

行业研究/深度研究

2020年08月18日

行业评级:

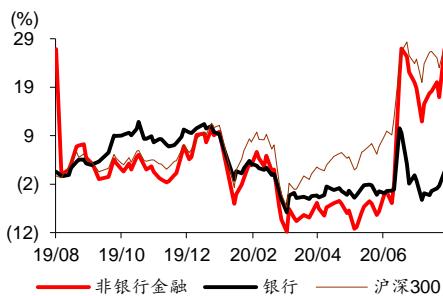
非银行金融	增持 (维持)
银行	增持 (维持)

沈娟 研究员	SAC No. S0570514040002 SFC No. BPN843 0755-23952763 shenjuan@htsc.com
陶圣禹 研究员	SAC No. S0570518050002 021-28972217 taoshengyu@htsc.com
蒋昭鹏 研究员	SAC No. S0570520050002 0755-82492038 jiangzhaopeng@htsc.com
王可 联系人	SAC No. S0570119090008 021-38476725 wangke015604@htsc.com

相关研究

- 1 《非银行金融/银行：行业周报（第三十三周）》
2020.08
- 2 《国泰君安(601211 SH,买入)：净利增速可观，
看好改革前景》2020.08
- 3 《银行：贷款平稳增长，M1 增速上行》2020.08

一年内行业走势图



资料来源：Wind

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价(元)	EPS(元)				P/E(倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
601318 CH	中国平安	81.10	买入	92.32~100.02	8.41	9.01	10.60	12.27	9.64	9.00	7.65	6.61
600036 CH	招商银行	39.05	增持	38.76~41.35	3.68	4.15	4.79	5.56	10.61	9.41	8.15	7.02

资料来源：华泰证券研究所

金融科技生态圈的构建与革新

金融科技系列研究之一：蚂蚁集团业态剖析

需求催生创新，科技赋能生态

金融科技，在不断探索中创新变革，正逐步将价值链全方位嵌入客户多元化的场景中，满足端对端的金融需求，推动金融与科技生态的融合共进。背后既是市场需求与业务痛点的驱动演进，又是产业发展周期的大势所趋。回顾产业发展历史，从探索起步到高速发展，从调整规范到创新变革，当前金融科技已形成涵盖产品应用层、技术支持层和基础设施层的三层架构体系，通过“场景+金融”的方式服务需求，打造金融科技生态圈。同时也通过体系搭建持续赋能生态圈布局，促进行业整体科技水平提升。

产品应用层：支付为核心入口，“金融+科技”模式渐成

金融与科技互相渗透成为金融业的主流发展模式之一：以支付业务为核心入口，挖掘客户多维金融需求。互联网巨头凭借流量与用户体验优势，发力第三方支付，成功抢夺了部分原属于现金支付及银行卡支付的市场。业务形成的资金沉淀为财富管理、互联网保险等金融服务创造了良好环境；传统金融机构主动求变，科技投入力度提升，与科技公司的合作层次逐步深化，共同构建“金融+科技”的良性生态循环。

技术支持与基础设施层：打造坚实后盾，迈向创新整合

“政府+市场”双轮驱动的信用体系、基于大数据的金融风控、前瞻的智库体系打造金融产品运行的坚实后盾。同时，金融科技赋能迈入创新整合阶段，从过去注重后台IT技术建设、聚焦渠道变革，演进为强调全业务流程、全产业链环节的应用变革，利用人工智能、区块链、云计算、大数据、物联网等底层技术，提升自动化与智能化运营能力，改善经营效率；基于广阔的流量，探索新业态模式，由业务赋能迈向技术输出，逐步构建成熟的盈利模式，拓宽业务边界。

蚂蚁集团：流量为先，科技赋能，构建数字金融生态

蚂蚁集团以支付宝为金融生态流量入口，以蚂蚁微贷为核心盈利贡献，通过蚂蚁财富打造一站式理财，围绕流量、场景布局蚂蚁保险，构建完善的金融生态圈。同时通过科技赋能生态，为产品创新保驾护航。一方面，通过芝麻信用构筑信用生活，构建互信互惠的商业环境；另一方面，通过智能风控引擎打造金融级账户安全的风控体系。此外，BASIC战略夯实底层技术基础建设，通过技术之间的深度耦合，充分创造协同价值。

投资建议

金融科技创新变革不断深化，龙头企业布局领先，有望实现多维度核心竞争力的持续积累，构建生态护城河。个股推荐综合金融优势突出、科技布局完善的中国平安；零售业务与财富管理标杆、科技应用场景丰富的招商银行。

风险提示：经济下行超预期，资产质量恶化程度超预期，科技创新进度低于预期。

正文目录

需求催生创新，科技赋能生态	5
业务迭代催生需求，持续引领开拓创新	5
构建三层架构体系，科技赋能夯实生态圈布局	6
产品应用层：第三方支付入手，“金融+科技”模式渐成	7
第三方支付：流量为王，寡头格局	7
商业模式：产业链三方参与，账户方盈利最为多元	7
行业格局：强者优势地位稳固，马太效应有望提升	10
未来展望：产业支付方兴未艾，国际业务扬帆起航	12
互联网贷款：蓝海市场，参与者多元	13
商业模式：客群下沉定价高，资金来源风控差异大	14
行业格局：多元机构各有特色，互联网机构份额高	15
未来展望：互贷蓝海待开拓，机构共舞望持续	17
行业格局：四大类平台竞技，一站式平台享优势	19
未来展望：净值型升级+分层投顾体系+技术革新	21
互联网保险：探寻新业态，筑多维保障	22
发展现状：广域流量潜力客观，转化路径亟待探索	22
行业格局：围绕多维度开展竞争，核心打法包括流量和场景	22
未来展望：长期发展趋势可期，激活客群多元保障需求	23
技术支持层：做好产品运行的坚实后盾	24
信用体系：携手共建，合力打造信用体系	24
风控体系：运用大数据风控，打造安全防火墙	25
智库体系：集思广益，搭建战略规划指挥部	26
基础设施层：迈向创新整合，推动技术输出	27
底层设施：迈向创新整合新阶段	27
技术输出：盈利模式逐步成熟	28
案例分析：以蚂蚁集团为例	31
产品应用层：以支付宝引流，打造金融生态圈	31
支付宝：金融生态流量入口	31
蚂蚁微贷：核心盈利贡献点	33
蚂蚁财富：一站式简单理财	35
蚂蚁保险：保险与科技互为生态	37
技术支持层：科技赋能生态，为产品创新保驾护航	37
芝麻信用：让信用等于财富	37
AlphaRisk 智能风控引擎：打造金融级账户安全的第五代风控体系	38
蚂蚁集团研究院：做前瞻研究的最强大脑	39
基础设施层：数字金融新原力	39
重点推荐标的	42
中国平安 (601318 CH, 买入, 目标价 92.32-100.02 元)：代理人转型改革深化，生态建设逐步落地	42

