

经纪、两融持续大放异彩，业绩超预期高速增长

——富途控股 2020 年三季报点评

核心观点

- 业绩持续超预期高速增长，ROE 快速提升至 26%。1) 公司 2020 年前三季度实现营业总收入 21.24 亿港元，同比增长 183%；实现营业收入 16.71 亿港元，同比增长 201%；实现归母净利润 7.93 亿港元，同比增长 550%。其中，20Q3 单季，营业总收入、营业收入、归母净利润同比分别增长 272%、314%、1827%。公司业绩仍保持逐季的超预期高速增长态势。2) 公司 2020 年 1-9 月年化 ROE 高达 25.63%，同比增长 12 个百分点。公司自 2018 年扭亏为盈后，盈利能力快速提升。
- 客户群体与客户资产双双快速增长，为公司业绩增长奠定坚实基础。1) 截至 20Q3，公司用户、注册客户、入金客户分别达到 1040 万、117 万、42 万，同比分别大增 52%、80%、137%，持续保持逐季快速增长的趋势。其中入金客户占注册客户的比重同比提升超过 8 个百分点至 35.64%，显示出公司入金客户渗透的持续深入与客户价值的持续开发。2) 截至 20Q3，公司客户总资产规模达到 2009 亿港元，同比大增 178%，客户户均资产 48.05 亿港元，同比增加 17.5%，显示出公司对于现有客户价值的持续挖掘。
- 公司港美股成交额与两融余额快速提升，助推经纪与利息收入大增。1) 公司 20 年前三季度共实现客户港美股单边成交额 2.25 万亿港元，同比增长 225%，其中仅 20Q3 单季实现单边成交额 1.01 万亿港元，同比增长 381%，受益于此公司前三季度实现经纪佣金收入 12.72 亿港元，同比+253%；经纪佣金净收入 10.44 亿港元，同比+260%。2) 截至 20Q3 末，公司保证金余额与融券余额达 126 亿港元，同比增长 171.3%，助公司前三季实现利息收入 6.29 亿港元，同比+87%；实现利息净收入 5.08 亿港元，同比+82%。

财务预测与投资建议

- 鉴于公司业绩持续超预期，我们将公司 20-22 年 EPS 由 0.72/1.31/2.10 港元上调至 1.11/2.08/3.63 亿港元，按照可比公司估值法，给予公司 20PE 为 55.0x，对应目标价 63.03 美元/ADR（1 美元=7.75 港元），维持买入评级。

风险提示

- 经纪与两融业务规模增速不及预期，佣金率或两融费率超预期下滑。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万港元）	811	1,062	3,049	5,342	8,764
同比增长	160.33%	30.84%	187.23%	75.19%	64.06%
营业利润（百万港元）	562	780	2,364	4,200	6,949
同比增长	177.32%	38.83%	203.14%	77.66%	65.44%
归母净利润（百万港元）	37	143	1,162	2,180	3,796
同比增长	N/A	287.57%	711.92%	87.53%	74.14%
每股收益（港元）	0.03	0.13	1.13	2.12	3.70
毛利率	69.24%	73.46%	77.53%	78.63%	79.29%
净利率	4.55%	13.49%	38.12%	40.80%	43.31%
净资产收益率	N/A	11.94%	26.79%	29.88%	36.38%
市盈率（倍）	1363.17	351.73	41.08	21.91	12.58
市净率（倍）	-158.41	16.75	7.89	5.72	3.90

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价（美元）	46.51
目标价格（美元）	63.03
52 周最高价/最低价	46.51/8.34
总股本/流通股（万股）	108,262/54,455
美股市值（亿美元）	63
国家/地区	中国香港
行业	资产管理与托管银行
报告发布日期	2020 年 11 月 21 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	25.70	50.23	44.35	322.82
相对表现	24.70	46.52	37.55	283.92
NASDAQ	1.00	3.71	6.80	38.90



