占比约30%。根据公司公告，18年时富途的大多数注册客户和付费客户仍居住在中国内地，直到2020年年报中，富途仍然提到有大量用户是中国内地国籍（尽管富途的境内实体并不从事经纪业务）。可以说，在创立初期的那几年，富途踩中了中国内地投资者的跨境投资潮。

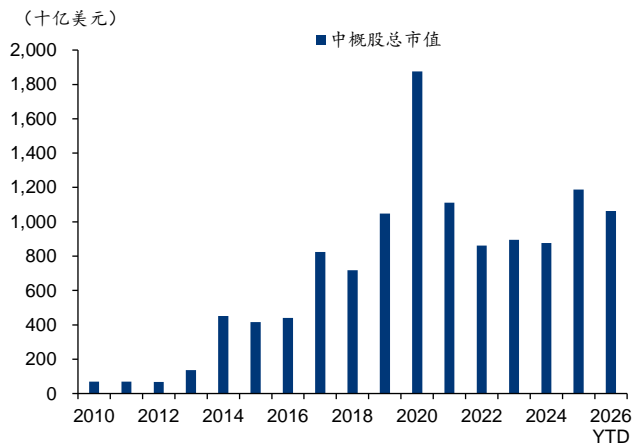
图表15：中国零售投资者线上跨境投资交易额快速增长



资料来源：富途招股书，华泰研究

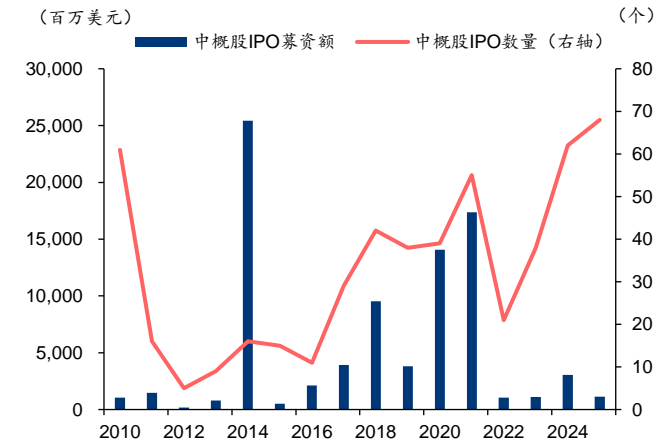
中概股热潮曾为富途的发展提供机遇，但如今占比已经较低。富途诞生和快速发展的这十年，恰好是中概股快速发展的十年，大量中国独角兽企业奔赴美国上市，典型如阿里巴巴、京东、微博、拼多多等。中概股的总市值在2020年一度接近2万亿美元。更为重要的是，在美国上市的这些互联网公司在当时不但代表了中国最前沿的行业，更是中国千万投资者耳熟能详的明星企业。这都带动了投资者投资美股的热情。不过随着富途国际化扩张，如今中概股在富途的业务版图中份量越来越轻，4Q25中概股在美股交易量中仅占10%。

图表16: 中概股总市值



注: 数据截至 2026 年 4 月 10 日  
资料来源: Wind, 华泰研究

图表17: 中概股 IPO



资料来源: Wind, 华泰研究

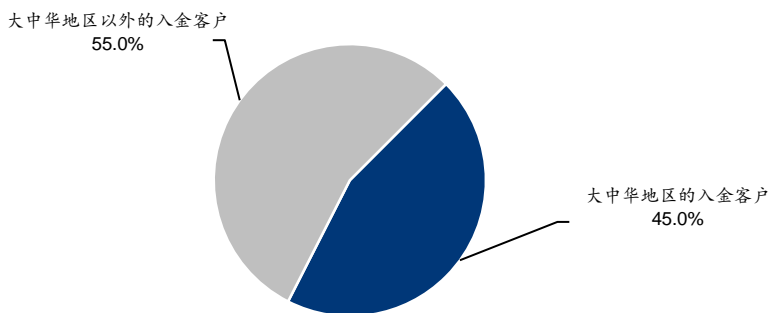
### 国际化快速推进, 已取得显著成效

2022 年中国内地对互联网券商的严监管是国际化节奏明显提速的推手。中国证监会在 2022 年 12 月 30 日明确指出, 富途和老虎未经核准面向境内投资者开展跨境证券业务, 并提出有效遏制增量、有序化解存量的整改思路, 其中包括禁止招揽境内投资者、发展境内新客户和开立新账户; 2023 年 2 月的官方答问又重申了这一整治方向。对富途而言, 这意味着过去依靠内地投资者带来的增长空间被收窄, 海外本地化获客从可选项成为了必选项。

但富途的国际化并非始于 2022 年, 当年的监管收严只是催化剂, 不是起点。从时间线看, 富途的国际化先从美国和新加坡起步, 后又扩展至全球各地。富途早在 2018 年就已成为 FINRA 成员并在美国设办公室, 2021 年 3 月正式上线新加坡业务。2022 年富途进入澳大利亚, 并在同年让新加坡子公司成为首家拿到 SGX 证券、衍生品、清算和托管相关全套资格的数字券商; 2023 年 9 月正式上线日本经纪业务, 同年 9 月进入加拿大; 2024 年 2 月正式进入马来西亚; 2025 年又把版图扩展到新西兰。

国际化已经取得显著成效。4Q21 公司约 90% 的新增付费客户来自中国香港、新加坡和美国。真正的变化在于, 2022 年以后, 富途的国际化板块快速从港、新、美三地向日本、加拿大、马来西亚、澳大利亚等多市场扩张。4Q25 末存量入金客户数中, 大中华地区以外的占比已经提升至 55%, 其中比较大的是新加坡和美国, 同时非大中华地区的净入金占比由 4Q24 的 24% 提升至 4Q25 的 40-50%, 这说明国际化进程已经取得了显著的成功。

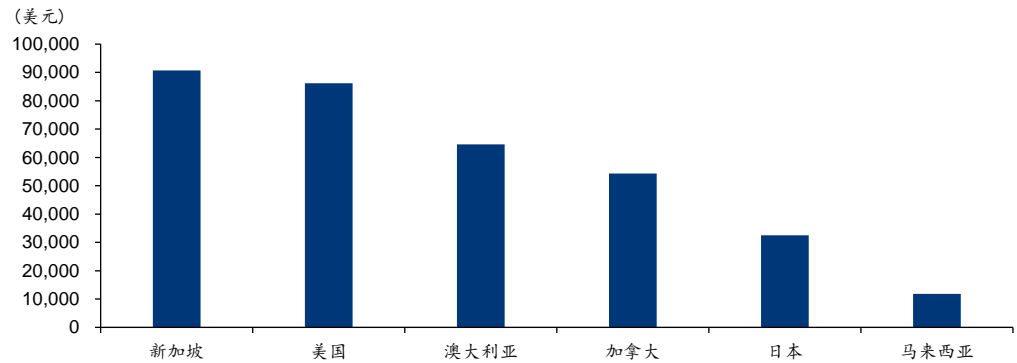
图表18: 富途: 大中华/非大中华地区的存量入金客户分布 (4Q25)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

**主要瞄准具有潜力的发达经济体。**观察富途已经进入的市场，可以发现四类特征。资本市场要成熟、监管制度要清晰、外来机构要有持牌路径、居民收入和投资意愿要足以支撑线上券商的长期 AUM 积累。世界银行数据显示，除马来西亚外，富途优先布局的大多数市场 2024 年的人均 GDP 都在 3 万美元以上，其中新加坡、美国、澳大利亚和加拿大都在 5 万美元以上。这类市场更容易支撑较高客单价、较强入资能力和更稳定的财富管理需求。