招商银行 (600036 CH, 增持, 目标价 38.76~41.35 元): 零售业务标杆, 财富管理强行	42
风险提示	43

图表目录

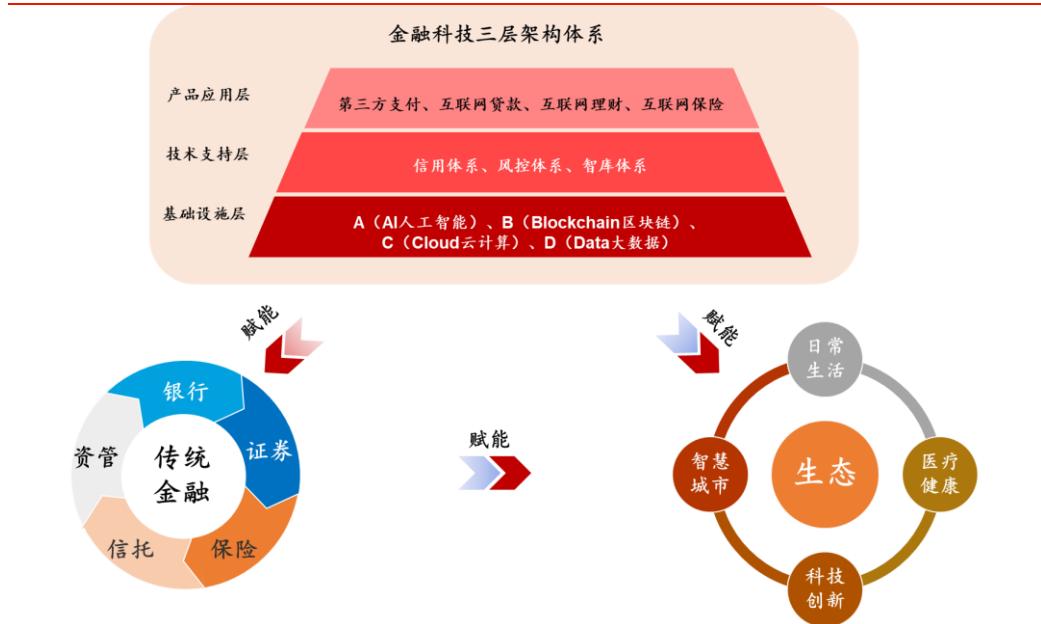
图表 1: 金融、科技、生态相互赋能	5
图表 2: 金融科技发展历程大事记	6
图表 3: 金融科技三层架构体系	6
图表 4: 支付业务是综合金融体系的切入口	7
图表 5: 中国第三方支付产业链及代表企业	8
图表 6: 第三方支付行业的典型盈利模式及分润结构	8
图表 7: 账户方典型盈利模式梳理: 以支付宝和微信支付为例	9
图表 8: 第三方支付移动支付市场交易规模已步入稳定增长期	9
图表 9: 移动支付用户渗透率已达较高水平: 以支付宝、微信支付为例	9
图表 10: “96 费改”前后银行卡收单分润模式对比	9
图表 11: 收单方典型盈利模式梳理: 以拉卡拉“收款宝”为例	10
图表 12: 清算方典型盈利模式梳理: 以银联为例	10
图表 13: 2020Q1 第三方支付综合支付市场交易份额	10
图表 14: 2020Q1 第三方支付移动支付市场交易份额	10
图表 15: 2014 年以来第三方支付移动支付市场交易份额: 支付宝、微信稳定于高位	11
图表 16: 2017Q4 第三方支付线下收单市场交易份额	11
图表 17: 2019 年主要收单机构的收单规模和营业收入对比	11
图表 18: 2015Q1 以来银联、网联清算金额: 网联实现快速赶超	12
图表 19: 2013-2020 年第三方支付移动支付、产业支付交易规模及增速对比	13
图表 20: 互联网贷款生态	14
图表 21: 中国消费贷款市场规模及同比增速	14
图表 22: 2019 年中国消费贷款市场格局	14
图表 23: 互联网贷款商业模式对比	15
图表 24: 2017 年互联网消费贷款分布	16
图表 25: 各类参与机构中均有专注发展互联网贷款的机构	16
图表 26: 中美居民资产结构和金融资产结构对比	17
图表 27: 美、中、英、新四国财富管理及线上销售渗透率	18
图表 28: 互联网财富管理规模及增长率	18
图表 29: 2018 年中国互联网理财用户可投资资产去向	18
图表 30: 数字化财富管理业务模式图	19
图表 31: 互联网财富管理平台主要分类	20
图表 32: 理财用户平台选择	20
图表 33: 2019 年不同年龄段基金投顾选择	20
图表 34: 蚂蚁集团财富管理布局图	20
图表 35: 腾讯财富管理业务布局图	21
图表 36: 京东金融财富管理业务布局图	21
图表 37: 中国网民规模与互联网普及率变化	22

图表 38: 各类互联网应用的用户规模及使用率（截至 20Q1）	22
图表 39: 互联网保险产业链梳理	23
图表 40: 信用体系发展大事件	24
图表 41: 我国现行的“国家主导、市场引领”的征信体系	25
图表 42: 传统风控与大数据风控体系对比	25
图表 43: 京东、阿里旗下部分研究机构概览	26
图表 44: 金融科技底层核心技术图谱	27
图表 45: 京东数科与蚂蚁集团技术输出模式	28
图表 46: 京东数科重要 B 端产品	29
图表 47: 蚂蚁链相关经营指标	30
图表 48: 蚂蚁集团区块链体系	30
图表 49: 2008-2019 年支付宝用户规模逐步扩大，CAGR 约 28%	31
图表 50: 2013Q4 以来支付宝、微信支付移动支付交易规模：微信支付曾快速追赶，目前两者趋于稳定	32
图表 51: 2014 年以来蚂蚁集团在支付及多元金融领域的主要海外投资	32
图表 52: 蚂蚁集团支付及多元金融业务的海外拓展路径图	33
图表 53: 互联网贷款业务为集团贡献流量和征信信息，满足 B 端 C 端贷款需求以增加客户粘性	33
图表 54: 蚂蚁集团贷款业务布局	34
图表 55: 蚂蚁集团微贷业务发展历程	34
图表 56: 2016-2019 年末蚂蚁小贷公司 ABS 存量规模	34
图表 57: 2019 年蚂蚁集团贷款业务净利润贡献	34
图表 58: 花呗借呗商业模式	35
图表 59: 蚂蚁集团财富管理业务发展时间轴	36
图表 60: 蚂蚁财富业务模式图	36
图表 61: 蚂蚁集团保险业务布局	37
图表 62: 芝麻信用业务模式图	38
图表 63: AlphaRisk 智能风控引擎模式图	38
图表 64: 蚂蚁集团研究院部分研究成果	39
图表 65: 蚂蚁集团科技发展路线图	39
图表 66: 蚂蚁集团 BASIC 战略解析	40
图表 67: 蚂蚁集团使用 3 种以上服务的用户占比	41
图表 68: 蚂蚁集团使用 5 种服务的用户占比	41
图表 69: 蚂蚁集团金融科技产品概况	41
图表 70: 中国平安已形成完善的五大生态圈	42
图表 71: 2017 年以来招商银行两大 APP 月活数和累计用户数快速提升	43
图表 72: 2019 年招商银行两大 APP 金融+非金融场景使用率较高	43
图表 73: 重点推荐公司估值表	43

需求催生创新，科技赋能生态

技术升级推动科技创新，构造多层次生态圈。从市场需求与业务痛点出发，金融科技在不断探索中创新变革，正逐步将价值链全方位嵌入客户多元化的场景中，满足端对端的金融需求，推动金融与科技生态的融合共进。当前金融科技已形成涵盖产品应用层、技术支持层和基础设施层的三层架构体系，金融服务能级不断提升。同时也通过体系搭建持续赋能生态圈布局，促进行业整体科技水平提升。

图表1：金融、科技、生态相互赋能



资料来源：蚂蚁集团官网，中国平安官网，华泰证券研究所

业务迭代催生需求，持续引领开拓创新

随着运算需求不断提升、数据量大幅增加，在业务的逐渐迭代发展过程中不断催生新的需求，以 ABCD (AI 智能、区块链、云计算、大数据) 为代表的金融科技业务正快速发展，不断改造和创新传统的金融产品和业务模式。回顾金融科技发展史，大致经历了以下几个阶段：

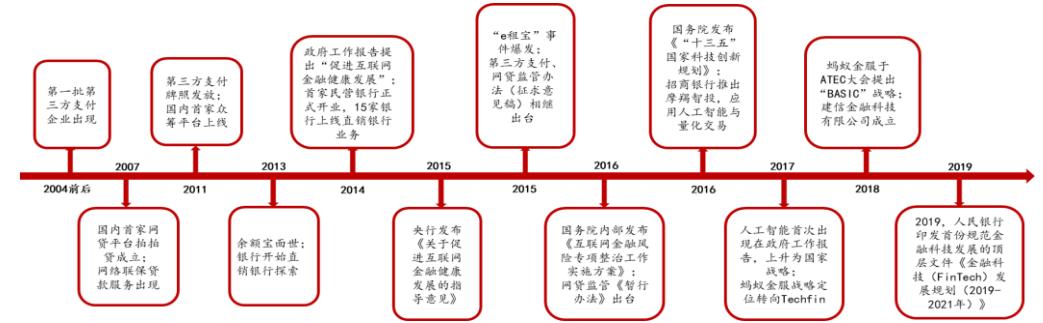
(1) 探索起步期：2004-2012 年。 2004 年支付宝（未上市）从淘宝网（未上市）的担保交易流程中独立出来，开启了金融科技的探索起步阶段，之后包括财付通（未上市）、拉卡拉（300773 CH, 未评级）等一批第三方支付平台也相继涌现。2007 年国内第一家网贷平台拍拍贷（未上市）成立，电商平台与银行尝试联合放贷，金融科技真正渗入到金融的核心业务中。2011 年 5 月，央行正式发布第一批支付牌照，第三方支付纳入监管第一，正式标志着互联网与金融融合的开始，第三方支付也于 2012 年开始试水扫码付，进一步深化相互融合。

(2) 高速发展期：2013-2014 年。 2013 年在国内资产证券化大发展的背景下，余额宝的诞生扣动了互联网金融发展的发令枪，2013 年也因此成为“互联网金融的元年”。同年 9 月，银行开始探索直销银行业务模式。2014 年 3 月，政府工作报告首次提出促进互联网金融健康发展，金融科技开始步入高速发展快车道。随后的 2014 年，首家民营银行开业，15 家银行上线直销银行业务，互联网金融行业股权融资规模呈现大幅增长，行业步入快速发展期。

(3) 调整规范期：2015-2016 年。 互联网金融的快速发展也滋长了潜在的风险积聚，不断爆雷的 P2P 跑路为行业监管敲响警钟，央行联合十部门于 2015 年 7 月发布《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，国务院也组织 14 部委于次年 4 月召开电视会议，互联网金融专项整治与规范整顿开始。

