

富途控股 (FUTU)

富途控股 (FUTU): 科技+产品, 驱动全球化飞轮加速

公司评级

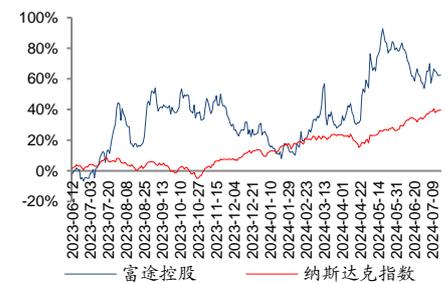
买入

当前价格	63.81 美元
合理价值	88.68 美元
报告日期	2024-07-18

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	138/92
总市值/流通市值 (百万美元)	8801/8801
一年内最高/最低 (美元)	45.06/80.41
30 日日均成交量/成交额 (百万)	1.24/87.01
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	19%/41%

相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

相关研究:

联系人:

严漪澜 0755-88286912

yanyilan@gf.com.cn

核心观点:

- **栉风沐雨, 富途控股全球化战略再启航。**富途以港美股经纪起家, 2018 年起布局国际化战略, 逐渐向多品类、全球化转型, 先后布局中国香港、新加坡、美国、澳大利亚、日本、加拿大、马来西亚七大市场, 经纪、两融、财富管理和企业服务构成四大业务的正向飞轮, 共同增加客户黏性与变现潜力。据公司财报 (下同), 2020-2023 年, 公司利息收入/经纪收入/其他收入的 CAGR 分别 78%/25%/14%, 净利润 CAGR 为 51% 达到 38.8 亿港元。
- **富途四大业务的全球化飞轮加速中。**经纪业务充分利用各境外市场的“时光机效益”, 在七大市场的展业阶段不同, 其中中国香港为展业的起点及根据地, 富途交易排名互联网券商首位, 据捷利金融云, 2022 年以来市占维持 3.5% 左右; 据公司官网, 富途 moomoo 在新加坡市场应用排名第一, 估算目标客群市占达 25%, 辐射马来西亚进展飞速; 美国市场竞争格局激烈复杂, 战略意味更足; 日本市场整体处于爬坡阶段; 澳洲和加拿大市场潜力大, 获客增势强劲。**财富管理上**富途坚持优质多元选品, 沉淀用户资产, α 增长空间广阔; **两融业务方面**, 作为富途的支柱业务之一稳健增长, 并在美联储加息下利息收入高增; 企业服务以向 B 端用户提供 IPO+IR/PR+ESOP 多重价值, 科技化赋能贯穿港美上市公司的上市全流程, 助力沉淀优质客群。
- **富途坚持做难而正确的事, 成就得益于坚持腾讯基因下的“用户体验为重”, 大量的研发自研, 自主持牌战略。**富途创始人和高管多有腾讯背景, 腾讯持股富途 22.4%, 并深入云计算、大数据合作。富途近年来研发费用率保持 15% 左右, 自研全业务链系统带来多维竞争优势; 当前富途在全球共持有牌照及资质超过 100 张, 自主持牌的牌照优势有望持续扩大。
- **盈利预测与投资建议。**富途全球化布局初期高速增长, 财富管理提升变现潜力, 结合嘉信理财、盈透证券可比公司估值, 我们给予富途 2024 年 20xPE, 对应合理价值为 88.68 美元/ADR, 给予“买入”评级。
- **风险提示。**市场及利率波动, 市场竞争加剧, 国际化拓展不及预期等。

盈利预测: (USDHKD=7.81)

百万港元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7614	10008	11547	13103	14516
增长率 (%)	7.0%	31.4%	15.4%	13.5%	10.8%
归母净利润 (百万元)	2927	4279	4774	5461	6126
增长率 (%)	4.2%	46.2%	11.6%	14.4%	12.2%
EPS (元/股)	2.57	3.88	4.33	4.95	5.55
市盈率 (x)	15.8	14.1	14.7	12.9	11.5
ROE (%)	14.0%	17.4%	15.7%	15.2%	14.6%

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

引言：为什么研究富途控股？	5
（一）富途控股成功出海，助力业绩高增	5
（二）富途控股对传统证券行业具有借鉴意义	5
一、富途控股基本情况：几经风雨又逢春	6
（一）发展历程概览：稳定发展-监管规范-新一轮成长	6
（二）股东结构与组织架构：李华拥有绝对控制权，分工明确	7
二、富途控股业务情况：全球化飞轮加速中	8
（一）四大业务构成正向循环，一站式金融科技平台日臻成熟	8
（二）经纪业务：加速全球化，充分利用各境外市场的“时光机效应”	10
（三）财富管理：进击的“大象财富”，舞一曲蓝海探戈	27
（四）两融业务：支柱业务稳健增长，加息背景下利息收入激增	28
（五）企业服务：提供 IPO+IR/PR+ESOP 多重价值的长期陪伴者	29
三、富途控股取胜之道：做难而正确的事	32
（一）强大的腾讯基因奠定富途“用户体验为重”从业底色	32
（二）大量的研发投入构建富途展业护城河	33
（三）前瞻的自主持牌战略铺就富途“先难后易”之路	34
四、盈利预测与投资建议	36
五、风险提示	38

图表索引

图 1: 富途的收入构成及增速 (单位: 亿港元)	5
图 2: 富途的净利润及 ROE (单位: 亿港元)	5
图 3: 富途控股的重要历史节点与股价、PE 走向	7
图 4: 富途控股的组织结构 (截止 2023 年 12 月 31 日)	8
图 5: 富途四大主营业务之间的逻辑关系	9
图 6: 富途四大主营业务盈利模式拆分	9
图 7: 富途控股营收结构 (%)	9
图 8: 富途控股各类营业利润占比 (%)	9
图 9: 大象财富客户资产规模及占总客户 AUM 比例	10
图 10: 大象财富持仓客户数及占付费客户数比例	10
图 11: 富途经纪业务的市场分布情况概览	11
图 12: 富途的港美股成交额和恒生指数	11
图 13: 富途牛牛的活跃用户数量自 20 年起维持高位	11
图 14: 富途的客均资产余额和 DARTs	12
图 15: 富途的注册交易用户数、付费用户数和转化率	12
图 16: 香港个人网上交易占现货市场成交金额的比重	13
图 17: 联交所参与者市场占有率情况	13
图 18: 24 年 5 月香港券商综合成交排名	13
图 19: 22 年以来富途成交额和排名变化	13
图 20: 富途与传统券商在的使用环节对比	14
图 21: 富途客户年龄分布 (截至 2022 年末)	14
图 22: 谢霆锋成为富途香港区域品牌代言人	15
图 23: 富途与兰博基尼香港合作, 意为交易速度快	15
图 24: 富途的港美日股交易收费政策	16
图 25: 新加坡、马来西亚、中国大陆和中国香港市场的网络化水平对比	17
图 26: 2023 年末新加坡华人占比达 74%	17
图 27: 2023 年末马来西亚华人占比达 22.6%	17
图 28: 马来西亚证券交易逐渐活跃 (百万户)	18
图 29: 2022 年马来西亚新增零售投资者年龄构成	18
图 30: 美国介绍经纪商和清算经纪商之间的关系	22
图 31: 四家美国经纪商户均资产对比 (千美元)	23
图 32: 富途控股在美国发力优化产品力和营销工作	23
图 33: 日本 2020 年个人股票委托交易金额份额	23
图 34: 澳大利亚投资者数量占成年人的比例	25
图 35: 澳大利亚现存投资者年龄结构	25
图 36: 澳大利亚投资者进行投资交易的途径	25
图 37: 澳大利亚投资者持有的证券类型	25
图 38: 加拿大证券的国际交易情况 (十亿美元)	26
图 39: 加拿大投资美国和非美国证券 (十亿美元)	26

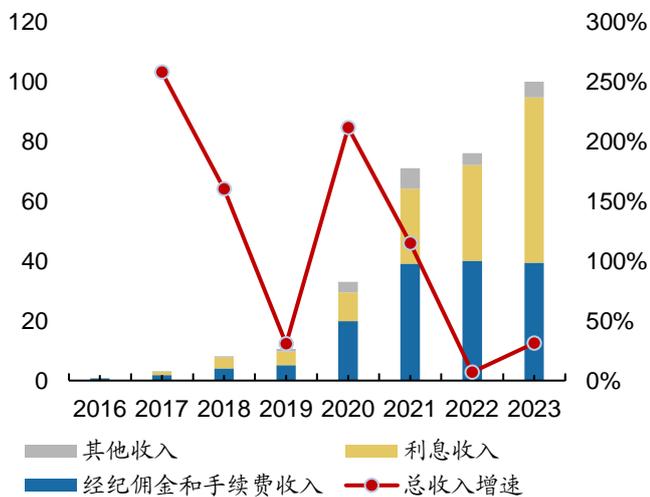
图 40: 富途的“6P 基金选品法”	27
图 41: 富途大象财富合作金融机构 (非穷举)	27
图 42: 香港私人财富行业的资管规模 (万亿港元)	28
图 43: 2022 年香港财富管理业务投资者根据地分布	28
图 44: 美国一年期国债利率 (%)	29
图 45: 富途利息收入结构 (亿港元)	29
图 46: 富途两融利息及净利息率 (百万港元, %)	29
图 47: 富途融资融券余额及利息收入占比 (亿港元)	29
图 48: 富途控股的企业服务: 赴美赴港上市公司的全流程服务商	30
图 49: 富途 ESOP 股权激励平台	31
图 50: 富途企业服务客户数量 (家)	32
图 51: 富途全周期 IPO 分销&IR 服务流程	32
图 52: 富途的付费用户季度留存率	33
图 53: 富途 23Q1 披露产品功能改良情况	33
图 54: 富途的研发费用支出及增速情况 (% , 右轴)	34
图 55: 富途的期间费用率变动情况 (%)	34
图 56: 2012-2022 年嘉信和富途 PE-TTM (右轴)	37
图 57: 2016 年以来盈透和富途 PE-TTM (右轴)	37
表 1: 富途原有内地跨境业务的相关监管表态	7
表 2: 全球金融中心指数 GFCI 35 和 GFCI 34 披露的全球前十金融中心	12
表 3: 富途控股在香港市场持有牌照情况 (截至 2024 年 5 月)	15
表 4: 富途的香港同业券商的交易收费政策概览	16
表 5: 富途控股 2022 年正式获得的新交所会员资质	18
表 6: 新加坡主要经纪商交易佣金对比	19
表 7: 2023 年富途 moomoo 和美国主要互联网券商的佣金政策对比: 零佣金已成为美国互联网券商的常态	21
表 8: 日本互联网券商的策略分化	23
表 9: 日本零售外汇保证金交易的变动趋势	24
表 10: 2024 年澳大利亚最好的国际在线证券经纪 APP 排名	26
表 11: 富途安逸三大业务介绍	29
表 12: 富途 ESOP 股权激励平台四大亮点	31
表 13: 富途部分高管成员的“腾讯背景”	32
表 14: 富途自主研发的业务链系统情况	34
表 15: 富途控股及其子公司全球获取的主要资本市场牌照	35
表 16: 富途控股盈利预测	36

引言：为什么研究富途控股？

（一）富途控股成功出海，助力业绩高增

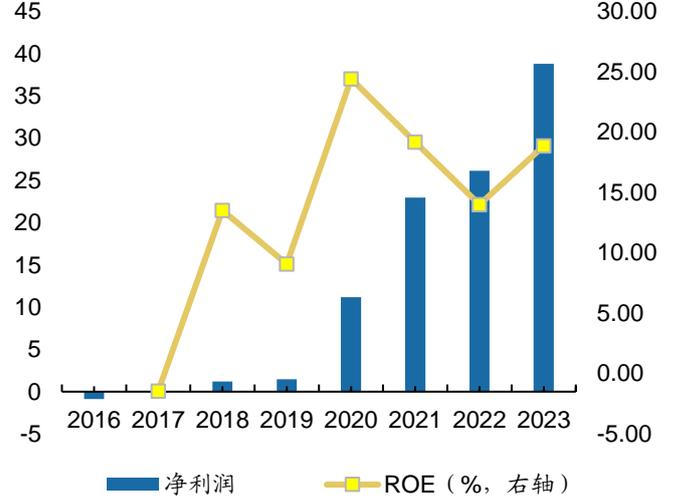
富途业绩连年攀升，24Q1远超预期。据公司财报，从盈利能力相关指标来看，富途的业绩相当亮眼，各年的收入增速随市场行情波动有高有低，但2016-2023年间连续七年都实现了正增长，净利润自2018年转正开始便始终保持盈利状态，以100.08%的CAGR增至2023年，ROE亦是波动上升。2023年富途分别实现营业收入、净利润、ROE 100.08亿港元、38.80亿港元和19.85%，同比+31%/+48%/+4.86pct。24Q1富途的业绩再创新高，新入金客户数量同比增长 331%至17.7万人，创历史第三高季度增幅，Q1的新增付费用户，就达到管理层给市场全年预期的一半。

图 1：富途的收入构成及增速（单位：亿港元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 2：富途的净利润及ROE（单位：亿港元）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

（二）富途控股对传统证券行业具有借鉴意义

在资本市场全球化、开放化的趋势下，富途控股凭借产品力、科技力和牌照先行成功出海。从腾讯18号员工离职创业，先行深耕香港市场，2020年起深化国际化战略，将互联网券商的产品力复刻至多个市场，并能有效规避单一市场的波动风险，当前七个境外市场、四项主营业务整体业绩表现远超预期。

富途控股的展业有独到之处，四大业务构成正向飞轮，以用户为中心持续优化体验、提升服务能力。富途控股的创始人李华曾透露，记录嘉信发展历程一书——《颠覆者：嘉信公司重塑华尔街证券经纪业规则》是促使他深层次创立富途的原因，而富途控股对标着嘉信理财2.0，的确也给我国的券商行业带来了一些颠覆。富途控股的四大业务（经纪业务、财富管理业务、两融业务、企业服务）构成了飞轮效应，从单纯的折扣经纪商向一站式金融科技平台转型。富途控股前瞻性地研发前中后端全业务链系统设计、自主申请持牌，并且围绕“提升用户体验”的目标不断提升产品力，使其逆势提升。

我们认为，富途控股这家正值壮年的企业有着强大的生命力，研究富途控股对于整个券商行业具有一定的借鉴意义。

一、富途控股基本情况：几经风雨又逢春

（一）发展历程概览：稳定发展-监管规范-新一轮成长

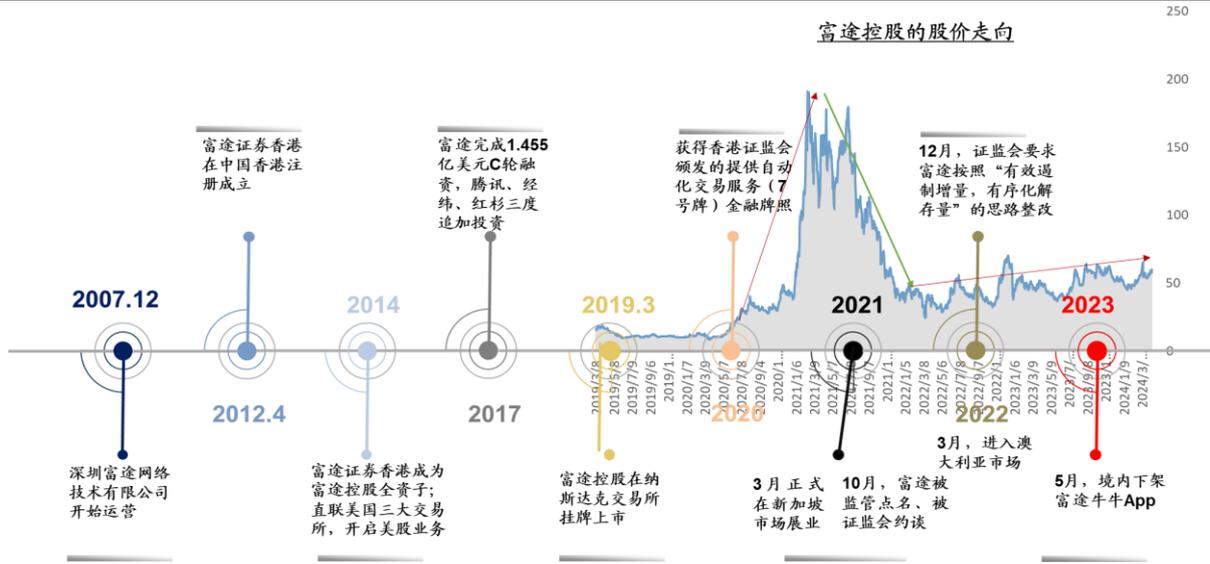
富途控股（FUTU.O），全称“富途控股有限公司”，初期深耕香港，以港美股经纪业务起家，当前全球化战略已迎来新一轮成长进程。