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

香港证监会牌照：BPU409

证券分析师

孙嘉庚

021-63325888*6094

sunjiageng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520080006

相关报告

Fintech 驱动的综合金融平台，境外线上经 2020-10-29

纪商领军者扬帆起航：——富途控股首次覆

盖报告

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

考虑到公司业绩持续大超预期，我们结合前三季度的业务整体表现，对部分指标进行了调整，具体假设调整情况与收入分类预测情况如下：

表 1：富途控股盈利预测假设调整情况（亿港元）

	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
香港在线市场交易额	36,659	41,821	47,626	48,130	72,195	108,292
美国在线市场交易额	55,163	77,229	100,397	64,357	96,536	144,804
香港交易额市占率	20.00%	25.00%	30.00%	25.00%	27.50%	30.00%
美国交易额市占率	25.00%	30.00%	35.00%	30.00%	32.50%	35.00%
香港市场佣金率	0.033%	0.033%	0.033%	0.029%	0.029%	0.029%
美国市场佣金率	0.032%	0.032%	0.032%	0.028%	0.028%	0.028%
日平均保证金金额	63.14	88.39	123.74	84.18	151.52	242.44
期末证券借贷余额	13.11	26.22	52.45	16.39	36.88	73.76
保证金融资利率	5.49%	5.49%	5.49%	5.49%	5.49%	5.49%
证券借贷利率	7.77%	7.79%	7.78%	7.77%	7.79%	7.78%
存款利率	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%
经纪佣金毛利率	82.06%	82.50%	82.94%	82.06%	82.50%	82.94%
研发费用率	22.21%	20.21%	18.21%	20.71%	19.71%	18.71%
营销费用率	17.83%	15.83%	13.83%	16.04%	15.04%	14.04%
一般行政开支费率	10.78%	9.78%	8.78%	9.22%	8.22%	7.22%
有效所得税率	10.46%	8.67%	7.67%	9.00%	9.00%	9.00%

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 2：富途控股收入分类预测调整情况（百万港元）

	原预测			新预测		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
经纪佣金	1345.39	2139.21	3142.47	1791.15	2928.35	4754.94
增速	163%	59%	47%	250%	63%	62%
占比	59%	59%	59%	59%	55%	54%
利息收入	732.52	1125.33	1618.55	994.58	1756.67	2780.97
增速	58%	54%	44%	114%	77%	58%
占比	32%	31%	31%	33%	33%	32%
其他收入	212.64	381.44	539.28	263.42	656.78	1227.64
增速	149%	79%	41%	209%	149%	87%
占比	9%	10%	10%	9%	12%	14%
营业总收入	2290.55	3645.98	5300.29	3049.16	5341.80	8763.56

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 3：富途控股整体业务盈利预测对比

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	原预测			现预测		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万港元）	2,291	3,646	5,300	3,049	5,342	8,764
同比增长	115.77%	59.17%	45.37%	187.23%	75.19%	64.06%
营业利润（百万港元）	1,770	2,856	4,167	2,364	4,200	6,949
同比增长	126.91%	61.40%	45.91%	203.14%	77.66%	65.44%
归母净利润（百万港元）	779	1,413	2,277	1,162	2,180	3,796
同比增长	444.26%	81.37%	61.12%	711.92%	87.53%	74.14%
每股收益（港元）	0.72	1.31	2.10	1.13	2.12	3.70
毛利率	77.25%	78.34%	78.62%	77.53%	78.63%	79.29%
净利率	34.02%	38.76%	42.96%	38.12%	40.80%	43.31%
净资产收益率	26.20%	34.07%	37.49%	36.71%	44.35%	47.55%