(4) 创新变革期：2017年至今。2017年1月，央行成立数字货币研究院；同年3月，人工智能首次出现在政府工作报告中，人工智能产业上升为国家战略；同年5月，央行设立金融科技委员会，旨在切实做好我国金融科技发展战略规划与政策指引，引导新技术在金融领域的正确使用。2019年，央行印发首份规范金融科技发展的顶层文件《金融科技(FinTech)发展规划(2019-2021年)》。在此阶段，金融科技蓬勃发展，人工智能、大数据、云计算、区块链等信息技术与金融业务深度融合，为金融发展提供源源不断的创新活力。

图表2：金融科技发展历程大事记



资料来源：中国人民银行，证监会，国务院，华泰证券研究所

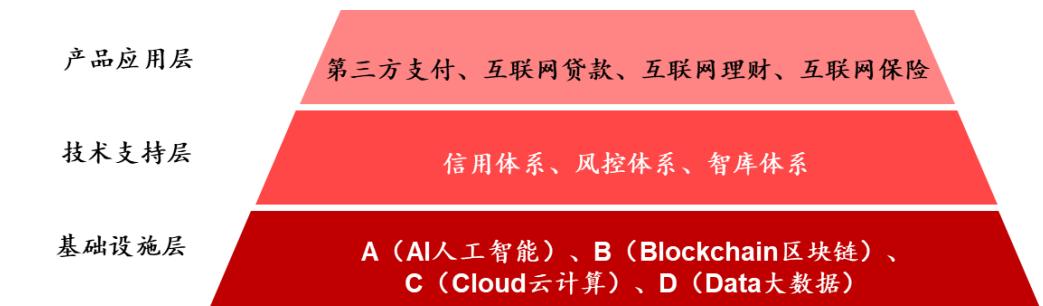
构建三层架构体系，科技赋能夯实生态圈布局

市场需求与痛点突出，驱动技术升级与创新。金融机构应用金融科技的立足点在于满足市场需求，提升金融服务质量与体验。当前市场上仍有较多的业务需求尚未满足，且随着经济的发展，业务逐渐升级进而迸发出新的需求，驱动技术创新不断发展。此外，部分金融机构缺乏业务与技术能力、专业人才培养力度不到位等业务痛点也日益显现，推动实现技术升级。技术创新与升级优化了金融产品、经营模式和业务流程，提升金融服务能级，也进一步推动科技生态建设，实现业务与科技的深度融合。

通过“场景+金融”的方式服务需求，打造金融科技生态圈。技术进步驱动金融体系升级完善，未来实现生态圈的关键路径，是要将金融行业价值链全方位嵌入客户多元化的场景中，满足全方位服务需求。金融机构正在逐步尝试创新，融入居民消费的全面生态体系中，满足客户端对端的金融相关需求，推动金融、科技生态融合共进，深化线上线下协同融合服务模式，为客户提供更加专业高效、更有温度的金融服务。

构造三层金融科技架构体系，持续赋能生态圈布局。金融科技在持续演变过程中，正逐步形成完善的三层结构体系，通过产品应用层对接消费者，打通客户需求与产品供给；通过技术支持层给产品赋能，提升产品运作效率、降低运营风险，同时推动产品创新；此外不断完善的基础设施已迈向创新整合新阶段，技术输出的盈利模式逐步成熟，成为长期增长的新引擎。此外在金融科技架构体系搭建过程中，也可持续赋能生态圈布局，对内加强应用场景应用，助力业务降本增效，强化风险管理，打造客户极致体验，提升业务竞争力；对外输出创新科技及服务，加快科技成果转化，促进行业整体科技水平提升。

图表3：金融科技三层架构体系



资料来源：中国人民银行金融科技研究院，华泰证券研究所

产品应用层：第三方支付入手，“金融+科技”模式渐成

互联网技术已充分应用于金融体系，“金融+科技”的模式渐成。金融科技的应用涉及方方面面，部分产品已较为成熟并具有强劲的竞争力，而仍有部分产品处于积累流量不断完善中，在此我们对市场上较为成熟的产品应用进行详细分析。一方面，互联网巨头凭借流量与用户体验优势，发力第三方支付，成功抢夺了部分原属于现金支付及银行卡支付的市场。第三方支付形成的资金沉淀为财富管理、互联网保险等金融服务创造了良好环境；第三方支付创造的资金需求则衍生了贷款服务，由此互联网巨头已进军各金融子领域。另一方面，传统金融机构主动求变，科技投入力度提升，与科技公司的合作层次逐步深化。传统金融机构借助资金优势，也是“金融+科技”模式的重要参与者，与科技互相渗透成为金融业的主流发展模式之一。

第三方支付：流量为王，寡头格局

支付业务是综合金融体系的入口，“流量+场景”构筑核心竞争力。从互联网金融产业的发展历程来看，第三方支付是发展最早、模式最为成熟的细分领域之一，体现出支付业务对于整个产业体系的基础支撑作用。放眼蚂蚁集团（未上市）、腾讯金融（未上市）等互联网金融领域的巨头，支付业务均是其“流量+场景”这一庞大体系的切入口，亦是其综合金融服务这一商业模式的起点。支付业务本身的费率水平也许并不出众，但更为重要的意义在于积累了规模广、粘性高的 C 端用户流量和 B 端商业场景，成为公司的核心竞争力和坚实护城河；在此基础上，第三方支付公司得以在财富管理、消费金融、数据营销、产业互联网等多元领域进行二次引流，最终形成大金融、大数据的综合生态体系。

图表4：支付业务是综合金融体系的切入口

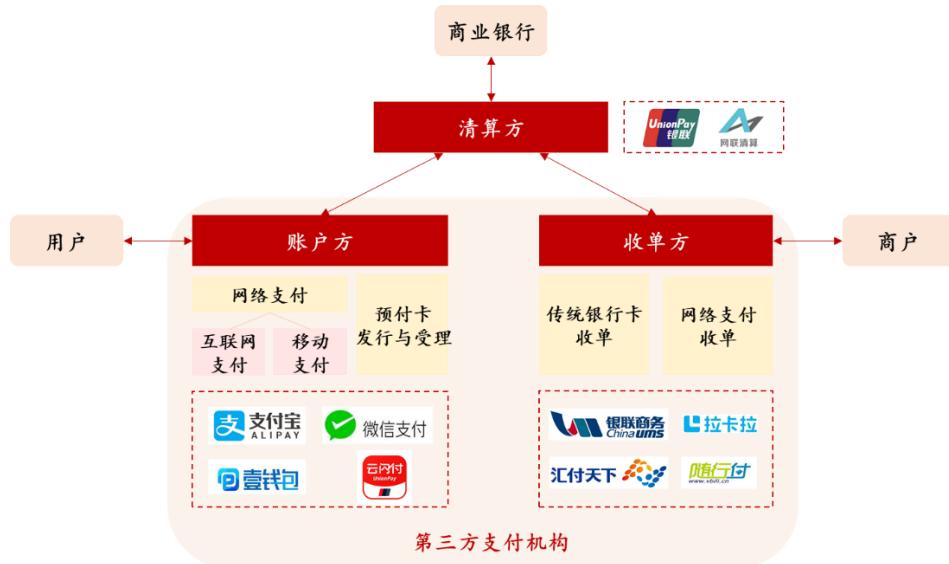


资料来源：蚂蚁集团，华泰证券研究所

商业模式：产业链三方参与，账户方盈利最为多元

从产业链来看，第三方支付行业通常涉及三类参与机构：账户方、收单方和清算方。1) 账户方：主要指 C 端用户用于支付的“数字钱包”，起到类银行卡的作用，例如支付宝、微信支付、壹钱包等；也包括预付卡发行和受理机构，例如资和信（未上市）等。2) 收单方：面向 B 端商户提供代收款服务，主要通过 POS 机刷卡、云闪付、扫码支付等方式读取交易数据、提供授权、进行账单结算，代表机构包括银联商务（未上市）、拉卡拉、汇付天下（1806 HK, 无评级）等。3) 清算方：联通账户方、收单方的中介，负责支付指令的接发、交易对账、资金清算等，目前国内清算机构为银联（未上市）和网联（未上市），分别负责银行跨行交易清算、非银机构网络支付清算的职能，其他市场主体暂无法参与。