2007年末-2021年3月，富途控股的发展稳步推进，以自主持牌初步探索国际化战略。2007年末，深圳富途网络技术有限公司成立，为用户提供互联网技术和软件开发服务。2012年4月，富途证券香港的注册获得香港证监会审批通过，同年10月获得第1类证券交易牌照，正式开展线上经纪业务。2014年富途控股成为富途证券香港的控股母公司，同时港股市场走牛，沪港通开启，市场交易量激增。富途控股抓住了契机，凭借自研系统顶住交易洪峰，声名大振。2017年，富途控股融资收获颇丰。2019年3月8日，富途控股美股上市，次新股及盈利前景可观、估值一路走高。据公司公众号披露，2020-2021年3月，富途控股发展迅猛，达成了“大象财富资产规模突破100亿港元”、“富途证券开户突破100万”等成就，21年3月时营收、净利润、新增付费用户等均达到阶段性峰值。

2021年4月-2023年5月，富途内地跨境业务受监管规范，全球化战略布局逐渐进入收获期。先是中美审计监管、美国证监会预摘牌名单对中概股行情有所拖累，后又因“跨境证券经纪”被国内监管点名、约谈，富途股价和估值也大幅回落，表现低迷。2023年5月，监管政策落地，新增内地用户被叫停，富途下架内地的富途牛牛App，存量境内客户的相关业务和服务不会受到影响。富途自2018年以来以拓展境外用户作为发展驱动力，自主持牌助力国际化战略持续深入，据公司财报业绩会披露，2021年四季度富途新增有资产客户数中约90%来自香港及海外，此次监管落地标志着富途完成向纯粹的全球化互联网券商转变。

2023年6月起，富途凭借七大境外市场的交易实现逆势增长。监管靴子落地后，估值隐忧缓释，叠加富途在七个境外市场（中国香港、美国、新加坡、澳大利亚、日本、加拿大、马来西亚）的策略部署效果逐步显现，业绩逆势增长，富途的股价和估值在利空出尽之后具有较好的稳健性，进入新一轮成长阶段。

图 3: 富途控股的重要历史节点与股价、PE走向



数据来源: 公司官网、招股说明书、广发证券发展研究中心

表 1: 富途原有内地跨境业务的相关监管表态

时间	单位	政策	具体内容
2021年3月	美国证监会	-	中美审计监管, 富途被纳入美国证监会预摘牌名单。
	人民网	《个人信息保护法施行在即, 跨境互联网券商何去何从?》	指出老虎、富途在用户信息安全以及合法化、合规化方面存在信息搜集安全问题和信息去向问题。
	证监会	-	点名富途、老虎跨境证券业务不符合《证券法》、《证券公司监督管理条例》等法律法规, 将依法对此类活动予以规范。
2021年10月	外滩金融峰会	-	央行金融稳定局局长孙天琦公开表示: 部分境外证券经营机构在未取得境内相关牌照、仅持有境外牌照的情况下, 利用互联网平台, 主要专门面向境内投资者提供境外证券投资服务, 从业务实质看跨境互联网券商属 在我境内无照驾驶, 属非法金融活动 , 这种定性与资本项目是否完全可兑换无关。
2021年11月	证监会	-	证监会对富途、老虎高管进行了监管约谈, 要求其依法规范面向境内投资者的跨境证券业务。
2022年12月	证监会	《中国证监会推进富途控股、老虎证券非法跨境展业整治工作》	再次点名富途、老虎未经核准开展跨境证券业务是非法经营证券业务, 并提出违规行为按“ 有效遏制增量, 有序化解存量 ”思路整改的方案。
2023年1月	证监会	《证券经纪业务管理办法》	提及加强对非法跨境经纪业务的日常监管。
2023年2月	证监会	-	在答记者问中明确了仍允许存量境内投资者继续通过原境外机构开展交易、但转入增量资金时应当严格遵守外汇管理有关规定。

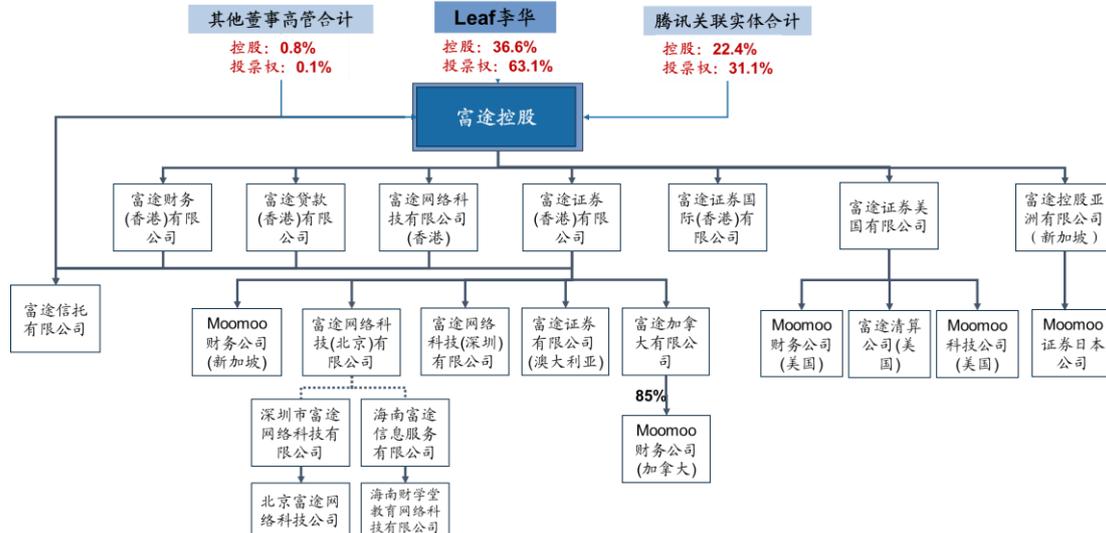
数据来源: 证监会、人民网、外汇管理局、广发证券发展研究中心

(二) 股东结构与组织架构: 李华拥有绝对控制权, 分工明确

股权结构上创始人李华享有绝对控制权。在富途的前十大股东中, 创始人李华以个人投资者的身份持有36.6%的持股比例和63.1%的投票权, 高度集中的股权结构的设计旨在确保李华的控制权, 助力保障决策的效率和战略的稳定。

组织架构：区域分工明确，专门专司。富途设立了子公司和孙公司负责不同地区的不同业务板块，便利区域牌照申请与业务团队经营。例如富途控股旗下子公司富途证券（香港）主要负责证券板块业务，并设立科技子公司做技术支持。

图 4：富途控股的组织结构（截止2023年12月31日）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、富途控股业务情况：全球化飞轮加速中

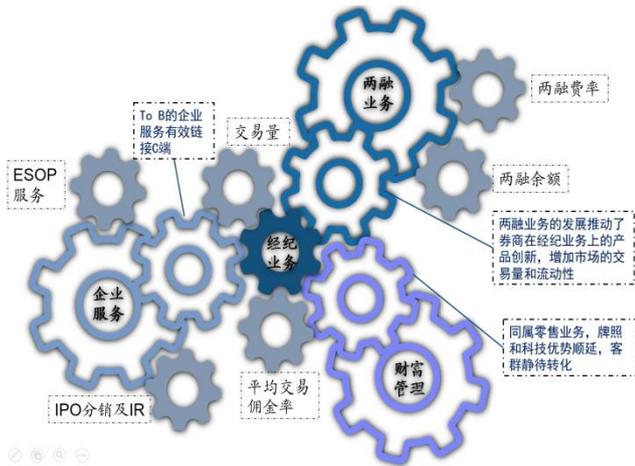
（一）四大业务构成正向循环，一站式金融科技平台日臻成熟

富途有四大核心业务模块：经纪业务、财富管理、两融业务和企业服务。富途以经纪业务起家，两融业务则是另一支柱业务。2019年5月和8月先后推出企业服务和财富管理业务，业务更加多元，富途的定位由互联网券商向一站式金融科技平台转变。

四大业务围绕经纪业务构成正向飞轮。经纪业务是富途最为基础的业务，增长驱动力在于：（1）通过创新产品设计，为客户提供优秀服务体验，促进经纪业务发展；（2）全面推进线上化运营，降低运营成本，提供低费率服务，具备竞争优势；（3）通过提供发达的社交及资讯平台，实现流量变现，维持客户粘性。公司佣金收入底层驱动逻辑为股票市场活跃度，将直接受益于港美股 beta 共振。

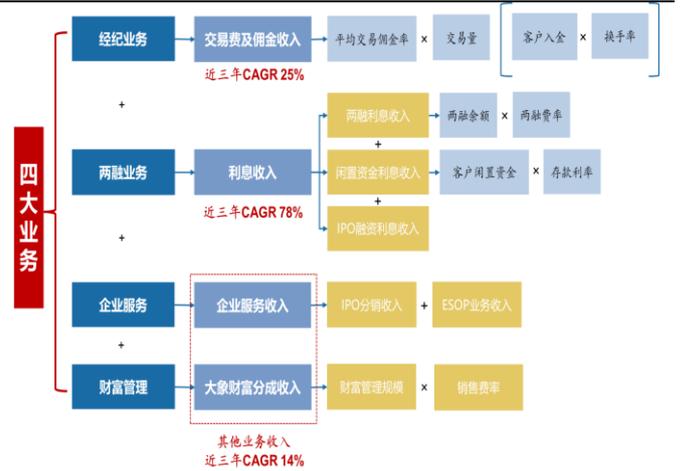
富途经纪业务的成功为两融业务、财富管理业务和企业服务业务的发展奠定了良好的基础，其积累的牌照优势、庞大客群、品牌口碑、技术设施等均可以顺利沿用到其他业务展业上，从而进一步提升客户粘性，提升增值潜力，形成一个正向闭环。

图 5: 富途四大主营业务之间的逻辑关系



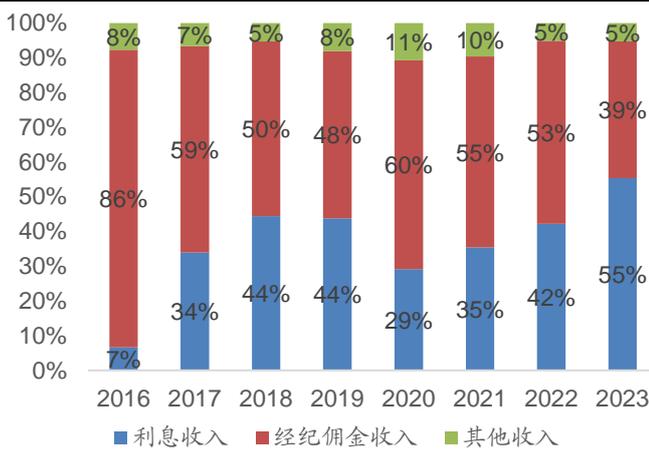
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 6: 富途四大主营业务盈利模式拆分



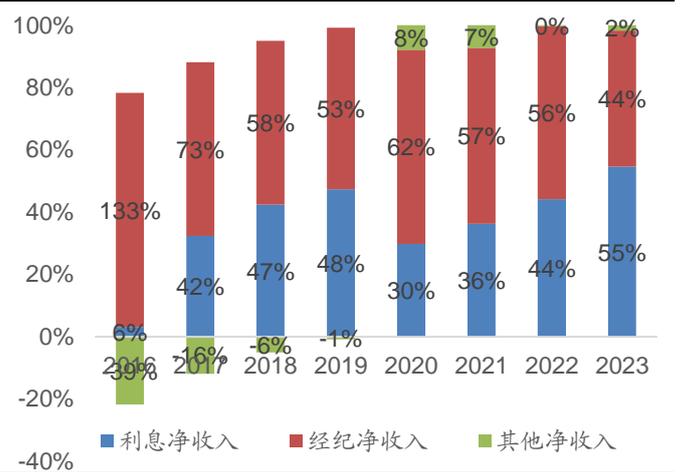
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 7: 富途控股营收结构 (%)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

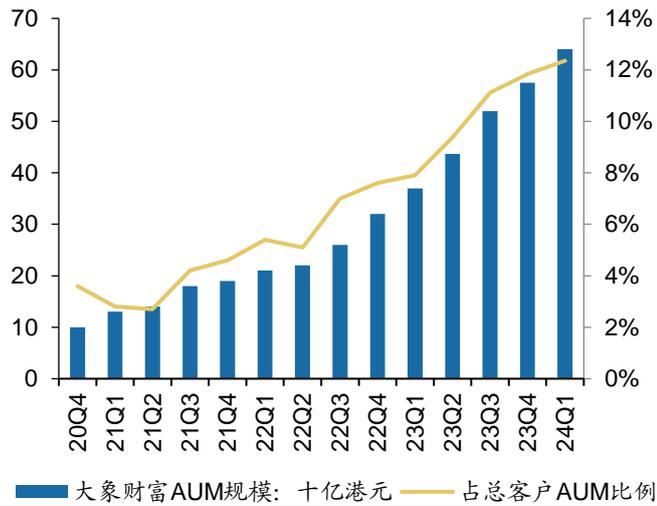
图 8: 富途控股各类营业利润占比 (%)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

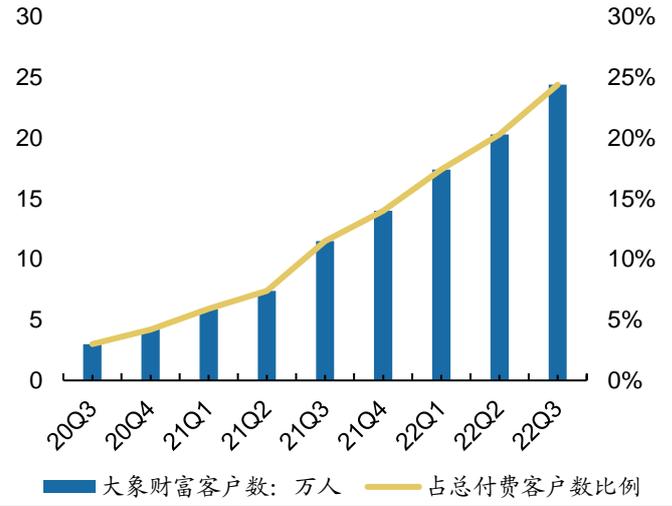
经纪业务发展为财富管理提供客户基础。 财富管理业务和经纪业务同属零售业务, 牌照和科技优势顺延, 客群静待转化。富途经纪业务的多牌照优势和科技优势同样使得财富管理业务受益, 数字化获客渠道与投资社交社区则为富途培育了高黏性的客户基础。富途经纪业务沉淀的客群是大象财富客户的重要来源, 从大象财富客户资产规模及占比、持仓客户数及占比的情况来看, 从经纪业务转化来的财富管理业务客户持续提升, 但占比指标仍有提升空间, 据公司财报, 24Q1大象财富客户资产规模占比仅为12.4%。

图 9：大象财富客户资产规模及占总客户 AUM 比例



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 10：大象财富持仓客户数及占付费客户数比例



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

两融业务创新发展提升零售客群粘性。两融业务通过提供杠杆，可以增加市场的交易量和流动性，进而提高经纪业务的活跃度，比如 IPO 打新期，富途提供孖展服务赋予客户足够的交易资金。券商结合两融业务开发更多衍生品和结构化产品，满足客户更深层次的投资和交易需求，增强客户粘性。

To B 端的企业服务和 To C 端的零售经纪服务高度互补。ESOP 服务能够培养富途与企业客户及其员工的关系，通过 ESOP 账户富途能够直接触达企业员工，有助于触达更多优质客群、树立品牌形象并实现业务收入多样化。IPO 分销服务让富途的客户更容易认购优质股票，IR 服务则加深与客户之间的联系，从而实现进一步留存。而零售客户的高交易频率，能够提高企业上市后的流动性，再吸引 IPO 企业客户。

（二）经纪业务：加速全球化，充分利用各境外市场的“时光机效应”

富途已在中国香港、新加坡、马来西亚、美国、日本、澳大利亚及加拿大市场布局。2012 年富途成立富途证券（香港），在香港市场正式开展经纪业务，这也是富途的大本营市场，支持港股、美股、沪深港通、期权、期货、基金交易，根据捷利金融云的数据，富途 24 年 5 月的港股成交额占大市成交额比例为 3.41%。富途 2018 年进军美国市场，2021 年进军新加坡市场，2022 年开始在日本和澳大利亚市场展业，2023 年再拓展至马来西亚和加拿大市场。