数据来源：WIND、东方证券研究所

我们选择可比公司估值法进行估值，参考指标为市盈率。我们选择发展模式相同且客群相似的 A 股可比公司东方财富、同花顺作为可比公司。两家可比公司平均 20PE 估值为 55.74x，因此我们给予公司 20PE 为 55.0x。我们预测公司 2020 年 EPS 为 1.11 港元，对应每股目标价 61.06 港元，对应 488.49 港元/ADR（1ADR=8 股），即 63.03 美元/ADR（按 1 美元=7.75 港元的汇率转换），维持公司买入评级。

表 4：可比公司估值表

股票代码	可比公司	2019	2020E	2021E	2022E
300059	东方财富	121.03	51.43	40.77	31.62
300033	同花顺	84.71	60.06	45.16	36.72
	平均值	102.87	55.74	42.96	34.17

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

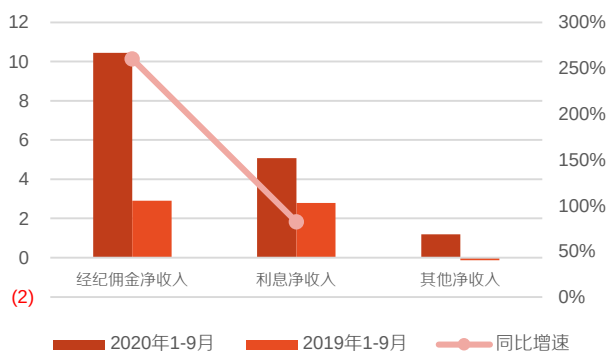
表 5：2020 年 1-9 月业绩摘要

单位：百万港元	2019 年 1-9 月	2020 年 1-9 月	同比增速
营业总收入	751	2,124	183%
经纪佣金	360	1,272	253%
利息收入	337	629	87%
其他收入-经营	54	224	315%
营业成本	-195	-454	133%
佣金及手续费支出	-70	-228	226%
利息支出	-58	-121	109%
加工服务成本	-67	-105	57%
营业收入	556	1671	201%
营业支出	-411	-783	91%

研发费用	-188	-351	87%
销售费用	-113	-273	142%
管理费用	-109	-159	46%
营业利润	138	872	532%
利润总额	138	872	532%
所得税	-16	-78	388%
净利润	122	793	550%
归母净利润	122	793	550%
基本 EPS	0.13	0.78	500%
摊薄 EPS	0.11	0.77	600%
基本 Earnings per ADS	1.02	6.24	512%
摊薄 Earnings per ADS	0.9	6.16	584%