图表5：中国第三方支付产业链及代表企业

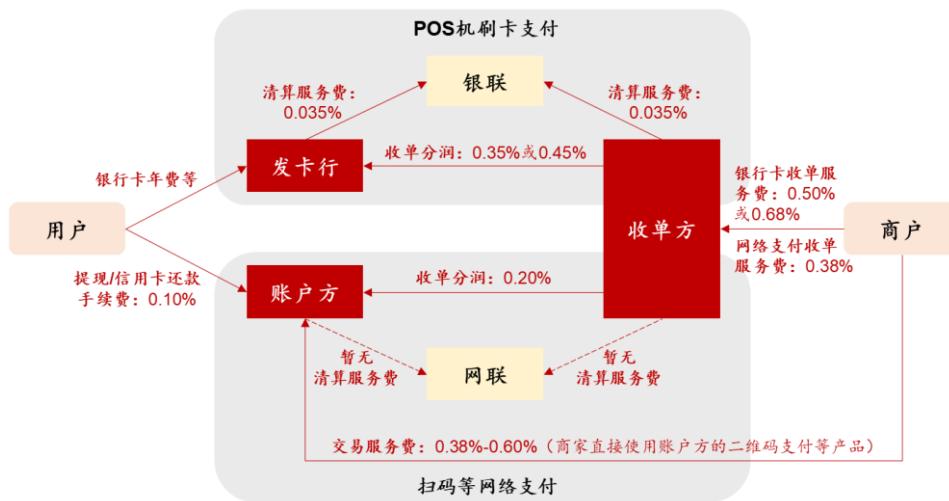


注1：根据央行《非金融机构支付服务管理办法》，非金融机构支付服务（即第三方支付）分为网络支付、预付卡发行及受理、银行卡收单、其他；《银行卡收单业务管理办法》将网络渠道发起的线上收单业务与传统线下收单业务一并纳入监管

注2：随行付（未上市）

资料来源：华泰证券研究所

图表6：第三方支付行业的典型盈利模式及分润结构



资料来源：中国人民银行，支付宝、微信支付、拉卡拉等公司官网，华泰证券研究所

账户方：盈利模式最为多元，支付布局已基本完成，向多元金融二次引流。由于同时拥有C端的用户基础和B端的商户场景，账户方的盈利模式最为多样，但其较少对C端支付直接收费，更多是对商户收取交易服务费，并依靠C端支付中产生的流量、资金及数据沉淀，拓展多元化业务收入。具体来看，账户方的盈利模式可分为传统手续费、多元化收入。传统手续费通过“交易规模×费率”实现，包括用户提现手续费、商户交易服务费、收单机构分润等，多元化收入则通过财富管理、消费金融、技术输出等变现途径实现。由于目前国内支付布局已基本完成，用户渗透率达到较高水平，交易规模进入稳步增长期，费率水平也难有较大提升空间，传统手续费面临天花板；因此发挥支付服务作为综合金融的入口作用，实现向高利润的多元金融服务二次引流，是未来账户方盈利模式的重要发展趋势。

图表7：账户方典型盈利模式梳理：以支付宝和微信支付为例

收费对象	收费形式	费率水平
C 端	用户提现手续费	支付宝：2万元免费额度，超出额度后为 0.1% 微信：1000元免费额度，超出额度后为 0.1%
	信用卡还款	支付宝：2000元免费额度，超出额度后为 0.1% 微信：0.1%
B 端	商户交易服务费	支付宝（当面付、APP 支付、电脑/手机网站支付等）：0.6% 微信（线下/线上接入支付）：0.6% (实际中各类经营机构或行业或存在差异，最低费率可优惠至 0.38%)
	收单机构分润	支付宝、微信：均以 0.2% 为分润的基准费率

注：通过网联清算的交易暂时无需向清算方分润

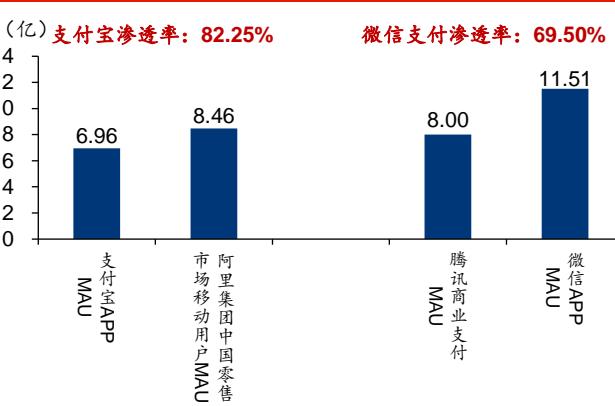
资料来源：支付宝，微信支付，华泰证券研究所

图表8：第三方支付移动支付市场交易规模已步入稳定增长期



资料来源：易观，华泰证券研究所

图表9：移动支付用户渗透率已达较高水平：以支付宝、微信支付为例



注：渗透率=支付产品 MAU/全体系 MAU

资料来源：公司财报，易观，华泰证券研究所

收单方：收单分润面临瓶颈，发力 B 端增值服务。收单方主要面向代收款商户收取收单手续费，包括银行卡收单、网络支付收单。2016 年“96 费改”后银行卡收单手续费实行市场化定价，导致收单机构在扣除发卡行、银联的分润后，仅能获取较为微薄的毛利润；而扫码收单手续费则会被支付宝和微信等账户机构抽走半数以上，再叠加行业竞争激烈、议价能力偏弱等因素，收单方的传统盈利模式面临瓶颈。但另一方面，收单业务充当着拓展多元业务的入口作用，在积累了广泛商户资源的基础之上，收单方可针对 B 端对于经营管理、企业融资、营销推广等综合化需求提供增值服务。目前拉卡拉、随行付、快钱（未上市）等收单方均已面向保险、航旅、零售、物流等领域，发力打造综合金融解决方案，拓宽收入渠道。

图表10：“96 费改”前后银行卡收单分润模式对比

	商户类别	发卡行服务费	清算方（即银联）服务费	收单方服务费
“96 费改”前	餐饮娱乐类	0.9%	0.13%	0.22%
	一般类	0.55%	0.08%	0.15%
	民生类	0.26%	0.04%	0.08%
	公益类	-	-	按服务成本收取
“96 费改”后	各类别执行统一费率	信用卡上限：0.45% (上不封顶) 借记卡上限：0.35% (13 元封顶)	上限：0.065%，由发卡行、收单方各付 50% (封顶 6.5 元)	市场化调节

注：“96 费改”前后网络支付收单费率均为市场化定价，由收单方、账户方、商户自行协商，“直连”模式下收单方通常绕过清算方与银行通过快捷支付而直接连通，故分润不涉及清算方

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表11：收单方典型盈利模式梳理：以拉卡拉“收款宝”为例

收费形式	费率水平
银行卡收单费	信用卡：0.68% 借记卡：0.5%
网络支付收单费 (如线下扫码)	(发卡行按上述政策分润，银联分润 0.035%) 0.38% (账户方通常分润 0.2%，网联暂不收费)

资料来源：拉卡拉，华泰证券研究所

清算方：刚性费率+规模效应，创新产品拓宽收入。“96 费改”对清算方收取的网络服务费实行政府指导价、上限管理，目前银联的固定费率为 0.065%，由发卡行、收单机构各承担 0.0325%。银联主要依靠规模效应实现稳定收入，2019 年银行卡跨行支付系统（即银联）业务金额达 173.6 万亿元，若按 0.065% 费率测算（由于单笔 6.5 元封顶，预计实际费率更低），当年收入或可达百亿元级别。而面对支付行业日趋激烈的竞争和消费者多样化的支付需求，银联也在积极推出云闪付、二维码、NFC 支付等创新产品，在传统清算服务费之外拓展新型盈利模式。网联目前暂时提供免费清算服务，但作为商业机构，未来建立收费模式或是大势所趋，盈利模式有望参照银联实现多元化发展。

图表12：清算方典型盈利模式梳理：以银联为例

收费形式	费率水平
清算服务费	0.065% (单笔 6.5 元封顶) 由发卡行、收单方各付 50%

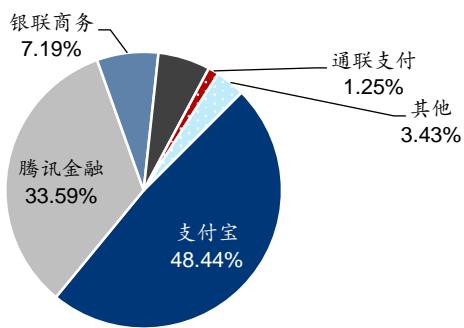
注：网联暂时不收取清算服务费

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

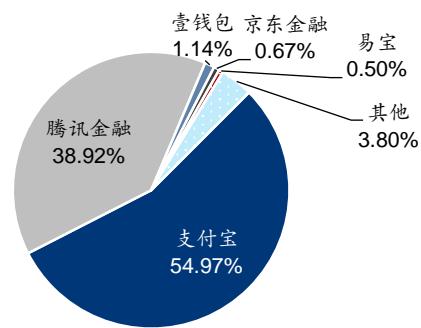
行业格局：强者优势地位稳固，马太效应有望提升

第三方支付行业集中度较高，支付宝、微信、银联商务为竞争中强者，市占率接近 90%。据易观数据统计，2020Q1 第三方支付市场交易规模为 64.03 万亿元，市场份额排名前 3 的分别为支付宝、腾讯金融（即微信支付）和银联商务，三者无一不是在移动支付或银行卡收单市场掌握着难以超越的场景+流量。细分领域来看，账户方所在的移动支付市场的集中度最为显著，交易规模 CR2 达 93.89%，支付宝、微信的双寡头格局业已形成；收单方格局相对分散，除了银联商务一马当先，拉卡拉、快钱等多方收单机构仍竞争激烈；而清算方由于存在特许权，目前呈现银联+网联的垄断格局。