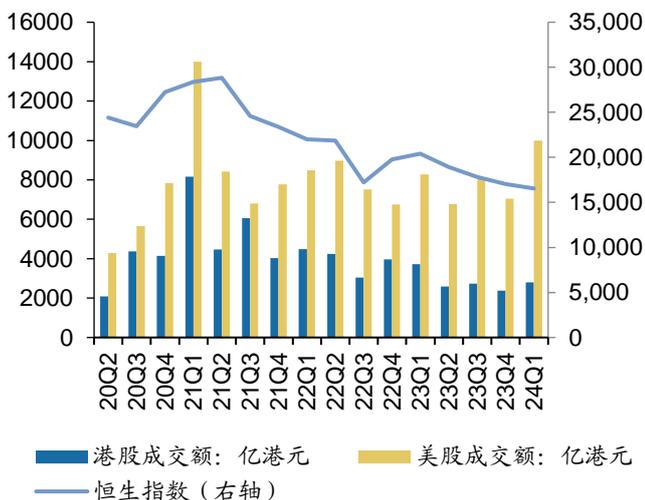
图 11: 富途经纪业务的市场分布情况概览



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

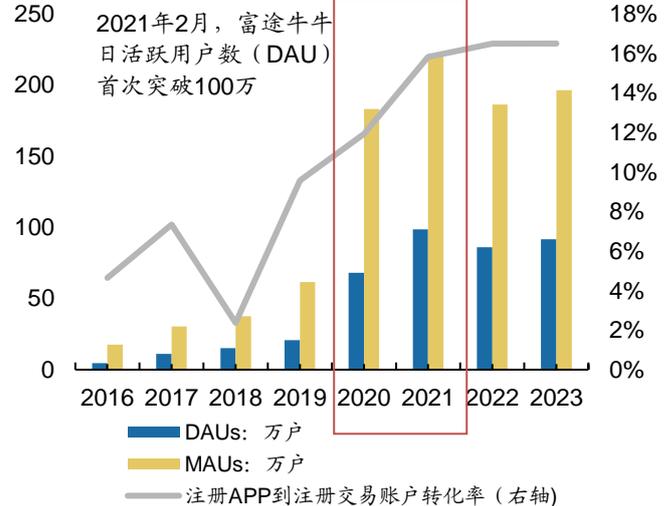
受到市场贝塔影响，富途的经纪业务在疫情期间迎来井喷期，而后稳中有升。疫情催化大量线上证券交易需求，投资者的多元资产配置需求亦在增长，美股是其中重要配置标的。富途的经纪业务主营港股和美股交易，随着交投市场行情的火热，在富途注册、开户和入金的投资者激增，据公司财报，2020年起富途的入金用户连续两年以150%左右的增速扩大，且从注册APP到入金的转化率也逐年攀升，由2016年的1%提升至2023年的8%。富途的港股交易量相对维持稳定的同时，美股交易量随市场行情增加，24Q1富途的美股交易量达到1万亿港元，环比提升48%，日均交易次数（DARTs）、活跃用户数维持高位。

图 12: 富途的港美股成交额和恒生指数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

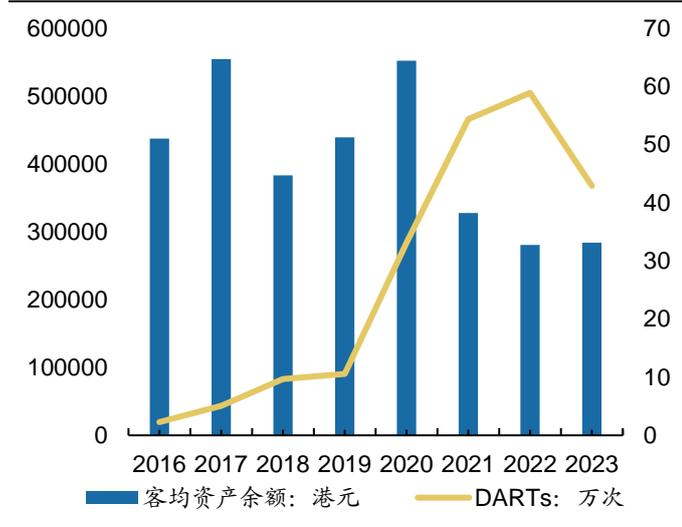
图 13: 富途牛牛的活跃用户数量自20年起维持高位



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

受益于市场交投活跃、自身产品和服务优化，富途的交易转化率、入金转化率持续提升。随着市场震荡下行、内地新开户监管的规范、全球化市场的深化发展，据公司财报，客均资产余额2021年以来有所下降，户均资产已降至略低于30万港元，近期呈现稳中有升迹象。

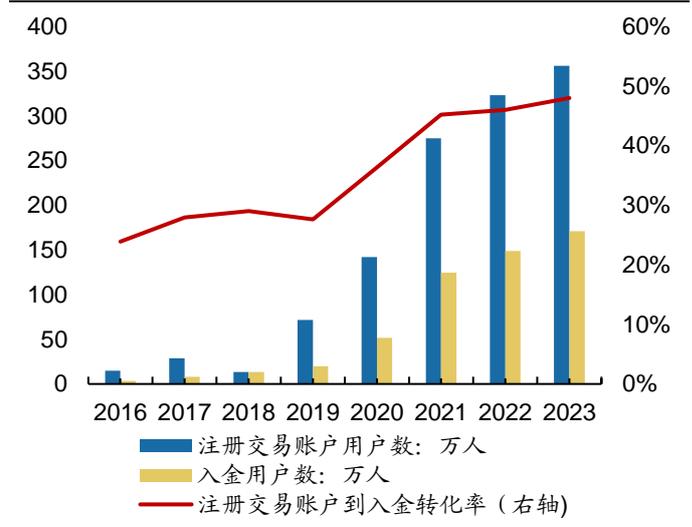
图 14: 富途的客均资产余额和DARTs



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 客均资产=客户资产/总入金账户数

图 15: 富途的注册交易用户数、付费用户数和转化率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

1. 中国香港市场: 富途展业的主要市场, 龙头地位稳固

(1) 市场整体情况: 背靠祖国先天利好出海, 线上券商竞争愈发激烈

香港资本市场国际金融中心地位稳定, 富途以此作为国际化展业的始发站。香港资本市场依托内地, 面向世界, 在“一国两制”和国家鼓励发展的制度优势下, 国际金融中心地位获得国际认可, 成为我国大量内地企业“走出去”的首选。富途亦然, 在2012年自主申请获香港证监会颁发第1类证券交易牌照后, 持续深耕香港市场。

表2: 全球金融中心指数GFCI 35和GFCI 34披露的全球前十金融中心

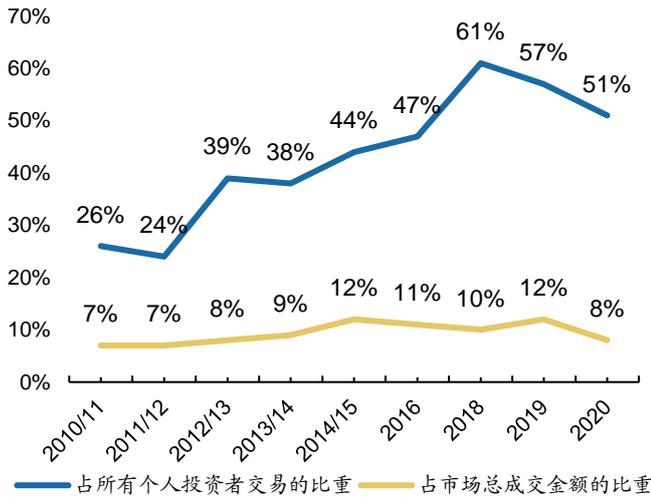
金融中心	GFCI35		GFCI34		较上期变化	
	排名	得分	排名	得分	排名	得分
纽约	1	764	1	763	0	增加 1
伦敦	2	747	2	744	0	增加 3
新加坡	3	742	3	742	0	0
香港	4	741	4	741	0	0
旧金山	5	740	5	735	0	增加 5
上海	6	739	7	733	上升 1 位	增加 6
日内瓦	7	738	10	730	上升 1 位	增加 8
洛杉矶	8	737	6	734	下降 2 位	增加 3
芝加哥	9	736	9	731	0	增加 5
首尔	10	735	11	729	上升 1 位	增加 6

数据来源: 英国智库 Z/Yen 集团与中国 (深圳) 综合开发研究院、广发证券发展研究中心

香港证券交易线上化程度明显攀升, 且市场竞争高度集中。联交所《现货市场交易

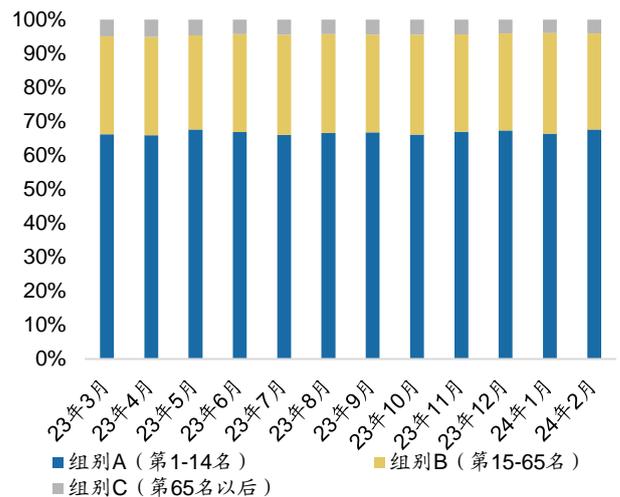
研究调查2020》显示，自2010年以来，香港个人投资者网上交易参与程度大幅增加，占有所有个人投资者交易的比重由2010年的26%增至2018年的阶段性峰值61%，而后有所回落但仍维持高位。根据《联交所参与者市场占有率报告》，近12个月组别A（每月成交额第1-14名）的市占率稳定在66%左右，集中程度较高。富途在2020年7月跨入组别A，成为组内首家以零售业务为主的券商，同在梯队的成员包括以机构客户为主的高盛、摩根士丹利、瑞信等国际大投行，富途证券在中资券商、互联网券商中排名首位。

图 16: 香港个人网上交易占现货市场成交金额的比重



数据来源：《现货市场交易研究调查 2020》，广发证券发展研究中心

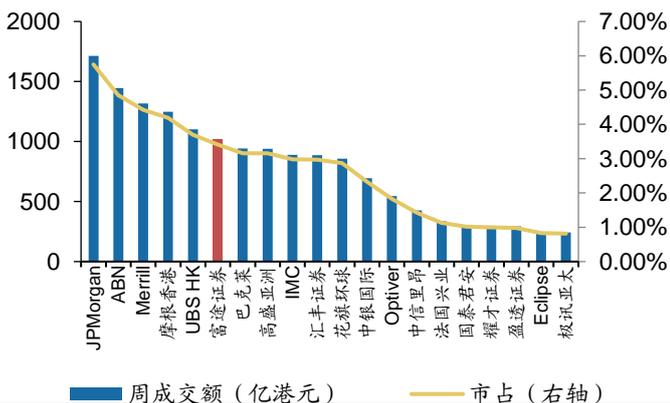
图 17: 联交所参与者市场占有率情况



数据来源：HKEX，广发证券发展研究中心

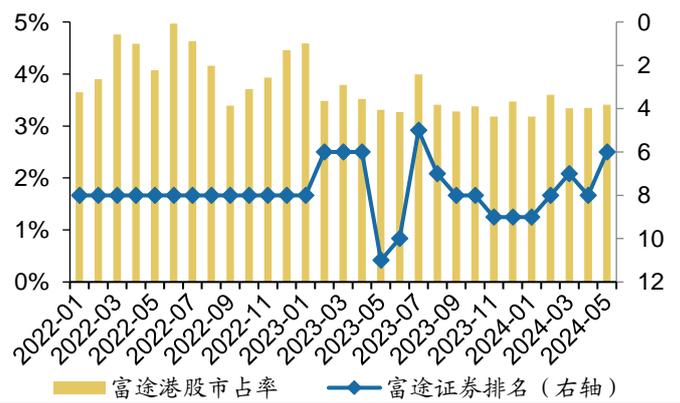
注：联交所参与者按其在联交所的每月成交额分为A组、B组及C组。

图 18: 24年5月香港券商综合成交排名



数据来源：捷利金融云，广发证券发展研究中心

图 19: 22年以来富途成交额和排名变化



数据来源：捷利金融云，广发证券发展研究中心

(2) 富途表现：FinTech加持下最大程度攫取香港红海市场份额

富途以典型的互联网打法吸引年轻人入金。富途的用户相对比较年轻，其中80后、90后的用户是证券投资主力军，占比合计超70%，且互联网及金融贸易从业者占据多数。根据富途23Q4业绩交流会数据，23Q4富途香港用户数占当地成年人口比例超45%。

富途在香港市场的互联网打法可以简要归纳为三类：

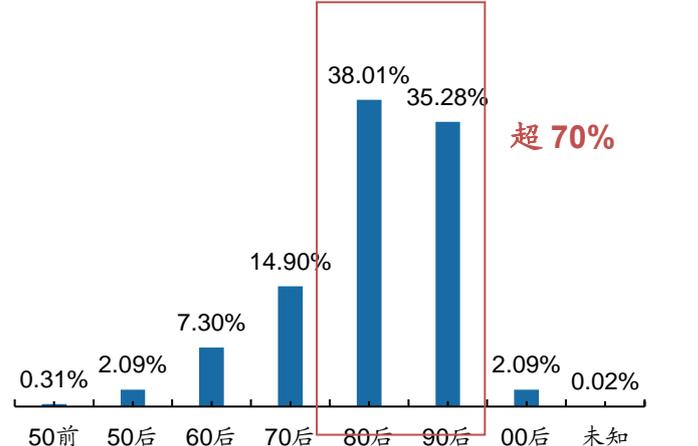
打法之一：通过富途牛牛提供一站式交易服务，形成客群集聚效益。富途牛牛是富途在香港市场提供经纪业务的数字化金融服务平台，富途牛牛APP集交易、社交、理财等多项功能于一身，产品力卓越。富途在香港市场的交易清算全部由自营清算系统处理；对比传统券商的APP，富途更加致力于打造全流程的极致客户体验，针对从开户到社交等核心环节的痛点问题均有一定的优化设计。公司23年财报数据显示，富途牛牛App连续三年蝉联香港股票交易应用下载量第一。

图 20: 富途与传统券商在的使用环节对比



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 21: 富途客户年龄分布（截至2022年末）



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

打法之二：通过牛牛圈社区建立富途生态圈，培养客户黏性。秉持着“让投资更简单，不孤单”的使命，富途基于用户深层次的精神需求，建立了牛牛生态圈。在圈内会有个人、机构和上市公司主体等内容输出者，以图文/视频/直播的形式分享投资经验和知识，维持话题热度供投资者交流，这既迎合了投资者的社交需要，又能够给新手提供快速成长的知识通道，据公司官网，富途的有资产客户季度留存率长年在98%左右。

打法之三：“线上+线下”同步营销，实现触达客户。富途在营销方面延续了互联网企业的做法，在线上自主运营企业号、公众号、直播、短视频等，并与其他社交媒体平台合作、找知名企业跨界营销为富途引流；在香港市场线下则采用了诸如在人流密集的地方进行广告投屏、“牛牛巴士免费乘车计划”等手段，逐步占领用户心智，维护品牌形象。

图 22: 谢霆锋成为富途香港区域品牌代言人



数据来源: 香港新闻网, 广发证券发展研究中心

图 23: 富途与兰博基尼香港合作, 意为交易速度快



数据来源: 凤凰网, 广发证券发展研究中心

多牌照+支持港美日股票交易+低佣金, 为富途带来香港市场的基本盘优势。

据公司官网, 富途自2012年10月4日拿下香港证监会第1类“证券交易”牌照起, 成立8年拿下了7大类香港证监会牌照, 分别是第1/2/3/4/5/7/9类牌照, 并且开始布局虚拟资产交易。其中3号牌由于涉及到高风险的杠杆外汇交易, 对持牌法团的各方面要求(尤其是资本要求)极高, 是SFC“最难拿”的牌照之一。而7号牌的获取, 意味着券商接入富途暗盘的限制放开, 利好富途的暗盘交易业务。23年11月, 富途响应香港政府倡导的Web3政策, 旗下子公司猎豹交易(香港)有限公司向证监会申请了虚拟资产交易平台牌照, 2024年7月8日, 富途证券的第1类受监管活动(证券交易)牌照获得香港证监会升级, 富途证券正式获准向香港的专业及散户投资者提供虚拟资产交易服务, 为投资者提供了更加多样化的投资选择。

表3: 富途控股在香港市场持有牌照情况(截至2024年5月)

地区	牌照类型	生效日期
中国香港	(1类) 证券交易牌照	2012/10/4
	(2类) 期货合约交易牌照	2013/7/10
	(3类) 杠杆式外汇交易牌照	2020/12/28
	(4类) 就证券提供意见牌照	2015/6/2
	(5类) 就期货合约提供意见牌照	2018/8/7
	(7类) 提供自动化交易服务牌照	2019/8/9
	(9类) 提供资产管理牌照	2015/7/24

数据来源: SFC、广发证券发展研究中心

在持续深耕港美股交易的基础上, 迎合投资者兴趣, 新增日股交易服务。富途分别自2012年的10月和2014年的4月起支持港股和美股交易, 这两类股票是富途证券经纪业务的两大支柱。在香港市场, 富途在23年进行了一项调查研究《2023上半年投资报告——复杂中的赚钱效应与个人投资者行为研究》, 研究发现在日经指数持续攀升至创下新高的背景下, 香港投资者对日股的关注度明显提升, 2023年上半年日经225、日经300、日经500指数的关注人数分别有1202%、2733%、1500%的增长。

富途迎合投资者兴趣，加速日股交易布局，2024年4月起新增日股交易选项。

富途因互联网券商身份先天具备轻资产属性，佣金率在香港同业中较低。据公司官网，从港股交易收费情况来看，富途的港股交易佣金率为3‰，平台使用费则分类别收取：对普通交易者按固定15港元/订单的标准收取，对高频交易者则采用更优惠的阶梯式收费标准。传统券商相较于富途，经纪业务收费较高，比如中银国际的港股交易佣金率在1.8-2.5%区间，汇丰银行有2.5%和4%两档佣金率，并且两家都有最低佣金的收取要求。其他互联网券商相较于富途，虽然有的佣金率比富途低（如微牛2‰），但由于富途布局早、用户黏性高、市场份额大，已经形成了一定的竞争壁垒。

图 24：富途的港美日股交易收费政策

富途证券	港股交易	美股交易	日股交易																																																
佣金率	0.03%(*总交易额)	0.0049美元/股，每笔订单最低1美元	0.08%(*总交易额)，最低80日元/笔																																																
平台使用费	普通交易者：固定15港元 高频交易者：阶梯式1-30港元	普通交易者：固定0.005美元/股，每笔订单最低1美元 高频交易者：阶梯式0.003-0.01美元/股	180日元/笔																																																
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>每月累计订单数</th> <th>每笔订单(港元)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>第1-5笔</td><td>30</td></tr> <tr><td>第6-20笔</td><td>15</td></tr> <tr><td>第21-50笔</td><td>10</td></tr> <tr><td>第51-100笔</td><td>9</td></tr> <tr><td>第101-500笔</td><td>8</td></tr> <tr><td>第501-1000笔</td><td>7</td></tr> <tr><td>第1001-2000笔</td><td>6</td></tr> <tr><td>第2001-3000笔</td><td>5</td></tr> <tr><td>第3001-4000笔</td><td>4</td></tr> <tr><td>第4001-5000笔</td><td>3</td></tr> <tr><td>第5001-6000笔</td><td>2</td></tr> <tr><td>第6001笔及以上</td><td>1</td></tr> </tbody> </table>	每月累计订单数	每笔订单(港元)	第1-5笔	30	第6-20笔	15	第21-50笔	10	第51-100笔	9	第101-500笔	8	第501-1000笔	7	第1001-2000笔	6	第2001-3000笔	5	第3001-4000笔	4	第4001-5000笔	3	第5001-6000笔	2	第6001笔及以上	1	<table border="1"> <thead> <tr> <th>每月累计交易股数</th> <th>每股(美元)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>第1-500股</td><td>0.011/股</td></tr> <tr><td>第501-1000股</td><td>0.008/股</td></tr> <tr><td>第1001-5000股</td><td>0.007/股</td></tr> <tr><td>第5001-10000股</td><td>0.006/股</td></tr> <tr><td>第10001-50000股</td><td>0.0055/股</td></tr> <tr><td>第50001-200000股</td><td>0.005/股</td></tr> <tr><td>第200001-500000股</td><td>0.0045/股</td></tr> <tr><td>第500001-1000000股</td><td>0.004/股</td></tr> <tr><td>第1000001-5000000股</td><td>0.0035/股</td></tr> <tr><td>第5000001股以上</td><td>0.003/股</td></tr> </tbody> </table>	每月累计交易股数	每股(美元)	第1-500股	0.011/股	第501-1000股	0.008/股	第1001-5000股	0.007/股	第5001-10000股	0.006/股	第10001-50000股	0.0055/股	第50001-200000股	0.005/股	第200001-500000股	0.0045/股	第500001-1000000股	0.004/股	第1000001-5000000股	0.0035/股	第5000001股以上	0.003/股	
每月累计订单数	每笔订单(港元)																																																		
第1-5笔	30																																																		
第6-20笔	15																																																		
第21-50笔	10																																																		
第51-100笔	9																																																		
第101-500笔	8																																																		
第501-1000笔	7																																																		
第1001-2000笔	6																																																		
第2001-3000笔	5																																																		
第3001-4000笔	4																																																		
第4001-5000笔	3																																																		
第5001-6000笔	2																																																		
第6001笔及以上	1																																																		
每月累计交易股数	每股(美元)																																																		
第1-500股	0.011/股																																																		
第501-1000股	0.008/股																																																		
第1001-5000股	0.007/股																																																		
第5001-10000股	0.006/股																																																		
第10001-50000股	0.0055/股																																																		
第50001-200000股	0.005/股																																																		
第200001-500000股	0.0045/股																																																		
第500001-1000000股	0.004/股																																																		
第1000001-5000000股	0.0035/股																																																		
第5000001股以上	0.003/股																																																		

数据来源：富途官网，广发证券发展研究中心

表4：富途的香港同业券商的交易收费政策概览

	互联网券商			传统券商	
	老虎证券	耀才证券	微牛证券	中银国际	汇丰银行(标准收费)
港股交易收费政策	0.029%+平台使用费15港元/订单	通过电子系统交易：0.0668% (最低max(50港元/人民币50元/0.5美元))； 通过电话交易：0.15% (最低max(港币150元/人民币150元/19.50美元))	电子渠道委托：0.02% (最低2港元)； 限制平仓/电下单：0.25% +平台使用费13港元/订单	通过自动化系统：0.18%/0.20%/0.23%/0.25%； 通过分行或私人：0.25%/0.28%/0.40%/0.50% (最低100港元)	通过自动化系统：0.25%； 通过电话或分行：0.40%； 最低收费100港元+5港元/手+存入证费用(仅对买入交易收取30-200港元)
美股交易收费政策	0.0049美元/股(最低0.99美元/订单)+平台使用费	通过电子系统交易：0.008美元/股(最低1.88美元/订单)；或者0.1% (最低8美元)； 通过电话交易：0.08美元/股(最低40美元/订单)；或者0.25% (最低40美元)	电子渠道委托：0.0045美元/股(最低0.89美元)； 限制平仓/电下单：0.25% (最低15美元) +平台使用费0.0045美元/股	通过自动化系统：0.02美元/股(最低收费；私人财富、中银级智理财客户16美元/订单，其他客户18美元/订单)	经汇丰网上理财股票交易平台：首1000股，每笔交易18美元(划一收费)； 超过1000股，划一收费+额外的数量收取0.015美元/股； 经电话理财中心人手接查：首1000股，每笔交易38美元(划一收费)； 超过1000股，划一收费+额外的数量收取0.015美元/股
日股交易收费政策	无	通过电子系统交易：0.25% 最低2500日元，以较高者计算 通过电话交易：0.5% 最低5000日元，以较高者计算	无	N/A	佣金：1% (最低收费日元5,000)； 结算费：3000日元/宗； 股票托管费：每月收取股票市价的0.02%/12(最低收费每月1000日元)； 股票存入费：4000日元/宗； 股票提取费：80000日元(只宗)

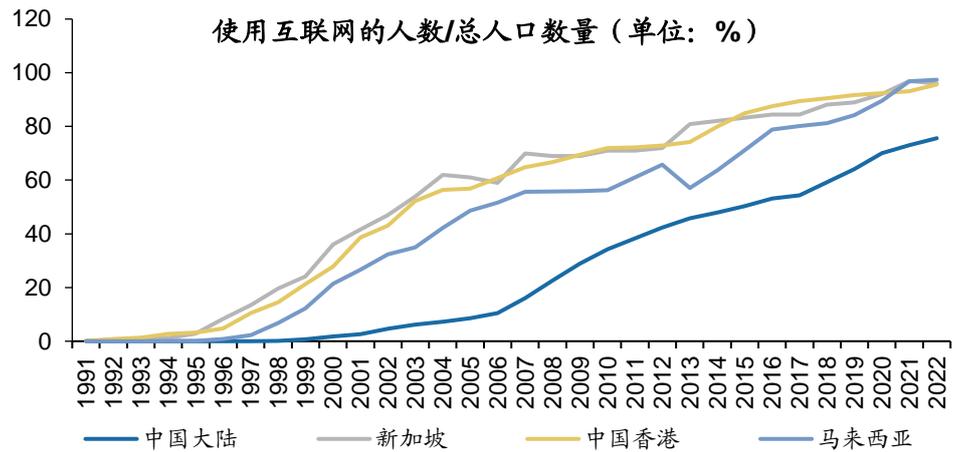
数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

2. 新加坡及马来西亚市场：富途的东南亚版图快速拓展

(1) 市场整体情况：投资者特质与富途高度契合

新加坡互联网普及度高且投资者线上渗透率高。据Worldbank数据，2000年以来，新加坡市场的网络化普及开启加速度，2000年使用互联网的人数/总人口数的比例仅有36%，到2022年这一指标已有96%，而且新加坡线上渠道渗透率高，MediaOne的数据显示2022年83%的新加坡人拥有社交媒体账户。根据富途的新加坡投资者调查，65%的受访者表现出对线上知识和未来趋势的高度关注，为了获取即时的市场动态信息，许多新加坡用户每月平均投入约600新元（2900元人民币左右）。

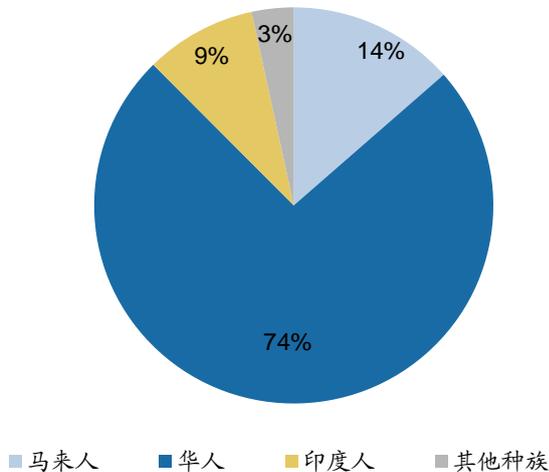
图 25: 新加坡、马来西亚、中国大陆和中国香港市场的网络化水平对比



数据来源: Worldbank、广发证券发展研究中心

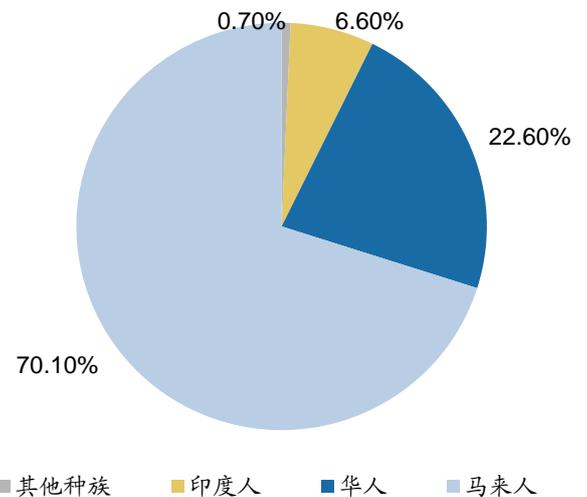
两个市场的华人投资者群体均较为庞大，汉语是常用语言。历史渊源塑造新加坡市场和马来西亚市场的华人群体庞大的现状，据singstat及statista，其中新加坡连续10年维持74%左右的华人占比，马来西亚2023年末华人占比约23%（马来西亚人口基数大，2023年末有3430.85万人，而2023年末新加坡人口只有601.47万人）。普通话是新加坡四大官方语言之一，也是马来西亚的常用语言。

图 26: 2023年末新加坡华人占比达74%



数据来源: singstat, 广发证券发展研究中心

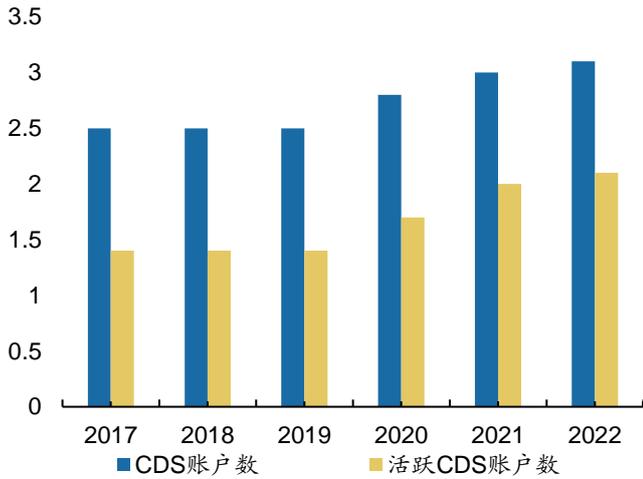
图 27: 2023年末马来西亚华人占比达22.6%



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

马来西亚股票投资者整体较为年轻，股民渗透率仍有提升空间。2020年之前，马来西亚市场的CDS账户数和活跃CDS账户数基本维持稳定，2020年受疫情封闭影响，线上证券交易参与者增加，CDS账户数和活跃CDS账户数同比+12%/+21.4%。根据马来西亚交易所数据，2022年新增的99610个零售证券账户中，26-45岁的投资者最为众多占59%，25岁及以下的亦有17%，整体较为年轻。CDS账户数的量级相较于马来西亚的人口数，仍然有较大的开拓空间。

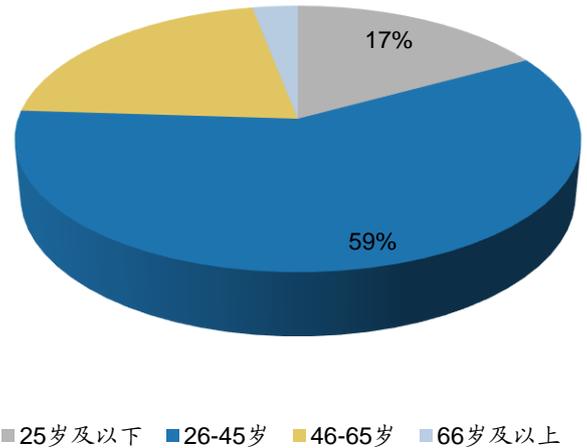
图 28: 马来西亚证券交易逐渐活跃 (百万户)



数据来源: 马来西亚交易所, 广发证券发展研究中心

注: CDS, 即“中央存储系统”, 在马来西亚交易所交易证券需要开设 CDS 账户。

图 29: 2022年马来西亚新增零售投资者年龄构成



数据来源: 马来西亚交易所, 广发证券发展研究中心

(2) 富途表现: 新加坡市场站稳脚跟, 马来西亚市场在新市协同效应下首战告捷

获牌照后上线, moomoo新加坡收获市场好评。2020年10月, 富途证券(新加坡)获得了新加坡金管局(MAS)的资本市场服务(CMS)牌照, 成为新加坡注册持牌券商。2021年3月, moomoo新加坡上线, 其定位相当于海外版的富途牛牛, 同样具备投资交易、投资社群、即时新闻、实时行情等功能, 24年4月起新加坡客户亦可以进行日股交易。由于富途极致的投资服务和互联网化的产品交互体验, moomoo在新加坡市场受到追捧, 自推出以来moomoo已迅速跻身新加坡金融应用程序前三名(截止2022年底)。

富途成为首家获“新交所全会员资质/数字支付代币服务原则性批准”的科技券商。据公司官网披露, 2022年6月30日, 富途在新交所举行敲钟仪式, 成为首家获新交所全会员资质的科技券商, 从而富途在新加坡当地不但可以独立自主清算, 还可以与富途旗下其他子公司产生协同效应, 让更多投资者可以更便捷、更低成本地交易新交所产品。24Q1, 富途在新加坡获得了“MPI 数字支付代币服务”牌照, 为新加坡市场首家获此牌照的线上券商, 产品线进一步拓宽。

表5: 富途控股2022年正式获得的新交所会员资质

名称	新交所证券交易及衍生品交易会员(Trading Member of Singapore Exchange Securities Trading Limited and Singapore Exchange Derivatives Trading Limited)
	新交所中央存托结算和证券清算会员(Clearing Member of The Central Depository (Pte) Limited)
	新交所衍生品清算会员(Singapore Exchange Derivatives Clearing Limited)

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

moomoo在新加坡市场延续富途牛牛低收费+high tech+high touch的优势。在新加坡本地传统券商(DBS、UOB、OCBC等)平台交易新加坡/香港/美国股票的佣金

率在千分之一~三，而moomoo的佣金率收费偏低，能够吸引到更多价值敏感型的客户。moomoo的high tech体现在引入人工智能和大数据技术，推出了人工智能市场监视器、估值分析等个性化的投资工具，并且能够提供智能订单服务、免费的美股level 2 实时行情数据等（在新加坡同业中较为罕见）。moomoo的high touch体现在它是当地少数设有24/7本地客服团队的平台，moomoo社区供股民们交流投资经验等。

表6: 新加坡主要经纪商交易佣金对比

		辉立	moomoo	老虎证券	DBS		UOB KayHian	OCBC	Maybank Securities						
新加坡股票交易佣金	辉立环球账户	交易值*0.08%，无最低佣金		佣金 0.03%*交易金额（最低0.99新币，新客免佣一年）+平台使用费 0.03%*交易金额（最低0.99新币）	网上交易金额	佣金率/最低 27.25新币	合约价值	佣金率/最低 25新币	合约价值	佣金率/最低 25新币	合约价值	佣金率/最低 25新币			
	现金管理账户	合约价值	佣金率	0.03%*交易值（最低0.99新币）+平台使用费 0.03%*交易值（最低1新币）	<5万新币	0.28%	现金账户	<5万新币	0.275%	基础交易账户，网上交易	<5万新币	0.275%	现金账户	<5万新币	0.275%
		<5万新币	0.28%，最低25新币		5-10万新币	0.22%		5-10万新币	0.22%		5-10万新币	0.22%	5-10万新币	0.22%	
		5-10万新币	0.22%，最低25新币		>10万新币	0.18%		>10万新币	0.20%		>10万新币	0.18%	>10万新币	0.18%	
		>10万新币	0.18%，最低25新币		UTRADE Edge 账户： 0.12%*交易金额，最低10新币			pre-funded 账户： 0.12%*交易金额，最低10新币							
美股	辉立环球账户	0-29999新币	3.88美元	免佣金+平台使用费 0.99美元	佣金 0.005美元/股（最低0.99美元，最多交易值*0.5%）+平台费 0.005美元/股（最低1美元，最多交易值*0.5%）	0.18%*交易金额，最低27.25美元	现金账户： 0.3%*交易金额，最低20美元	基础交易账户，网上交易	0.30%*交易额，最低20美元	现金账户：0.3%*交易金额，最低20美元					
		30000-249999新币	2.88美元							pre-funded 账户： 0.12%*交易金额，最低10美元					
		>250000新币	1.88美元							pre-funded 账户： 0.12%*交易金额，最低10美元					
	现金管理账户： 交易值*0.3%，最低20美元														