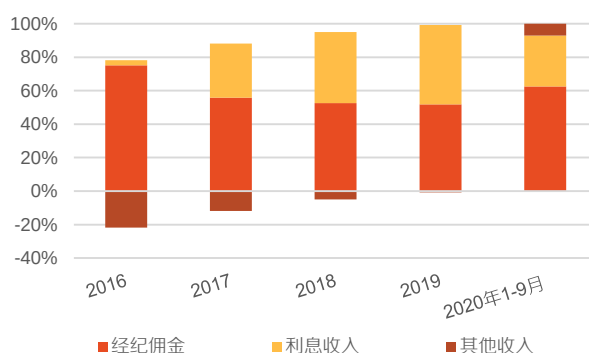
数据来源：WIND、公司季报、东方证券研究所

图 1：2020 年 1-9 月公司分业务收入（亿港元）及同比增速



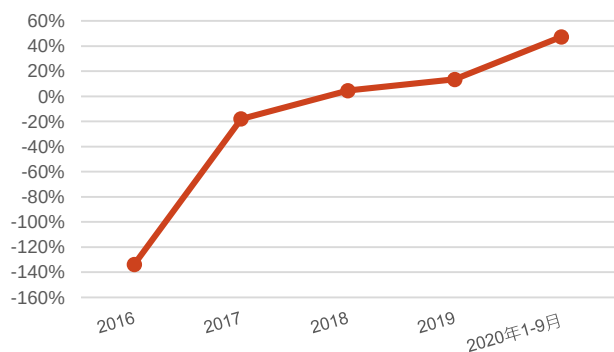
数据来源：WIND、公司季报、东方证券研究所

图 2：2016-2020 年 1-9 月公司分业务收入结构



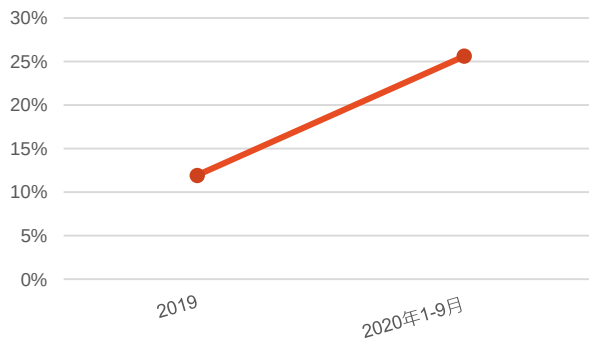
数据来源：WIND、公司季报、东方证券研究所

图 3：2016-2020 年 1-9 月公司净利润率

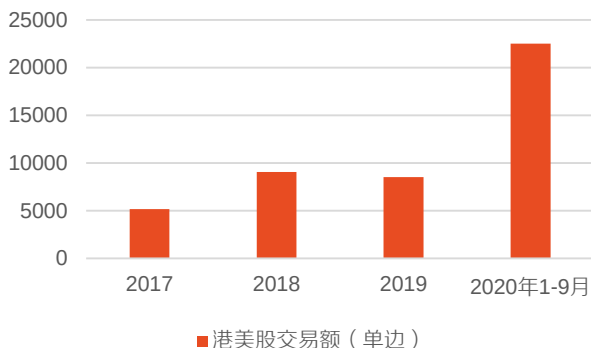


数据来源：WIND、公司季报、东方证券研究所

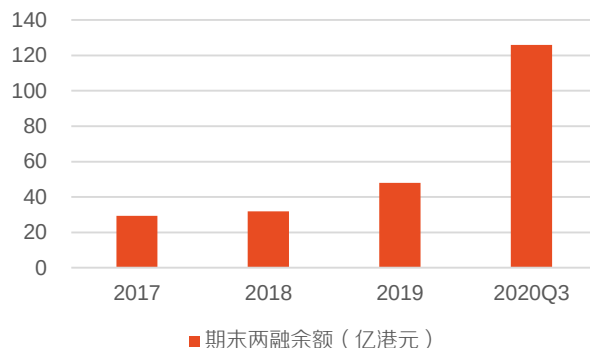
图 4：2019-2020 年 1-9 月公司 ROE（年化）



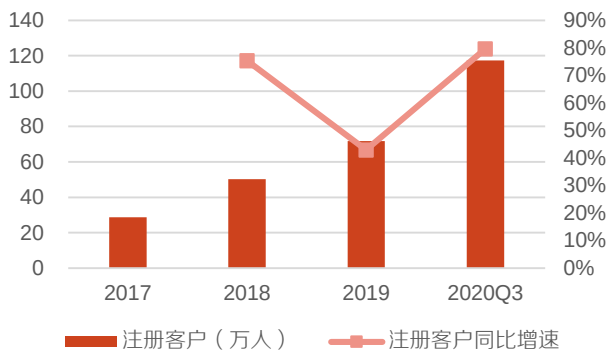
数据来源：WIND、公司季报、东方证券研究所

图 5：2016-2020 年 1-9 月公司港美股交易额（亿港元）


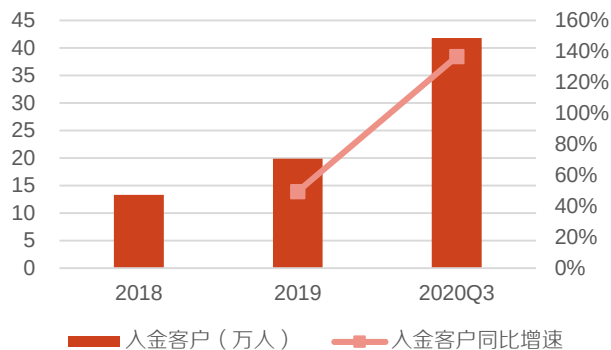
数据来源：WIND、公司季报、东方证券研究所

图 6：2016-2020Q3 公司两融余额


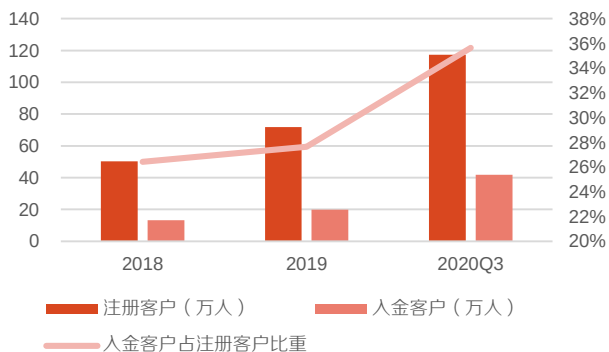
数据来源：WIND、公司季报、东方证券研究所

图 7：2017-2020Q3 公司注册客户及同比增速


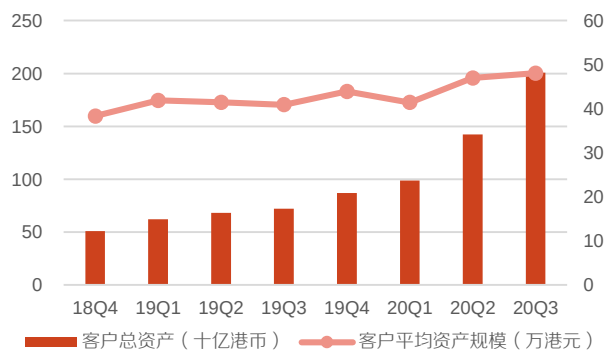
数据来源：WIND、公司季报、东方证券研究所

图 8：2018-2020Q3 公司入金客户及同比增速


数据来源：WIND、公司季报、东方证券研究所

图 9：2019-2020Q3 公司入金客户占注册客户比重


数据来源：WIND、公司季报、东方证券研究所

图 10：2018Q4-2020Q3 公司客户总资产及户均资产


数据来源：WIND、公司季报、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						主要比率					
单位:百万港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	215.62	362.57	915.91	1,128.41	2,041.07	成长能力					
代客户持有现金	11,771.49	14,540.86	60,678.17	62,274.74	112,379.91	营业总收入	160.33%	30.84%	187.23%	75.19%	64.06%
可供出售金融证券	59.35	93.77	24.09	36.13	54.19	经纪佣金及手续费收入	120.63%	25.34%	250.27%	63.49%	62.38%
权益法核算的投资	0.00	6.17	11.48	17.22	25.83	利息收入	240.59%	28.93%	113.93%	76.62%	58.31%