图表13：2020Q1 第三方支付综合支付市场交易份额



图表14：2020Q1 第三方支付移动支付市场交易份额



注 1：综合支付包括移动支付、互联网支付、银行卡收单及其他

注 2：通联支付（未上市）

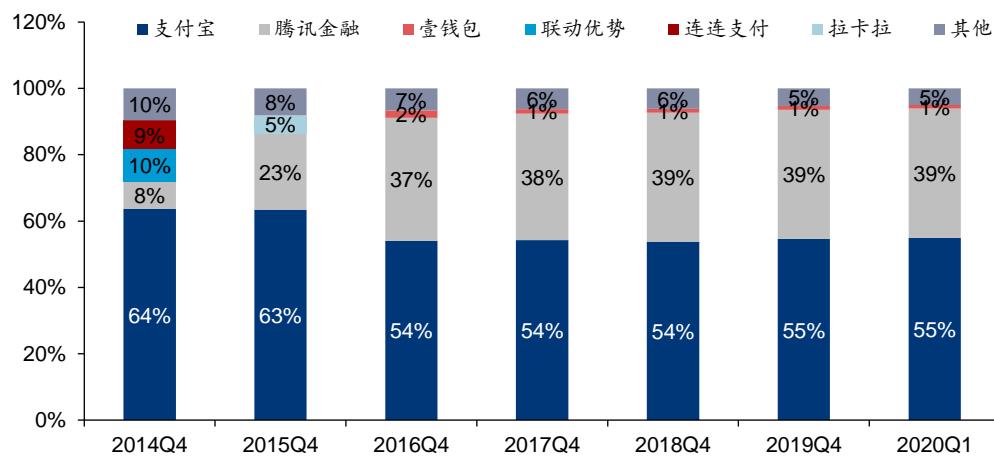
资料来源：易观，华泰证券研究所

注：京东金融（未上市），易宝（未上市）

资料来源：易观，华泰证券研究所

账户方：内靠流量+外拓场景，两大巨头牢牢把握优势。纵观支付宝、微信支付的发展历程，两者最初均依靠自家产品（淘宝、QQ/微信）迅速积累基础用户，随后持续拓宽支付场景，逐步做大流量、提升客户粘性：一方面，布局与游戏、文旅、公共事业缴费、医疗等外部商户的合作；另一方面，先后推出快捷支付、扫码支付、春节红包等具有变革意义的产品，实现支付规模的跨越式增长。两大巨头在移动支付领域的市占率在近年来基本稳定于高位，目前已形成双寡头格局，牢牢把握流量+场景的竞争壁垒，其他中小型账户机构较难形成突破，预计未来马太效应将持续凸显。

图表15：2014年以来第三方支付移动支付市场交易份额：支付宝、微信稳定于高位

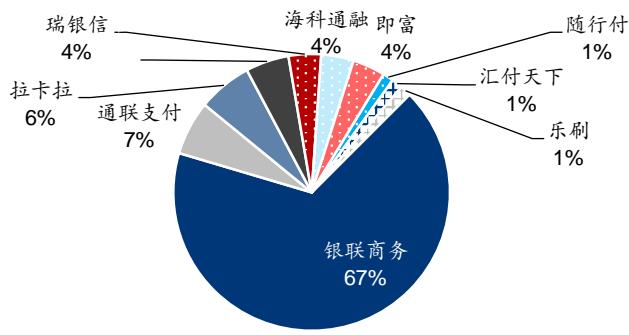


注：联动优势（未上市），连连支付（未上市）

资料来源：易观，华泰证券研究所

收单方：银联商务一马当先，多元机构群雄逐鹿，未来有望向头部集中。银联商务凭借着综合实力和先发优势在传统银行卡收单市场一枝独秀，占据了超过 50% 的交易份额，其优势主要体现在一二线城市及大型商户领域。但国内小微企业和个体工商户分布广、数量多、需求多样，需依靠线下地推来实现商户拓展，差异化的下沉渠道为众多第三方收单机构提供了进入市场的机会，造成目前的分散竞争格局；此外，移动支付的崛起也对传统银行卡收单造成冲击，为多元机构带来更多分流机会。目前拉卡拉、随行付、汇付天下等头部机构凭借着多年业务拓展均已建立了一定的商户基础；面对竞争加剧、收单利润受限，商户综合服务能力突出的企业有望脱颖而出，预计未来行业格局或将缓慢向头部集中。

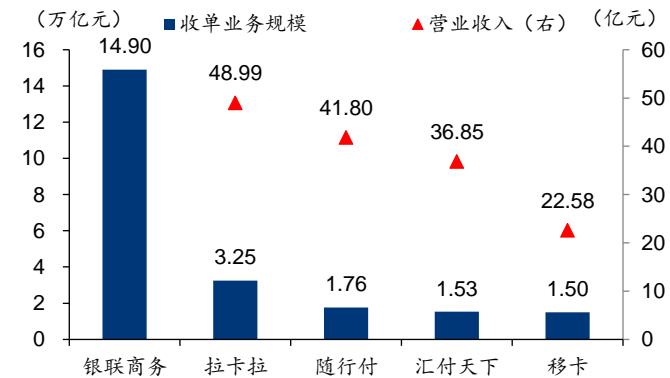
图表16：2017Q4 第三方支付线下收单市场交易份额



注：2017Q4 以后未对线下收单市场交易份额进行数据披露

资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

图表17：2019年主要收单机构的收单规模和营业收入对比



注 1：银联商务的收单业务规模为尼尔森披露的 2018 年数据

注 2：移卡 (9923 HK, 无评级)

资料来源：公司公告，尼尔森，华泰证券研究所

清算方：银联先发、网联赶超，对外开放开启市场化竞争。成立于 2002 年的银联长期是国内银行卡的唯一清算服务商，业务规模稳步提升，据银联披露，2019 年银联继续保持全球银行卡清算市场份额第一。而随着网络支付发展壮大，网联于 2017 年应运而生，切断账户方与银行的“直连”模式，借行业发展之东风迅速做大规模，并于 2018 年末赶超银联。由于目前网联暂未收费，未来两者竞争格局仍待进一步发展，从短期看，两者垄断地位较为稳固。但长期来看，随着金融业加速对外开放，美国运通 (AXP US, 无评级)、万事达 (MA US, 无评级) 等境外清算机构相继入驻中国，国内清算行业有望面临更激烈的市场化竞争，各清算机构唯有主动谋求创新、拓展新型业务（如 NFC、生物识别、SaaS 服务等），方能在未来把握优势地位。

图表18：2015Q1以来银联、网联清算金额：网联实现快速赶超

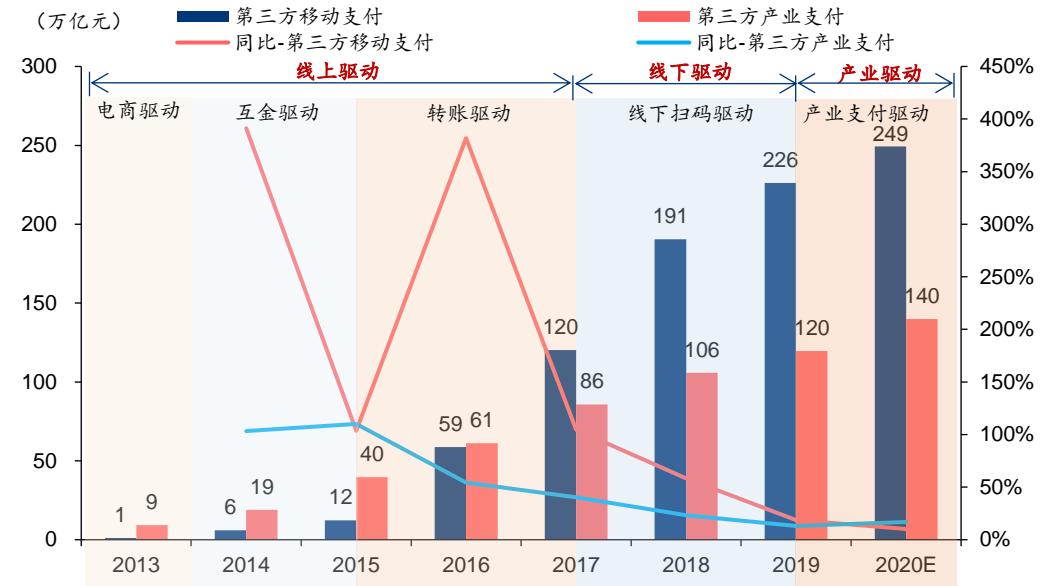


资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

未来展望：产业支付方兴未艾，国际业务扬帆起航

一是产业支付快速崛起，多方机构各具优势、有望共筑“两超多强”新格局。以 C 端驱动的移动支付已步入稳步增长期，而产业支付正伴随着产业互联网而崛起，2018 年产业支付规模突破百亿元，同年末腾讯提出“由消费互联网向产业互联网转型”，产业支付成为未来第三方支付的重要增长点。行业内各类参与者均有机会竞逐产业支付：对于 C 端参与者，支付宝、微信等支付巨头凭借场景+流量触及到数千万“码商”，未来有望以支付为切入点满足商户的获客、物流、融资等多元需求；对于 B 端参与者，收单方在商户拓展的过程中积累了垂直渠道资源，更易把握各行业商户痛点，有望更具针对性地提供行业定制方案。B 端市场更为复杂、分散，预计产业支付将不会像移动支付一样快速进入寡头格局，未来收单机构和中小型账户机构或可与支付宝、微信共筑“两超多强”的新型竞争局面。