港 股	辉 立 环 球 账 户	新币 0-29999	交易值 *0.08%， 最低 30 港币	佣金 0.03%* 交易金 额（最 低 3 港 币）+平 台使用 费 15 港 币	佣金 0.03%*交 易值（最 低 7 港 币）+平台 费 0.03%* 交易值 （最低 8 港币）	0.18%*交易金 额，最低 109 港币	现 金 账 户	<25 万港 币	0.25%	基 础 交 易 账 户 ， 网 上 交 易	0.25%*交易 额，最低 150 港币	<25 万港 币	0.25 %
		新币 30000-249999	交易值 *0.06%， 最低 20 港币					>25 万港 币	0.20%			>25 万港 币	0.20 %
		新币 250000 以上	交易值 *0.05%， 最低 15 港币					最低 100 港币				最低 100 港币	
	现金管理账户： 交易值*0.25%，最低 100 港币							UTRADE Edge 账 户： 0.12%*交易金额， 最低 75 港币				pre-funded 账户： 0.12%*交易金额，最 低 50 港币	

数据来源：各公司官网、广发证券发展研究中心

富途在新加坡客户的量、质齐升，moomoo用户市占已达25%，且用户入金强劲增长，于23Q4开始实现盈利。moomoo新加坡官网显示，截至2022年末新加坡每4名20至70岁的成年投资者，就有1名moomoo用户。23Q4的财报发布会披露，moomoo新加坡23年Q4的客户总资产和平均资产分别环比增长25%和17%，户均资产超过1.7万新元。

富途新加坡市场展业对马来西亚市场的协同示范效应显著，马来西亚市场增长强劲。2024年2月26日，富途在马来西亚市场正式启动经纪业务。受益于先前新加坡市占率的迅猛增长，品牌影响力辐射东南亚，公司在马来西亚平台正式推出后的短短一周内，便增加了3万多名客户，这是富途目前在所有市场里面获得的最快增长。富途官网披露，马来西亚市场展业仅六周客户数已突破10万人，moomoo App下载量、DAU数据高居马来西亚线上券商首位。

3. 美国市场：战略性市场前景不明，富途发力差异化定位+产品体验

（1）市场整体情况：寡头垄断格局稳固，互联网券商模式多样且零佣金成为常态

美国证券市场主经纪商市场空间广，行业格局分化显著。老牌全能投行龙头地位稳固，互联网券商专注于特定业务，演变出不同的发展模式。2008年次贷危机爆发后，美国综合性投行发力稳定性强的泛财富管理业务，老牌大型投行摩根士丹利和高盛凭借资本及综合协同实力，业务进一步往全能方向发展，龙头地位愈发稳固。互联网券商在互联网浪潮和零佣金趋势下在美国的证券市场中占据了一席之地，与头部的综合性不同的是，它们多奉行细分市场战略，聚焦于某一特定市场提供专业化精品服务，而且经营模式各异，可以简要划分为三类：（1）依靠高交易量驱动的订单

流返佣收入 (payment for order flow, PFOF) ——以Robinhood为代表; (2) 提供零售经纪、资产管理、研究咨询等一站式金融服务的综合型财富管理平台——以嘉信理财为代表 (前身为折扣证券经纪商翘楚), 目标客群聚焦大众富裕客户; (3) 为价格敏感客群提供深度折扣服务的纯网络折扣经纪商——以Interactive Brokers、E*Trade (已被大摩收购) 为代表。

Robinhood开启美国互联网券商零佣金时代先河。2015年Robinhood开创性地推出线上投资交易的免佣金模式, 每位投资者无需支付佣金即可使用Robinhood交易股票、ETF、期权甚至加密货币, 经纪业务利润空间被再度压缩的同时, 用户规模迅速扩大。2018年开始, 摩根大通、富达投资、先锋集团等也陆续推出免佣金服务, 美国线上经纪商进入零佣金时代, 富途作为后进入者, moomoo美股适应性地跟进美国居民在美国市场交易股票、ETF和期权免佣金的政策。

表7: 2023年富途moomoo和美国主要互联网券商的佣金政策对比: 零佣金已成为美国互联网券商的常态

Category	moomoo	Robinhood	Webull	TD Ameritrade	Charles Schwab	E*Trade
Commission (Stocks/ETFs/Options)	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Equity Options Contracts Fees	\$0	\$0	\$0	\$0.65/contract	\$0.65/contract	\$0.65/contract
Index Options Contracts Fees	\$0.50/contract	/	\$0.55/contract	\$0.65/contract	\$0.65/contract	\$0.65/contract
Index Option Proprietary Fee (Charged by exchanges)	Varies	/	From \$0.1-\$0.66/contract	From \$0.05-\$0.60/contract	From \$0.05-\$0.60/contract	From \$0.18-\$0.51/contract
OTC Markets Trading	\$0	/	/	\$6.95 per executed trade	\$6.95 per executed trade	\$6.95 for under 30 trades
Margin rates (For debit balances < \$25K)	6.8%	8%-12%	9.74%	14.5%-14.75%	13.58%	13.95- 14.20%

注: Margin rates 数据的截止时间是 2023 年 12 月 1 日。

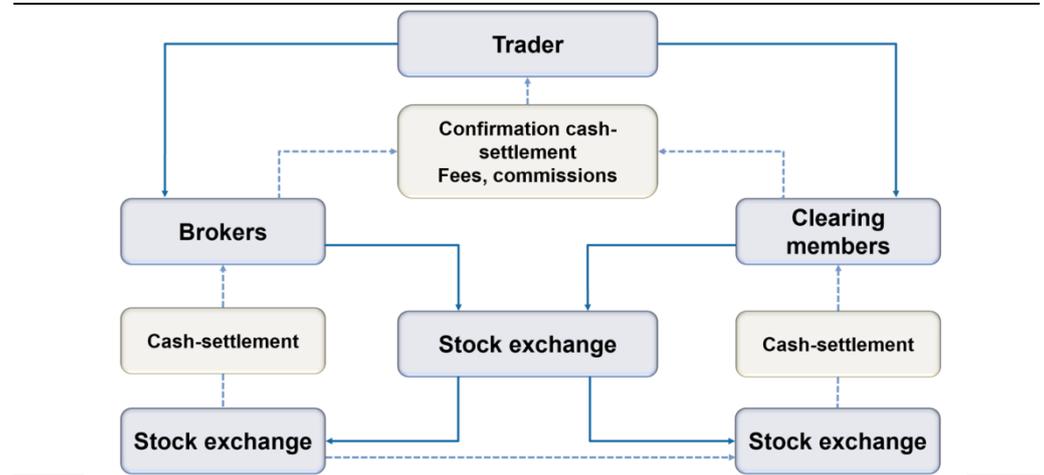
数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

(2) 富途表现: 早早获取自清算牌照, 打造差异化获客路线

富途2019年即获得美国全面结算牌照, 采用自清算+第三方供应商合作方式结算。2019年6月, 富途旗下全资子公司Futu Clearing Inc.取得美国金融业监管局(FINRA)颁发的全面结算牌照(Correspondent Clearing BD), 标志着富途逐渐由介绍经纪商向清算经纪商转型, 能够向美国的客户和其它经纪人提供清算、结算和资产托管服务。彼时美国3600多家介绍经纪商中仅有约120家清算经纪商, 大多数同业在美股开展交易是由盈透证券等机构代为清算的。

自清算基础设施建设助力富途降本增效。富途能够获取美国的自清算牌照，离不开其不断完善的自清算基础设施。富途依靠自清算系统能够有效地减少作为介绍经纪商需要向清算经纪商提供的清算业务支付的各项费用，降低交易成本，富途由此真正打通股票交易、清算、结算和资产托管全流程，实现从介绍经纪商至清算经纪商的转型。

图 30: 美国介绍经纪商和清算经纪商之间的关系

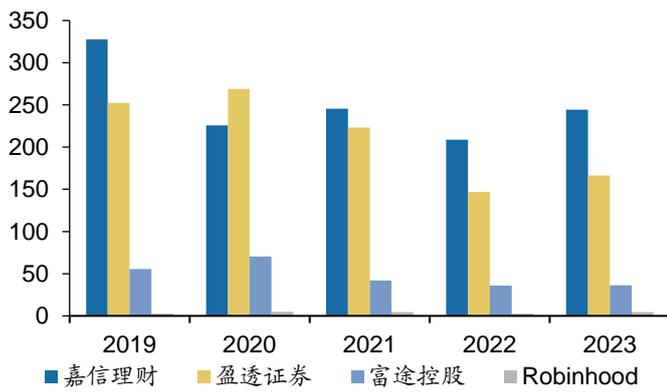


数据来源: B2core 《自形清算经纪交易商的终极指南》、广发证券发展研究中心

富途战略性布局美国市场，空间广阔但竞争激烈。美国市场有助于富途在全球范围内建立更广泛的用户群体和品牌认知，有助于其与纳斯达克全球战略合作伙伴关系的深化，进而为富途在美股市场进一步扩张打下基础。但受限於美国市场本身的复杂竞争形势，富途在美国本地个人投资者中的转化率不如东南亚明显，不过富途的美国市场客户质量持续提升，据公司业绩会披露，2022年Q4富途在美国新付费客户的户均首季度净入金环比增长约40%。

富途瞄准Robinhood 与嘉信理财间的“夹层市场”，发力完善用户体验和大众营销。从客均资产指标来看，富途介于Robinhood和嘉信理财之间，聚焦大众理财市场，“富裕”人群仍有提升潜力。在零佣金的美国市场，富途以往的低佣金优势不再，于是发力优化产品力和营销工作，以提升客户体验、黏性并打响知名度。

图 31: 四家美国经纪商户均资产对比 (千美元)



数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

图 32: 富途控股在美国发力优化产品力和营销工作

- 产品力**
 - 期权/期货括号订单能力上线
 - 期权向导功能进一步升级
 - 推出 NX版本满足新世代简约需求
- 营销力**
 - 在美国举办Holiday Magic Sweepstakes 活动及农历新年线上活动
 - 深化与本地KOL合作, 调整线上广告投放策略
 - 成功组织金融素养月模拟交易大赛

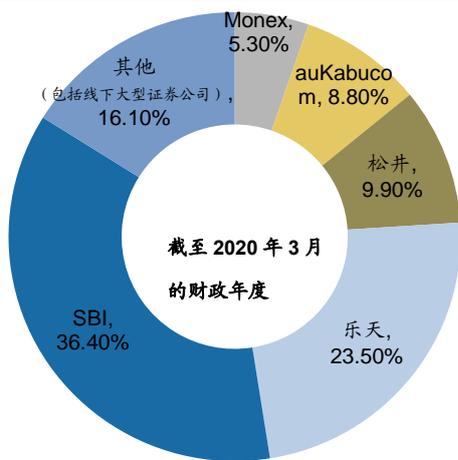
数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

4. 日本市场: 富途取得喜人成绩, 但整体仍处于爬坡阶段

(1) 市场整体情况: 互联网券商集中度高, 外汇保证金和美股交易业务前景可观

互联网券商在日本零售经纪市场高度集中, 本地互联网券商已经开启零佣金+差异化服务。日本市场主要有三类客户: 海外投资者、国内机构投资者和国内个人投资者, 前两类客户被日本前五大综合类券商和大中小型传统券商高度瓜分, 互联网券商则主要发力国内个人投资者市场, 即零售经纪市场, 并在该市场高度集中。根据SBI证券2020年度报告, 前五大互联网券商零售经纪业务的市占率累计达84%。2023年9月30日起, 日本互联网券商巨头SBI证券宣布免除在线股票交易费用, 乐天证券紧随其后推出“零佣金”, 适用于日本股票的现货以及信用交易, 日本互联网券商佣金战进一步触底。同时, 互联网券商业内分化竞争的趋势逐渐显现, SBI证券、au Kabucom 证券、Monex证券、Matsui证券等分别采用不同的策略以实现提高收入质量的目的。

图 33: 日本2020年个人股票委托交易金额份额



数据来源: SBI 2020 年度报告, 广发证券发展研究中心

表8: 日本互联网券商的策略分化

互联网券商	策略分化
SBI	重视顾客满意度, 将网络券商融入生态化金融平台
au Kabucom	优化交易工具, 推出客户定制化销售策略
Monex	产品丰富, 通过自身较强的技术优势为用户提供了全新的交易平台及融资服务
Matsui	优化在线交易服务、通过日内融资买卖免佣金、低利率的方式扩大用户群

数据来源: 公司官网整理, 广发证券发展研究中心

日本投资者喜好外汇保证金交易, 美股投资者群体迅速壮大。在日元低值的背景下, 外汇交易获得本土投资者青睐。据日本央行, 日本零售投资者的外汇保证金交易在

2022年达到10000万亿日元，相较于十年前增加了7倍。日本的美股投资者群体逐渐壮大，根据富途23年三季报电话会，截至22年年底，日本有230万美股投资者，在日本股票投资者中占比相对较低，但增长速度相当快。2019年底约有100万美股投资者，三年时间内已经翻番。

表9：日本零售外汇保证金交易的变动趋势

	2012	2022	Change
Trading volume(tril.yen)	1689	12173	+7.2 times
o/w USD/JPY	26%	75%	+49%pts
Gross positions(tril.yen)	3.83	7.93	+2.1 times
o/w USD/JPY	32%	53%	+21%pts
o/w AUD/JPY	23%	7%	+15%pts
Number of accounts(ten thousands)	450	1054	+2.3 times
o/w actually traded(ten thousands)	58	84	+1.4 times
Spot trading volume in Japan(bil.USD)	95.2	172.6	+1.8 times

数据来源：Bank of Japan Review，广发证券发展研究中心

（2）富途表现：链接日本市场变动，及时调整进攻方向

先美股交易打开市场，后战略性上线日股交易。2023年9月，moomoo日本上线美股交易业务，为日本投资者提供约7000支可供交易的美股，成为日本支持可交易美股数量最多的在线券商，美股交易能力遥遥领先。2024年1月正式上线新的NISA账户交易，2024年3月正式上线日股现货交易，捕捉日股市场机会。moomoo日本的收费标准是“投资者通过NISA账户和普通账户执行涉及日本股票的交易时，可以享受零佣金”。提供日股交易一方面是迎合日经指数持续攀升背景下，投资者对日股高涨的投资需求，另一方面也旨在提高用户入金转化率。

moomoo日本下载量拔尖，用户转化率提升但与其他市场仍存差距。24年5月5日，官网数据显示moomoo在日本下载量突破100万次，跃升为日本下载量排名第三的在线证券App。随着流程体验改善和新的交易品类上线，从用户到有资产客户的转化率呈现明显的提升，但与其他海外市场比，仍有一定差距，痛点仍然集中在开户的体验和品类的齐全度上。

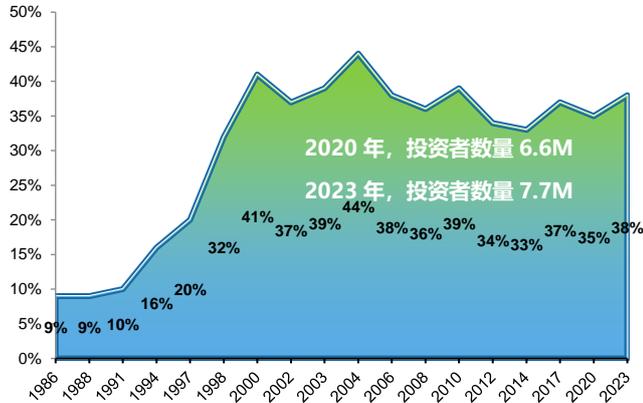
日股零佣金竞争出现后，富途将盈利重点放在美股交易佣金，而扩充产品品类和外汇交易费用或成富途新的收入驱动因素。SBI证券和乐天证券对日本股票交易开始收取零佣金后，日本其他互联网券商效仿成为可能，因此日本股票交易的盈利空间被进一步压缩，富途将目光转向了美国股票交易，日本市场美股交易收取0.45美元。结合日本投资者喜欢保证金交易的特点，据富途2024Q1财报会，moomoo未来几个季度即将上线保证金交易、零碎股份交易、NISA储蓄账户和共同基金等，更多的产品服务有望提升客户入金的转化率。

5.澳大利亚及加拿大市场：利基市场的初探索

（1）市场整体情况：市场释放有利信号和潜力诱惑

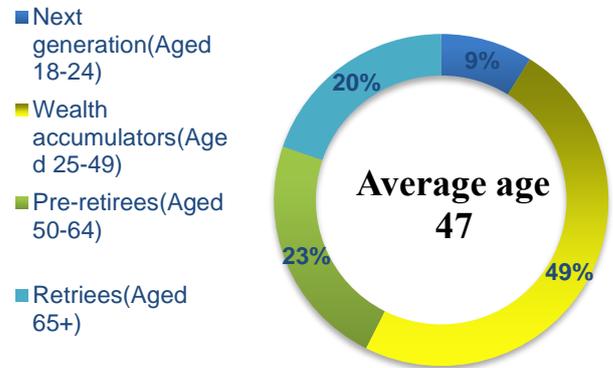
澳大利亚股票投资者数量持续增加，财富积累者为主要投资群体。据澳交所，2023年澳大利亚投资者数量770万人，占成年人的比例达38%，创下2010年以来的新高。澳大利亚投资者的整体年龄偏大，平均年龄为47岁。

图 34: 澳大利亚投资者数量占成年人的比例



数据来源: 澳大利亚交易所, 广发证券发展研究中心

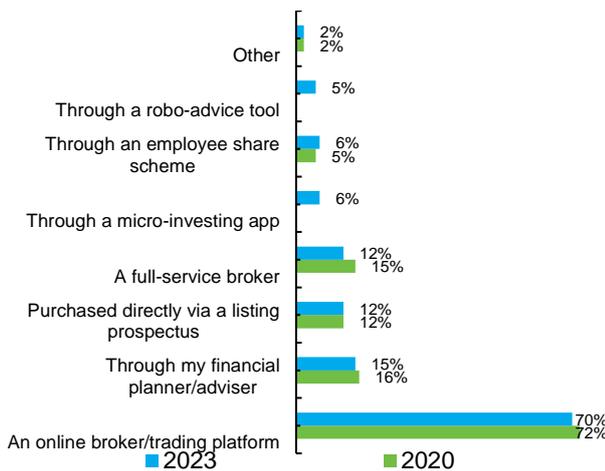
图 35: 澳大利亚现存投资者年龄结构



数据来源: 澳大利亚交易所, 广发证券发展研究中心

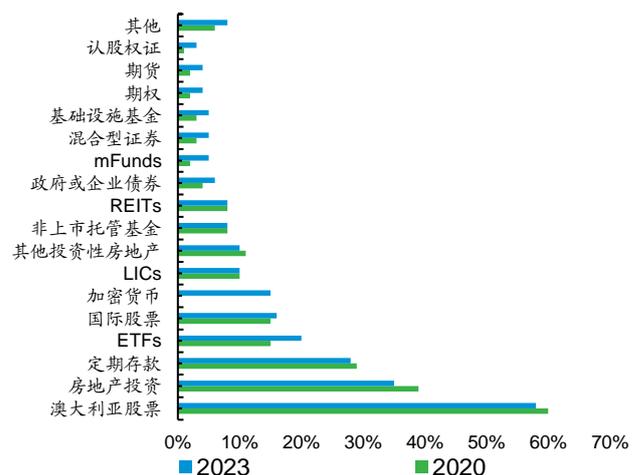
澳大利亚投资者最常通过网络经纪商进行投资交易，对国际股票的持有比例上升。澳大利亚交易所研究发现，2020年和2023年澳大利亚投资者最依赖的投资交易途径均为网络经纪商平台（online broker/trading platform），虽然2023年增加了对别的途径的使用，但是网络经纪商仍为70%投资者的首选。2023年相较于2020年，澳大利亚投资者的证券投资类型有了一定的调整，澳大利亚股票的持有比例从35%下降到32%，相对的，对国际股票的持有比例从4%增加至7%。

图 36: 澳大利亚投资者进行投资交易的途径



数据来源: 澳大利亚交易所, 广发证券发展研究中心

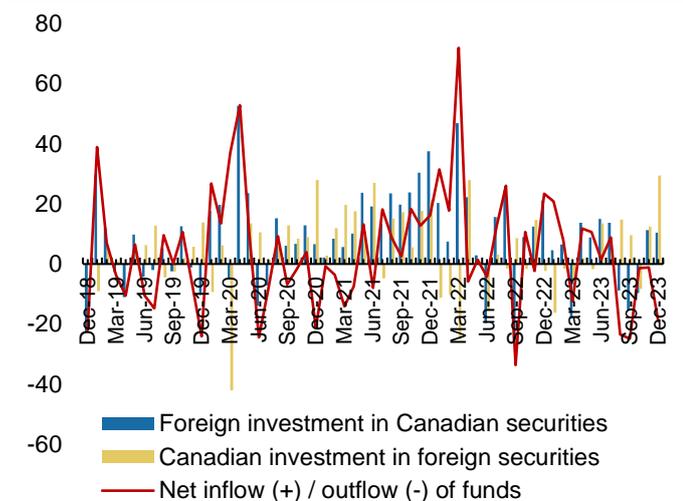
图 37: 澳大利亚投资者持有的证券类型



数据来源: 澳大利亚交易所, 广发证券发展研究中心

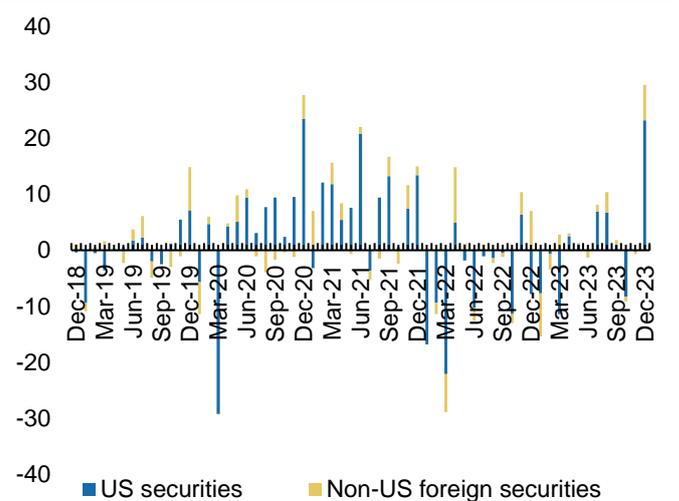
加拿大市场经历国内外资本撤资，美国证券成资本市场新宠。从加拿大市场的内外资金流量情况来看，23年8月起加拿大资金净流量持续为负数，其背后是国际投资者抛售加拿大证券和加拿大投资者追逐外国投资共同导致，美国证券持续获得加拿大本土投资者青睐。

图 38: 加拿大证券的国际交易情况 (十亿美元)



数据来源: Statistics Canada, 广发证券发展研究中心

图 39: 加拿大投资美国和非美国证券 (十亿美元)



数据来源: Statistics Canada, 广发证券发展研究中心

(2) 富途表现: 两大市场获客强劲, 在线经纪评价领先

澳洲市场和加拿大市场经营业绩亮眼, 持续迭代优化, 体验评价领先。富途22Q1在澳洲市场展业, 23Q3在加拿大市场展业, 国际化版图有了新兴拓展。据公司财报, 截止24Q1, 澳洲市场客户资产按年+304%; 24Q1加拿大市场新增客户数按季+114%, 新增有资产客户+181%。据data.ai数据, moomoo是加拿大Google Play商店下载量最高的财务类App。Moomoo作为澳大利亚第一家应用智能科技进行投资分析的券商, 自2022年进驻澳大利亚市场以来, moomoo已斩获Wemoney颁发的四项投资平台奖项。据Brokerchooser数据, moomoo是澳大利亚排名第四的在线证券经纪APP。

表10: 2024年澳大利亚最好的国际在线证券经纪APP排名

排名	APP	评分	评价
1	Interactive Brokers 盈透	4.9	澳大利亚最好的国际在线经纪人。广泛的产品。许多出色的研究工具。
2	Saxo	4.9	出色的交易平台。杰出的研究。广泛的产品组合。以未投资的现金支付的利息。
3	Etoro	4.8	无佣金的库存股和ETF交易, 无缝帐户开设, 社区交易
4	Moomoo 富途	4.6	无佣金的股票和ETF交易, 快速简便的帐户开设 优质的分析工具和出色的教育服务, 对未投资的现金支付高额利息
5	Oanda	4.5	出色的交易平台, 杰出的研究工具, 快速且用户友好的帐户开设
6	Webull	4.5	免费股票/ETF交易和未投资现金的5%利息, 快速简便的帐户开设, 出色的交易平台。
7	Admirals	4.5	低外汇CFD费用, 免费快速存款和取款, 直接帐户开设。
8	Ninjatrader	4.5	低交易费用, 出色的平台和研究, 优质的投教材料。
9	IG	4.5	一流的网络交易平台, 精湛的投教工具, 大量的存款和取款选择。
10	City Index	4.5	外汇的低费用, 快速, 流畅的帐户开设, 多样化的研究工具。

数据来源: BROKERCHOOSEER, 广发证券发展研究中心

（三）财富管理：进击的“大象财富”，舞一曲蓝海探戈

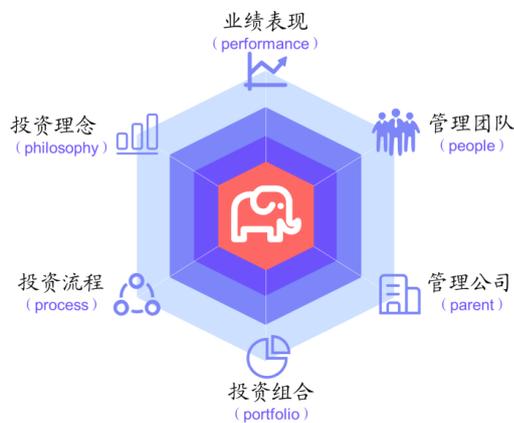
从“现金宝”到“大象财富”，富途率先布局财富管理业务。2019年8月，富途推出现金宝、基金宝等产品，正式启动财富管理业务，具有低门槛、低佣金、回报稳定及灵活便捷等优点。2020年10月，富途证券宣布公司旗下财富管理业务全新升级，正式命名为“富途大象财富”，推行海外公募基金不收募集费，私募基金的募集费率也远低于市场水平的费率优惠。

1.富途在经纪业务基础上推进财富管理转型，提升客户变现潜力与盈利稳健性

富途以优选产品和配置服务，无缝打通了客户的股票账户和财富管理账户，为客户提供了便捷的一站式资产配置平台。富途大象财富向香港和新加坡的客户共同基金、私募基金、债券和结构性票据，并初步搭建了拥有超10年海外金融从业经验的私人财富专家团队，为高净值客户提供一站式财富管理解决方案，有望增强财富管理业务的发展动能。

富途在多市场累积的良好品牌形象及投资者基础，使得富途获得了众多国际大牌基金的独家代销权和顶尖资管机构的合作机会，富途背后的选品团队均来自高盛、花旗、中金等全球顶尖机构，严格筛选出业绩优异的明星基金产品，还总结出了一套“6P基金选品法”。据年报披露，截至2023年底，富途和82家知名资管公司建立了合作关系，并且通过富途牛牛向用户提供169种基金产品，通过moomoo向新加坡用户提供135种基金产品，财富管理能力进一步获得市场认可。

图 40：富途的“6P基金选品法”



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 41：富途大象财富合作金融机构（非穷举）



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

2.财富管理业务前景广阔，为富途带来α收益潜力

证券公司将财富管理视作熨平周期起伏的关键，未来发展空间广阔。随着佣金率的持续下行，同质化的通道类业务收益有限且具有周期性，当客户需要现金收益时便会出金，出金后再获客成本高昂。而财富管理业务相对稳定性强，经营差异化突出，于是科技赋能下的财富管理逐渐成为券商平稳穿越市场波动周期，实现α收益的新动力引擎。

以香港市场为例，私人财富管理行业规模维持高基数且有望持续增长。根据KPMG《2023年香港私人财富管理报告》，2016-2020年香港私人财富管理行业的资产管理规模整体以16%的CAGR连续增长，2021年资管规模开始有所缩窄，但仍接近10万亿港元的规模。香港私人财富管理行业在更便利的跨境投资、香港内地息差扩大、香港政府人才入境计划带动等聚宝盆效益下，有望迎来发展红利期。

图 42: 香港私人财富行业的资管规模 (万亿港元)

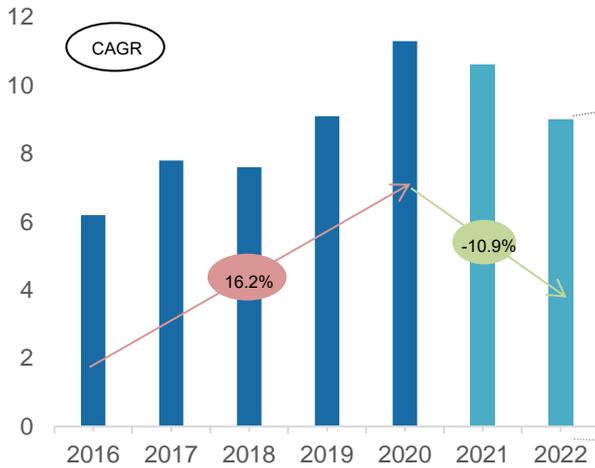
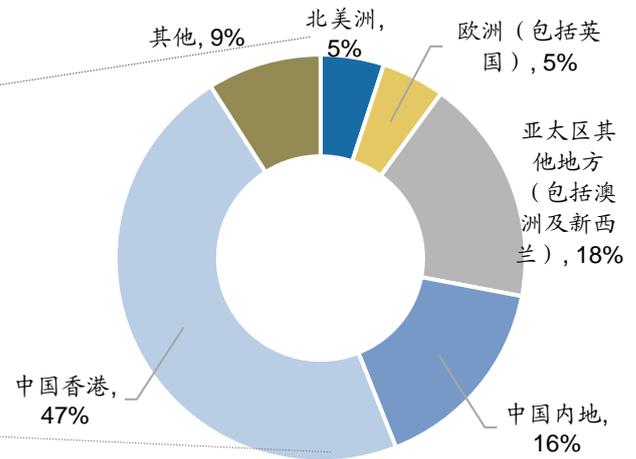


图 43: 2022年香港财富管理业务投资者根据地分布



数据来源: KPMG《2023年香港私人财富管理报告》，广发证券发展研究中心

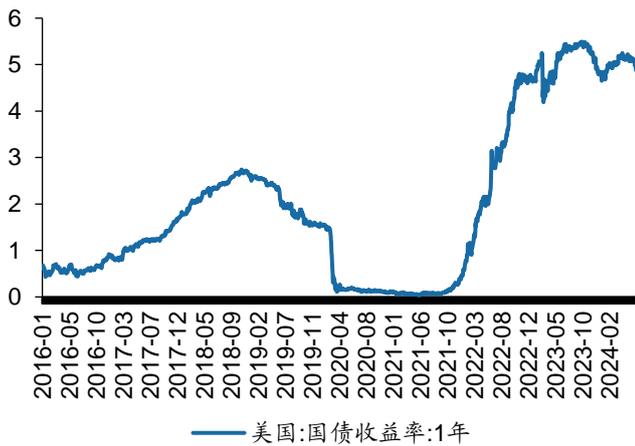
数据来源: SFC，广发证券发展研究中心

(四) 两融业务: 支柱业务稳健增长, 加息背景下利息收入激增

两融业务是富途的支柱业务之一，由两融余额和利差驱动。富途凭借自主持牌战略和“技术+运营”优势，早期快速打开了港美股市场。富途自2017年2月开通了美股融资融券服务，2020年12月开通了港股融资融券服务，由于申请流程简化，开户门槛降低，富途两融客户量持续上升，两融余额不断扩大。

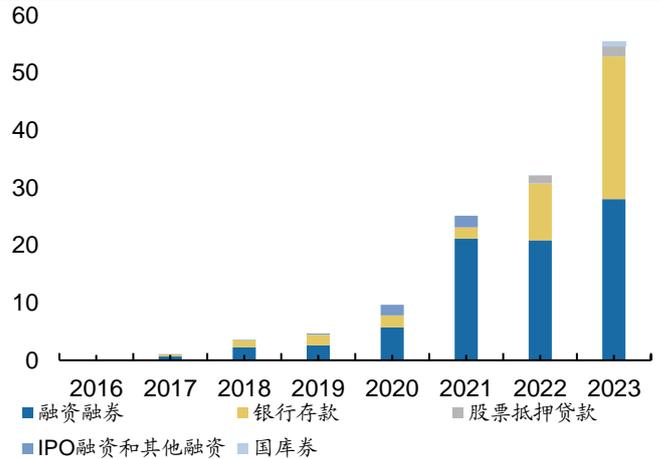
美联储加息背景下，富途息差走阔，利息收入高增。自2020年3月以来，为吸引美元回流，降低高企的通胀率，美联储开始了一轮加息周期。连续11次加息过后，美国联邦基金目标利率由0.25%攀升至5.50%，增加5.25pct。美联储加息叠加融资融券余额扩大，直接大幅拉升了富途利息收入，占营业收入的比重亦逐年上升，2021-2023年分别占比35%/42%/55%，2023年超过经纪佣金及手续费收入成为第一大收入。不过，随着美联储降息日益临近，富途的利息收入（客户资金的存款利息）可能面临一定压力。

图 44: 美国一年期国债利率 (%)