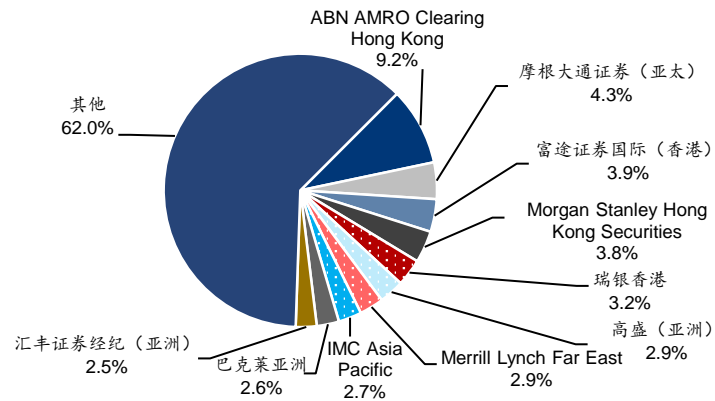
**图表19：海外主要市场的人均 GDP（2024 年）**



资料来源：Wind，世界银行，华泰研究

**如今中国香港是富途的业务基本盘。**从用户侧看，4Q25 富途的存量入金用户中约 30% 来自中国香港，在各市场中占比最高。富途深受中国香港用户的青睐，实现了“每两个香港成年人就有一个富途用户”，渗透率达到 50%。另外富途的港股交易量同样领先，20-30% 的交易额来自港股。根据捷利金融云的数据，2026 年 3 月富途证券国际(香港)以单月 2,683.32 亿港元的成交额在香港券商中排名第 3，中资券商中排名第 1。

**图表20：港股券商成交综合排行榜（2026 年 3 月）**



资料来源：捷利金融云，华泰研究

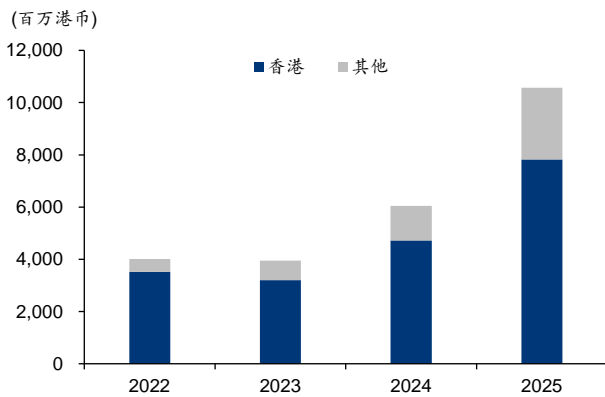
**美国是富途最不能缺席的海外市场。**美国资本市场可以说是世界上最有活力、流动性最强的市场之一。Gallup 2025 年调查则显示，62% 的美国成年人持有股票。对富途而言，由于其主要满足各类投资者交易美股的需求，因而进入美国展业，拿到美国的监管牌照自然是最符合逻辑的选择。事实上，美国自 2018 年起就是富途国际化的早期支柱之一。4Q21 时中国香港、新加坡和美国合计贡献约 90% 的新增付费客户。4Q22 公司开始强调“质”大于“量”，美国新客户首月平均净入资较上一季度提升约 40%。

**新加坡同样是富途海外扩张中最成功的市场之一。**新加坡作为亚洲发达经济体，拥有繁荣的金融业，并且监管当局建立了相对清晰的金融秩序，是富途国际化的重要落脚点。2021 年 3 月正式上线后，仅到 2021 年 6 月当地入金账户就突破 10 万个，2022 年拿齐 SGX 全部会员资格。4Q23 富途的新加坡分公司首次实现盈利突破。23 年末的总客户资产余额提升 115.8%，入金客户平均资产余额超 10 万港元。2024 年新加坡用户数超过 100 万，并在外部行业协会 SIAS 的 2023/2024/2025 年评选中获得 Best Retail Broker Award 提名。

日本是富途中长期最值得关注的增量市场之一。日本作为发达国家市场，人均 GDP 超过 3 万美元。同时日本也建立了面向海外金融机构的英文市场准入机制和 Financial Market Entry Office，显示了日本监管的开放态度。富途 2023 年 9 月启动日本线上经纪业务，2024 年 4 月上线日股交易，2024 年 5 月 Moomoo App 在日本下载量达到 100 万次，并成为日本下载量第三高的在线证券 App。2Q24 在公司的大力推广和加强产品供给的推动下，日本的新增入金客户数量环比双位数增长。

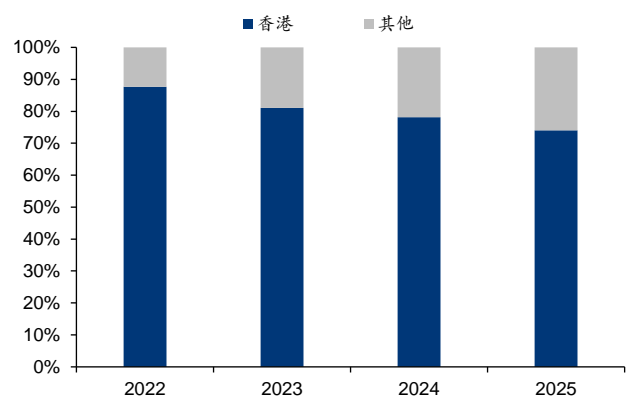
综合来看，富途的国际化进程不断加速，其在中国香港外的经纪佣金收入占比已经从 2022 年的 12% 提升至 2025 年 26%。

图表21：富途：经纪佣金及手续费收入-按地域



资料来源：公司公告，华泰研究

图表22：富途：经纪佣金及手续费收入结构-按地域



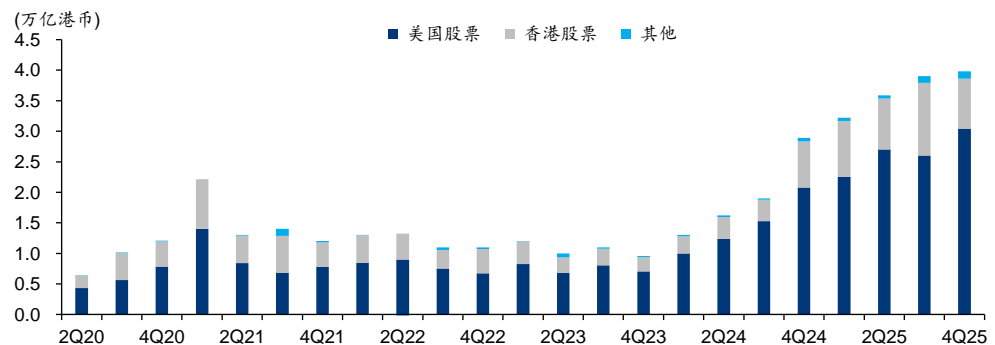
资料来源：公司公告，华泰研究

### 以美股交易为抓手做本地化

**全球投资者青睐美股。**各国中产阶级，尤其是亚洲中产，越来越倾向于做全球交易。这是因为美股作为全球最大的资本市场，具备了其他市场难以企及的“虹吸效应”。在过去的 10 年中，美股以科技股为主导的牛市具有较强的“赚钱效应”，吸引着全球投资者的关注。无论是 AI 浪潮、生物制药的突破，还是新能源汽车的革命，其价值发现的中心都在华尔街。并且随着社交媒体和自媒体的普及，美股不再遥不可及。中产阶级通过富途等平台可以近乎实时地获得美股的最新消息，一定程度上激发了他们的交易意愿。

**美股交易是富途全球化的业务抓手。**新加坡上线后三个月内，富途拿到 10 万入金客户，其中超过 40% 明确对美股交易感兴趣；日本经纪业务上线时，为本地投资者提供约 7,000 只可交易美股和 ETF，数量位居日本线上券商首位；在加拿大，2023 年富途先开通美股交易，随后再补加拿大股票；澳大利亚上线之初就同时提供澳股和美股，并在 2023 年在当地率先推出 24 小时美股交易。2025 年富途的全年交易额达到了 14.7 万亿港元，其中美股交易额高达 10.6 万亿港元，占比超过 70%。