图表19：2013-2020年第三方支付移动支付、产业支付交易规模及增速对比



注1：2020年产业支付规模及增速为艾瑞咨询预测值

注2：艾瑞咨询口径和易观口径（图表3）的移动支付交易规模存在略微差距，2019年分别为226.1万亿元、204.9万亿元；由于艾瑞咨询对产业支付交易规模进行了披露，故此处移动支付也采用艾瑞口径

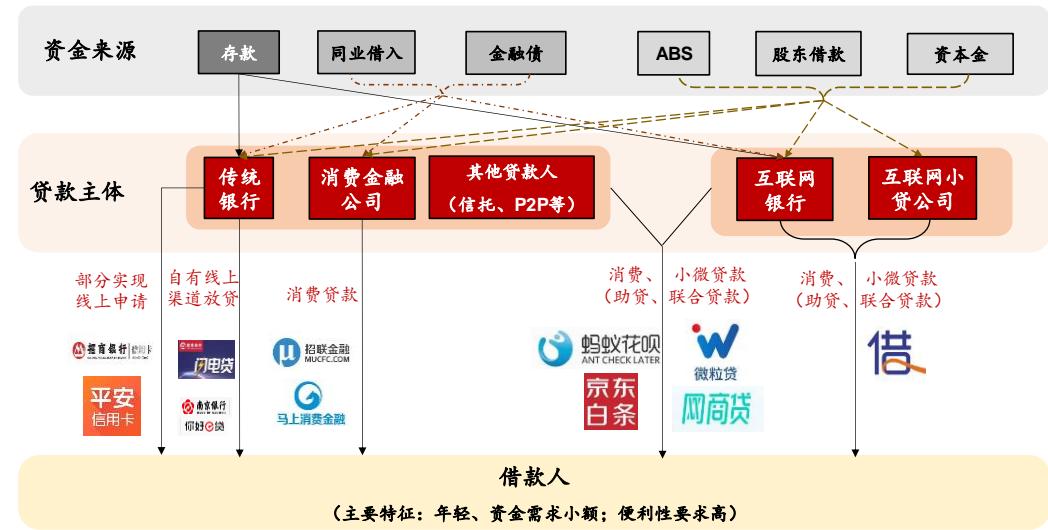
资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

二是国际支付仍为蓝海，借助国内成熟经验有望启航增量市场。国内支付流量见顶，而众多国外市场仍为一片蓝海，且出境游、跨境电商也不断激发着国人的海外支付需求；国内第三方支付行业具备成熟的发展经验，预计未来可凭借自身优势发力海外增量市场。从账户方来看，两大巨头均已开始海外布局，复制国内“场景+流量”模式，依靠雄厚实力迅速做大规模：支付宝通过在海外投资9家本地钱包打造1+9全球支付网络，微信则大力拓展海外商户场景、以国人线下支付为主。从收单方来看，收单机构可发挥自身在垂直领域的专业优势，针对跨境电商等相关行业的税收、汇率、物流、风险管理等需求提供定制化解决方案；另一方面，承接金融业对外开放趋势，与入驻中国的海外机构达成合作，例如拉卡拉目前已成为国内首家上线美国运通人民币卡收单业务的第三方支付机构。

互联网贷款：蓝海市场，参与者多元

在线上化的发展趋势下，互联网贷款步入快速发展期。互联网贷款主要以消费贷款为主，多具有“小额、快捷、便民”的特点。目前市场参与者多元，传统机构在布局消费贷款线上化转型，新兴互联网机构则多与传统金融机构展开合作，通过联合贷款或助贷模式展业。未来二者有望分别发挥各自的资金来源优势和数据科技优势，共同拓展互联网贷款市场。

图表20：互联网贷款生态

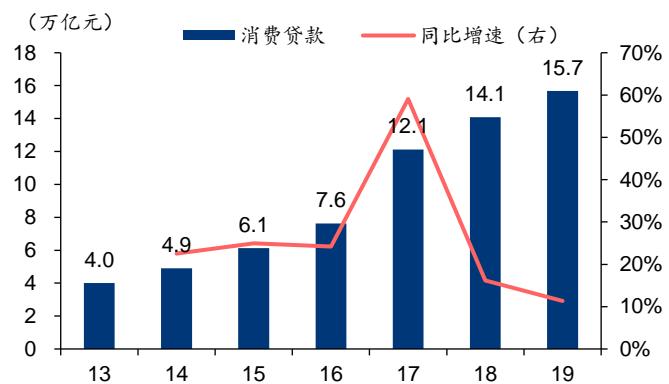


注：招联消费金融（未上市）、马上消费金融（未上市）

资料来源：银保监会，地方监管局，公司官网，华泰证券研究所

中国互联网贷款市场前景广阔，参与主体多元。中国互联网贷款主要以消费贷款为主，2013-2019年中国消费贷款 CARG 达到 26%，2018-2019 年同比增速下行主要由于监管趋严以及共债风险的影响。目前消费已成为拉动我国经济增长的主要驱动力，未来消费贷款规模有望保持较快增长；疫情加速了消费线上化的趋势，互联网贷款的蓝海市场更为广阔。2018-2020 年，现金贷、商业银行互联网贷款新规相继落地，行业有望迎来规范发展期。目前互联网贷款市场的参与者主要包括传统银行、三家互联网民营银行、消费金融公司、互联网小贷公司等。

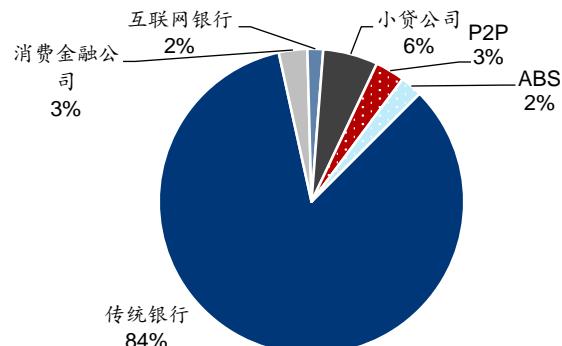
图表21：中国消费贷款市场规模及同比增速



注：统计口径包括央行公布的剔除按揭贷款的消费贷款、小贷公司贷款、P2P 待还余额、ABS（包括小贷、消费贷和信用卡贷款）

资料来源：中国人民银行，网贷之家，Wind，华泰证券研究所

图表22：2019 年中国消费贷款市场格局



注：ABS 为已出表的银行、消费金融公司、小贷公司消费贷款

资料来源：中国人民银行，网贷之家，Wind，华泰证券研究所

商业模式：客群下沉定价高，资金来源风控差异大

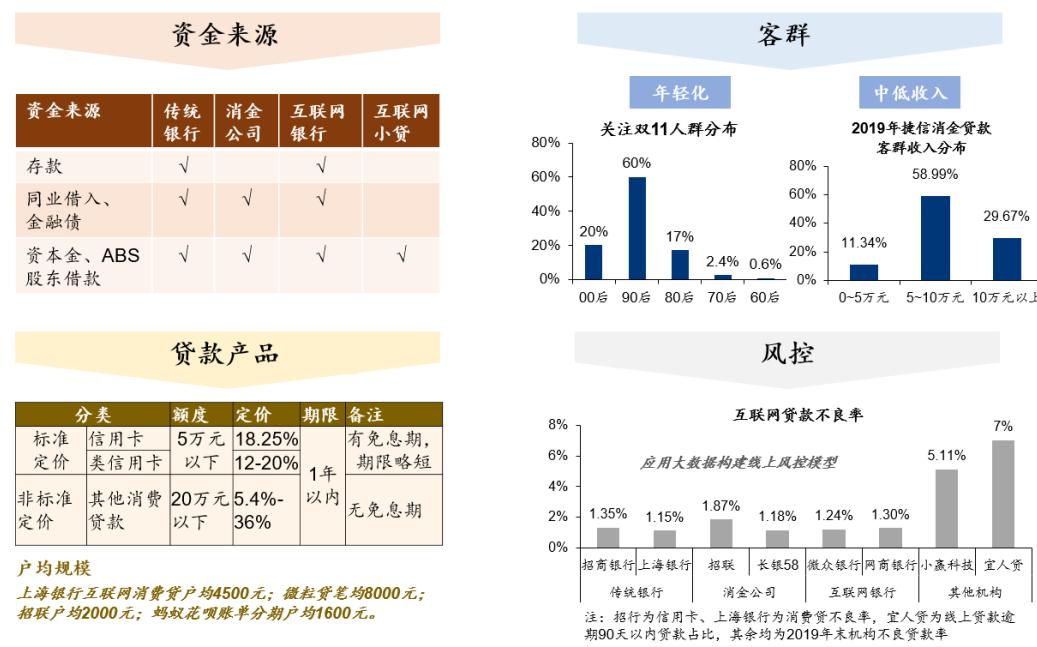
四大维度对比参与主体的商业模式，具有资金来源不一、客群下沉、产品定价高和风控差异明显的特征。资金来源方面，传统银行优势明显，互联网小贷公司融资渠道较少且有杠杆率限制。传统银行资金来源丰富且成本较低；互联网银行渠道在不断打开，网商银行（未上市）已成功发行永续债，未来资金成本有下降空间；消费金融公司不得吸收公众存款，主要通过同业市场融资，少数机构可发行金融债；互联网小贷公司同样不得吸收公众存款，资金主要来源于股东借款和资产证券化。互联网小贷公司的杠杆率严格受限，一般仅有 2-3 倍。2017 年末监管要求将 ABS 与表内融资合并计算杠杆率，资金来源面临更大挑战。