应收关联方款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他业务收入	104.90%	99.42%	208.87%	149.33%	86.92%
贷款与垫款	3,086.90	4,188.69	7,455.31	9,319.14	12,114.88	营业支出	128.77%	12.86%	143.20%	66.66%	58.96%
应收账款	771.49	1,794.34	4,358.50	5,050.98	6,681.42	经纪佣金及手续费支出	117.87%	25.49%	219.66%	59.40%	58.32%
预付资产	8.81	12.47	10.61	10.63	11.24	利息支出	381.03%	-6.68%	100.97%	85.79%	68.58%
经营租赁使用权资产	0.00	161.62	151.01	181.22	217.46	营业费用	81.71%	67.68%	83.61%	66.07%	53.89%
其他资产	149.28	239.44	3,621.33	4,491.13	7,031.58	利润总额	5844.35%	-11.11%	615.60%	87.53%	74.14%
总资产	16,062.93	21,399.92	77,226.41	82,509.61	140,557.58	净利润	N/A	19.60%	601.62%	87.53%	74.14%
						归母净利润	N/A	287.57%	711.92%	87.53%	74.14%
应付关联方款项	8.59	33.63	19.38	27.13	37.98	资产分布					
应付账款	13,227.99	16,950.02	68,677.98	70,995.33	124,259.62	现金/总资产	1.34%	1.69%	1.19%	1.37%	1.45%
短期借款	1,576.25	1,467.59	1,768.23	2,121.88	2,546.26	客户资产/总资产	73.28%	67.95%	78.57%	75.48%	79.95%
根据回购协议出售的证券	0.00	1.59	0.00	0.00	0.00	贷款/总资产	19.22%	19.57%	9.65%	11.29%	8.62%
可转换票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款/总资产	4.80%	8.38%	5.64%	6.12%	4.75%
经营租赁负债	0.00	172.47	161.66	194.00	232.80	经营租赁/总资产	0.00%	0.76%	0.20%	0.22%	0.15%
应计费用和其他负债	149.82	226.08	471.11	710.92	1,072.79	收入分布					
总负债	14,962.65	18,851.37	71,098.37	74,049.26	128,149.45	经纪佣金及手续费收入	50.29%	48.17%	58.74%	54.82%	54.26%
						利息收入	44.44%	43.79%	32.62%	32.89%	31.73%