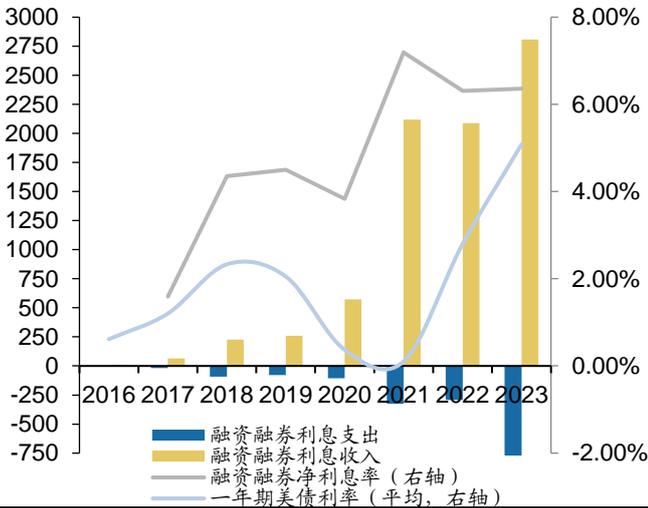
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 45: 富途利息收入结构 (亿港元)



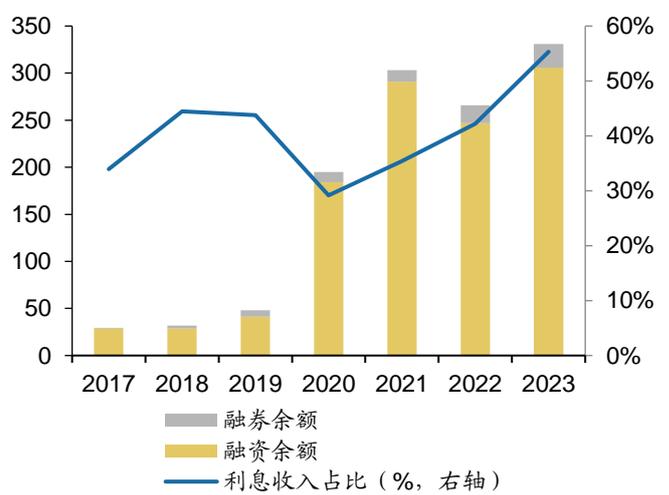
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 46: 富途两融利息及净利息率 (百万港元, %)



数据来源: 公司年报, 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 47: 富途融资融券余额及利息收入占比 (亿港元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

(五) 企业服务: 提供 IPO+IR/PR+ESOP 多重价值的长期陪伴者

To B服务方面, 富途推出企业服务品牌——富途安逸 (FUTU I&E), “I&E” 的名字源于企业服务的具体类别: IPO分销、投资者关系 (IR)、员工持股计划 (ESOP) 解决方案, 这三大用户增值服务贯穿赴港赴美上市公司的上市全流程。

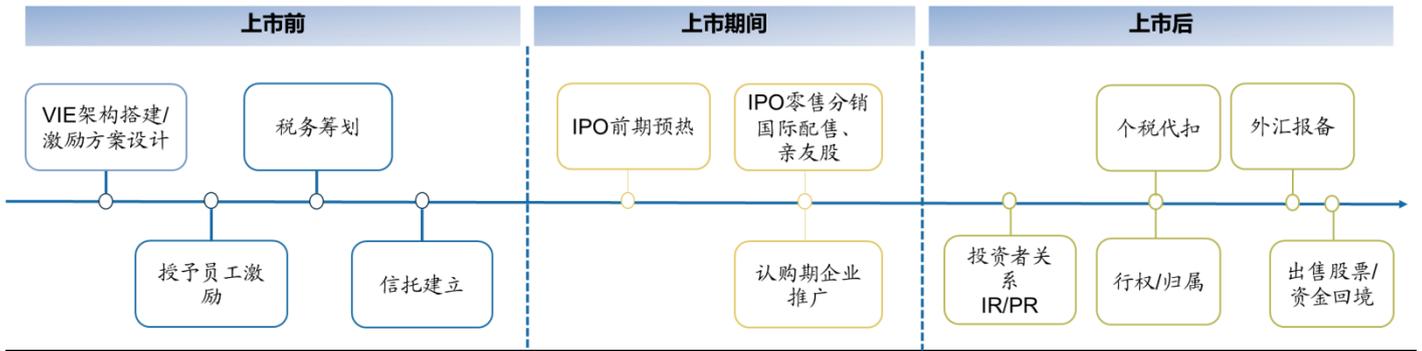
表11: 富途安逸三大业务介绍

三大业务	业务特点
IPO 分销&IR	维持股票流动性的必备阵地
	IPO 百亿认购企业的聚集地, 美团、小米等明星企业的共同选择
	面向 1400 万+高新高知投资者精准曝光渠道
投资者关系&PR	专业营销方案制定, 连接多家专业财经媒体, 向千万投资者批量传递企业价值
	线上+线下, 内容+曝光组合拳全方面传播
	财报、发布会等 PR 场景全覆盖

员工持股计划 (ESOP)	信托搭建, 全流程服务; 数据、资产、流程安全, 全方位保障
	两大系统, 管理、行权、财税全场景覆盖
	极低的管理系统/员工交易费用

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图 48: 富途控股的企业服务: 赴美赴港上市公司的全流程服务商



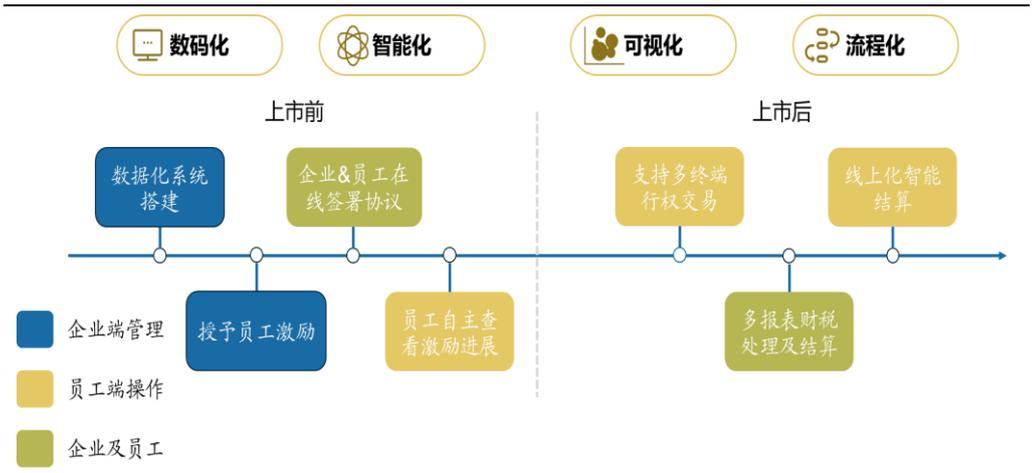
数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

富途的ESOP针对业务痛点, 将“全链条”一站式服务作为核心竞争力, 以海外新经济企业作为主要服务对象的用户群体快速壮大。

完整的股权激励方案包含四大关键步骤: 方案设计, 信托设立与税务合规诊断, 数据管理, 行权落地, 市场上每个步骤都有服务提供商, 但是业内覆盖全流程的服务商相对较少。ESOP业务的痛点在于各个流程之间本有密切的联系却被人为割裂, 于是沟通成本上升, 同时由于业务具有高度专业性, 缺失可视化工具, 企业管理层、员工都难以获取与股权激励相关的全部信息: 方案设计环节中创始人和高管团队无法实时掌握期权池授予情况, 数据管理环节中员工无法及时得知自己具体激励情况。

富途在ESOP业务上经历过“被授予方→授予方→服务商”的角色转变, 更加懂得其痛点所在, 于是在做ESOP业务的时候便以专业的外部股权顾问的身份向客户提供涵盖上市前后的“全链条”一站式服务。

图 49: 富途ESOP股权激励平台



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

富途ESOP的发展策略是从服务要求高、需求复杂的大客户开始，优化服务能力和结构，进而复用到服务需求相对标准化的中长尾客户。富途ESOP在新兴企业中的优势明显的，尤其在高市值企业中渗透率比较高。据公司官网披露，2021年港股新股中，千亿市值企业100%是富途的企业服务客户，50亿市值以上企业8成为富途客户。截至24年一季度末，ESOP累计合作客户达721家，入驻富途社区的上市公司达1200家。

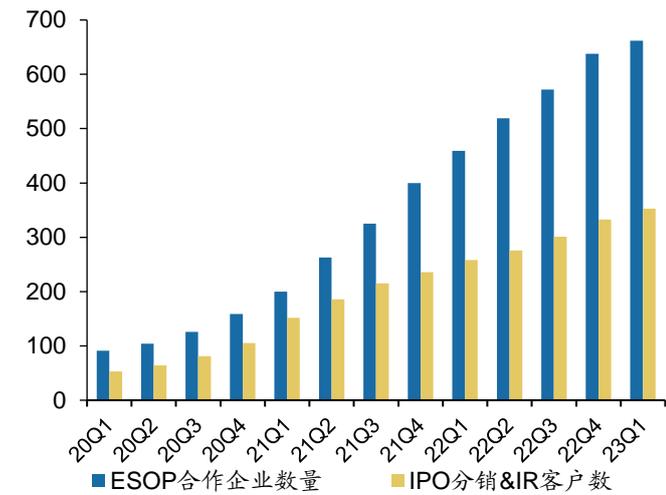
表12: 富途ESOP股权激励平台四大亮点

亮点	简要介绍
ESOP 全流程可视化追踪管理	富途 ESOP 股权激励平台支持企业授予 - 归属 - 计税 - 结汇全流程自动化流转的管理。管理员可建立多个激励计划和激励池，实时追踪各个持股平台的股份授予情况，提高多持股平台、复杂结构情况下的股权管理效率。
高效协同作业，权限设置分级	为提高客户长期激励数据管理效率，富途 ESOP 股权激励平台开放了多端平台接口，与公司内部各种管理系统打通，减少管理员因企业架构调整等问题而造成的额外工作量。 基于长期激励数据对公司的高度保密性特点，富途结合企业高管、HR、财务等不同职级的管理需要，满足企业对权限管理的多样诉求，实现平台功能、数据等权限差异化配置。
精准预估激励价值，行权交易快捷稳定	针对员工无法直观了解激励价值的问题，富途不仅让价值可视化，更为员工提供了税款预估功能，合理规划行权节奏 富途 ESOP 股权激励平台与证券服务相连，支持员工 WEB/APP 多种终端行权交易，保障员工交易的快捷稳定
专业团队保驾护航 7*24 小时多语种客服	富途 2022 年 6 月即拥有超 300 人的服务团队，从前期项目沟通、方案设计、需求研发到最终行权落地等环节将全程参与，并安排对应的负责人持续跟进项目。 ESOP 团队注意到由于股权激励业务相对复杂，尤其对于跨国企业而言还涉及多国籍员工激励的情况。因此，富途也为企业客户提供上门培训服务，同时也提供 7*24 小时多语种客服服务，实时回复员工个性化问题。

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

IPO分销与投资者关系服务涵盖IPO全周期，客户数量稳步增长。富途提供的IPO分销与投资者关系服务，涵盖“暖场（Warm-up）-营销（IPO marketing）-认购（Subscription）-投资者关系维护（IR Service after IPO）”全周期。2021-2023期间，富途共参与了117起香港的IPO承销和13起美国的IPO承销，其中在香港连续两年蝉联港股IPO承销数量行业第一，在发行规模位于全港前十的IPO项目中，有七家都选择与富途合作，包括极兔速递、优必选等知名企业。

图 50: 富途企业服务客户数量 (家)



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图 51: 富途全周期IPO分销&IR服务流程



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

三、富途控股取胜之道：做难而正确的事

(一) 强大的腾讯基因奠定富途“用户体验为重”从业底色

初创期腾讯三轮融资领投，富途的创始人和重要高管均腾讯背景。富途的创始人李华是创办腾讯的第十八号员工，23年报中披露的7位高管中有4位有过腾讯任职履历，在更早期腾讯背景的高管占比达90%。

表13: 富途部分高管成员的“腾讯背景”

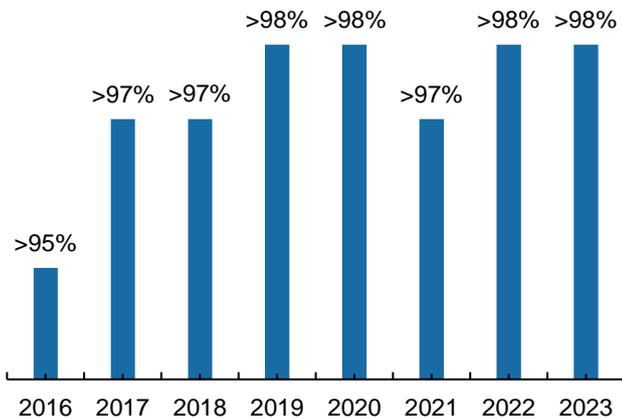
姓名	职务	任职时间	履历
李华	创始人、董事长、首席执行官及技术委员会主席	2007年12月	2000年加入腾讯，是腾讯第18位创始员工，亦是腾讯QQ早期重要的研发参与者
张杰	董事	2014年10月	2000年至2002年，曾任安信证券（原广东证券）网上业务部门负责人；2002年至2013年期间，曾任中国银河证券网上交易中心BD负责人
陈宇	首席财务官	2017年9月	2005年至2009年，其曾担任中国国际金融公司副总裁；2009年至2016年担任花旗环球金融亚洲有限公司董事，负责机构股票业务管理
徐礼	高级副总裁	2013年8月	2006年到2013年，于腾讯旗下中国领先的在线支付平台财付通担任高级产品经理，负责在线支付相关产品的开发和运营工作

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

腾讯是富途的重要股东，和富途具有密切的战略合作关系。富途上市前曾获腾讯、经纬创投和红杉资本三轮投资，三轮均由腾讯领投。据富途23年报披露，腾讯持有富途22.4%的股权比例和31.1%的投票权。此外，富途于2018年12月和腾讯达成了战略合作框架协议，进行内容和云领域等的共享。同时富途曾向腾讯提供ESOP服务，这是富途企业服务中具有里程碑意义的案例，为之后服务其他企业的ESOP业务积累了经验和品牌效益。

富途延续腾讯“重视用户体验”理念，深度发展产品力。富途的腾讯系员工坚定地相信产品力，而“互联网产品就是用户本身”，因此富途的产品迭代紧紧围绕用户体验展开。创始人李华在牛牛圈里的账号“叶子哥”，经常下场与用户互动，与用户近距离，并且专设团队会搜集投资者反映的问题进行产品研发。富途牛牛App历经多轮迭代，基本可以做到两周一更新。富途对开户、出入金、看行情、做交易、看资讯、社交等流程提供的用户体验精益求精，比如简化新用户开户流程、精细化投资选股账户分析等。据公司官网披露，富途的付费用户季度留存率常年保持在98%左右，用户黏性高。

图 52: 富途的付费用户季度留存率



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心
注：参考年末季度留存率

图 53: 富途23Q1披露产品功能改良情况

產品功能持續更新改良
科技實力引領用戶需求

新功能為投資者賦能

期權綜合頁面
捕捉期權投資機會
NEW

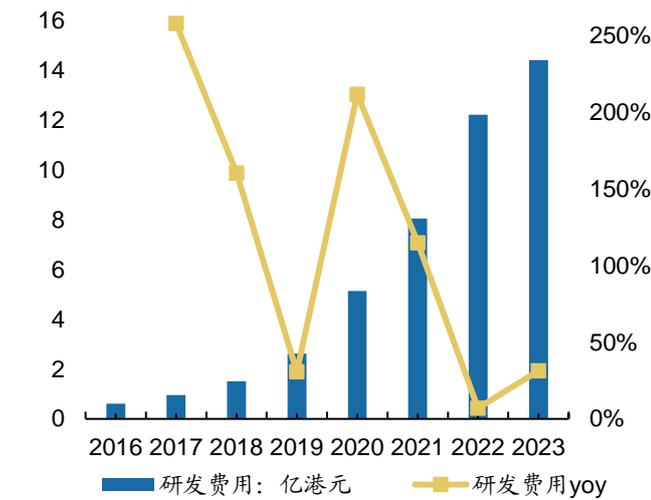


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

(二) 大量的研发投入建构富途展业护城河

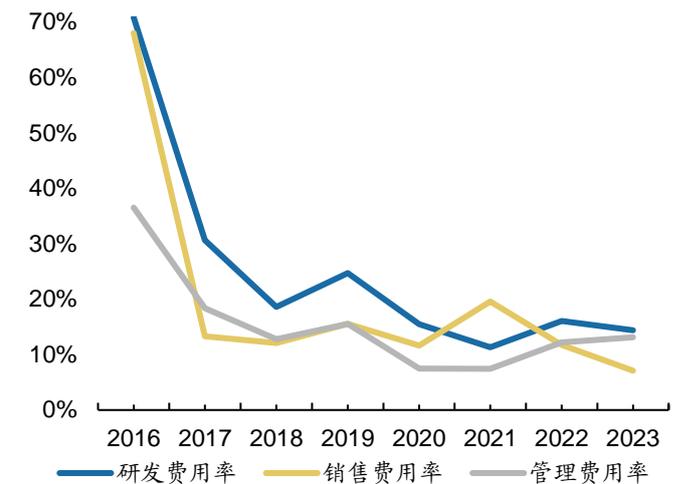
富途高度重视研发，每年投入大量资金且连年增长，2023年研发费用的投入高达14.4亿港币，同比+31.4%。据2023年年报披露，富途今年研发费用的高增主要源于研发人员招聘数量的增多，富途2023年的研发人员有2047人，占比63.7%，富途的研发团队主要分为六大领域，包括金融业务、互联网业务、机构与企业服务、协同研发、大数据与增长以及工程技术。在近五年的三大期间费用中，富途的研发费用除了2021年不及销售费用，其余年份均为最高，研发费用占营收的比例维持在15%左右。