客群方面，以年轻化、中低收入人群为主。传统银行客群资质略高，其余贷款机构主要以年龄较低（35岁以下）、中低收入人群为主（年收入主要集中于5-10万元）。其中互联网银行和互联网小贷公司多为互联网消费用户。

贷款产品方面，主要可分为标准定价和非标准定价两类。信用卡类及类信用类产品，一般额度在5万元以下，有40天左右的免息期，期限一般在1年以内，定价标准不因客群资质而产生差异。银行信用卡贷款年利率一般为18.25%，其他机构集中在12-20%区间。其他类消费贷款额度普遍不超过20万元，无免息期，分为到期一次还款、分期还款形式，期限一般在1年以内，定价根据客户资质而有所不同，跨度较大（最高可超过30%）。

风控方面，各机构间差异较为明显。除银行客群外，其余三类机构客群大多为无征信记录的长尾客群，因此央行的征信系统作用相对有限。而对于以信用贷款为主的互联网贷款，风控能力直接影响了机构的盈利水平和可持续发展，因此机构需通过大数据构建风控体系，把控贷前、贷中和贷后风险。目前各机构间的风控水平差距较大，2019年末风控能力较强的机构互联网贷款不良率可控制在2%以下，如招商银行（600036 CH，增持，38.76~41.35元）、微众银行（未上市）、招联消金等，而部分机构不良率超过5%。

图表23：互联网贷款商业模式对比



注：捷信消费金融公司（未上市）、上海银行（601229 CH，增持，13.71~15.15元）、长银58消费金融公司（未上市）、小赢科技（XYF US，无评级）、宜人贷（YRD US，无评级）

资料来源：银保监会，公司财报，尼尔森研究，华泰证券研究所

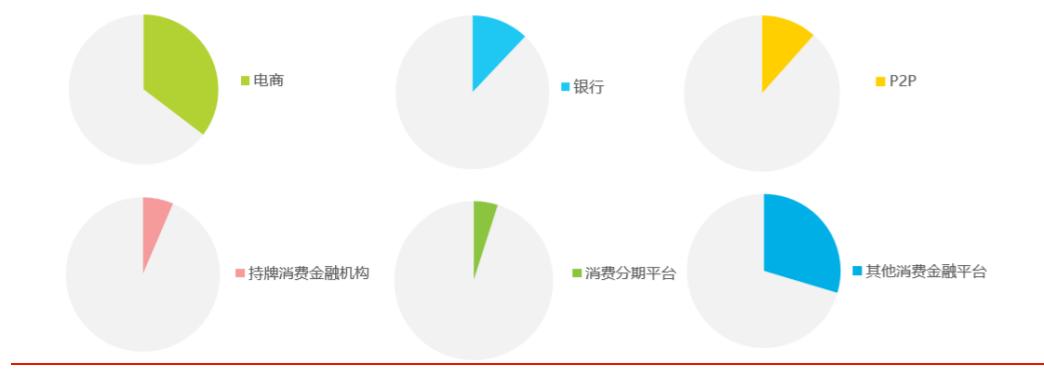
行业格局：多元机构各有特色，互联网机构份额高

互联网贷款参与者多元，互联网机构市场份额较高。据艾瑞咨询数据，2017年末互联网贷款市场份额主要集中于电商系平台（一般为互联网小贷公司），传统机构（传统银行和持牌消费金融公司）的市场份额较低。但2018年以来随着联合贷款和助贷的发展以及对P2P行业的整顿，我们预计目前传统机构的互联网贷款市场份额已有一定提升。

目前四大参与主体中具有科技禀赋和互联网基因的机构已抢得市场先机。传统银行主要以三种形式开展业务。一是信用卡申请的线上化，领先者包括招商银行、建设银行(601939 CH, 无评级)、平安银行(000001 CH, 买入, 15.50~17.82 元)；二是依靠自有线上渠道开展消费贷业务，包括招商银行“闪电贷”、南京银行(601009 CH, 买入, 9.37~9.81 元)“你好 e 贷”等；三是与互联网机构开展助贷和联合贷款业务，业务规模较大的银行包括邮储银行(601658 CH, 增持, 6.27~6.58 元)、上海银行和天津银行(1578 HK, 无评级)等，主要合作机构为蚂蚁集团(未上市)、腾讯(0700 HK, 买入, 目标价 506 港币)、京东(JD US, 买入, 目标价 73.6 美元)等。

其他贷款机构百花齐放。消费金融公司中，互联网贷款布局领先者为招联消费金融、马上消费金融和长银 58 消费金融等，其中招联消费金融公司总资产接近 1000 亿元。互联网银行主要有 3 家，分别为微众银行、网商银行和新网银行(未上市)；互联网小贷公司数量较多，大批互联网公司均已设立，互联网银行和互联网小贷公司有流量优势，但有资金来源劣势，与传统银行等金融机构合作开展联合贷款或助贷是主要形式，产品包括微粒贷、蚂蚁花呗和借呗、京东白条等。

图表24： 2017 年互联网消费贷款分布



资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

图表25： 各类参与机构中均有专注发展互联网贷款的机构



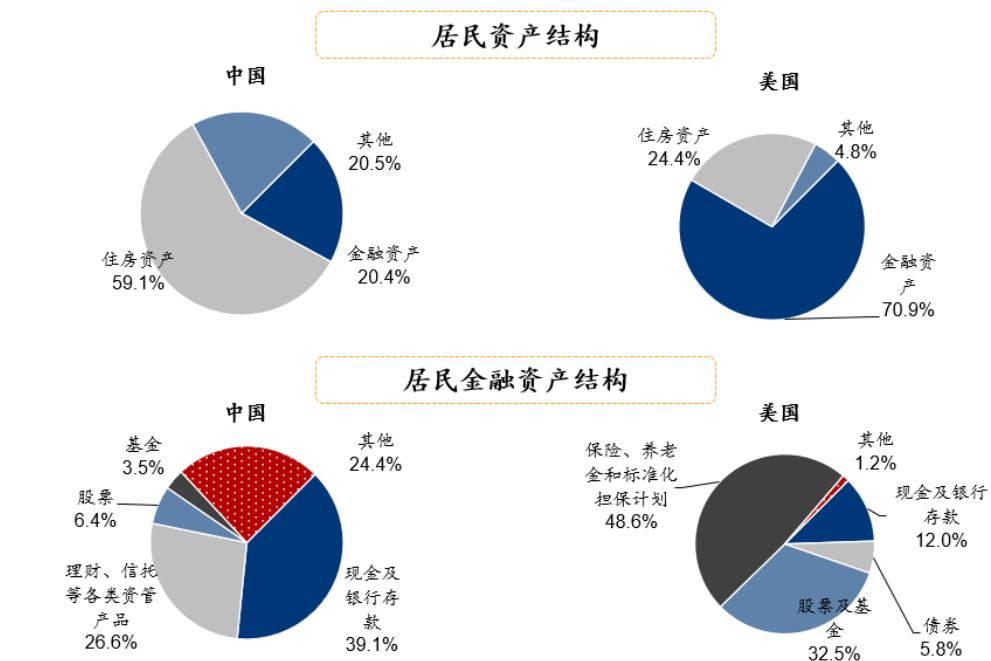
资料来源：公司官网，公司财报，财新网，华泰证券研究所

未来展望：互贷蓝海待开拓，机构共舞望持续

互联网贷款市场为蓝海市场，传统银行与互联网机构的共舞有望持续。互联网贷款仍处于发展早期，长尾客群的消费信贷需求有待挖掘，具有互联网基因的机构有望脱颖而出。对传统银行、消金公司而言，突破场景和流量难题为核心，加大科技投入、重视客户价值挖掘、积极开展对外合作为主要趋势。对互联网机构而言，解决资金来源问题则是关键。一方面可与银行等资金方建立稳固的合作关系；另一方面可积极争取民营银行、消费金融公司等金融牌照，更好地利用金融杠杆。目前商业银行互联网贷款新规已经落地，监管层发放金融牌照也形势较好（2020 年已发出 3 张消费金融公司牌照），互联网贷款蓬勃发展正迎来较好的政策环境。