A 类股本	0.31	0.36	0.43	0.43	0.43	其他业务收入	5.27%	8.03%	8.64%	12.30%	14.01%
B 类股本	0.00	0.42	0.42	0.42	0.42	支出分布					
资本公积	0.00	2,536.18	4,956.86	5,105.56	5,258.73	经纪佣金及手续费支出	32.10%	35.69%	46.92%	44.87%	44.69%
累积其他综合收益	-1.30	-4.45	-8.74	-4.83	-6.01	利息支出	38.31%	31.68%	26.18%	29.18%	30.95%
留存收益	-148.93	16.74	1,179.08	3,358.76	7,154.56	净利润驱动指标					
股东权益	-150.19	2,548.55	6,128.04	8,460.35	12,408.13	香港线上交易额增速	21.68%	13.86%	49.28%	50.00%	50.00%
总负债和股东权益	16,062.93	21,399.92	77,226.41	82,509.61	140,557.58	美国线上交易额增速	42.23%	52.68%	74.16%	50.00%	50.00%
						香港市场市占率	17.35%	13.26%	25.00%	27.50%	30.00%
						美国市场市占率	17.15%	11.56%	30.00%	32.50%	35.00%
						香港市场佣金率	0.023%	0.031%	0.029%	0.029%	0.029%
						美国市场佣金率	0.022%	0.029%	0.028%	0.028%	0.028%
						保证金融资利率	5.68%	5.27%	5.49%	5.49%	5.49%
						证券借贷利率	7.73%	7.81%	7.77%	7.79%	7.78%
						成本收入比	30.76%	26.54%	22.47%	21.37%	20.71%
						有效税率	31.02%	6.88%	9.00%	9.00%	9.00%
						获利能力					
						毛利率	69.24%	73.46%	77.53%	78.63%	79.29%
						净利率	4.55%	13.49%	38.12%	40.80%	43.31%
						ROA	0.27%	0.76%	2.36%	2.73%	3.40%
						ROE	N/A	11.94%	26.79%	29.88%	36.38%
						每股指标（元）					
						每股收益	0.03	0.13	1.11	2.08	3.63
						每股净资产	-0.29	2.78	5.89	8.14	11.93
						估值比率					
						市盈率	1363.17	351.73	41.89	22.34	12.83
						市净率	-158.41	16.75	7.89	5.72	3.90

资料来源: WIND、东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn