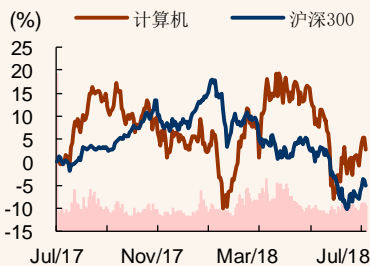


推荐 (维持)

2018年07月27日

上证指数	2874	
行业规模	占比%	
股票家数 (只)	179	5.1
总市值 (亿元)	16706	3.3
流通市值 (亿元)	12133	3.0

行业指数	%		
	1m	6m	12m
绝对表现	10.1	-2.8	5.9
相对表现	9.9	16.5	10.5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 《计算机行业周报 2018 年 7 月 22 日—聚焦资管新规细则+国土信息化》2018-07-22
- 《计算机行业周报 2018 年 7 月 15 日—从全球云龙头创新高看云计算价值几何》2018-07-16
- 《巨头启示录系列报告 (九) — 亚马逊: 云计算时代的拓荒者》2018-07-10

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

宋兴未

songxingwei@cmschina.com.cn
S1090518060001

研究助理

刘玉萍

liuyuping@cmschina.com.cn

蚂蚁金服: 揭秘中国第一独角兽

——巨头启示录系列报告 (十)

蚂蚁金服作为从互联网金融诞生的中国第一独角兽, 估值已逾 1500 亿美元。全产业链打造金融生态闭环, 构建自身护城河, 科技水平走在行业的前列。参考美国金融监管改革历程, 金融监管是 Fintech 做大做强的必经之路。

- **从互联网金融诞生的中国第一独角兽:** 蚂蚁金服作为国内典型的互联网金融巨头, 估值已逾 1500 亿美元, 位列中国独角兽之首。历经 14 年, 从支付平台到一站式互联网金融巨头, 17 年税前利润已破百亿。目前已形成支付、理财、微贷、保险、征信、技术输出为主的六大业务板块, 以及普惠金融、科技、全球化为首的三大发展战略。
- **从蚂蚁金服得到的两点启示:** 1) 快速发展的关键: 全产业链打造金融生态闭环, 构建自身护城河。蚂蚁金服的前身支付宝的成立正好赶上互联网在中国快速发展的阶段, 为业务场景的渗透和长尾用户的覆盖提供了便捷, 支付宝成为巨大流量入口。借此, 蚂蚁金服快速从支付拓展到理财、微贷、保险、信用, 全方位覆盖生活各个场景, 形成良好金融生态闭环, 并且随着产业链的不断拓展, 护城河越来越宽。2) 从蚂蚁金服身上可以看出创新对 Fintech 的价值。蚂蚁金服成功很重要的一个原因是技术创新, 其主要业务的科技水平均走在行业的前列。目前蚂蚁金服 40% 的员工都是技术类员工, 而在参与决策与战略制定的管理层中, 也有四分之一是技术人。当单纯的商业模式和流量红利都在逐渐变弱时, 技术才是决定 Fintech 企业未来空间的真正引擎。
- **金融监管是 Fintech 做大做强的必经之路:** 参考美国金融监管改革历程, 历经“自由→管制→再放松→重构管制”的过程, 监管收缩并非坏事, 监管后时代往往会迎来金融市场更加有序的繁荣。而中国的证券市场成立至今不到三十年, 高速发展背后也存在很多隐患和问题。从长远来看, 国内短期的金融严监管有利于金融市场的稳定可持续发展, 而 Fintech 的发展更需要在足够完善的金融监管制度建立好之后方可做大做强, 因此短期的监管压力并不会改变 Fintech 产业的发展空间, 相反会促进普惠金融的提早到来。
- **投资建议:** 我国 Fintech 行业长线价值待挖掘, 建议关注技术优势明显, 与蚂蚁金服有业务合作的公司。重点推荐: 恒生电子, 润和软件, 推荐: 高伟达。
- **风险因素:** 核心技术发展遭遇瓶颈; 政策的不确定性。

重点公司主要财务指标

	股价	18EPS	19EPS	20EPS	18PE	19PE	PB	评级
恒生电子	52.03	0.87	1.13	1.47	60	46	10	强烈推荐
润和软件	11.95	0.46	0.62	0.87	26	19	2	强烈推荐
高伟达	8.44	0.28	0.37	0.47	30	23	4	强烈推荐

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、蚂蚁金服——中国第一独角兽	5
1.1、从支付平台到互联网金融巨头	5
1.2、业绩亮眼，利润井喷	7
二、多元化业务打造互联网金融生态帝国	8
2.1、支付：海量客户，盈利核心	9
2.2、投资理财：万亿市场	10
2.2.1、余额宝：普惠金融最典型代表	10
2.2.2、基金销售：抢占新蓝海	11
2.2.3、投融资平台：低成本高效率	12
2.3、微贷：小客户大价值	13
2.3.1 企业微贷：服务小微企业，创造更大价值	13
2.3.2 消费金融：盈利快速增长，市场前景广阔	14
2.4 保险：多样化业务全方位覆盖日常生活	16
2.5 信用：芝麻信用开启全新信用生活	16
2.6、技术输出：以科技助力合作伙伴，在生态体系中分享创造价值	17
三、从蚂蚁金服得到的两点启示	20
3.1 快速发展的关键：全产业链布局打造金融生态	20
3.2 蚂蚁金服体现了创新对于 Fintech 的价值	21
四、金融监管是 Fintech 做大做强的必经之路	24
4.1 参考美国金融监管改革历程，监管收缩并非坏事	24
4.2 中国金融监管改革历程	28
投资建议	31

图表目录

图 1：蚂蚁金服大事线	6
图 2：蚂蚁金服营业收入（亿元）	7
图 3：2014-2017 年蚂蚁金服税前利润（亿元）	8
图 4：2014Q1-2018Q1 蚂蚁金服税前利润（亿元）	8
图 5：蚂蚁金服业务版图	8
图 6：蚂蚁金服发展战略	9

图 7: 2014-2017 中国第三方移动支付市场交易规模.....	10
图 8: 2017Q4 中国第三方移动支付市场交易份额.....	10
图 9: 用户规模 (亿)	11
图 10: 2014-2017 余额宝净值 (亿)	11
图 11: 2014-2017 余额宝净利润 (亿)	11
图 12: 营业收入 (亿)	12
图 13: 招财宝业务模式.....	12
图 14: 蚂蚁达客业务模式.....	13
图 15: 网商银行主要业务.....	13
图 16: 网商银行营业收入和税后净利润 (亿元)	14
图 17: 网商银行净资产 (亿元)	14
图 18: 花呗个人消费贷款 ABS 发行规模.....	14
图 19: 借呗个人消费贷款 ABS 发行规模.....	14
图 20: 花呗营业收入和净利润.....	15
图 21: 借呗营业收入和净利润.....	15
图 22: 中国互联网消费金融放贷规模 (亿元)	15
图 23: 蚂蚁金服保险业务发展历程.....	16
图 24: 芝麻信用业务体系.....	17
图 25: 蚂蚁金服主要收入构成.....	18
图 26: 蚂蚁金融云特点和业务.....	20
图 27: 蚂蚁金服的良性循环	21
图 28: 部分互联网金融平台及业务.....	21
图 29: 金融科技的三个浪潮	23
图 30: 美国金融监管改革历程.....	24
图 31: 美国道琼斯工业平均指数	25
图 32: 美国国民生产总值 (十亿美元)	25
图 33: 美国 GDP (十亿美元)	26
图 34: 美国银行子公司总资产 (百万美元)	26
图 35: 美国银行倒闭数量 (家)	27
图 36: 美国道琼斯工业指数	28
图 37: 中国 GDP: 金融业 (亿元)	29

图 38: 上证综合指数.....	29
图 39: 影子银行规模 (亿元)	30
图 40: 中国金融监管改革历程.....	31
表 1: 2017 中国前十独角兽.....	5
表 2: 蚂蚁金服融资估值史	6
表 3: 蚂蚁金服股权结构.....	6
表 4: 支付宝收费费率	10
表 5: 蚂蚁金服区块链大事件.....	18
表 6: AI 人工智能的应用	19
表 7: IoT 物联网	19
表 8: 蚂蚁金服的技术驱动	22
表 9: BASIC 核心技术	23
表 10: 估值对比表	32

一、蚂蚁金服——中国第一独角兽

蚂蚁金服是一家定位于普惠金融服务的科技企业，起步于 2004 年成立的支付宝，于 2014 年 10 月正式成立。蚂蚁金服以“为世界带来更多平等的机会”为使命，致力于通过科技创新能力，搭建一个开放、共享的信用体系和金融服务平台，为全球消费者和小微企业提供安全、便捷的普惠金融服务。根据阿里巴巴此前披露的业绩报告显示，截至 2018 年 3 月 31 日，在全球，支付宝（蚂蚁金服的主要业务）和合作伙伴们已经服务了约 8.7 亿活跃用户，其中，国内活跃用户数已达 5.52 亿。2018 年 6 月 8 日，蚂蚁金服完成 140 亿美元的 C 轮融资，将引入中投和其他中国投资者，市场估值普遍超过 1500 亿美元，蚂蚁金服成为中国最大的超级独角兽。

表 1: 2017 中国前十独角兽

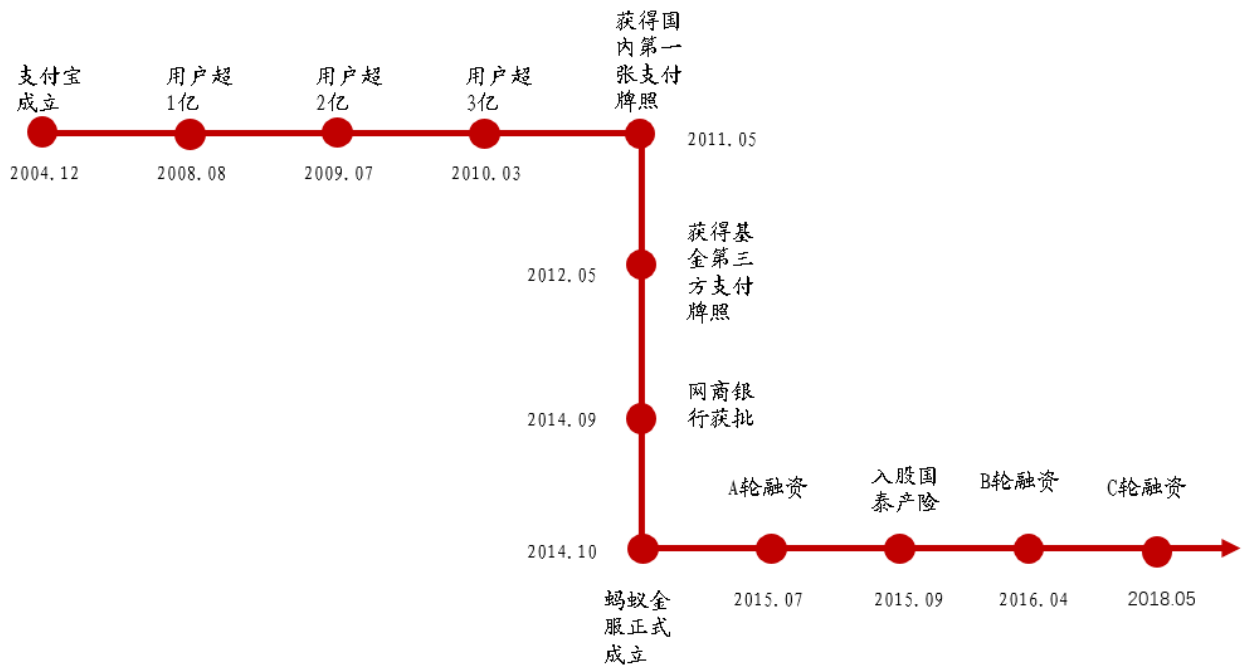
排名	企业名称	估值 (亿美元)	行业
1	蚂蚁金服	750	互联网金融
2	滴滴出行	560	交通出行
3	小米	460	智能硬件
4	阿里云	390	云服务
5	美团点评	300	电子商务
6	宁德时代	200	新能源汽车
7	今日头条	200	新媒体
8	菜鸟网络	200	物流
9	陆金所	185	互联网金融
10	借贷宝	107.7	互联网金融

来源：《2017 中国独角兽企业发展报告》，招商证券

1.1、从支付平台到互联网金融巨头

支付平台到一站式金融服务平台——蚂蚁金服的成长史：2004 年，支付宝正式注册成立，当时主要目的是解决淘宝平台交易当中的信任问题。随后支付宝的支付业务不断扩张，用户不断增加。直到 2012 年，支付宝获得基金第三方支付牌照，迈出了金融业务领域关键性的一步。2014 年，蚂蚁金服正式成立，同时网商银行获批。2015 年，蚂蚁金服入股国泰产险，进一步扩大金融业务领域。

图 1: 蚂蚁金服大事线



资料来源: 蚂蚁金服官网、招商证券

超级独角兽, 估值逾 1500 亿美元: 从 2015 年完成将近 18.5 亿的 A 轮融资, 估值 300 亿美元开始, 蚂蚁金服的估值一路水涨船高。2018 年 6 月 8 日, 蚂蚁金服宣布完成 140 亿美元的 C 轮融资, 市场给出的估值普遍超过 1500 亿美元。

表 2: 蚂蚁金服融资估值史

时间	融资金额	事件	估值
2015	120 亿人民币	引入包括全国社保基金、国开金融、国内大型保险公司等在内的 8 家战略投资者	300 亿美元
2016	45 亿美元	中投海外和建行下属公司等新股东加入	600 亿美元
2018	140 亿美元	引入海外投资者, 包括 GIC、马来西亚国库控股、华平投资、加拿大养老基金投资公司、银湖资本、淡马锡、泛太平洋资本集团、凯雷投资等国际知名机构	超过 1500 亿美元

资料来源: wind 招商证券

公司股权结构: 公司目前股东为杭州君瀚和杭州君澳, 两者合计控制了蚂蚁金服 76.43% 的股权, 企业所有人均为阿里集团高管。C 轮融资前, 蚂蚁金服引入国字号投资机构全国社保、中投海外、中国人寿、中邮资本、建银建信、太平洋保险、人保、新华人寿等资本巨头, 合计占据了蚂蚁金服 10.96% 的股权。未来 60% 的股权为战略投资者持有, 40% 将作为对全体员工的分享和激励。

表 3: 蚂蚁金服股权结构

排名	股东	持股比例
1	杭州君瀚股权投资合伙企业 (有限合伙)	42.28%
2	杭州君澳股权投资合伙企业 (有限合伙)	34.15%

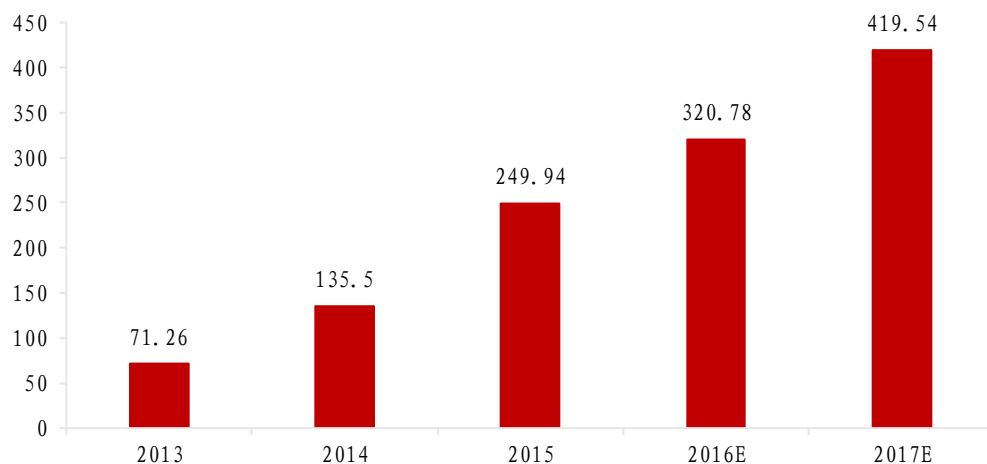
3	全国社会保障基金理事会	4.66%
4	置付(上海)投资中心(有限合伙)	3.08%
5	中国人寿保险(集团)公司	1.66%
6	上海麒鸿投资中心(有限合伙)	1.65%
7	上海祺展投资中心(有限合伙)	1.60%
8	上海众付股权投资管理中心(有限合伙)	1.47%
9	海南建银建信丛林基金合伙企业(有限合伙)	1.27%
10	北京京管投资中心(有限合伙)	1.15%
11	上海云锋新呈投资中心(有限合伙)	1.04%
12	北京中邮投资中心(有限合伙)	1.00%
13	中国太平洋人寿保险股份有限公司	0.86%
14	人保资本投资管理有限公司	0.85%
15	新华人寿保险股份有限公司	0.66%
16	上海金融发展投资基金二期(壹)(有限合伙)	0.51%
17	春华景信(天津)投资中心(有限合伙)	0.47%
18	上海经颐投资中心(有限合伙)	0.42%
19	北京创新成长企业管理有限责任公司	0.42%
20	苏州工业园区国开鑫元投资中心(有限合伙)	0.28%
21	春华景信景福(天津)投资中心(有限合伙)	0.27%
22	北京中金甲子伍号股权投资合伙企业(有限合伙)	0.19%
23	上海蔚泓投资中心(有限合伙)	0.06%

资料来源: wind 招商证券

1.2、业绩亮眼，利润井喷

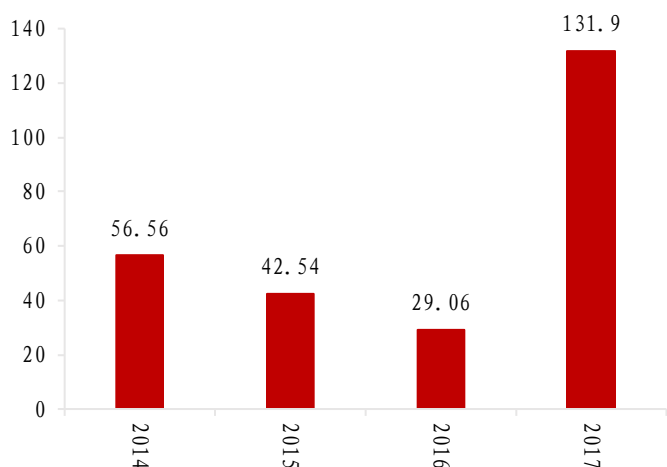
营业收入快速增长，17 年税前利润破百亿：借助支付宝前期积累的海量用户以及阿里系电商的导流，加上多元化金融业务的拓展，2014 年营业收入已破百亿，达到 135.5 亿元。15 年公司更是实现了高达 249.94 亿元的营业收入，同比增长 84.46%。根据蚂蚁金服与阿里巴巴的协议，阿里巴巴将能分享蚂蚁金服 37.5% 的税前利润，由阿里年报反推，17 年蚂蚁金服税前利润首次破百亿，达 131.9 亿元，同比增速高达 354%。这主要得益于蚂蚁金服的微贷业务，尤其是蚂蚁花呗和蚂蚁借呗带来的利润。而 17Q4 和 18Q1 的利润下滑是因为 2017 年底现金贷方面的严监管，导致微贷业务的 ABS 发行暂缓。同时公司的持续推进用户增长计划也产生了很大费用。

图 2: 蚂蚁金服营业收入(亿元)



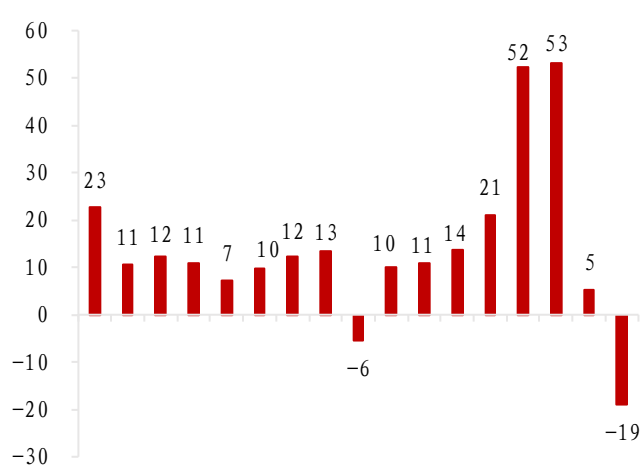
资料来源：互联网、招商证券

图 3：2014-2017 年蚂蚁金服税前利润（亿元）



资料来源：阿里年报测算、招商证券

图 4：2014Q1-2018Q1 蚂蚁金服税前利润（亿元）



资料来源：阿里年报测算、招商证券

二、多元化业务打造互联网金融生态帝国

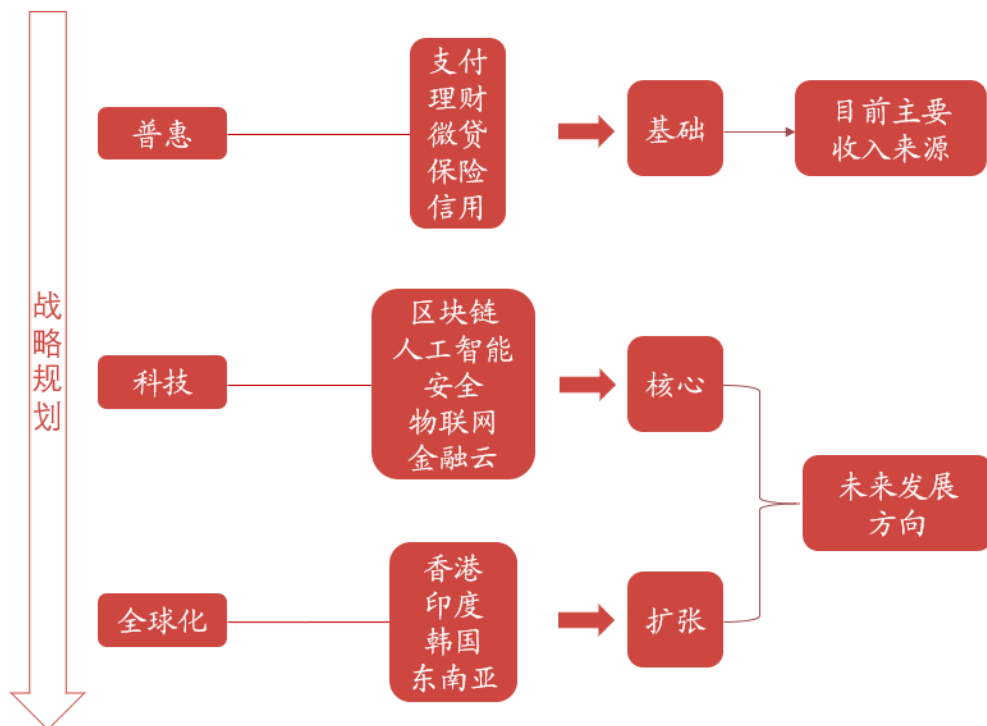
蚂蚁金服业务版图：从支付宝成立一直到现在，蚂蚁金服的业务不断拓展，不但包括银行、股票、证券、保险、基金、消费金融等金融领域，还涉及人工智能、企业服务、汽车出行、餐饮、媒体、影视等非金融领域，业务结构不断多元化。目前，蚂蚁金服已经形成了以普惠、科技、全球化为首的三大发展战略和以支付、理财、微贷、保险、征信、技术输出为主的六大业务板块。

图 5：蚂蚁金服业务版图



资料来源：招商证券

图 6: 蚂蚁金服发展战略



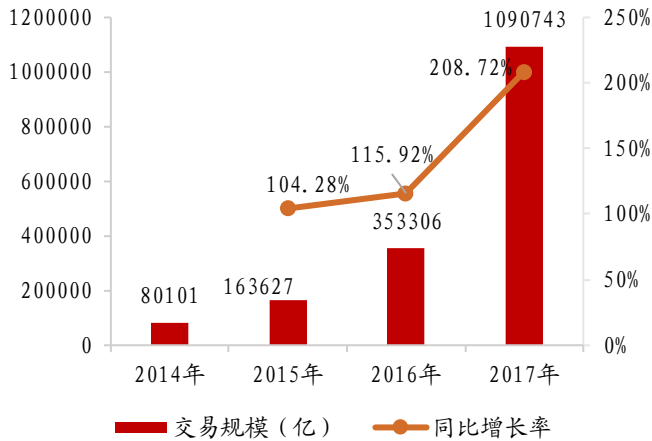
资料来源：招商证券

2.1、支付：海量客户，盈利核心

场景全覆盖，海量客户群：支付业务是蚂蚁金服赖以起家的业务，也是蚂蚁金服众多互联网金融业务的入口。支付宝 2004 年成立，最初的目的是为了解决交易信任问题。发展至今已成为全球领先的第三方支付平台，与超过 200 家金融机构达成合作，为近千万小微商户提供支付服务，在覆盖绝大部分线上消费场景同时，不断拓展传统商业、公共服务以及海外市场的服务场景，覆盖衣食住行各个方面，成为移动互联网时代生活方式的代表。

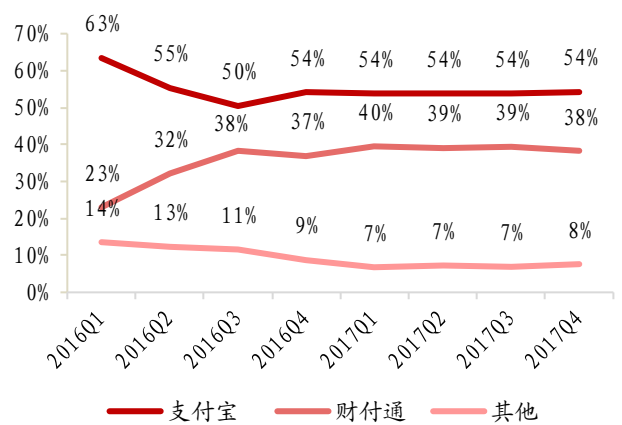
市场规模不断扩大，寡头助力盈利增加：来自蚂蚁金服的数据显示，2016 年支付业务的收入占蚂蚁金服总收入的 65%。根据易观的统计，2017 年中国第三方移动支付市场的交易规模达到了 109 万亿元，同比 2016 年增长 208.72%。整个市场规模连续 3 年实现高速增长，预计 2018 年依旧保持快速增长的态势。经过多年的发展，目前第三方支付市场已经进入成熟期，支付宝和财付通双寡头市场格局已经形成。支付宝在 2017 中国第三方移动支付市场交易份额基本稳定在 54%，遥遥领先第二名财付通十多个百分点。同时支付宝对商户收取的平均费率只有 0.6%，而对标公司 PayPal 收取的平均费率约为 3%，相比之下支付宝仍有很大的提升空间。随着用户对支付宝使用习惯的不断提升以及市场交易规模的不断增长，支付业务的盈利有望进一步提升。

图 7: 2014-2017 中国第三方移动支付市场交易规模



资料来源: 易观、招商证券

图 8: 2017Q4 中国第三方移动支付市场交易份额



资料来源: 易观、招商证券

表 4: 支付宝收费费率

支付方式	费率	优惠	特殊行业 (游戏相关)
收钱码	无		
电脑网站	0.6%		无优惠
手机	0.6%-1.2%	中小商户 2019 年前优惠费率为 0.55% (不包含特殊行业)	1%
APP	0.6%-1.2%		1%
当面付	0.6%		无优惠

资料来源: 支付宝官网、招商证券

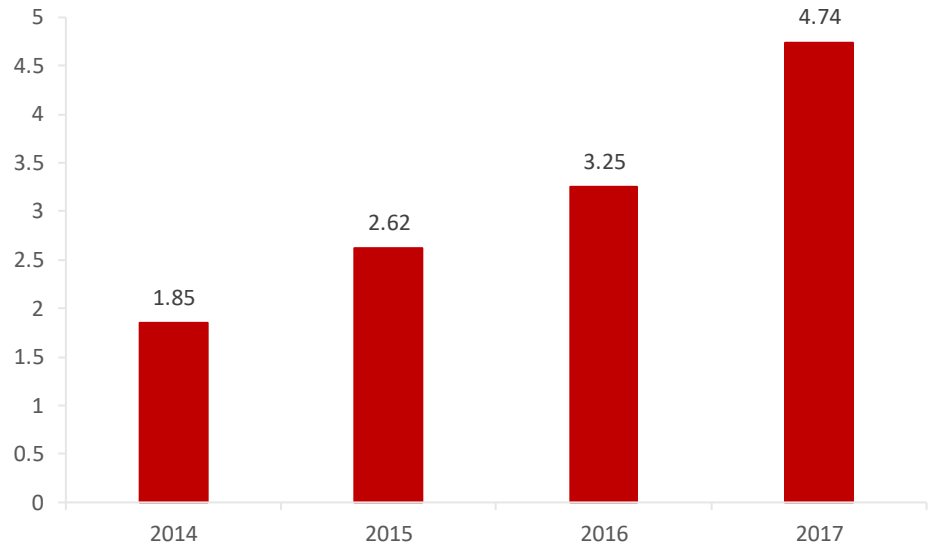
2.2、投资理财：万亿市场

根据蚂蚁金服最新的融资文件，其财富管理业务目前管理着 2.2 万亿元人民币 (合 3450 亿美元) 的资产——这一此前从未公开的数据将使蚂蚁金服成为世界最大的消费者财富管理平台。其中，余额宝管理着 1.5 万亿元人民币，是世界最大的货币市场基金。

2.2.1、余额宝：普惠金融最典型代表

用户规模快速增长：2013 年余额宝的横空出世，被普遍认为开创了国人互联网理财元年。余额宝唤醒了公众的理财意识，其“1 元起购”的特点降低了理财门槛，提高了理财收益，满足了居民日益增长的资产配置需求。截止 2017 年年末，余额宝的用户数达到了 4.74 亿户，同比增速达到 45.85%，其中个人投资者占到了 99.94%。

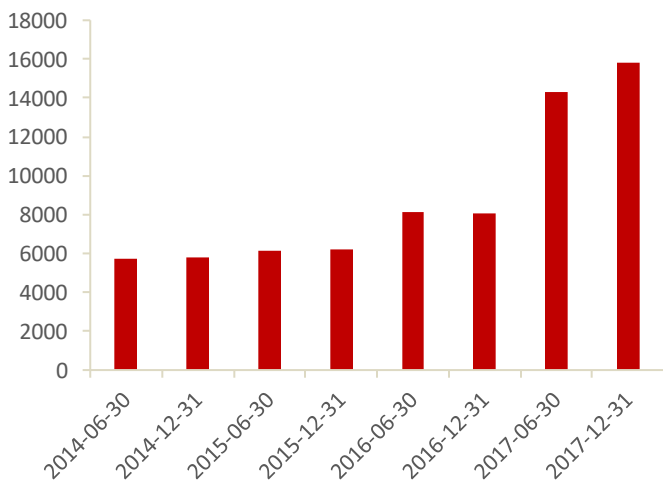
图 9: 用户规模 (亿)



资料来源: wind、招商证券

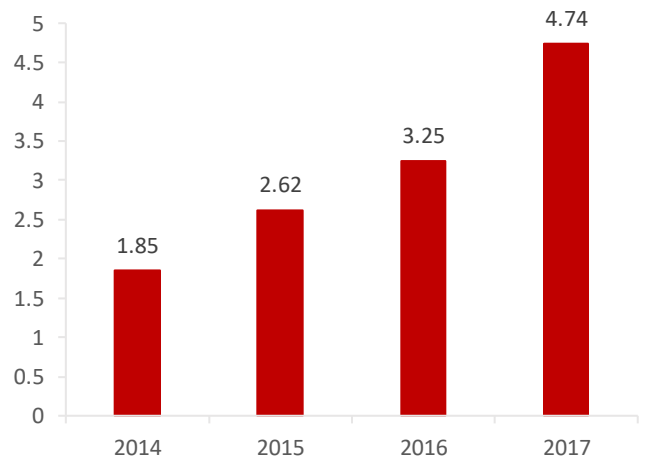
基金规模高速增长, 盈利总额飞速提升: 用户规模的快速增长使得余额宝的规模高速增长, 从 2014 年底的 5789 亿增长到 2017 年底的 1.58 万亿, 年复合增长率达到 39.72%, 同期国内排名第二的货币基金融通汇财宝规模仅为 282.8 亿元, 余额宝是其 55.83 倍。余额宝的净利润总额也从 2014 年底的 1.85 亿元上升到 2017 年底的 4.74 亿元, 年复合增长率 36.84%。

图 10: 2014-2017 余额宝净值 (亿)



资料来源: wind、招商证券

图 11: 2014-2017 余额宝净利润 (亿)



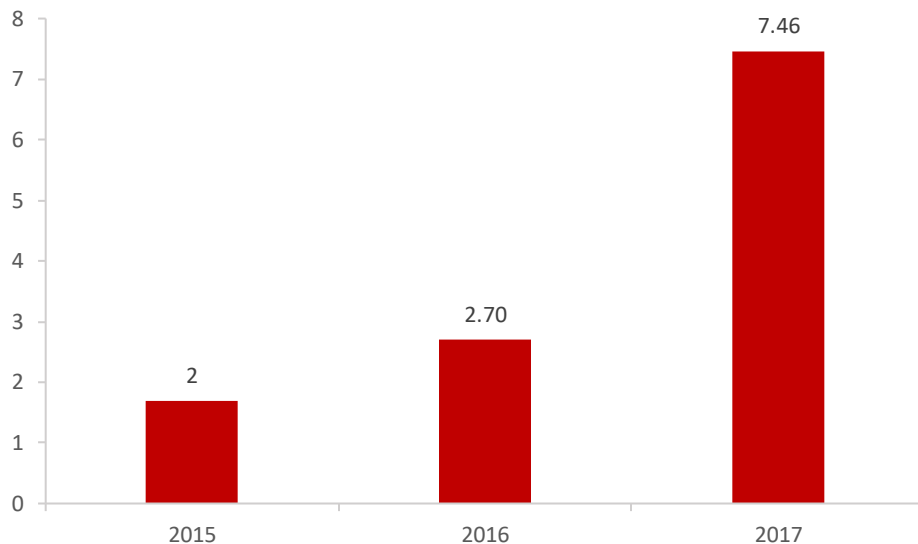
资料来源: wind、招商证券

2.2.2、基金销售: 抢占新蓝海

拓宽基金业务, 营收快速增长: 2015 年 4 月 蚂蚁金服从恒生电子手中买走了杭州数米基金销售有限公司的控制权, 进一步拓宽自己的基金业务。2016 年 8 月数米基金改名蚂蚁基金销售有限公司。2017 年蚂蚁基金的基金代销业务实现 7.46 亿的营业收入, 同比增长 176%。同期, 天天基金营业收入 8.44 亿元, 销售额 4124.02 亿元; 2017 年工商银行基金销售额 9232 亿, 同比增长 89%; 招商银行基金销售额 7055.10 亿元, 同

比增长 42.47%；农业银行基金销售额 3373 亿元，同比增长 31.2%。对标天天基金的营业收入，蚂蚁基金的销售额大约在 3600 万左右。相比银行巨头，蚂蚁基金的基金代销业务差距仍然很大。但借助支付宝、余额宝对海量用户的引流，蚂蚁基金有望和银行争夺基金代销的市场份额，未来上升空间很大。

图 12: 营业收入 (亿)



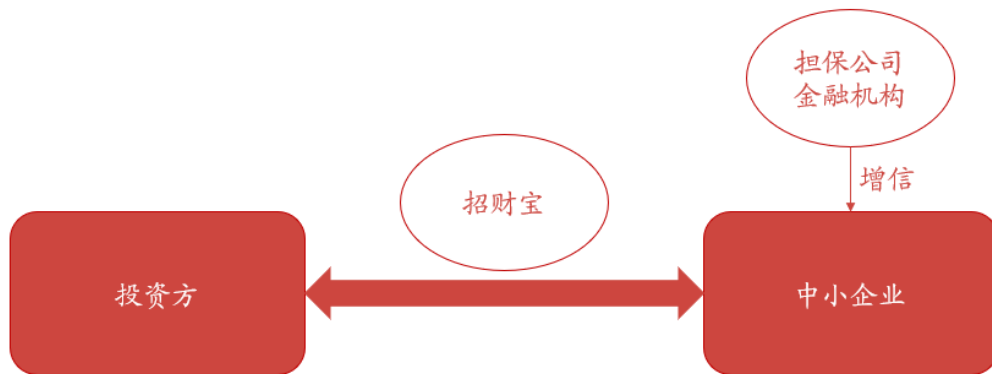
资料来源: wind、招商证券

2.2.3、投融资平台：低成本高效率

蚂蚁金服旗下有招财宝和蚂蚁达客两大金融信息服务平台。

招财宝：连接个人投资者与中小企业和个人融资者。招财宝成立于 2014 年 4 月。中小企业和个人可以通过招财宝平台发布借款产品，并由金融机构或担保公司等作为增信机构提供本息兑付增信措施。投资人可以根据自身的风险偏好选择向融资人直接出借资金。这样一来中小企业和个人能够面向广大投资者进行直接融资，最大限度降低交易成本与信用成本，融资速度快，融资额度灵活。2015 年 12 月底招财宝平台的成交用户数破千万，累计成交金额已经近 4000 亿元，用户已获得的收益总计超 20 亿。

图 13: 招财宝业务模式



资料来源: 招商证券

蚂蚁达客：连接投资者和创业者，定位于股权众筹。蚂蚁达客成立于 2015 年 11 月，目的是为创业者提供股权众筹融资服务，支持创新与创业。创业者可通过蚂蚁达客筹措资金，并获得生产、渠道、经营、品牌等环节的全方位支持。投资人可通过蚂蚁达客寻找投资机会，基于对特定行业的了解，投资自己理解、认可的企业，分享企业的成长。同时蚂蚁达客与 IDG、红杉等多家创投机构及淘宝众筹、创客+等平台形成合作，为创业项目提供从初创融资到产品销售等全成长周期的融资服务。目前蚂蚁达客上完成融资的项目共有 8 个，其中 2 个已经获利退出，累计募资金额达到 1.84 亿元。

图 14：蚂蚁达客业务模式



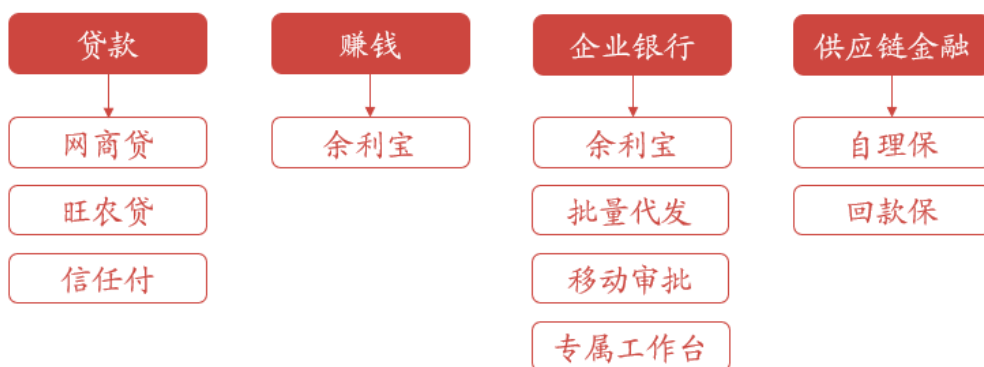
资料来源：招商证券

2.3、微贷：小客户大价值

2.3.1 企业微贷：服务小微企业，创造更大价值

网商银行成立于 2015 年 6 月，是由蚂蚁金服作为大股东发起设立的中国第一家核心系统基于云计算架构的商业银行，以服务小微企业、支持实体经济、践行普惠金融为使命，为小微企业、个人创业者提供高效、便捷的金融服务。目前有贷款、赚钱、企业银行、供应链金融四大业务块。

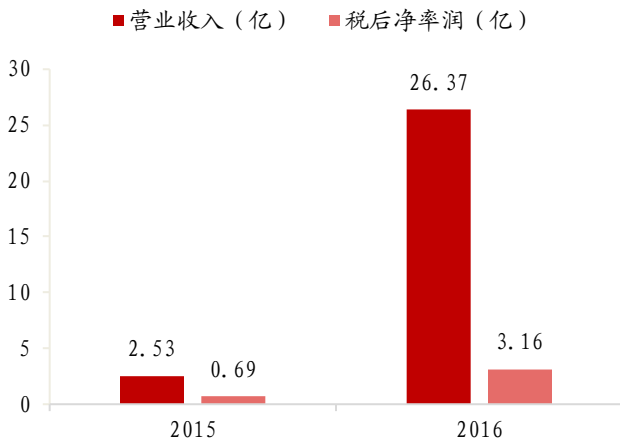
图 15：网商银行主要业务



资料来源：网商银行官网、招商证券

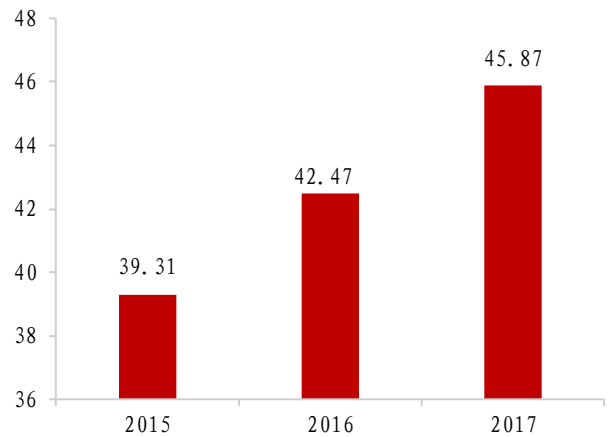
服务规模不断扩大，盈利能力持续提升：截止到 2016 年 12 月底，网商银行为 277 万家小微企业提供了便捷高效的金融服务，累计为用户提供信贷资金超过 879 亿元。2016 年网商银行营业收入 26.37 亿元，同比增长 942.29%；税后净利润达到 3.16 亿元，同比增长 357.97%。2017 年净资产规模达到 45.87 亿元。

图 16: 网商银行营业收入和税后净利润 (亿元)



资料来源: 网商银行年报、招商证券

图 17: 网商银行净资产 (亿元)



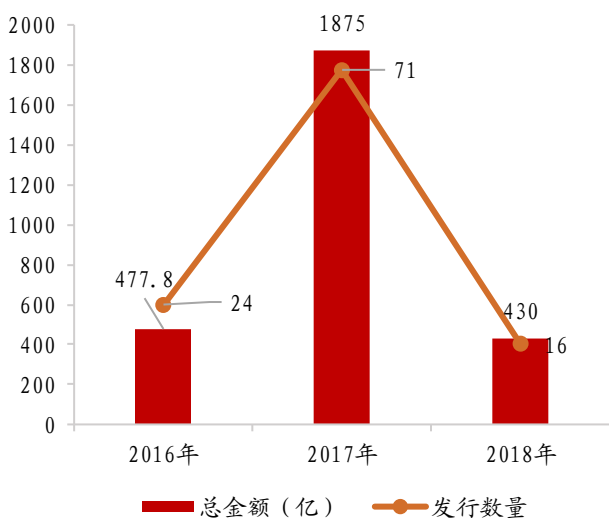
资料来源: 网商银行年报、招商证券

2.3.2 消费金融: 盈利快速增长, 市场前景广阔

蚂蚁金服在消费金融领域的布局主要有蚂蚁花呗和蚂蚁借呗两个业务。蚂蚁花呗是蚂蚁金服推出的一款消费信贷产品, 申请开通后, 将获得 500-50000 元不等的消费额度。用户在消费时, 可以预支蚂蚁花呗的额度, 享受“先消费, 后付款”的购物体验。蚂蚁借呗是支付宝 2015 年 4 月推出的一款贷款服务, 目前的申请门槛是芝麻分在 600 以上。按照分数的不同, 用户可以申请的贷款额度从 1000-300000 元不等。借呗的还款最长期限为 12 个月, 贷款日利率是 0.045%, 随借随还。

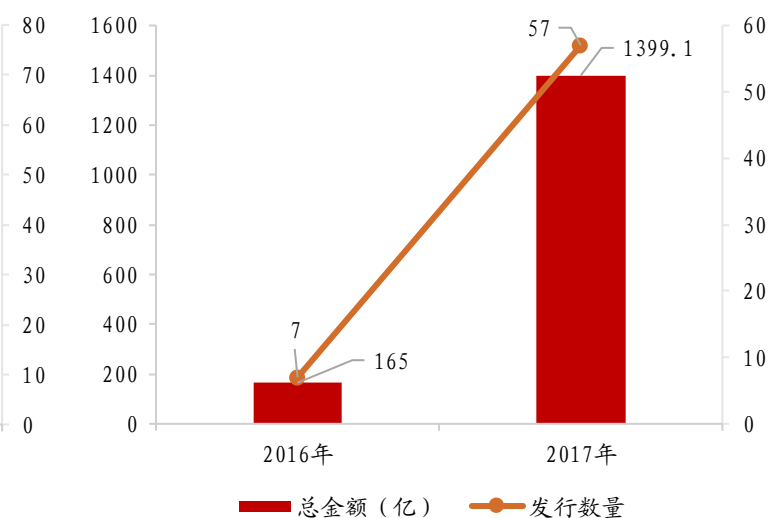
ABS 发行规模井喷: 2017 年花呗和借呗发行的个人消费贷款 ABS 呈现井喷趋势, 随之而来的是净利润的快速增长。花呗发行了 1875 亿元的个人消费贷款 ABS, 同比增幅 292%。借呗发行了 1399 亿元的个人消费贷款 ABS, 同比增幅 750%。两者合计占到了

图 18: 花呗个人消费贷款 ABS 发行规模



资料来源: CNABS、招商证券

图 19: 借呗个人消费贷款 ABS 发行规模



资料来源: CNABS、招商证券

盈利快速增长：蚂蚁花呗 2017 前两季度营收为 14.94 亿，净利润为 10.2 亿，预计全年营收 29.89 亿，净利 20.39 亿，同比 2016 年分别增长 2201%与 68%；蚂蚁借呗 2017 前三季度营收为 69.47 亿，净利为 44.94 亿，预计全年营收 92.62 亿，净利 59.92 亿，同比 2016 年分别增长 140%与 65%。

图 20: 花呗营业收入和净利润

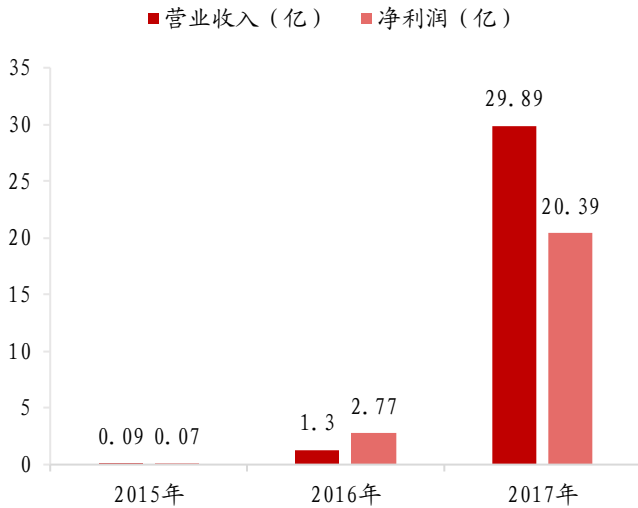
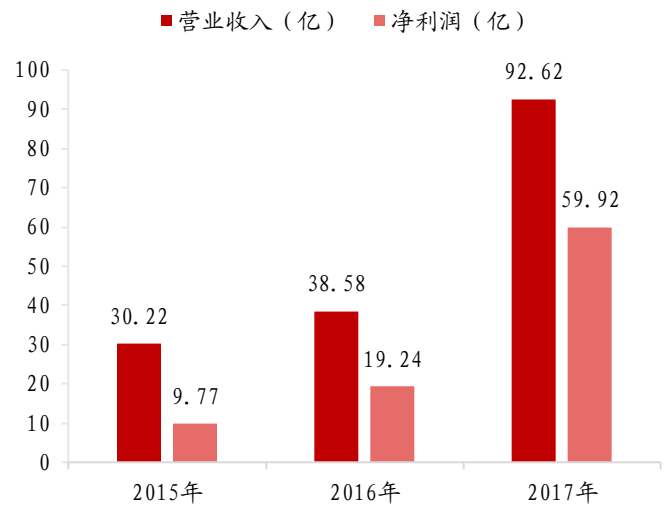


图 21: 借呗营业收入和净利润

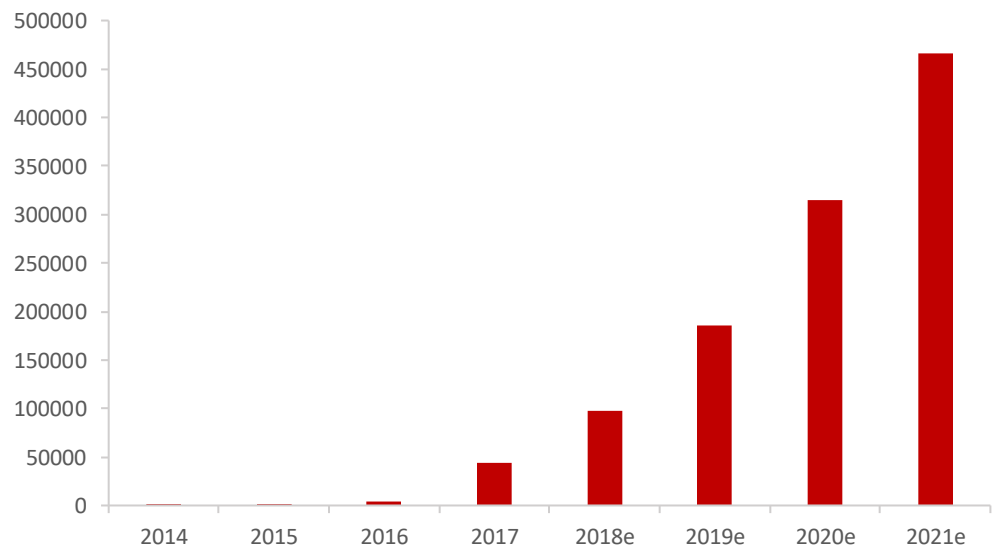


资料来源：蚂蚁花呗 ABS 发行募集书、招商证券

资料来源：蚂蚁借呗 ABS 发行募集书、招商证券

市场规模持续快速增长：根据艾瑞咨询的数据，中国互联网消费金融放贷规模从 2014 年的 183.2 亿元到 2017 年的 43847.3 亿元，2017 年的环比增速高达 904%。预计 2018-2020 年中国互联网消费金融放贷规模增速为 122.9%，90.2%和 69.3%。高速增长规模为花呗和借呗带来了广阔的市场前景。

图 22: 中国互联网消费金融放贷规模 (亿元)



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

2.4 保险：多样化业务全方位覆盖日常生活

2013 年，蚂蚁金服和腾讯、平安发起成立了我国首家互联网保险公司众安保险，开始试水保险业，我国互联网保险发展自此开始进入快速增长期。2015 年底蚂蚁金服正式成立保险事业部，在整合原淘宝、支付宝等多个电商平台的保险业务基础上，系统地建立综合、开放的互联网保险平台。2016 年，保险事业部升级为保险事业群，保险业务得到进一步重视。2016 年 7 月，蚂蚁金服通过增资的形式，以 51% 的股份控股国泰产险。2017 年 5 月，成立信美人寿相互保险社，进一步扩大保险业务。同时蚂蚁金服还通过保险代理牌照搭建业务平台，向保险公司推介优质的流量。截至 2016 年 9 月，蚂蚁保险服务平台已经和 78 家保险机构合作。目前，蚂蚁金服的保险业务已经覆盖健康、意外、旅行、财产、人寿、车险、乐业、公益、运费险 9 个大的业务板块，推出超过 2000 款保险产品，日均保单量已超 2100 万单，来自移动端的保单量逾 6 成。截至 2017 年 3 月末，保险服务年活跃用户 3.92 亿人，单用户保费同比增长 43%。

图 23: 蚂蚁金服保险业务发展历程

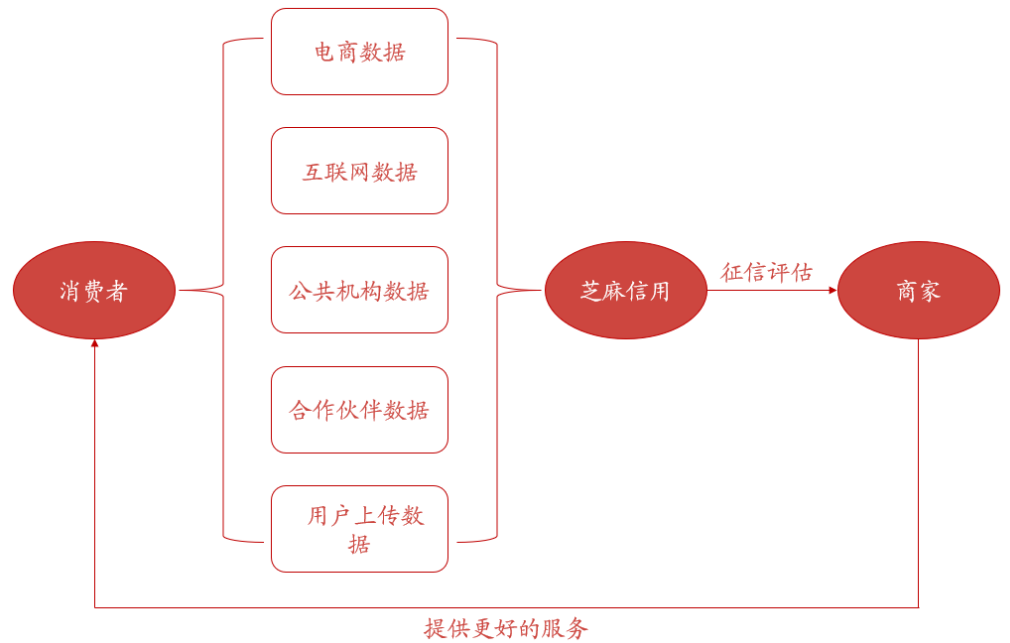


资料来源：招商证券

2.5 信用：芝麻信用开启全新信用生活

芝麻信用是蚂蚁金服 2015 年成立旗下独立的第三方征信机构，致力于解决消费者和商家之间的信任问题，构建互信互惠的商业环境。芝麻信用所有开通用户均为实名认证用户，广泛覆盖了许多原来传统征信没有信贷记录的人群。“芝麻信用分”是芝麻信用对海量信息数据的综合处理和评估，主要包含了用户信用历史、行为偏好、履约能力、身份特质、人脉关系五个维度。芝麻信用基于阿里巴巴的电商交易数据和蚂蚁金服的互联网金融数据，并与公安网等公共机构以及合作伙伴建立数据合作，与传统征信数据不同，芝麻信用数据涵盖了信用卡还款、网购、转账、理财、水电煤缴费、租房信息、住址搬迁历史、社交关系等等。商家可以根据芝麻信用评估风险，提供便捷服务，消费者在享受到便捷后会更加偏好芝麻信用，这会促使商家提供更多的便捷服务，如此一来就形成了良性循环。目前芝麻信用已经从信用卡、消费金融、融资租赁、抵押贷款，到酒店、租房、租车、婚恋、分类信息、学生服务、公共事业服务等上百个场景为用户、商户提供信用服务。

图 24: 芝麻信用业务体系

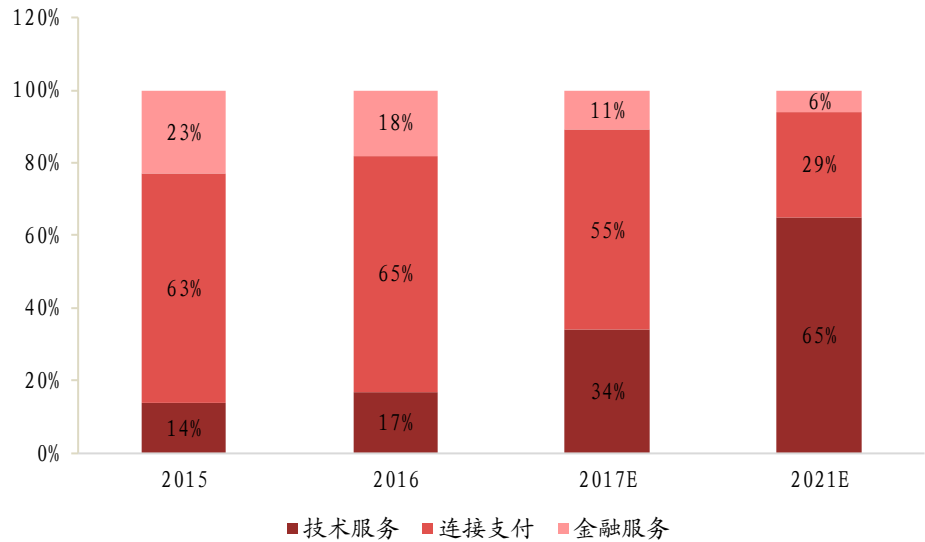


资料来源：招商证券

2.6、技术输出：以科技助力合作伙伴，在生态体系中分享创造价值

蚂蚁金服的收入主要由三部分组成，分别是支付连接、金融服务和技术服务。在这三部分中，支付连接的利润率是最低的，其次是金融服务，而技术服务的利润率可以高达60%。2016年，其来自于支付连接的收入为65%，技术服务的收入比例为17%，金融服务收入占比为18%。2017年，蚂蚁金服预计技术服务的收入占比大幅上升至34%，支付连接收入占比下降至55%，金融服务收入占比缩水至11%。而根据预测，到2021年时，蚂蚁金服的技术服务收入将上升至总收入的65%，超过支付收入成为第一大收入项。蚂蚁金服目前确立了以BASIC技术（Blockchain区块链、AI人工智能、Security安全、IoT物联网、Cloud金融云）为核心的战略发展方向，持续不断地从Fin向Tech转型。

图 25: 蚂蚁金服主要收入构成



资料来源：蚂蚁金服、招商证券

Blockchain 区块链：最新发布的《2017 全球区块链企业专利排行榜》显示，中国在区块链专利的增速远超美国，领先全球。其中阿里巴巴以 49 件的总量排名第一，这些专利全部出自蚂蚁金服技术实验室。区块链技术的核心是“信任的连接器”，而蚂蚁金服区块链团队的愿景是“打造生产级的信任连接基础设施”。作为信任连接器，蚂蚁区块链用算法和分布式技术架构实现去中心化和信任问题，目前已经在多个场景实现了应用落地。

表 5: 蚂蚁金服区块链大事件

时间	事件
2016.07	蚂蚁金服区块链第一个应用“听障儿童重获新声”公益善款追踪项目落地，实现了对每一笔善款的全程信息追踪。
2017.03	支付宝爱心捐赠平台全面引入区块链技术，所有捐赠数据上链
2017.03	普华永道达成合作，宣布将应用区块链打造透明可追溯的跨境食品供应链，搭建更安全的食品市场
2017.08	江苏常州市合作推出我国首个基于医疗场景的区块链应用——“医联体+区块链”试点项目
2017.10	蚂蚁金服正式和国酒茅台进行合作，提供关于国酒茅台的正牌防伪溯源的基于区块链服务系统
2017.11	雄安新区宣布与蚂蚁金服签署合作协议，蚂蚁金服承接数字雄安区块链基础设施平台的建设。
2018.02	菜鸟与天猫国际共同宣布，启用蚂蚁金服的区块链技术跟踪、上传、查证跨境进口商品的物流全链路信息，以解决跨境进口商品物流信息造假的问题。

资料来源：招商证券

AI 人工智能：借助大数据，蚂蚁金服的人工智能已经实现了在客服、信用、保险，理财等多领域的运用，大大提高了效率，降低了成本。

表 6: AI 人工智能的应用

领域	应用
客服	蚂蚁金服通过大数据挖掘和语义分析技术来实现问题的自动判断和预测，对用户的身份信息进行识别，结合客户端对用户的行为逻辑的分析，就可以知道用户是在哪个环节遇到障碍，从而给出精确的服务。通过机器算法自动回复常见问题，大大提高了客服工作效率，降低了 80% 的客服成本。
信用	借助对大数据挖掘和分析将信审工作全部智能化，从数据、从各个角度、各个维度判断一个人或一家公司的信用，相比传统的人工信审，大大节省了时间提高了效率和准确性。目前蚂蚁金服的微贷业务已经全面应用人工智能进行信审工作，形成了网络贷款的“310”模式，即：“3 分钟申请、1 秒钟到账、0 人工干预”的服务标准，大大降低了人工成本，提高了风控能力和服务效率。
保险	在保险业务上，风险评估、保险定价、欺诈识别等都是由人工智能来完成的，目前“我的客服”已经具备了专业的审核能力，平均 24 小时就能够完成赔付。其中 32% 理赔可以在一小时之内直接完成，而且有一半复杂的赔付可以在 6 个小时内完成。蚂蚁金服最新推出的“定损宝”可以在几秒钟之内对汽车的损坏情况给出准确的定损结果，包括受损部件、维修方案及维修价格，而专业定损员最快也需要几分钟。相比之下人工智能大大降低时间和成本，提高了效率。
财富管理	运用人工智能基于客户的风险回报特征定制化推荐理财产品，如对于风险偏好低的客户，推荐资产保值类产品，对于风险偏好高的客户，推荐总回报高的产品等，大大提高了蚂蚁财富的用户转化率。

Security 安全: 在互联网身份认证领域，蚂蚁金服一直致力于研发先进的生物识别技术用于实现更高的安全性与更好的用户体验。2014 年支付宝钱包国内率先试水指纹支付，移动支付跨入生物识别时代。2016 年支付宝宣布商用刷脸支付。2017 年蚂蚁金服研制出全球首个眼纹识别技术。在风控领域，蚂蚁金服基于原来的历史交易数据进行个性化的验证，提高账户安全性。蚂蚁金服自主研发的智能实时风控系统（CTU），能对每笔交易进行 8 个维度的风险检测，确保交易万无一失。目前支付宝资损率低于十万分之一，而银联资损：率约万分之一点三，Paypal 的资损率约千分之二。

IoT 物联网: 随着移动互联网的发展，互联网也即将进入万物互联的时代。2017 年 2 月，蚂蚁金服与深蓝科技联合推出 TakeGo 智能门店系统。2017 年 8 月，蚂蚁金服宣布开放无人值守技术，将为商家提供身份核验、风险防控、支付结算等多种服务，让消费者无需通过商家的人工服务，也能自助用借买。近期有媒体报导蚂蚁金服将入股猩便利，进军无人超市。阿里巴巴近期提出 ALL in IoT 全面进军物联网领域，主要聚焦智慧城市、智能生活、智能制造、智能汽车 4 个领域。

表 7: IoT 物联网

领域	愿景
智能城市	传统的智能城市都是烟囱式的应用，所有数据之间没有打通，阿里巴巴希望通过统一的感知标准和平台，通过统一开放的城市物联网平台，把城市各部委办局之间的数据进行融合打通，和城市大脑一起驱动城市的高效治理。
智能生活	阿里巴巴构建了智能生活开放平台，希望能够与万科、美的地产这样的房产商一起合作打造智能化社区。目前已经对 124 类单品做了全面的覆盖、智能化的连接，不光包括常见的家居、家电单品，同时也把阿里巴巴生态体系内很多单品全部接了进来，包括无人售货柜，大家经常看到的共享的雨伞、共享小店。阿里巴巴希望智能化的社区能够把能耗降低 20%，打造一个兼顾舒适绿色的智能生活环境。
智能制造	阿里巴巴希望通过自己的物联网的智能制造的平台，帮助中小制造企业打通他们的人、机、料、法、

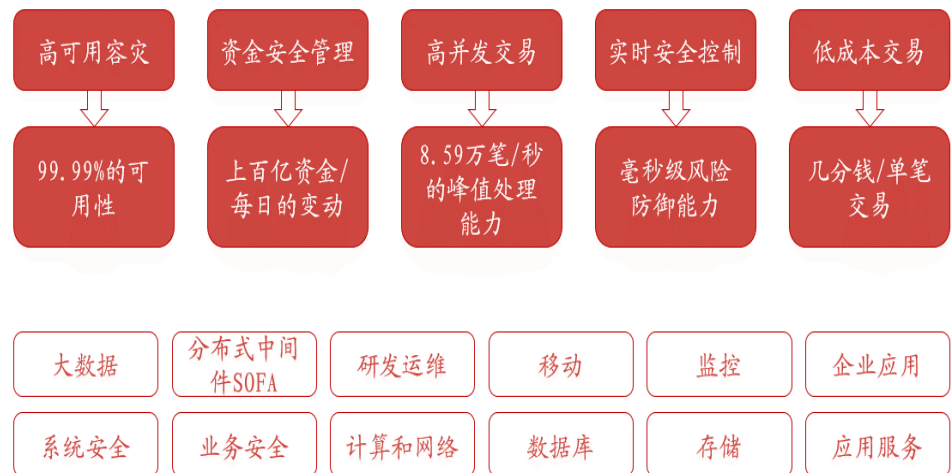
环，实现数据的共通共融，实现数据设备的可视化，让整个生产流程实现数字化的管理，构建的是让中小企业用得起的物联网解决方案。

智能汽车 阿里巴巴目前已经与上汽进行合作，把上汽的主流车型里预装了 AliOS，并把阿里的各项技术与服务进行了车内的打通，使得车、人以及服务有机的融为一体，这些车内服务和应用驱动了整个汽车的智能化的转型。

来源：招商证券

Cloud 金融云：蚂蚁金服旗下面向金融机构的云计算服务。蚂蚁金融云依托阿里巴巴和蚂蚁金服在云计算领域的先进技术和经验积累，集成了阿里云的众多基础能力，并针对金融行业的需求进行定制研发。蚂蚁金融云作为蚂蚁金服“互联网推进器”计划的组成部分，是一个开放的云平台，它助力金融创新、助力金融机构的 IT 架构实现升级，去构建更加稳健安全、低成本、敏捷创新的金融级应用，使金融机构可以更好的服务自己的客户。经过几年建设努力，蚂蚁金融云已经具备了高可用容灾、资金安全管理、高并发交易、实时安全控制、低成本交易五大特点，形成了大数据、分布式中间件 SOFA、研发运维、移动、监控、企业应用、系统安全、业务安全、计算和网络、数据库、存储、应用服务十二个业务板块。

图 26: 蚂蚁金融云特点和业务



资料来源：蚂蚁金融云、招商证券

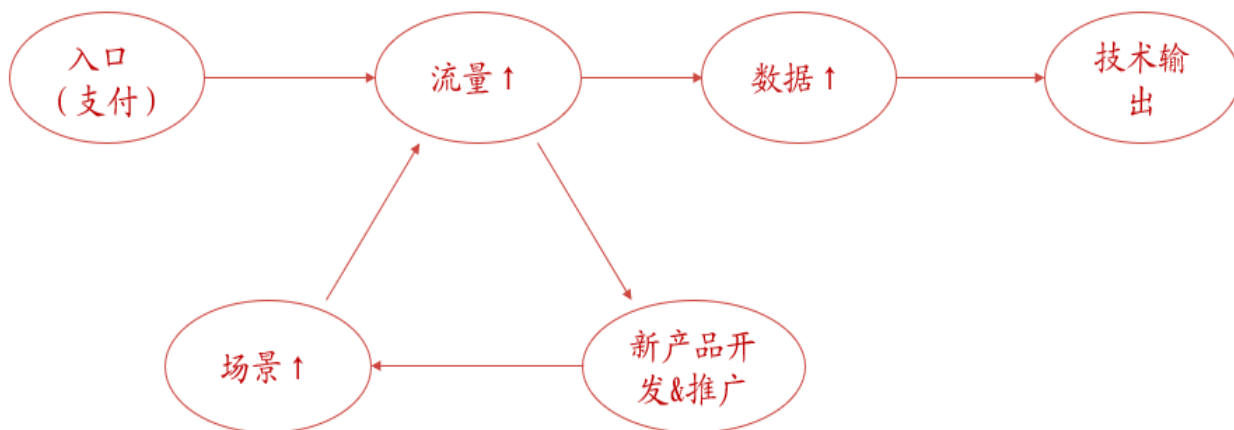
三、从蚂蚁金服得到的两点启示

3.1 快速发展的关键：全产业链布局打造金融生态

打造金融生态闭环，构建自身护城河：蚂蚁金服的前身支付宝的成立正好赶上互联网在中国快速发展的阶段，互联网为金融机构业务场景的渗透和长尾用户的覆盖提供了便捷，中国的金融科技开始进入了网络化的浪潮。借助阿里电商平台的引流，支付宝乘势而上，依靠第三方支付业务快速的积累了大量的长尾用户，成为一个巨大的流量入口。借着巨大的流量，蚂蚁金服进一步拓展和推广自己的业务，从支付拓展到理财、微贷、保险、信用，从而全方位覆盖生活的各个场景，为用户提供一站式的服务，以此来进一步吸引更多的用户。这样就形成了一个良好的金融生态闭环，构建起自身的护城河。并且随着

产业链的不断拓展，场景会不断丰富，护城河会越来越宽，优势越来越明显，强者恒强。截止 2018 年 6 月 1 日，蚂蚁金服共参与 98 起投资事件，覆盖金融、人工智能、企业服务、出行、餐饮、文化娱乐、生活服务、农业、房产家居、电子商务十个领域。

图 27: 蚂蚁金服的良性循环



资料来源：招商证券

众多互联网金融公司在意识到这一闭环的重要性后，也纷纷开始利用自身的优势打造自己的金融生态。如京东金融借助京东电商平台的优势，从供应链金融发展成为具有企业金融、消费金融、农村金融、财富管理、支付等多种业务的一站式在线投融资平台。随着更多的公司参与到其中，竞争已经进入到白热化，而最早开始的蚂蚁金服已经占据了市场的大部分份额，拥有了稳定的客群，在总流量有限的情况下，后来的互联网金融公司要想分一杯羹，必须在场景上不断深化，做出自己的特色。

图 28: 部分互联网金融平台及业务

	主要业务
	支付、理财、贷款、保险、征信
	企业金融、消费金融、农村金融、财富管理、支付等
	理财、个人消费信贷、便民生活服务等

资料来源：招商证券

3.2 蚂蚁金服体现了创新对于 Fintech 的价值

从蚂蚁金服身上可以看出创新的价值：蚂蚁金服的成功很重要的一个原因是技术创新，

其主要业务的科技水平均走在行业的前列。

- 1) **在支付业务方面：**借助蚂蚁金融云将每笔支付成本降到了几分钱，将商户的支付费率低到美国的五分之一；接通公共事业缴费服务，日常生活中的水电燃气等费用可以通过支付宝实现自动缴纳；率先推出条码支付、声波支付、指纹支付、刷脸支付等技术，使移动支付跨入生物识别时代。目前在金融领域用指纹完成身份识别以及支付正在成为标配；在部分停车场和高速收费站，只要支付宝和车牌绑定，即可实现自动缴费；在部分商店，购物消费刷脸即可买单。技术的力量推动了无现金社会的到来，给人们日常生活带来了极大便利。
- 2) **在财富管理方面：**余额宝只是打通了货币基金和消费体系之间的阻隔，通过技术手段实现更快捷的申购赎回和消费方式，但这样一个技术上的创新就使其成为中国互联网金融崛起的里程碑，成就了世界第一大货币基金。蚂蚁财富作为给普通客户提供理财的平台，会将更多技术、运营、数据能力开放给金融机构，入驻的金融机构在得到更好的技术数据和连接的支持后，可以为客户提供更好的产品和服务。
- 3) **在贷款方面：**蚂蚁金服基于 AI 模型提升风控能力，运用大数据模型来发放贷款。发展信贷融资业务风控是核心，通过对客户相关数据的分析，依照相关的模型，综合判断风险，蚂蚁金服形成了网络贷款的“310”模式，即：“3 分钟申请、1 秒钟到账、0 人工干预”的服务标准。网商银行已累计服务超过 500 万小微企业，以及 150 多万涉农经营者。蚂蚁花呗、借呗等消费金融业务 16、17 年激增，但通过大数据风控技术，坏账率不足 1%。
- 4) **在保险方面：**蚂蚁金服搭建新型保险平台，与保险公司的深度融合，用互联网技术对保险产业链的全流程优化，为用户提供便捷的、全方位的保险产品。同时还依靠大数据、AI 等技术，解决了保险行业在风险定价等领域的痛点。产品“车险分”以蚂蚁金服在大数据、AI、数据建模等方面的技术，形成消费者的车险标准分，为保险公司在车险产品上更准确识别客户风险、更合理定价、更高效服务消费者提供依据；产品“定损宝”人工智能模拟车险定损环节中的人工作业流程，通过算法识别事故照片，与保险公司连接后，几秒内就能给出准确的定损结果，大大降低了定损的成本。
- 5) **在信用方面：**芝麻信用基于阿里巴巴的电商交易数据和蚂蚁金服的互联网金融数据，并与公安网等公共机构以及合作伙伴建立数据合作，其数据涵盖了信用卡还款、网购、转账、理财、水电煤缴费、租房信息、住址搬迁历史、社交关系等等。芝麻信用通过分析大量的网络交易及行为数据，可对用户进行信用评估，继而为用户提供快速授信、免押金租房、借书、住宿、现金分期等服务，推动了信用城市的建设。

表 8: 蚂蚁金服的技术驱动

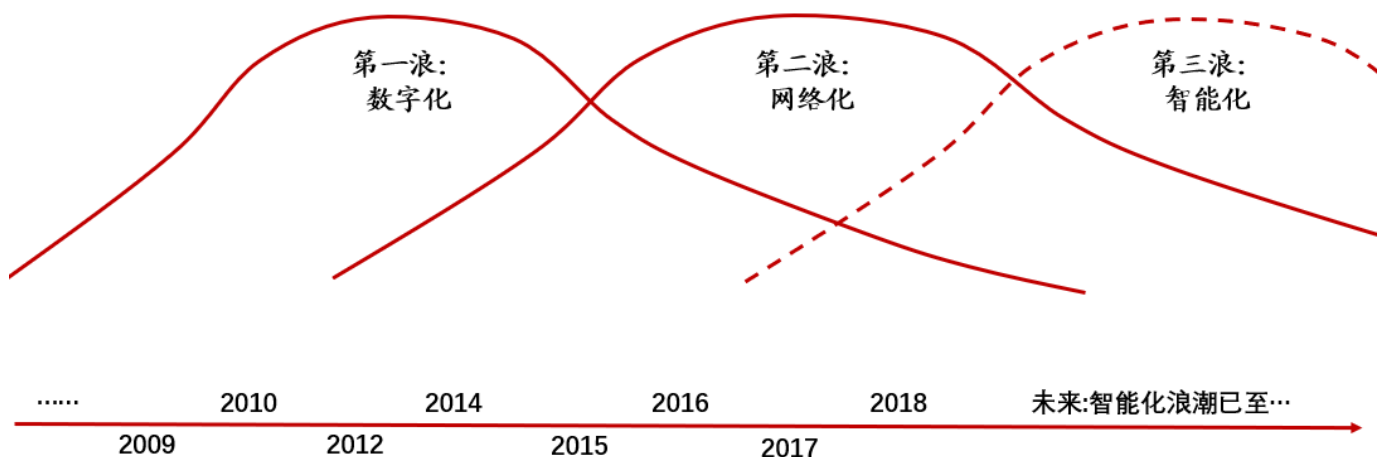
业务	技术驱动
支付	金融云降低商户费率；支付技术创新使得支付更加安全快捷简易，同时覆盖到生活的方方面面，推动无现金社会到来
财富管理	余额宝打通基金和消费间的阻隔；蚂蚁财富向金融机构输出技术、数据，为客户提供更好的产品和服务
贷款	基于 AI 模型提升风控能力，运用大数据模型来发放贷款，做到普惠平等可持续，且坏账率极低
保险	搭建新型保险平台，通过技术优化保险产业链的全流程；依靠大数据、AI 等技术，解决保险行业在风险定价等领域的痛点

信用 芝麻信用通过分析大量的网络交易及行为数据，可对用户进行信用评估，进而提供大量便捷服务，推动信用城市的建设

来源：招商证券

技术为王，金融科技的第三个浪潮已至：自 1990 年上交所成立至今，中国的金融市场已走过近 30 个年头，与之相匹配的金融 IT 发展可以归纳为 3 个阶段：数字化、网络化、智能化。在数字化阶段中，IT 作为一种工具开始改变传统金融服务的模式，信息技术、电脑、互联网逐渐取代传统手工操作，它们解决的是基本的金融服务的问题，如 ATM 机是典型第一个浪潮下的产品。数字化阶段目前已基本过了高峰期。互联网的发展为金融机构业务场景的渗透和长尾用户的覆盖提供了便捷，通过互联网汇集海量用户，实现金融业务中资产端、交易端、支付端、资金端等任意组合的互联互通，这是金融科技的第二个浪潮——网络化浪潮。蚂蚁金服的业务依靠技术的力量让金融变得更普惠、更平等、更可持续，使得金融更具包容性，将网络化的浪潮推向了顶峰。而随着人工智能、云计算、大数据、区块链等新技术的崛起，智能投顾、智能投研、智能风控等技术正在快速发展。金融科技的下一个阶段，即智能化浪潮已经开启。蚂蚁金服的业务发展战略也是向科技服务推进，重点围绕“BASIC”核心技术能力进行战略布局。目前蚂蚁金服 40% 的员工都是技术类员工，而在参与决策与战略制定的管理层中，也有四分之一都是技术人。

图 29：金融科技的三个浪潮



资料来源：招商证券

表 9：BASIC 核心技术

技术	发展情况
Block 区块链	2016 年底，蚂蚁金服区块链团队正式成立；2017 年 2 月，区块链团队纳入到更加专注前沿技术研究的“蚂蚁金服技术实验室”体系；2018 年蚂蚁金服区块链团队将继续拓展应用场景，打造区块链 BaaS 平台。
AI 人工智能	2017 年邀请人工智能领域的世界级泰斗迈克尔·欧文·乔丹担任蚂蚁金服新科学智囊团主席，目前 AI 已广泛用于智能客服、交易风控、贷款模型、智能投顾、图像定损等应用场景。
Security 安全	2014 年投资旷视科技，2015 年投资鹰胜网络验证，2016 年并购 EyeVerify，2017 年投资中科虹霸，聚焦于生物识别技术；
IoT	2014 年投资旷视科技，2015 年投资鹰胜网络验证，2016 年并购 EyeVerify，2017 年投资中科

物联网	虹霸，聚焦于生物识别技术，通过不同维度对用户和商品来进行识别，为商家提供身份核验、风险防控、支付结算等多种服务。阿里云计划在未来 5 年内连接 100 亿台设备，未来的支付将是 IoT 的支付。
Cloud 金融云	2015 年 10 月发布，正式向金融机构开放多年积累的云计算能力和技术组件。截至目前，蚂蚁金服在保险、基金、消费金融等方面均已实现开放。

来源：招商证券

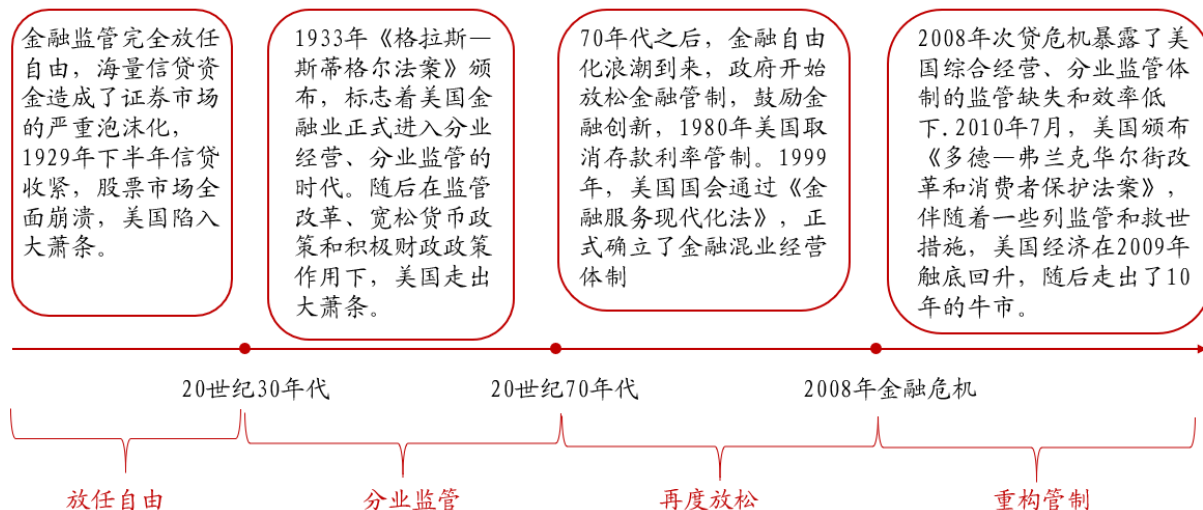
当单纯的商业模式和流量红利都在逐渐变弱时，技术才是决定未来空间的真正引擎。蚂蚁金服成功证明技术可以帮助金融显著提高效率、降低成本，更重要的是能够重构金融的触达方式。通过技术的开放共享，和合作伙伴一起，可以很好地为用户创造价值和体验。而资本市场给科技公司的认同也远高于金融机构，这充分体现了科技创新驱动战略的重大意义。

四、金融监管是 Fintech 做大做强的必经之路

4.1 参考美国金融监管改革历程，监管收缩并非坏事

美国金融法制史历经“自由→管制→再放松→重构管制”的过程：美国金融监管体系是全球金融治理的先行者和引领者，从美国金融监管制度演进历程来看，美国金融法制史历经“自由→管制→再放松→重构管制”的过程。整体上看，金融监管制度的发展历史是一个不断遭遇金融危机的历史，也是不断应对金融危机和修正发展的历史。不同时期，在不同的经济增速、科技引领节奏、全球产业链构建、国际资本流动、金融环境变革等因素交织反馈情况下，相应的监管模式也视市场的发展不断进行调整。

图 30: 美国金融监管改革历程

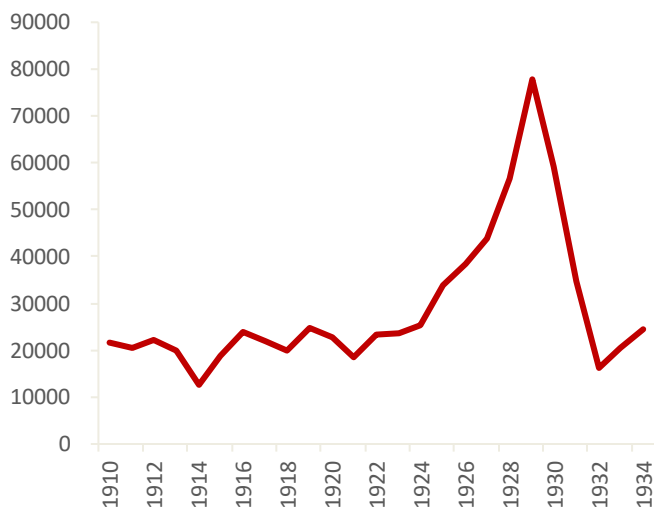


资料来源：招商证券

第一个时期（20世纪30年代以前）：放任自由。古典自由主义经济学的指导思想促成了早期金融监管的完全放任。自由竞争和单一州原则是美国银行业早期发展的特征。长期以来，央行和监管缺位。美国银行业在监管缺失的情况下形成了银行业务与非银行业

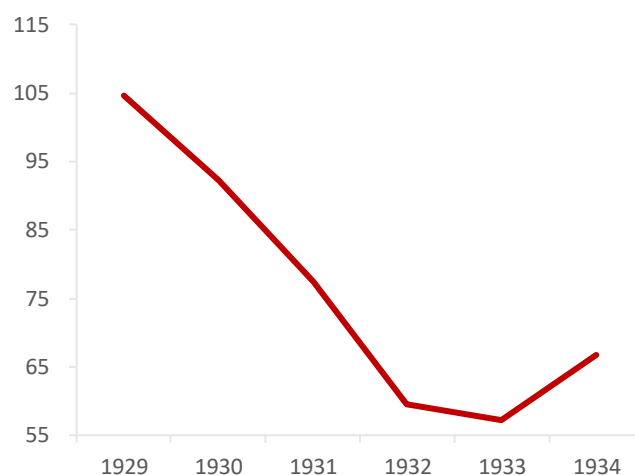
务并存的经营局面，商业银行的大量资金在当时松散的监管机制下自由地进入高风险的证券市场。到 1929 年，投入证券市场的银行贷款占比达到 38%。海量信贷资金涌入造成了证券市场的严重泡沫化。随着 1929 年下半年信贷的收紧，股票市场全面崩溃，股指暴跌。1929-1933 年的大萧条给美国经济和金融体系造成了致命打击，银行大面积亏损，企业经营出现严重困难，到 1933 年，美国经济滑入低谷，1/4 的就业人员失业，11000 多家银行破产、合并，整个国家的银行数目减少了 40%，同年 3 月，新任总统罗斯福宣布全国银行停业，银行信用几乎全部丧失。