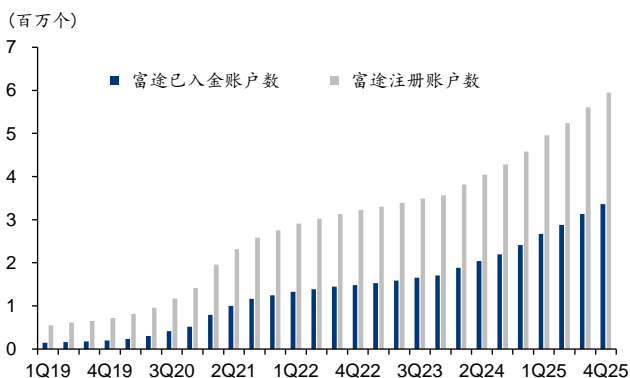
图表23：富途：撮合成交额中美股交易占比高



资料来源：公司公告，华泰研究

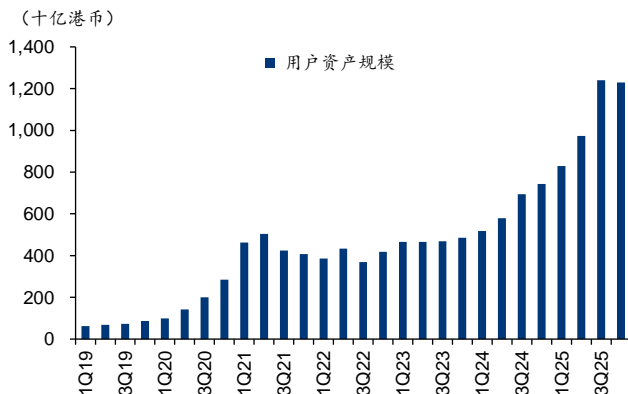
富途的国际化战略规划中，本地化是重要一项。本地化策略已经获得本地用户认可。2Q25 末，新加坡 20 至 70 岁常住人口里，每两人就有一人使用过 Moomoo，渗透率 50% (4Q22: 25%)。在日本，富途也推出了符合当地投资者偏好的 NISA account，4Q25 末富途在日本的客户资产同比翻三倍，截至 25 年 11 月，日本 Moomoo APP 累计下载量突破 200 万，巩固了富途日本第一外资券商的领先地位。在加拿大，富途专门为当地投资者上线了 Registered Retirement Savings Plan (RRSP) 和 Tax-Free Savings Account (TFSA)，以方便当地投资者纳税。在澳大利亚，富途在 2024 年开始为当地投资者提供基于澳大利亚官方清算和登记系统的股票交易服务，以增加当地投资者的灵活性和交易体验。在马来西亚，富途推出了马来西亚股票的电子 IPO 打新和符合伊斯兰教法的黄金基金，以满足当地投资者的需求。在美国，富途则通过纽约大都会队赞助、本地 IPO 分销和期权工具去做更深的本地渗透。富途的全球化扩张持续兑现，并支撑新入金用户的增长，4Q25 末入金客户数约 336.5 万户，同比增长 39.6%。4Q25 的新入金客户中，马来西亚和中国香港地区合计贡献超过 50%，其他市场如美国、新加坡、日本则各自贡献 10-20%。

图表24：富途：已入金账户数和注册账户数



资料来源：公司公告，华泰研究

图表25：富途：用户资产规模



资料来源：公司公告，华泰研究

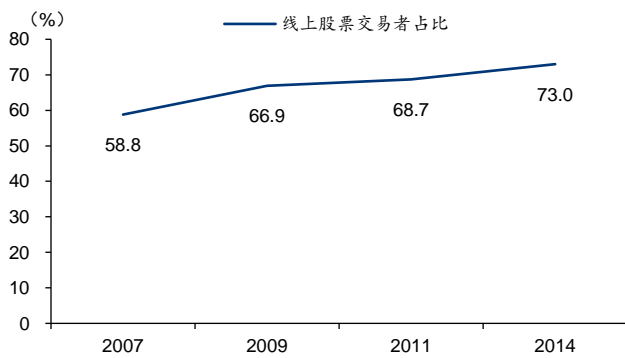
## 富途动了谁的奶酪？

富途的核心竞争力在于以“美股投资”为切入点，通过产品力和一体化平台重构了传统券商的业务逻辑。在中国香港，富途通过整合行情、内容、社区与交易，解决了费用高、体验差和跨市场投资不便的问题；在海外，富途复制“便捷投资美股”的模式，叠加本地化运营，快速切入新加坡、日本、美国等市场并抢占年轻与活跃投资者。从用户结构看，富途的用户资产规模适中、交易频繁但不过度激进、对价格不极致敏感，更看重工具、内容和跨市场体验，使富途得以在全球范围内建立差异化的竞争壁垒。

## 富途 vs. 香港本地券商

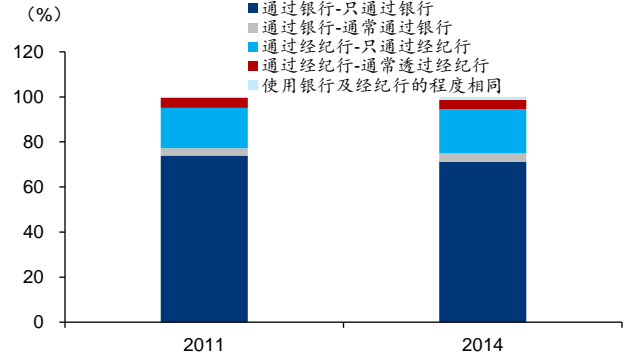
富途进入香港前，投资行为已经线上化，不过用户体验并不好。在富途成立的 2012 年前后，香港的证券交易市场是一个已经线上化，却仍被银行和传统券商逻辑主导的市场。港交所 2014 年零售投资者调查显示，73% 的股票交易者已通过在线方式交易，71.2% 只通过银行下单，19.7% 只通过券商下单。另外，富途在早先的招股书中曾提及，提供在线交易服务的香港券商数量已从 2007 年的 126 家增至 2016 年的 274 家。换言之，富途成立时的香港并不缺线上交易，缺的是能够把信息、社交和交易闭环起来的互联网券商。事实上，富途创始人李华曾在 2020 年的致股东信中提到，他于 2004 年腾讯赴港上市时第一次接触香港股票交易，彼时香港券商的界面与服务体验让他很不满意。

图表 26: 香港线上股票交易者占比



资料来源：香港交易所，华泰研究

图表 27: 香港证券交易者的证券交易渠道



资料来源：香港交易所，华泰研究

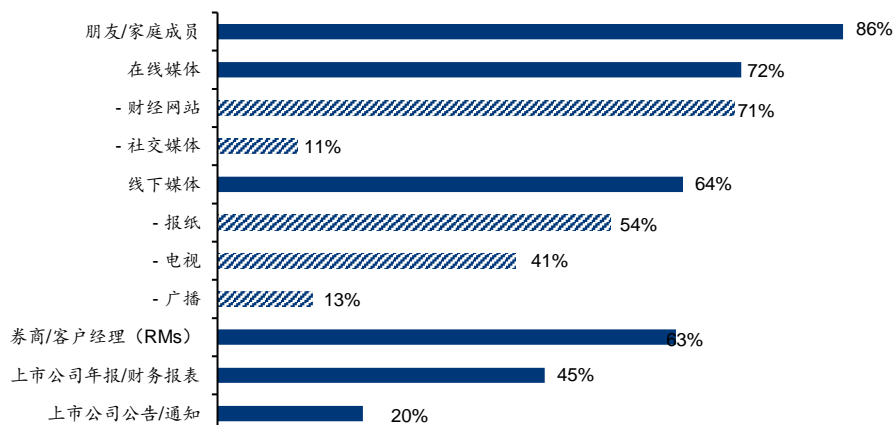
在富途出现之前，香港当地银行和传统券商已经能够提供基础行情、新闻与交易服务（如下图中，中银香港在 2012 年已经能提供简单的 market news）。从投资者实际行为看，香港投资者及理财教育委员会 (IFEC) 的数据显示 2017 年时投资者的信息获取仍高度分散，朋友/家人、在线媒体、财经网站、券商和传统线下媒体都在影响交易决策。因此，富途或许并不是第一个在香港提供财经信息的公司，但它能够把原本分散的行情、内容、社区与交易更高程度地整合到同一个移动端产品里。