图 54: 富途的研发费用支出及增速情况(%, 右轴)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 55: 富途的期间费用率变动情况(%)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

富途自研全业务链系统, 研发多维竞争优势。富途自主研发前端到后端的全业务链系统, 覆盖了客户前端行情交易App、中台对接交易所的交易系统、后端结算以及风控系统等, 甚至ESOP系统也坚持自研。富途全业务链系统的构建前期研发投入大, 现已打磨得十分成熟, 具备多方面的竞争优势, 包括但不限于: 可以及时对外部环境变化做出反应, 迅速回应客户需求; 具有高度可拓展性, 在交易量激增市能迅速完成系统能力的成倍拓展, 2014年港股大牛市, 富途便是依靠自研系统顶住交易洪峰压力“一战成名”; 客户数据价值及精准客户画像进一步提升客户满意度; 系统稳定性和安全性强; 多牌照协同, 可承接Fintech提供商业务, 业务多元化; 长期来看大幅降低成本, 比如在美国研发的自清算系统有效降低了佣金及手续费支出。

表14: 富途自主研发的业务链系统情况

系统名称	相关情况
交易系统	富途的自研交易系统借鉴了腾讯亿级用户研发经验, 港股交易通道已达 500 条, 每秒可处理千笔交易订单, 支持 0.0037 秒极速交易。
暗盘系统	富途证券是首个获得香港证监会发出的 7 号合法牌照的互联网券商, 基于 7 号牌推出自主研发的港股新股暗盘证券交易系统。 在暗盘技术上, 富途自研港股暗盘系统支持高达 300 笔/秒的订单处理速度。在多只新股同日上市、暗盘交易单数激增的情况下, 富途也完全有能力在 10 分钟内将系统升级至每秒处理 3000 单的水平, 有效避免高峰时段出现订单处理缓慢或提交失败的情况。
ESOP 系统	富途安逸借助富途自研科技, 搭建了 ESOP 平台系统。该系统设置了严格的研发流程和执行规范, 具有多重安全保障。 富途安逸 ESOP 为了保证自身系统的安全性, 携手安全圈内具有强大安全渗透测试能力的企业—腾讯云, 双方长期合作, 保证 ESOP 系统的安全能力稳步提升。 富途安逸 ESOP 系统获得两项权威认证: ISO29151 个人信息信息保护实践指南证书和 ISO27701 隐私信息管理体系证书, 表明富途安逸 ESOP 系统的安全能力得到国际权威组织的认可。

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

(三) 前瞻的自主持牌战略铺就富途“先难后易”之路

富途的自主持牌战略自发展初期便已确定。互联网券商在牌照的申请方面有两种选择: 1.采用通道制的模式委托其他券商代理交易, 自己则做前端APP导流, 能够较

容易较快地布局市场；2.自主持牌，申请周期长且门槛高、难度大，但能减少对于外部的依赖。如富途获得美国DTCC清算会员资格，自清算牌照助力独立开展IPO打新业务、融资融券业务。

富途持续巩固牌照持有优势。牌照是金融机构合规展业的基础，也是重要的竞争壁垒。随着富途国际化战略纵深发展的实现，富途所获取的牌照愈发丰富，在全球主流金融市场已全面持牌，其背后是富途和各国国际市场监管的长期磨合和富途金融科技平台的认可。据公司官网，当前富途控股旗下子公司在全球共持有牌照及资质超过100张，覆盖美国、中国香港、加拿大、新加坡、日本、马来西亚、澳洲等多个金融市场，其中不乏一些获取难度较高的牌照，比如香港3号牌。随着富途业务的多元化发展与全球化市场的开拓，牌照的阵营有望继续扩大。

表15: 富途控股及其子公司全球获取的主要资本市场牌照

地区	获取时间	具体牌照
中国香港	2012年10月	香港证监会（SFC）颁发的证券交易牌照（第1类）
	2013年7月	香港证监会（SFC）颁发的期货合约交易牌照（第2类）
	2020年12月	香港证监会（SFC）颁发的杠杆式外汇交易（第3类）
	2015年6月	香港证监会（SFC）颁发的就证券提供意见牌照（第4类）
	2018年8月	香港证监会（SFC）颁发的就期货合约提供意见牌照（第5类）
	2019年8月	香港证监会（SFC）颁发的提供自动化交易服务牌照（第7类）
	2015年7月	香港证监会（SFC）颁发的提供资产管理牌照（第9类）
美国	2018年	美国证监会（SEC）注册的持牌主体、美国金融业监管局（FINRA）会员
	2019年	美国证券投资者保护公司（SIPC）认证会员
		美国存管信托公司（DTC）会员、全国证券清算公司（NSCC）会员
		美国金融业监管局（FINRA）颁发的清算牌照、证券经纪牌照
2020年	美股期权清算公司（OCC）会员、美国期货牌照、美国注册投资顾问牌照	
欧洲	2019年7月	伦敦证券交易所和绿宝石交易平台(Turquoise)双会员资格
新加坡	2020年	持有新加坡金管局（MAS）资本市场服务（CMS）牌照
	2022年	新加坡证券交易所（SGX）全部会员资质
		持有新加坡金管局（MAS）财务顾问豁免（EFA）资质、信托业务牌照
澳大利亚	2021年12月	澳大利亚证券和投资委员会（ASIC）颁发的澳大利亚金融服务（AFS）牌照
日本	2022年	日本证券业协会会员、日本投资顾问业协会会员
		东京证券交易所会员、大阪证券交易所会员
		持有日本关东财务局金融商品交易业者的资格（FIBOs）
马来西亚	2023年5月	马来西亚证券监督委员会资本市场服务牌照原则性批准
	2024年7月	马来西亚投资经理人联合会（FIMM）批准的注册单位信托机构顾问(IUTA)
加拿大	2023年	加拿大投资业监管组织注册会员、加拿大投资者保护基金注册会员

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议

表16: 富途控股盈利预测

单位: 百万港元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,614.03	10,008.42	11,546.64	13,103.02	14,515.77
yoy	7.01%	31.45%	15.37%	13.48%	10.78%
1、交易费及佣金净收入	4,008	3,945	4,793	5,896	6,528
yoy	2.42%	-1.57%	21.50%	23.02%	10.71%
总交易额 (百万港元)	4,850,200	4,200,000	5,267,006	6,625,125	7,334,478
yoy	-20.99%	-13.41%	25.40%	25.79%	10.71%
综合佣金率费率	0.083%	0.094%	0.091%	0.089%	0.089%
2、利息净收入	2,922	4,626	5,133	5,377	5,852
yoy	36.45%	58.31%	10.96%	4.77%	8.83%
融资融券利息收入	2088	2807	3391	3975	4729
yoy	-1.40%	34.43%	20.80%	17.21%	18.95%
保证金融资及证券借贷余额	26,600	33,100	39,720	46,870	54,369
yoy	-12.21%	24.44%	20.00%	18.00%	16.00%
保证金融资及证券借贷费率	7.85%	8.48%	9.40%	9.50%	9.50%
IPO 融资的利息收入	4	7	6	7	8
yoy	-98.06%	81.97%	-10.00%	10.00%	10.00%
银行存款利息收入	986.40	2482.90	2284	1942	1709
yoy	399.70%	151.71%	-8.00%	-15.00%	-12.00%
其他利息收入	136	239	430	442	442
利息总收入	3,214	5,536	6,110	6,364	6,885
yoy	27.64%	72.24%	10.36%	4.15%	8.19%
利息总支出	293	911	978	986	1,033
支出/收入	9.10%	16.45%	16.00%	15.50%	15.00%
3、其他收入	392.06	527.22	644	843	1,103
yoy	-42.69%	34.47%	22.06%	31.02%	30.87%
其中: 大象财富分成收入	96.68	265.69	369	560	818

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

- (1) 交易费及佣金净收入=总交易额×综合佣金率费率, 据wind数据, 美股2024H1的成交额同比+25%, 考虑Q2以来港美股表现向好、市场活跃度提升, 公司入金客户高增, 我们假设富途交易额2024、2025年的增速分别为25%、26%; 2023年综合佣金费率为0.094%, 考虑佣金率缓慢下行, 推算得出2024、2025交易费及佣金净收入为47.93、58.96亿港元。
- (2) 利息净收入为利息总收入-利息总支出, 利息总收入为融资融券利息收入、IPO融资利息收入与银行存款利息收入之和, 由于客户资产提升以及利率上行, 2022、2023年的利息总收入分别为32.14、55.36亿港元, 分别增加27.6%、72.2%。考虑客户资产仍持续增长、市场活跃度提升下客户担保意愿提升、美国降息尚未开启及长期中性利率高于疫情前, 融资融券利息收入提升, 银行存款利息收入略降, 预估2024、2025年利息净收入为

51.33、53.77亿港元。

- (3) 公司持续推动基金用户转化及壮大，财富管理规模持续扩大。我们预计2024-2025年财富管理规模将分别同比增长65%、55%，综合费率略有下行，则财富管理收入对应为3.69、5.60亿港元，推动其他收入提速增长。

综上所述，我们预测富途控股2024年-2025年营业收入分别同比增长15.4%、13.5%至115亿港元、131亿港元；归母净利润分别同比增长11.6%、14.4%至47.7亿港元、54.6亿港元。净资产收益率分别达到15.7%、15.2%。

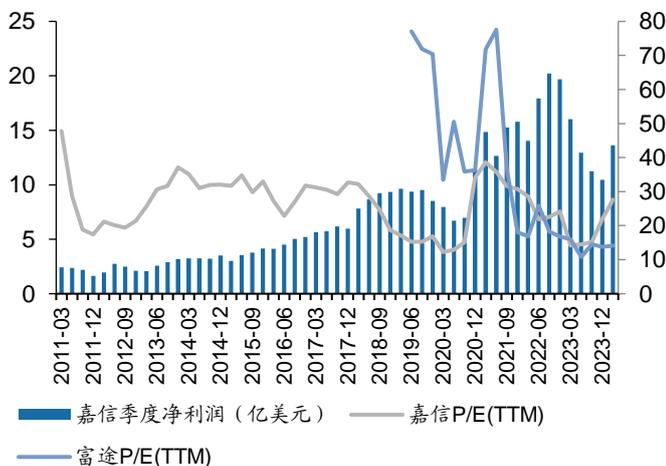
我们选取嘉信理财、盈透证券作为可比公司，两家公司与富途在业务结构、增长驱动上具有相似性，不同的发展阶段对应的估值中枢可以类比。

嘉信理财完成了由互联网折扣券商向综合型财富管理机构的转型。1992年，嘉信理财推出了免年费的IRA账户和共同基金超市OneSource平台，对接基金公司和零售客户进行一站式购销服务。1995年，嘉信理财推出了24小时在线交易业务。2000年，嘉信理财全面转型财富管理，发展投顾服务体系、2003年成立嘉信银行，持续探索多元变现模式。取业务结构相似的近十年对比来看，嘉信理财2012-2022年净利润CAGR23%，PE估值均值约为27x，富途控股的财富管理业务尚处于代销阶段的发展初期，占比相对较低，给予富途控股在综合金融服务优化上的一定折价。

盈透证券为全球领先的折扣经纪商，交易技术能力突出。2015年推出投资者服务市场，2017年推出盈透证券万事达借记卡，2020年推出共同基金服务市场，由单一清算交易经纪商向综合服务转型。取业务结构和发展阶段相似的时期对比来看，盈透证券2016-2023年净利润CAGR32%，PE估值均值约为29x，两家主要营收来源均是经纪佣金收入和利息净收入，富途控股预期盈利增速略低于盈透证券的历史增速，全球化的龙头地位尚不及盈透证券，故给予富途一定估值折价。

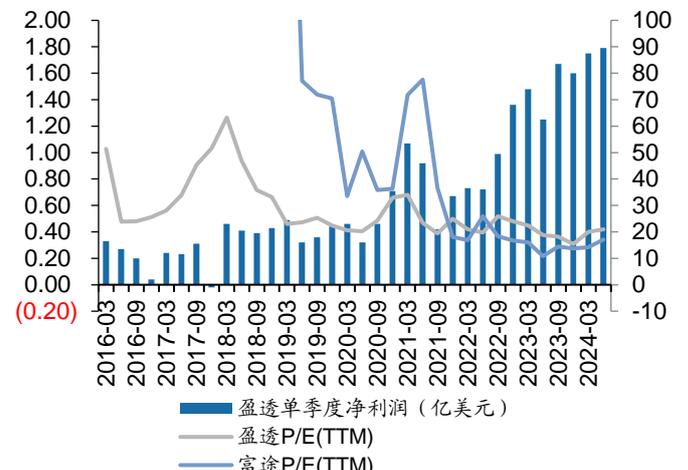
综上，我们认为富途作为轻资产的互联网经纪商，全球化布局处于初期高速增长阶段，财富管理业务有望提升变现潜力，结合可比公司估值，我们给予富途2024年20xPE，对应合理价值为88.68美元/ADR，给予“买入”评级。

图 56: 2012-2022年嘉信和富途PE-TTM (右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 57: 2016年以来盈透和富途PE-TTM (右轴)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

（一）市场及资产价格波动风险

富途的短期业务和港美股市场的活跃度高度相关，其中两融业务直接受到美联储加息影响，如果港美股市场活跃度降低或者利率下降，富途的业绩或将受到影响。

（二）国际化拓展不及预期风险

富途的全球化展业需要牌照先行，并且会发生大量拓市成本，同时兼具政治、文化冲突和当地人才招聘等多重挑战，如果市场判断失误或者在市场竞争中表现不佳，可能会影响公司的长期业务规模。

（三）市场竞争加剧风险

市场竞争加剧影响经纪佣金率及两融净利差，对盈利能力造成不利影响。当前美股、日股现货股票交易已免佣提供，富途作为跨境股票交易提供商存在当地经纪业务佣金率竞争的压力。

（四）综合性金融发展不及预期风险

随着新市场的开拓放缓，经纪佣金率的下滑，富途需要通过发展财富管理、企业服务等综合金融解决方案来提升盈利增长潜力。

利润表						资产负债表					
单位: 百万港元						单位: 百万港元					
至12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7614	10008	11547	13103	14516	资产总额	94503	97136	112086	126128	141281
手续费及佣金净收入	4008	3945	4793	5896	6528	现金及现金等价物	5029	4938	5481	6193	6936
利息净收入	2922	4626	5133	5377	5852	客户贷款及垫款净额	26676	32528	39359	48412	58337
营业收入	7614	10008	11547	13103	14516	应收款项合计	9829	10148	10858	11781	12841
营业支出	4255	5001	6085	6837	7471	利息	254	269	326	353	385
管理费用	931	1313	1559	1861	2090	其他资产	52715	49254	56062	59389	62781
其他支出	3324	3687	4526	4977	5380	负债总额	73641	72564	81611	90192	99218
营业利润	3569	5007	5461	6266	7045	应付账款	69177	64654	72413	79654	87221
利润总额	3359	5041	5486	6276	7040	借款	2481	5652	6725	7869	9128
所得税	414	748	712	815	914	权益总额	20862	24572	30475	35936	42062
净利润	2927	4279	4774	5461	6126	归属于母公司所有者权益	20862	24569	30473	35934	42061
归母净利润	2927	4279	4774	5461	6126						
综合收益	2804	4277	4774	5461	6126						
归属母公司股东综合收益	2804	4277	4774	5461	6126						
主要财务比率											
至12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E						
成长能力											
营业收入增长	7.0%	31.4%	15.4%	13.5%	10.8%						
归属母公司净利润增长	4.2%	46.2%	11.6%	14.4%	12.2%						
获利能力											
净利率	38.4%	42.8%	41.3%	41.7%	42.2%						
ROA	3.0%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%						
ROE	14.0%	17.4%	15.7%	15.2%	14.6%						
资产与杠杆											
总资产YoY	-6.9%	2.8%	15.4%	12.5%	12.0%						
杠杆 (A/E)	4.5	4.0	3.7	3.5	3.4						
每股指标 (港元)											
每股收益	2.57	3.88	4.33	4.95	5.55						
每股净资产	18.7	19.7	27.6	32.6	38.1						
P/E	15.8	14.1	14.7	12.9	11.5						
P/B	17.0	21.7	18.0	15.3	13.1						

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017 年进入广发证券研究发展中心。
- 刘 淇：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
- 严 漪 澜：高级研究员，中山大学金融学硕士，2022 年进入广发证券发展研究中心。
- 李 怡 华：研究员，上海财经大学财务管理硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。