图 31: 美国道琼斯工业平均指数



资料来源: wind、招商证券

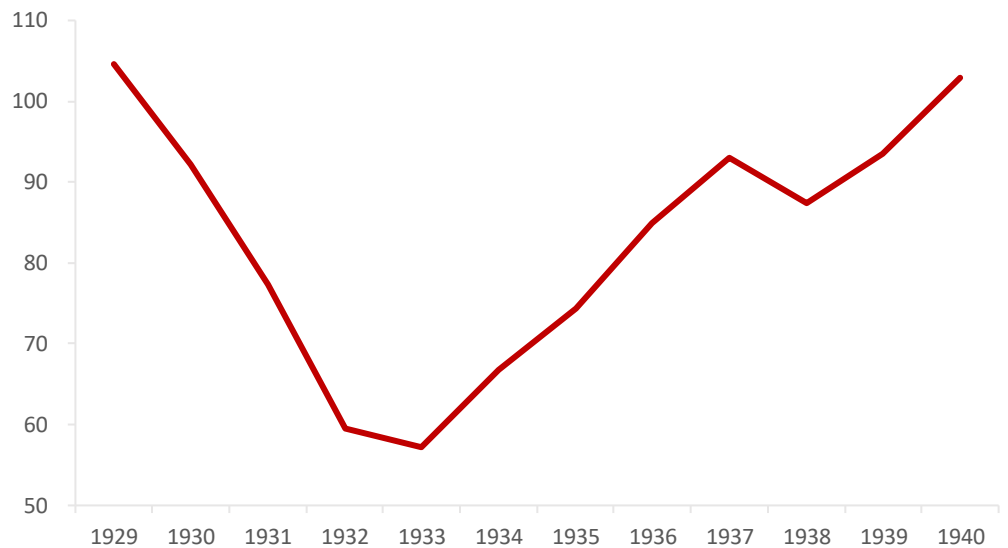
图 32: 美国国民生产总值 (十亿美元)



资料来源: wind、招商证券

第二个时期 (20 世纪 30 年代至 70 年代): 分业监管。1933 年《格拉斯—斯蒂格尔法案》明确限制银行业与证券业的跨业经营，规定禁止商业银行关联企业主要从事证券发行、上市和承销等业务，标志着美国金融业正式进入分业经营、分业监管的时代。1934 年，罗斯福新政设立了联邦储蓄与贷款保险公司 (FSLIC) 和联邦存款保险公司 (FDIC)，加强对银行的监管。美联储可以利用货币政策工具、信贷控制和规定证券买卖保险金等方式加强监管力度，与 FSLIC 和 FDIC 共同构成银行业的监管体系。随后在监管改革、宽松货币政策和积极财政政策作用下，美国走出大萧条，在 1940 年 GDP 基本回到了大萧条之前。

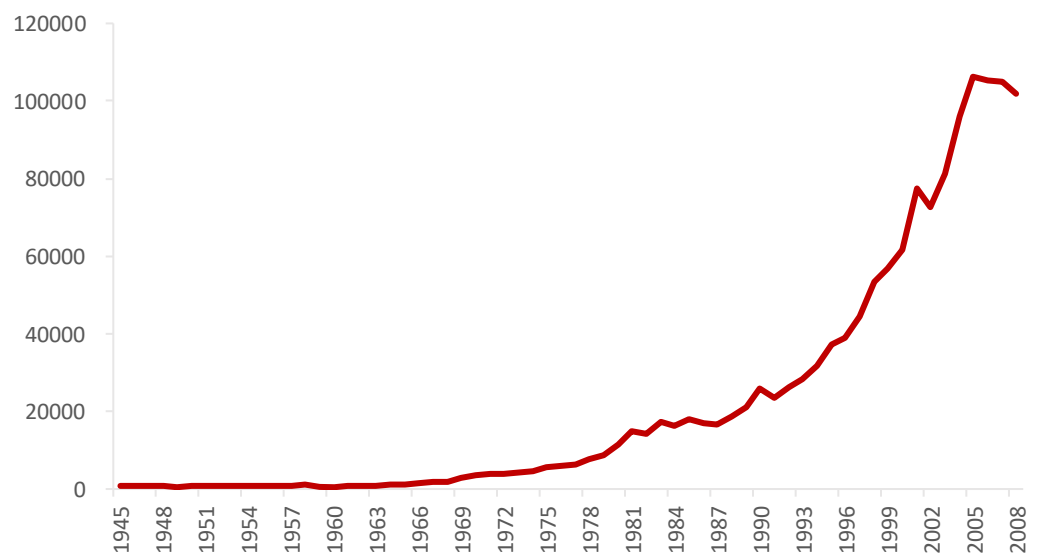
图 33: 美国 GDP (十亿美元)



资料来源: wind、招商证券

第三个时期（20 世纪 70 年代至 2008 年金融危机前）：再度放松。美国在 20 世纪 70 年代出现了“滞胀”，凯恩斯主义势衰，强调竞争和效率的新自由主义经济学逐渐兴起。高通胀和利率管制使美国的“金融脱媒”现象非常严重。大量资金逃离银行渠道寻求保值增值，存款的不断流失使银行业经营困难，逼迫银行更积极地参与非银行业务。70 年代之后，金融自由化浪潮到来，政府开始放松金融管制，鼓励金融创新，不同领域金融机构的业务渗透趋势进一步明确，美国的银行就开始以银行控股公司的形式参与非银行业务，子公司的总资产快速增长。美国利率市场化从 1970 年开始，到 1986 年左右完成，在 1980 年美国取消存款利率管制。1999 年，美国国会通过《金融服务现代化法》，正式确立了金融混业经营体制，结束了长达 66 年的分业经营历史。

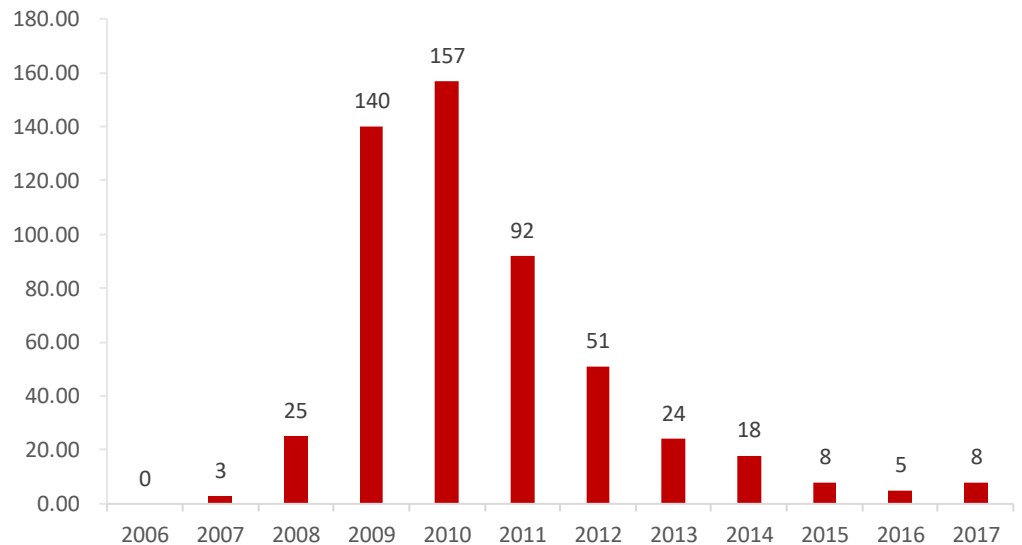
图 34: 美国银行子公司总资产 (百万美元)



资料来源: wind、招商证券

第四个时期(2008年金融危机爆发至今): 21世纪初,在美国宽松货币、刺激房地产、监管放松、自由放任的推波助澜下,金融机构将房贷发放给缺乏还贷能力的次贷者后将住房抵押贷款资产证券化,商业银行通过资产证券化轻易地把风险资产从表内转到表外,导致有毒资产到处流转。随着美联储不断加息,房价下跌,次贷危机全面爆发,并升级为全球金融海啸,美国银行也在危机中大面积倒闭。2008年次贷危机暴露了美国综合经营、分业监管体制的监管缺失和效率低下,与当时全球化、高度融合的金融业发展现状严重不适应。

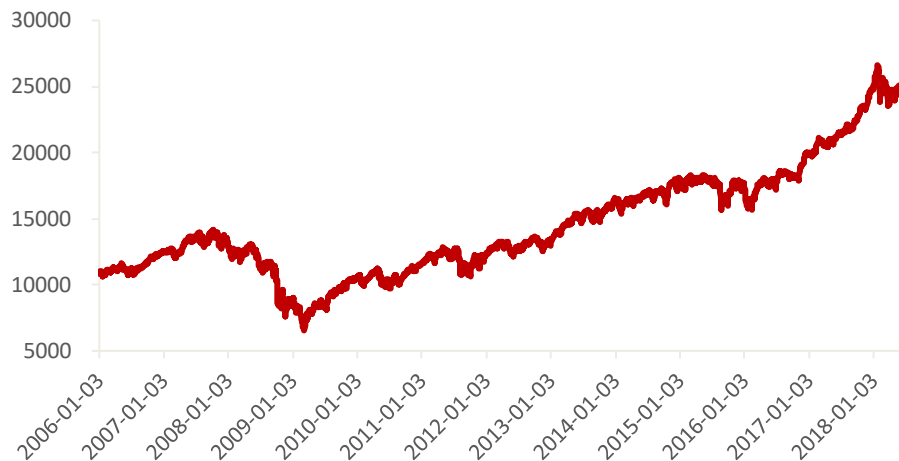
图 35: 美国银行倒闭数量(家)



资料来源: wind、招商证券

2009年,奥巴马政府正式公布全面金融监管改革方案,随后走出10年牛市。改革方案从金融机构监管、金融市场监管、消费者权益保护、危机处理和国际合作等方面构筑安全防线。2010年7月,美国颁布《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》,这是“大萧条”以来最全面、最严厉的金融改革法案,以加强系统性金融风险防范为主线,重塑金融监管架构,突出中央银行系统性风险管理的主体地位,强化金融稳定体制框架。伴随着一些列救市和监管措施,美国经济在2009年触底回升,随后走出了10年的牛市。

图 36: 美国道琼斯工业指数



资料来源: wind、招商证券

4.2 中国金融监管改革历程

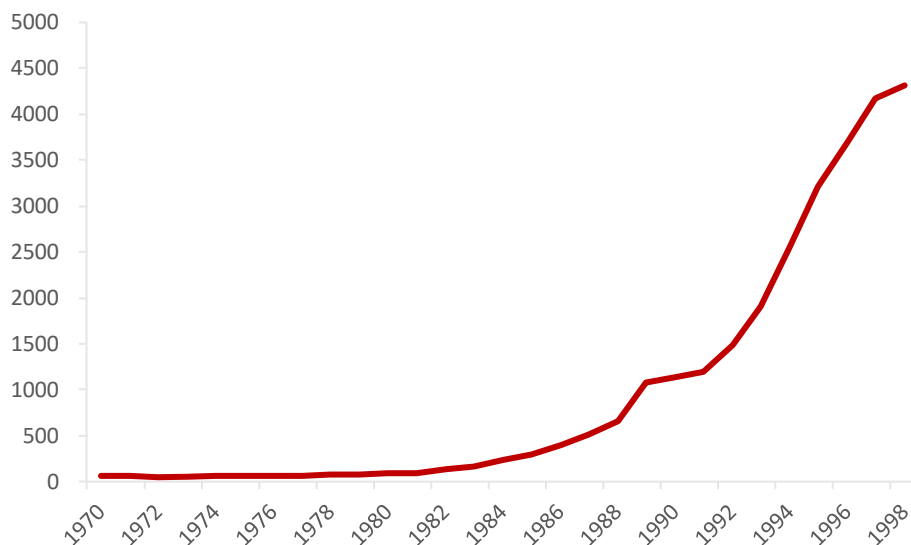
我国现行的金融监管制度的形成与发展,经历了几十年的演变过程。金融监管制度的变化反映出我国金融运行体制的改革进程,也反映出我国社会经济的发展与进步。建国以来,我国金融监管制度与中国金融业共同经历了几十年的风风雨雨,自 1949 年建国以来,中国金融监管制度大致可分为以下两个阶段。

第一个时期(1948 年至 1992 年): 人民银行统一监管时期。中国人民银行成立于 1948 年 12 月 1 日,其主要职责是履行金融监管的职责。1978 年我国开始实行“改革开放”的战略方针,这一时期的中国金融体制改革也开始起步,伴随着金融体制改革的进一步深入,中国金融监管制度也开始了探索阶段。1982 年,中国人民银行设立了金融机构管理司,后又从该金融机构管理司设出条法司、非银行金融机构管理司和保险司,原金融机构管理司改称银行司,另外成立了外资金金融机构管理司。

第二个时期(1992 年至今): 金融分业监管时期。这个时期可以分为四个阶段:提出阶段、确立阶段、完善阶段、改革阶段。

1. 中国金融分业监管体制初步提出阶段(1992 年至 1995 年):改革开放后,伴随着经济发展的提速,GDP 中金融业部分快速增长,金融管理体制必须适应新的变化。1992 年,国务院成立了国务院证券委员会和证券监督管理委员会,负责股票发行上市的监管,而中国人民银行仍然对债券和基金实施监管。这标志着我国的金融分业监管体制开始起步。1993 年底,国务院发布了《关于金融体制改革的决定》,奠定了我国金融分业监管体制,也为我国的金融分业监管奠定了现实基础。

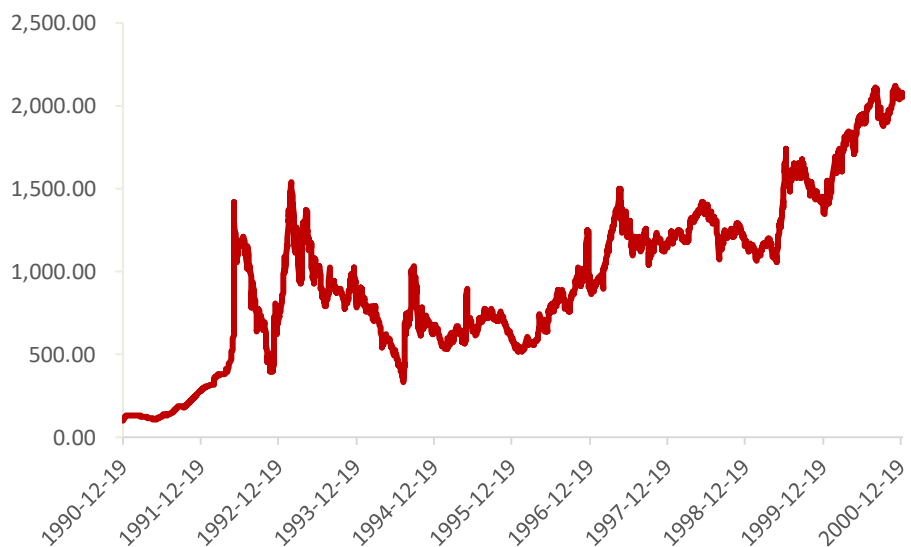
图 37: 中国 GDP: 金融业 (亿元)



资料来源: wind、招商证券

2. 中国金融分业监管体制的确立阶段 (1995 年至 1998 年): 这一阶段是中国金融监管立法集中阶段。1990 年证券市场成立以来, 股票市场剧烈波动。为了稳定市场, 规范秩序, 从 1995 年开始, 全国人大及其常委会通过了“四法一决定”等金融法律, 这些法律基本确定了我国金融体制分业经营的基本格局, 证券市场的发展也逐渐稳定。1998 年 6 月, 国务院决定将证券委员会并入中国证券监督管理委员会, 将中国人民银行的证券监管权全部移交中国证监会。1998 年 11 月, 国务院决定成立中国保险监督管理委员会。至此中国金融业分业监管体制初步确立, 金融市场得到进一步发展。

图 38: 上证综合指数



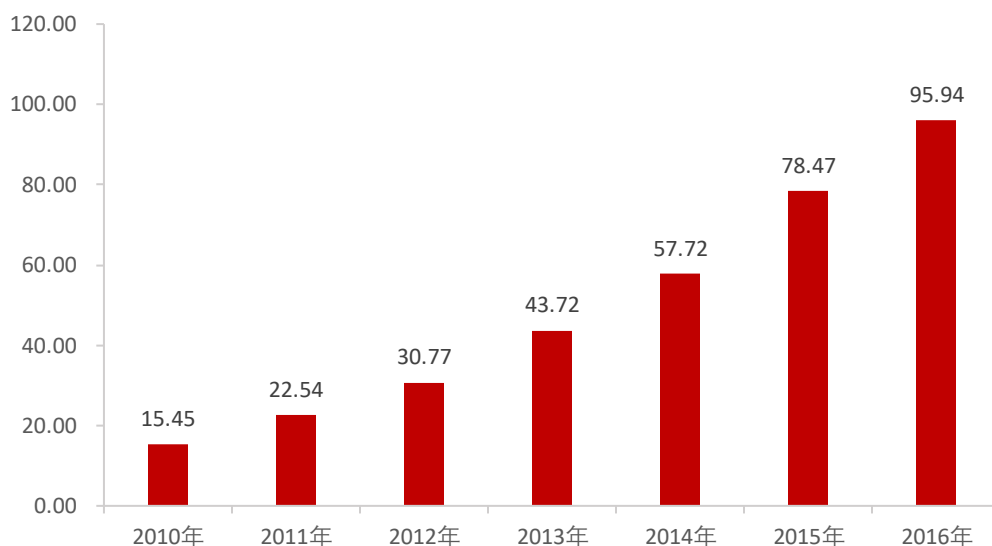
资料来源: wind、招商证券

3. 中国金融分业监管体制的完善阶段 (1998 年至 2003 年): 1998 年底《中华人民共和国证券法》获得通过。2003 年 4 月中国银行业监督管理委员会正式挂牌履行职责。

中国银监会的成立明晰了银行、保险、证券分业监管的框架，这对提高和改善我国金融业监管水平和监管效率起到了极大的促进作用。

4. 中国金融分业监管体制的改革阶段（2003年至今）：2003年后随着银监会的设立，我国的金融分业监管体制得到了进一步的完善，而此时海外金融混业经营大潮风起水涌，国内金融混业经营也迎来了大发展，影子银行快速扩张，资管规模不断增大，金融创新越来越多，给监管带来了很大的挑战。

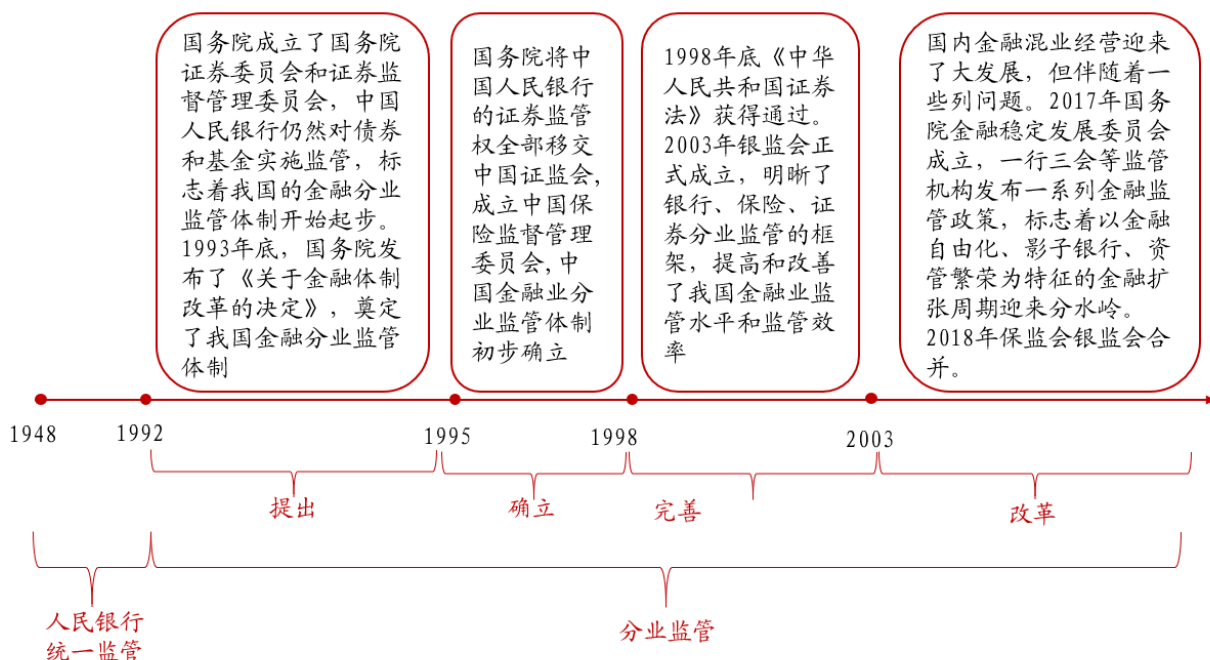
图 39: 影子银行规模（亿元）



资料来源: wind、招商证券

2017年成立国务院金融稳定发展委员会，一行三会等监管机构针对资管行业、银行、公募、保险等发布一系列金融监管政策，标志着以金融自由化、影子银行、资管繁荣为特征的金融扩张周期迎来分水岭，一个金融繁荣时代落幕了，金融周期正进入下半场收缩的新时代。

图 40: 中国金融监管改革历程



资料来源：招商证券

监管是实现金融市场稳定可持续发展的必然选择：从美国的金融监管发展历史来看，其监管模式是随着经济金融的发展而改变的，美国在金融机构分业经营和混业经营模式之间的多次政策调整，是基于当时经济环境和金融市场的特定阶段的需要而变动，由此也持续推动了整个金融市场和监管体系的改革和优化。从美国股市的走势也可以看出来，长期来说适应经济发展的监管是有利于市场稳定可持续发展的。中国的证券市场成立至今不到三十年，已经取得了举世瞩目的成就，但是在高速发展的背后也存在很多隐患和问题。在经历了以金融自由化、影子银行、资管繁荣为特征的金融扩张周期后，随着经济增速的放缓，经济发展进入结构性改革时期，防范化解金融风险的重要性和紧迫性不言而喻。党的十九大会议上强调“健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”。中央经济工作会议提出了今后三年要重点打好“防范化解重大风险”等三大攻坚战，首要是防控金融风险。全国第五次金融工作会议提出了服务实体经济、防控金融风险和深化金融改革三项重点任务。因此我们认为从长远来看，现在国内短期的金融严监管有利于我国金融市场的稳定可持续发展，而 Fintech 的发展更需要在足够完善的金融监管制度建立好之后方可做大做强，因此短期的监管压力并不会改变 Fintech 产业的发展空间，相反会促进普惠金融的提早到来。

投资建议

蚂蚁金服作为国内典型的互联网金融巨头，估值已逾 1500 亿美元，位列中国独角兽之首。历经 14 年，从支付平台到一站式互联网金融巨头，17 年税前利润已破百亿。目前已形成支付、理财、微贷、保险、征信、技术输出为主的六大业务板块，以及普惠金融、科技、全球化为首的三大发展战略。

从蚂蚁金服得到的两点启示：1) 快速发展的关键：全产业链打造金融生态闭环，构建

自身护城河。蚂蚁金服的前身支付宝的成立正好赶上互联网在中国快速发展的阶段，为业务场景的渗透和长尾用户的覆盖提供了便捷，支付宝成为巨大流量入口。借此，蚂蚁金服快速从支付拓展到理财、微贷、保险、信用，全方位覆盖生活各个场景，形成良好金融生态闭环，并且随着产业链的不断拓展，护城河越来越宽。2) 从蚂蚁金服身上可以看出创新对 Fintech 的价值。蚂蚁金服成功很重要的一个原因是技术创新，其主要业务的科技水平均走在行业的前列。目前蚂蚁金服 40% 的员工都是技术类员工，而在参与决策与战略制定的管理层中，也有四分之一是技术人。当单纯的商业模式和流量红利都在逐渐变弱时，技术才是决定 Fintech 企业未来空间的真正引擎。

参考美国金融监管改革历程，历经“自由→管制→再放松→重构管制”的过程，监管收缩并非坏事，监管后时代往往会迎来金融市场更加有序的繁荣。而中国的证券市场成立至今不到三十年，高速发展背后也存在很多隐患和问题。从长远来看，国内短期的金融严监管有利于金融市场的稳定可持续发展，而 Fintech 的发展更需要在足够完善的金融监管制度建立好之后方可做大做强，因此短期的监管压力并不会改变 Fintech 产业的发展空间，相反会促进普惠金融的提早到来。

投资建议：我国 Fintech 行业长线价值待挖掘，建议关注技术优势明显，与蚂蚁金服有业务合作的公司。**重点推荐：**恒生电子，润和软件，**推荐：**高伟达。

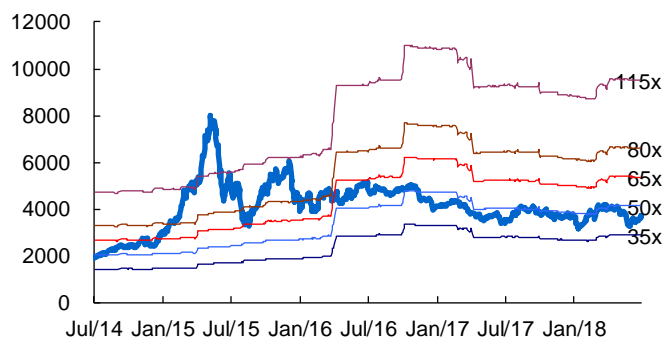
风险因素：核心技术发展遭遇瓶颈；政策的不确定性。

表 10: 估值对比表

公司名称	证券代码	股价	EPS			P/E			市值 (亿)
			2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	
恒生电子	600570.SH	52.03	0.87	1.13	1.47	60	46	35	321
润和软件	300339.SZ	11.95	0.46	0.62	0.87	26	19	14	95
高伟达	300465.SZ	8.44	0.28	0.37	0.47	30	23	18	38

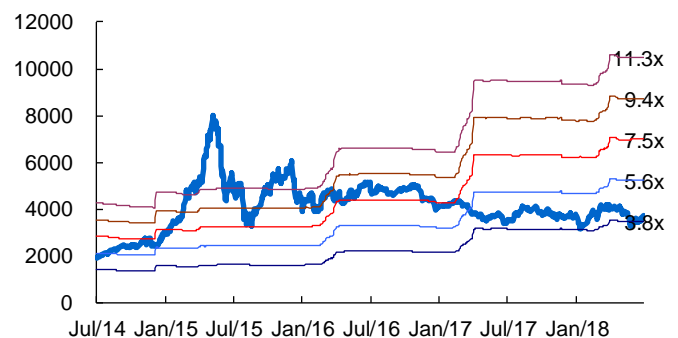
资料来源：Wind（截止 2018 年 7 月 27 日）、招商证券

图 41: 计算机行业历史PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 42: 计算机行业历史PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《Fintech 专题（一）：智能投顾，开启万亿级理财新纪元》 2016/07
- 2、《Fintech 智能投顾专题（二）：大数据+AI，成就智能投顾的两大核心基石》 2016/08

- 3、《Fintech 智能投顾专题（三）：普惠金融风来袭，智能投顾忙落地》2016/09
- 4、《Fintech 专题（四）：黄金时代，竞合生态》2016/10
- 5、《Wealthfront：大洋彼岸的 Fintech “超新星”》2017/09
- 6、《FIS：制霸北美的金融科技航母》2017/09
- 7、《众安在线：保险科技拓荒者》2017/10

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘泽晶：2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

张陈乾：招商证券计算机行业高级分析师，北京邮电大学学士、硕士，4 年公募基金，保险资管从业经验。

宋兴未：招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

刘玉萍：招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

范昶蕊：招商证券计算机行业分析师，美国本特利大学商业分析专业硕士，中央财经大学管理科学学士，2017 年 8 月加入招商证券研究所。

感谢实习生许良为本报告做出的杰出贡献！

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。