图表 28: 2012 年前后中银香港的股票信息界面

Login to Internet Banking ▶ Investment ▶ Securities ▶ Stock Information

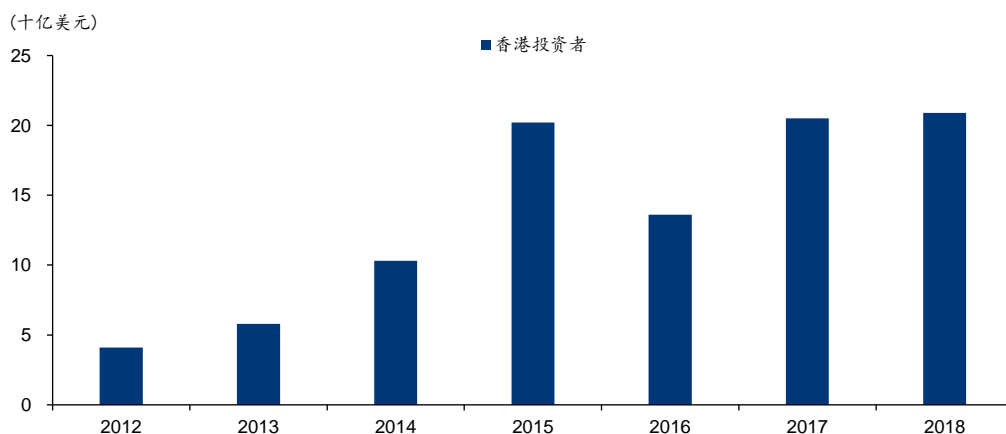


资料来源：中银香港 2012 年证券服务资料，华泰研究

**图表29：影响股票交易决策的关键信息来源（2017）**


资料来源：香港投资者及理财教育委员会 (IFEC)，《零售投资者研究 2017》，华泰研究

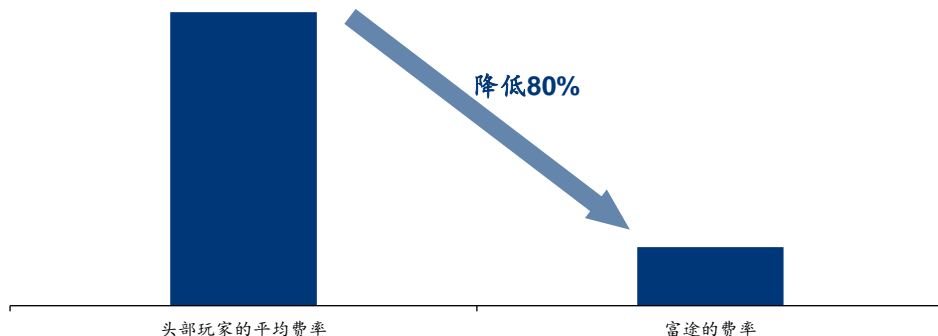
在富途成立前，中国香港居民仍然可以炒美股，但流程、费用和便捷度相对欠缺。富途招股书的数据显示，2018年香港投资者在美国线上证券市场中的交易量约为209亿美元，说明需求并不小。但以主流银行模式为例，手续和费用都更重。汇丰2017年的文件显示，港股标准佣金为成交额的0.25%，最低100港元。美股则需先完成W-8BEN和NYSE行情协议等开通过程，网上或手机渠道标准佣金为前1,000股18美元，其后每股0.015美元；电话下单则更高，前1000股38美金，后续每股0.015美金。再叠加SFC直到2018年7月、2019年6月才陆续完善远程开户指引，可以看出当时香港居民不是没有炒美股的需求，只不过暂时没有一种便捷、低成本、高体验的方式能够满足这种需求。

**图表30：中国香港投资者在美国线上零售证券交易中的交易量**


资料来源：富途招股书，华泰研究

富途在香港解决了4大核心痛点，费用、体验、跨市场和内容闭环。按照其招股书引述的Oliver Wyman数据，2018年富途的佣金大约是香港头部玩家平均水平的五分之一。在交易之外，富途把行情、交易、社区、直播、投教、融资乃至IPO申购和ESOP入口压缩到同一平台。2018年12月，富途的社区平均日活超过15.17万，日活用户平均每个交易日停留24.1分钟，这说明富途除了能够抓住交易订单外，还能够抓住一段段的用户使用时长。

图表31：2018年富途的佣金大约是香港头部玩家平均水平的20%



资料来源：富途招股书，华泰研究

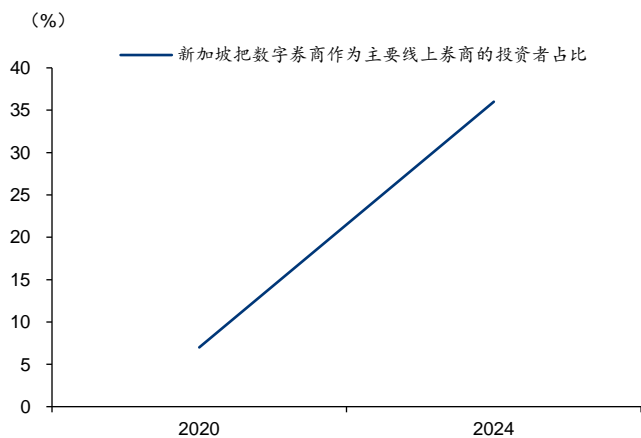
### 富途 vs. 海外券商

富途在新加坡抓住了投资行为线上化的趋势。富途进场前，本地居民已经可以通过 DBS Vickers、UOB Kay Hian、Phillip 等平台交易新加坡、中国香港、美国、加拿大、日本和澳大利亚等多个市场的股票，银行系和老牌本地券商的基础设施很成熟。与富途进入新加坡同时发生的，是当地投资者的投资行为正逐渐线上化，一定程度上加速了富途在新加坡的扩张速度。Business Times 引用 Investment Trends 的数字显示，把数字券商作为主要线上券商的投资者占比，从2020年的7%升到2024年的36%。

富途在新加坡最吸引银行系和传统本地券商手里的年轻投资者。新加坡当地传统券商 UOB Kay Hian 在2021年时已经意识到了 Moomoo 和老虎这些新平台拥有较强的竞争力，并称这些平台吸引的通常是年轻、且喜欢自主决策的投资者。

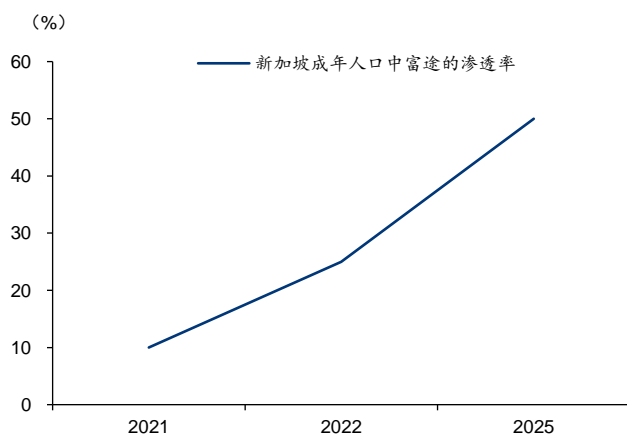
富途在新加坡快速扩张。Moomoo 于2021年3月正式上线，到6月入金客户已突破10万；到22年末，用户数已超过当地20至70岁常住人口的25%。随后它把“本地人投资美股”的便利性继续做深，2023年率先在新加坡推出24小时美股交易。到2024年末，Moomoo 已在新加坡累计下载量和 DAU 上位居券商 App 第一。2Q25 新加坡20至70岁居民中“每两人就有一人用过 Moomoo”。

图表32：富途：已入金账户数和注册账户数



资料来源：Business Times, Investment Trends, 华泰研究

图表33：富途：新加坡成年人口中富途用户的渗透率

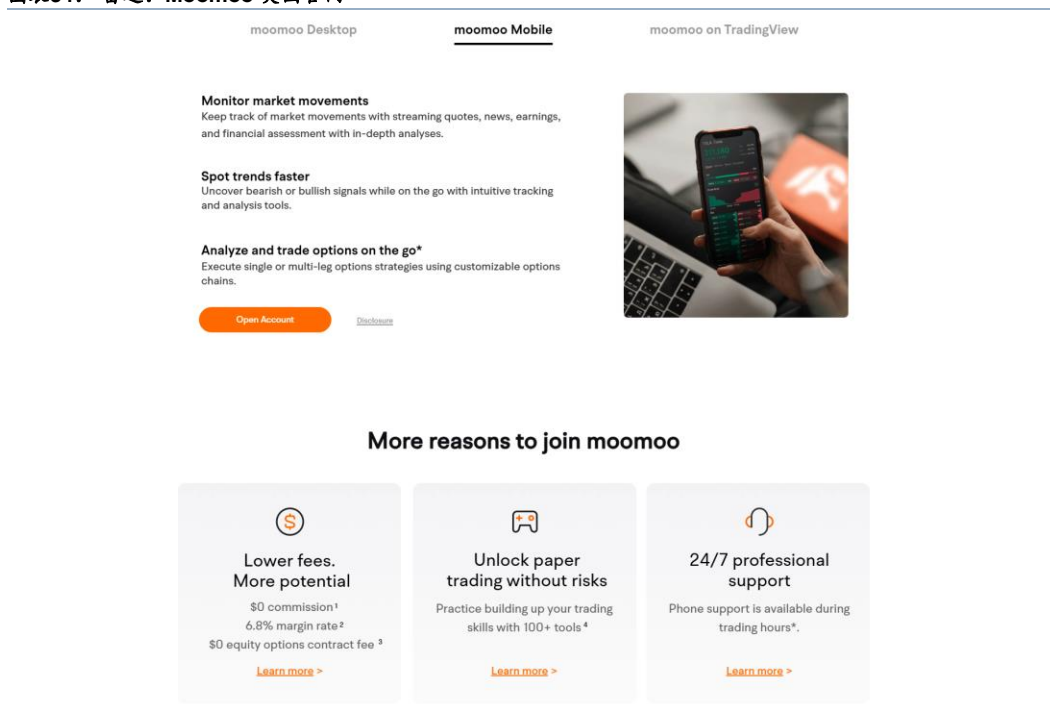


资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

在美国，富途主要吸引的是活跃交易投资者。Moomoo 美国站长期主打美股、ETF、期权零佣金与零合约费，叠加 100 多个分析工具、AI 功能、模拟交易和桌面端。1Q25 富途美国新增入金账户增长提速，原因之一就是 active trader 功能增强和高曝光广告；3Q25 美国新增入金账户环比高双位数增长，期权交易人数和期权合约量也都双位数增长；4Q25 美国成为富途净入金的重要来源，平均客户资产环比增速是所有市场里最快的。

由于富途对活跃投资者的强吸引力，我们推测富途在美国的主要竞争对象集中在 Robinhood、Webull、IBKR 这类平台的活跃交易平台上。过去几年零佣金券商拉低了普通美国人进入股市的门槛，Reuters 的报道显示 2025 年美国零售交易一度占到市场活动的 20% 到 25%，高点甚至达到 35%。富途美国业务能连续拿到入金账户、期权交易人数和客户资产的增长，说明它在高活跃度市场已经抢到一定位置。

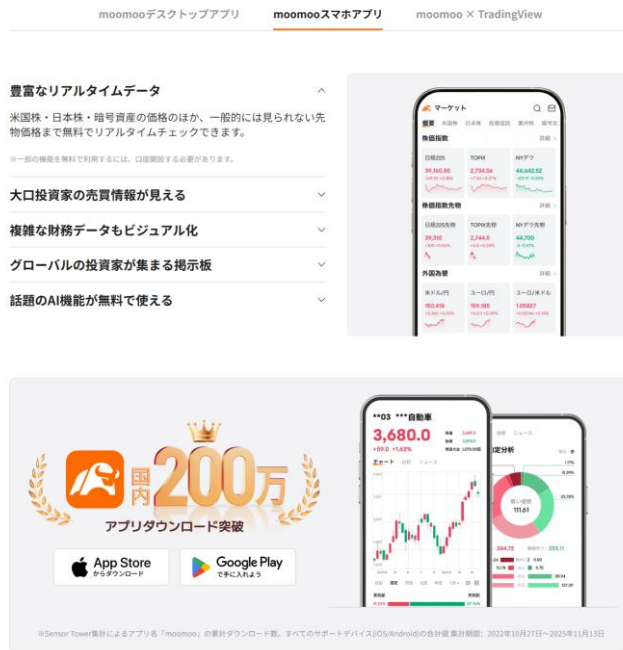
图表34：富途：Moomoo 美国官网



资料来源：公司官网，华泰研究

在日本，富途满足当地投资者的美股投资需求，把投美股做得“更顺手、更集中”。日本市场本身具有较强的封闭性，本土企业长期主导行业生态，富途的选择是避开竞争激烈的日股市场，转而聚焦美股业务，进行差异化竞争。然而在富途进入之前，日本居民已经有投资美股的手段，如 Monex 长期主推美国股票、盘后交易和低至 0 美元起的手续费，SBI 和 Rakuten 的官网也都把美股作为重点产品线来经营。但富途的优势是更便宜、好用的产品和更丰富的投资选择。在日本，Moomoo 提供 7,000 支美国股票和 ETF（2023 年时比第二名多 30%），并且 NISA 账户的交易手续费仅 0 日元，为业内最低。同时，Moomoo 支持 24 小时交易，能快速响应财报公布后的波动。另外，Moomoo 的投资公告板同样允许投资者进行讨论和意见交流。截至 2025 年 11 月，Moomoo 在日本的累计下载量已突破 200 万，进一步巩固了日本第一外资券商的领先地位。

图表35：富途：Moomoo 日本官网



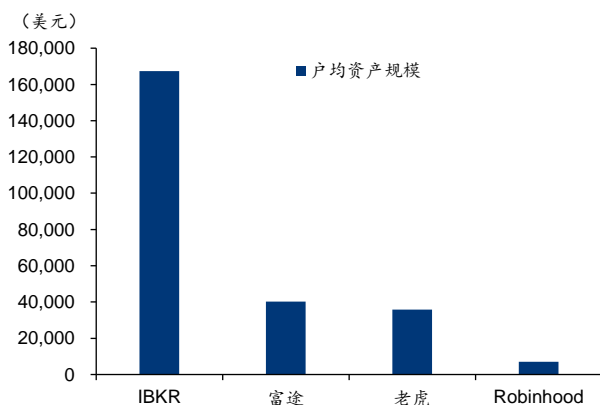
资料来源：公司官网，华泰研究

### 富途的用户与其他互联网券商有何差异？

富途的用户并不是类似 Robinhood 的低门槛零售交易者，也不是类似 IBKR 的机构投资者或“大户”，而是处于两者之间的活跃投资者。这类投资者的关键特征是，账户资产规模不低，但也没到专业投资者的量级；交易活跃度显著高于市场整体水平，但和同业相比又并不突出；杠杆使用并不激进；用户愿意为更好的工具、内容、社区与跨市场投资体验付费。

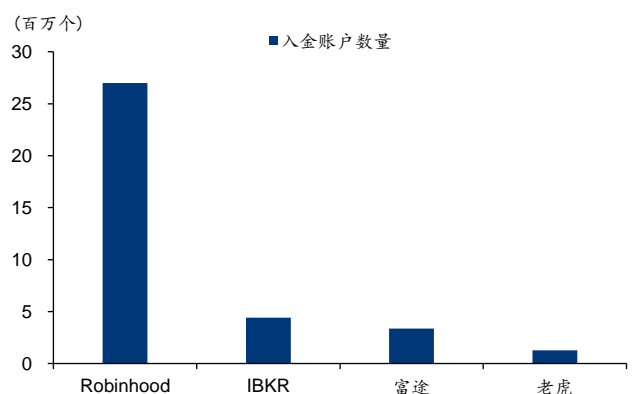
富途用户处在“质”与“量”的中间地带。Robinhood 主要面向大众化的零售投资者，账户规模庞大，但单个投资者的资金体量并不大。而 IBKR 则更专注于半职业投资者和机构投资者，单个客户的投资体量突出。富途则介于 Robinhood 和 IBKR 之间，用户平均投资规模不低，并不是“入门级”投资者，但未到“大户”或者机构投资者的水平。1Q23 至 4Q25 期间，单个富途用户的平均资金规模约 4 万美元，与老虎的 3.6 万美元接近，介于 Robinhood (6,992 美元) 和 IBKR (16.7 万美元) 之间。虽然并不主打“大众化”，但是富途的账户量也并不低，虽然显著落后于 Robinhood，但与 IBKR 的差距并不明显，同时领先老虎证券。4Q25 富途拥有 337 万个入金账户，领先老虎的 125 万个，小幅落后于 IBKR 的 440 万个，但明显低于 Robinhood 的 2,700 万个。

图表36：户均资产规模对比



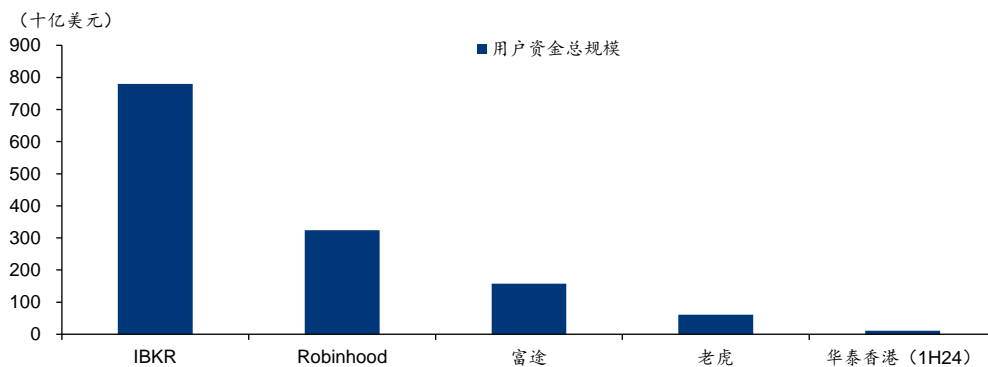
注：1Q23-4Q25 季度末数据的平均值  
资料来源：各公司公告，华泰研究

图表37：客户数量 (4Q25)



资料来源：各公司公告，华泰研究

图表38：用户资金规模

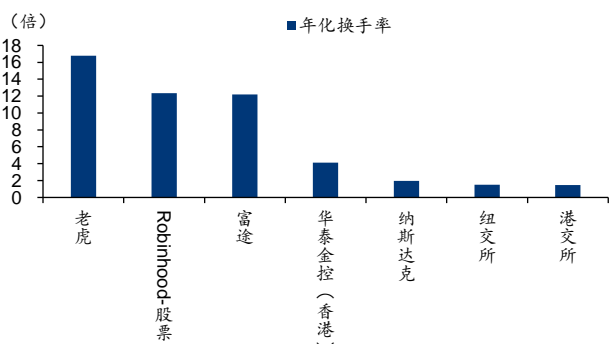


资料来源：各公司公告，华泰研究

换手率角度看，使用富途的投资者热爱交易但相对不激进。富途的用户热爱交易和调仓，“入池率”不低。1Q23至4Q25平均年化换手率约12倍，显著高于25年纳斯达克、纽交所、港交所的1.5-2倍，同时也高于部分传统券商的海外机构，如1H24华泰金控（香港）的交易换手率约4.1倍。但富途吸引的也并不是最激进的那一批投资者或高频量化投资者。我们注意到富途用户的换手率要低于老虎的16.8倍（1Q23-4Q25均值），并且3Q24时富途的客均DART约0.33，显著低于IBKR的约0.9-0.95，意味着一个富途的用户平均3天交易一次，而一个IBKR的用户基本上平均1天要交易一次。

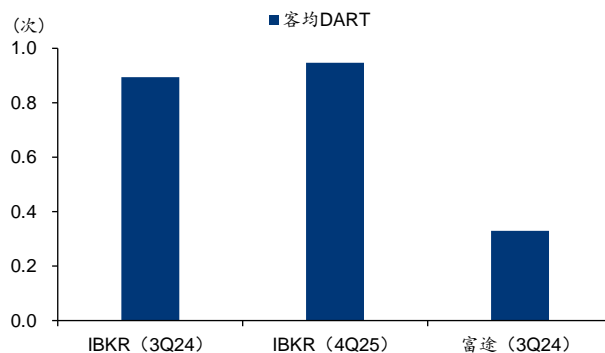
富途用户对杠杆的使用相对适度。富途融资渗透率为6.49%（1Q23-4Q25均值），高于Robinhood的3.87%，但低于老虎的10.44%与IBKR的10.96%。这意味着富途用户并不排斥杠杆，但他们的杠杆使用强度又没有达到老虎/IBKR那类更激进或更硬核投资者的水平，换句话说，富途用户是“敢用杠杆，但不至于过火”的活跃投资者。

图表39：年化换手率



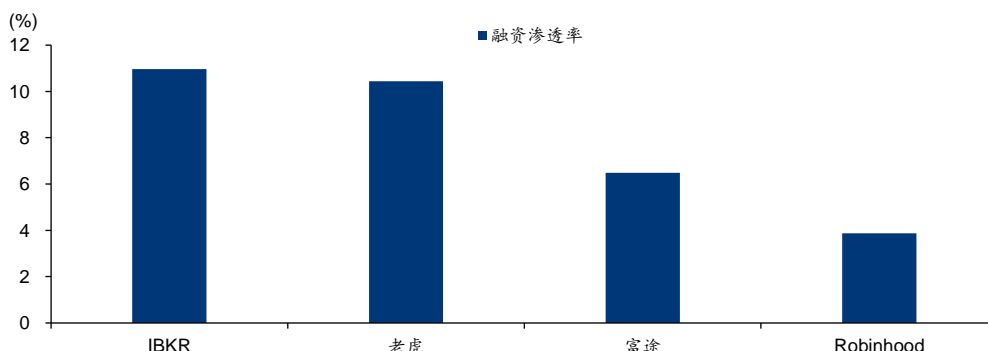
注：富途、老虎和Robinhood是1Q23-4Q25均值；Robinhood为股票换手率，不含衍生品和虚拟资产；华泰金控（香港）是1H24数据；交易所是25年数据  
资料来源：各公司公告，华泰研究

图表40：客均DART (Daily average revenue trades)



资料来源：各公司公告，华泰研究

图表41：融资渗透率 (融资余额/客户资金总规模)



注：1Q23-4Q25季度末数据的平均值  
资料来源：各公司公告，华泰研究

费率层面同样值得注意，富途的交易费率并不便宜。在美股交易上，富途当前公开佣金为 0.0049 美元/股、最低 0.99 美元，并另收平台费 0.005 美元/股（或阶梯式收费）；这一水平与老虎大体相当，但并不优于 Robinhood 的零佣金、IBKR Lite 的零佣金，也未必优于部分活动期或会员制的传统中资券商的海外分公司。港股方面，富途佣金为 0.03%、最低 3 港元，并另收 15 港元或阶梯式的平台费；而老虎则在特定时间内提供 0 佣金服务，华泰涨乐全球通的部分会员档可做零佣金、零平台费。单看交易费率，富途并不占优势。这表明，富途用户并不是单纯为了更低的交易成本而来，他们更像是在为更便捷的产品、更完整的跨境场景和更强的内容生态付费。

图表42：主要券商的各项指标对比

	人均资产 (美元, 1Q23-4Q25 均值)	入金账户数量 (万, 4Q25)	用户资金规模 (十亿美元, 4Q25)	年化换手率 (1Q23-4Q25 均值)	户均 DART	融资净利率 (1Q23-4Q25 均值)	融资利率	主要交易费率 (美股/港股)
富途控股	40,154	337	158	12.2x	0.33 (3Q24)	6.49%	美股：4.8% 港股：6.8% A 股：8.8% 日股：2.8% 新加坡股：8.8%	美：\$0.0049/股 (Min \$0.99/单) + 平台费 (固定\$0.005/股或者阶梯式 0.003-0.01/股, Min\$1/单) 港：0.03% (Min HKD 3/单) + 平台费 (固 定 HKD 15 或者阶梯式 HKD 1-30) 美：\$0.0049/股 (Min \$0.99/单) + 平台费 (\$0.005/股, Min \$1/单, Max 0.5%*交易金 额/单)
老虎证券	35,799	125	61	16.8x	N.A.	10.44%	美元：4.8% 港币：6.8% 人民币：8.8% 新加坡元：8.8%	港：0 佣金+平台费 (固定 HKD15 或者阶 梯式 HKD 1-30) 注：港股 0 佣金在特定时间内，适用于特定 参与者。标准佣金费率为 0.029%。
盈透证券	167,415	440	780	N.A.	0.89(3Q24) ; 0.95 (4Q25)	10.96%	美元：(Pro) 4.14% - 5.14% ; (Lite) 6.14% 港币：(Pro) 3.281% - 4.281% ; (Lite) 5.281% 人民币：(Pro) 3.063% - 5.063% ; (Lite) 4.063%-6.063% 日元：(Pro) 1.021% - 2.021% ; (Lite) 3.021% 新加坡元：(Pro) 1.727% - 2.727% ; (Lite) 3.727%	美：(Pro-固定式) \$0.005/股 (Min \$1/单, Max 1%) ; (Pro-阶梯式) \$0.0005-0.0035/股 (Min \$0.35/单, Max 1%) ; (Lite, 仅面向美国居民) \$0 港：(固定式) 0.08% (Min HKD18) ; (阶梯式) 0.015%-0.05% (Min HKD4-18)
Robinhood	6,992	2,700	324	12.4x(股票); 5.2x (加密货币)	N.A.	3.87%	美元：3.95% - 5.0% (分档)	\$0 佣金

注：数据截至 2026 年 4 月 10 日，富途和老虎为在中国香港地区的收费标准  
资料来源：各公司公告，华泰研究

## 财务分析和预测

富途在 23-25 年取得了亮眼的成绩，这离不开全球资本市场在这三年亮眼的表现，但更加得益于富途优秀的产品力和海外扩张的成功。这三年，富途进一步巩固在中国香港、新加坡等市场的领先地位，同时进军日本、加拿大、马来西亚等新市场，以美股为抓手的同时不断丰富符合当地投资者偏好的投资产品，为当地投资者提供优质的投资服务。23-25 年，公司的入金用户数从 171 万跃升至 337 万，接近翻倍。用户的总资产规模增长更快，由 4,856 亿港元增长 153.3% 至 1.23 万亿港币。并且交易量高增 247%，由 4.2 万亿港币提升至 14.7 万亿港币。规模和交易量的增长为富途带来的亮眼的业绩，总收入在这三年增长了 128%，由 100 亿港元提升至 228 亿港元，归母净利润由 42.8 亿港元提升 165% 至 113.4 亿港元。

展望未来，我们认为富途全球化扩张的战略仍会持续兑现，并支撑业绩增长。公司对 26 年的新增入金用户数的指引是 80 万，是仅次于 2025 年的历史第二高。我们认为能够支撑这一增长的重要因素是海外新市场的扩张和原有市场的本地化渗透。结合公司历史上被多次验证的产品力和触达目标用户的能力，我们认为公司有望达成其指引，我们预计 26/27/28 年的新增入金用户数为 84/63/48 万个，入金用户数将达到 421/484/532 万个。

中东地缘冲突影响着全球宏观经济和资本市场的表现，市场情绪反复波动，在这一背景下，尽管公司表示 1Q26 的净入金规模有望达到历史最高水平，但从全年维度看我们预计 26 年客均资产规模相对持平，并在地缘因素逐渐被市场消化后，于 27 年和 28 年维持相对稳健的增长。我们预计 26/27/28 年的客均资产规模同比增长 0/5/5% 至 37/38/40 万港币。同样由于地缘因素导致的资本市场波动，我们预计 26 年投资者的交易意愿可能相比 25 年有所回落，但由于市场波动不小，换手率虽有回落但可能仍然处于较高水平。在市场波动率下降后，预计 27/28 年的换手率可能相比 26 年仍稍有回落。预计 26/27/28 年的换手率为 1250/1098/1087%。基于资产规模和换手率，我们预计 26/27/28 年的交易量为 17/19/22 万亿港币。

富途的经纪佣金及手续费收入会得益于交易量的增长，不过在业务扩张的过程中，虽然富途并不以低价取胜，但仍然会尽力为投资者提供有竞争力的费率，预计 26/27/28 年的交易佣金率可能略有下降，达到 0.070/0.068/0.066%，对应产生佣金收入 121/127/144 亿港元。

利息收入同样受益于用户资产规模的增长。预计在用户资产规模的驱动下，公司的融资和证券出借余额有望稳步提升，不过由于市场情绪降温，风险偏好降低，融资渗透率可能由 25 年的 5.5% 降低至 26/27/28 年的 5.3%，预计 26/27/28 年的融资和证券出借余额将达到 815/984/1,136 亿港元，并带动利息收入达到 117/139/152 亿港元。

成本和费用端，我们预计富途在全球化加速推进的过程中，尽管需要大量的营销开支和管理费用的提前铺设，同时 AI 和虚拟资产的快速发展也要求公司加大研发投入，但由于证券业务天然的经营杠杆和公司产品力带来的用户粘性，我们预计归母净利润率有望保持相对稳定，预计 26/27/28 年的净利润率为 50.7/50.4/50.2%。

综上我们预计公司 26/27/28 年归母净利润为 132/148/165 亿港元。同时随着净资产的规模增长，ROE 可能从 2025 年的 33.3% 降至 26/27/28 年的 29.5/26.7/24.6%。截至 2026 年 5 月 4 日，公司 PE (TTM) 约 14.8x，处于相对低位，建议关注其配置价值。

图表43: 富途: 利润表和资产负债表简表

(HKDmn)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经纪佣金及手续费收入	3,945	6,045	10,573	12,112	12,670	14,357
利息收入	5,536	6,667	10,442	11,726	13,886	15,179
其他收入	527	879	1,833	2,275	2,730	3,276
<b>总收入</b>	<b>10,008</b>	<b>13,590</b>	<b>22,847</b>	<b>26,113</b>	<b>29,287</b>	<b>32,812</b>
经纪佣金及手续费支出	(250)	(341)	(606)	(709)	(764)	(892)
利息支出	(911)	(1,617)	(1,758)	(1,911)	(2,245)	(2,600)
处理及服务成本	(376)	(487)	(578)	(723)	(832)	(915)
<b>总成本</b>	<b>(1,536)</b>	<b>(2,445)</b>	<b>(2,942)</b>	<b>(3,343)</b>	<b>(3,840)</b>	<b>(4,406)</b>
<b>毛利润</b>	<b>8,472</b>	<b>11,145</b>	<b>19,905</b>	<b>22,770</b>	<b>25,446</b>	<b>28,406</b>
研发费用	(1,441)	(1,494)	(1,909)	(2,193)	(2,460)	(2,756)
销售及市场费用	(710)	(1,409)	(1,980)	(2,220)	(2,489)	(2,789)
管理费用	(1,313)	(1,620)	(1,935)	(2,220)	(2,489)	(2,789)
营业费用合计	(3,465)	(4,523)	(5,824)	(6,633)	(7,439)	(8,334)
其他(净额)	33	(86)	(367)	(316)	(374)	(397)
<b>税前利润</b>	<b>5,041</b>	<b>6,535</b>	<b>13,713</b>	<b>15,821</b>	<b>17,634</b>	<b>19,674</b>
所得税费用	(748)	(998)	(2,360)	(2,531)	(2,821)	(3,148)
权益法投资损失	(13)	(104)	(52)	(87)	(77)	(91)
<b>净利润</b>	<b>4,279</b>	<b>5,433</b>	<b>11,302</b>	<b>13,203</b>	<b>14,735</b>	<b>16,435</b>
少数股东权益	(3)	(10)	(36)	(30)	(40)	(41)
<b>归母净利润</b>	<b>4,281</b>	<b>5,443</b>	<b>11,338</b>	<b>13,233</b>	<b>14,775</b>	<b>16,476</b>
资产总计	97,136	158,757	228,437	296,904	352,203	388,900
负债总计	72,564	130,752	188,116	246,789	291,146	315,626
权益总计	24,572	28,004	40,321	50,116	61,057	73,273

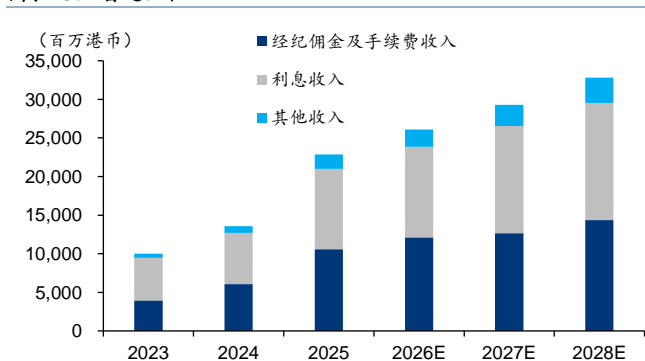
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表44: 富途: 核心指标

(HKDmn)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>核心财务指标</b>						
ROE	18.8%	20.7%	33.3%	29.5%	26.7%	24.6%
ROA	4.5%	4.2%	5.8%	5.0%	4.5%	4.4%
净利率	42.8%	40.1%	49.6%	50.7%	50.4%	50.2%
总收入同比增长率	31.4%	35.8%	68.1%	14.3%	12.2%	12.0%
归母净利润同比增长率	46.3%	27.1%	108.3%	16.7%	11.6%	11.5%
<b>核心经营指标</b>						
入金用户数(个)	1,710,106	2,411,324	3,365,414	4,206,768	4,837,783	5,321,561
入金用户平均资产余额(港币)	283,934	308,237	365,483	365,483	383,757	402,944
用户总资产	485,600	743,300	1,230,000	1,537,500	1,856,531	2,144,294
总交易量	4,230,000	7,750,000	14,690,000	17,302,959	18,632,846	21,753,004
换手率	937%	1261%	1489%	1250%	1098%	1087%
佣金率	0.093%	0.078%	0.072%	0.070%	0.068%	0.066%
融资和证券出借余额	33,100	50,900	67,700	81,488	98,396	113,648

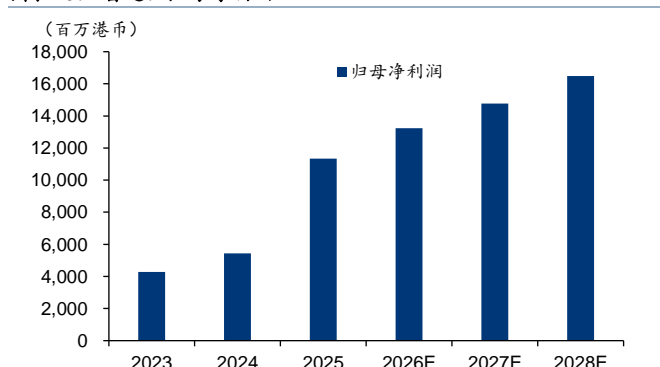
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表45: 富途: 收入



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表46: 富途: 归母净利润



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

## 估值和风险提示

我们给予富途目标价 257 美元，基于 DCF 估值法。

**DCF 估值法：**我们使用三阶段 DCF 估值法对公司进行估值。

阶段一：我们预计 2026/2027/2028 年归母净利润为 132/148/165 亿港元。

阶段二：下一个十年，随着业务的发展，ROE 和资本增速在基数效应下降低，假设 ROE 和资本增速匀速下降。

阶段三：我们假设长期资本回报缓慢下降，再投资资本增速在基数效应下逐步下滑至 1.0%。我们假设 2039-2076 年资本增速匀速下降。

我们假设美元兑港币汇率为 7.83。采用 DCF 估值法得出的每股目标价为 257 美元。给予“买入”评级。

**图表47：富途：关键假设**

无风险利率 (%)	20 年至 26 年 4 月 24 日 10 年期美债收益率均值约 3%						3.0
市场风险溢价 (%)	取自 Bloomberg 美国权益风险溢价						6.00
假设杠杆率 (x)	取自 Wind Beta 计算器, 20 年至 26 年 4 月 24 日富途相对纳斯达克指数的 Beta 值						1.20
权益成本 (%)	CAPM 公式得出						10.20
<b>(百万港币)</b>							
投入资本		2026E	2027E	2028E			
经调整净利润		49,826	60,807	73,064			
		13,233	14,775	16,476			
<b>(%)</b>							
资本回报率 (50 年)		2027E	2028E	2029E	2030E	2039E	2076E
资本增速 (50 年)		29.7	27.1	29.0	28.0	23.0	15.0
		22.0	20.2	23.0	15.0	5.0	1.0

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

## 风险提示

如果海外用户拓展不及预期，可能影响公司的收入和盈利增长；

港美股市场景气度下行，可能降低投资者的交易意愿，进而影响公司业绩；

证券经纪属于金融业务，通常需要持牌经营，如果中国内地和其他国家或地区的监管变动，可能影响公司的运营和业绩表现。

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 李健、陈宇轩, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师李健、陈宇轩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司