居民财富有望向资本市场迁移，蕴育丰富的财富管理需求。根据《中国私人财富报告 2019》，预计 2019 年末中国个人可投资资产约 200 万亿元，体量优势显著。但目前居民资产高度集中于房地产，金融资产配置有较大增长空间。且金融资产主要为银行存款，资本市场参与程度有待提升。我们认为当前宏观环境从房地产周期切换至资本市场周期，居民财富有望向资本市场转移，将配置升值效应更明显的金融资产。居民财富转化为资本市场长期资金包括直接参与和间接参与。考虑到专业机构投资者在技术支持、信息获取、专业性等方面占据天然优势，个人通过专业机构投资者的方式参与更省心省力。我们认为未来居民财富进入资本市场的主要渠道将是借专业机构投资者（如配置资管产品、缴存养老金、购买保险等），居民对财富管理需求也将显著提升。

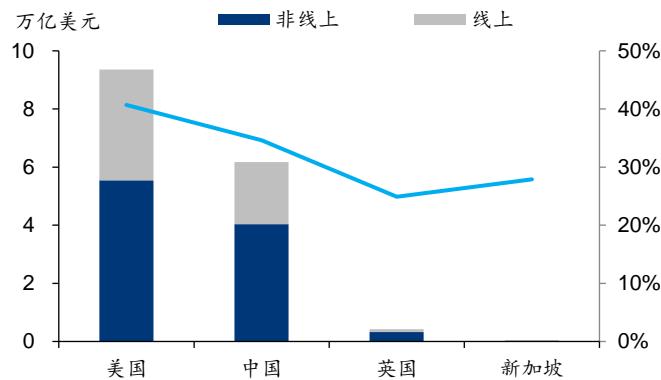
图表26：中美居民资产结构和金融资产结构对比



资料来源：美国经济分析局，中国人民银行，华泰证券研究所

理财线上化销售已快速推进，但真正意义的互联网财富管理仍待发展。伴随 PC 端和移动 APP 端的共同推动，大众理财获客渠道显著拓宽。并且线上化销售成为财富管理产品重要销售渠道，客户购买行为由线下向线上转换成效显著。根据《全球数字财富管理报告 2018》，2018 年中国财富管理线上化渗透率达 35%，接近美国 41% 水平。但我国线上销售产品主要局限在现金管理类产品和刚兑类固收产品，并没有为居民投资者提供个性化资产配置服务，真正意义上的互联网财富管理仍待发展。

图表27：美、中、英、新四国财富管理及线上销售渗透率



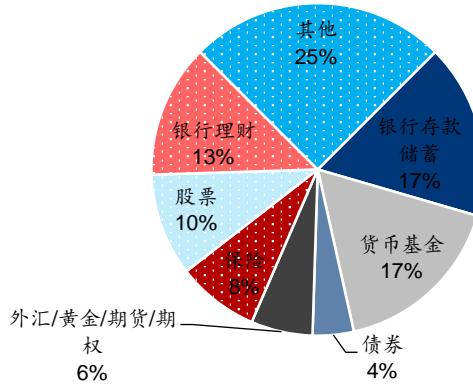
资料来源：BCG x 陆金所《全球数字财富管理报告 2018》，华泰证券研究所

图表28：互联网财富管理规模及增长率



资料来源：艾瑞咨询《2019年中国互联网财富管理行业研究报告》华泰证券研究所

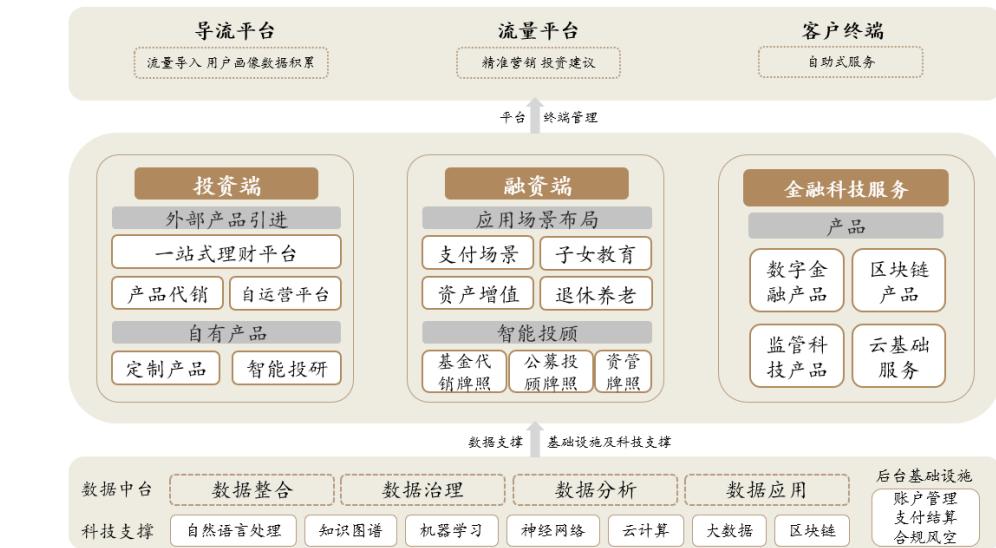
图表29：2018年中国互联网理财用户可投资资产去向



资料来源：波士顿咨询公司，陆金所，《2018全球数字财富管理报告》，华泰证券研究所

互联网财富管理利用金融科技搭建理财平台、投顾服务、客户引流和风险管理业务闭环。财富管理的核心是将合适的产品与服务匹配给合适的客户。互联网理财为金融产品搭建线上营销平台，通过推进金融场景化引流理财客户，以通过智能投顾提供陪伴式服务，同时运用大数据、人工智能、云计算等技术实现基于数据的风险管理，从而搭建理财平台、投顾服务、客户引流和风险管理业务闭环，实现产品和客户的有效串联。同时，互联网理财，通过客户行为分析、预测分析等应用，提升匹配的便捷性、精准度与个性化，塑造更加智能化的财富管理新模式以及以客群下沉和全生命周期服务为特色的财富管理新价值。

图表30：数字化财富管理业务模式图



资料来源：蚂蚁集团，腾讯理财通，京东金融，华泰证券研究所

互联网理财生态顺应由低到高、由浅入深脉络递进发展。回顾我国互联网理财发展脉络，其顺应金融科技发展大势而来，产品品类经历从货币基金到债基再到股基、非标、保险的逐步扩充，风险层级由低到高逐次递进。业务模式也经历从简单的“宝宝类”理财产品发行，向纵横投资（自有产品、外部产品代销及运营）、融资（智能投顾等）、科技输出（监管科技产品、云服务等）的全生命周期、全服务链路。战略出发点也从服务于支付等其他业务，向挖掘客户痛点、主动拓宽经营生态转变。诸如，蚂蚁集团最初为盘活支付宝账户价值推出余额宝产品，实现了居民资产向理财引流的重要一步，也实现从支付向金融跨越的关键跨越，带动一批互联网理财产品如雨后春笋般出现；其后，蚂蚁集团主动拓展互联网理财市场全方位布局，并逐渐形成互联网理财生态。

行业格局：四大类平台竞技，一站式平台享优势

四大类互联网理财平台同台竞技。互联网财富管理平台可以按类型划分为互联网一站式财富服务平台（如蚂蚁集团、腾讯理财通、京东金融等）、传统金融机构线上平台（如招商银行摩羯智投等）、独立财富管理平台（如盈米基金等）和互联网金融平台（天天基金等）不同类型的平台。过去互联网财富管理主要以基金代销为主，通过为用户建立线上理财产品购买平台来实现流量变现。但入局者增多加剧竞争，互联网财富管理平台提升对用户、服务、利基等差异化竞争的考虑，从以产品销售为导向以用户需求为导向逐渐转变。

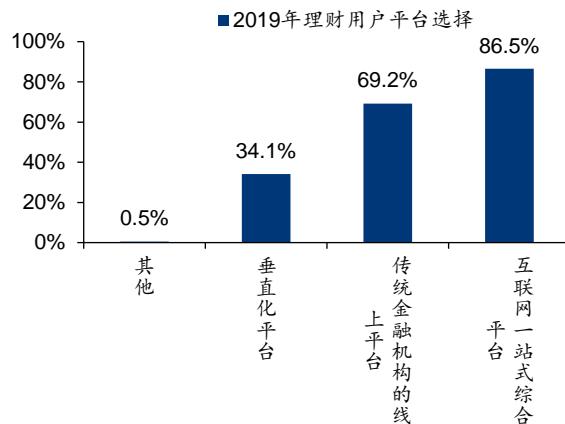
图表31：互联网财富管理平台主要分类

类型	互联网一站式财富服务平台	传统金融机构线上平台	独立财富管理平台	互联网金融平台
公司名称	蚂蚁集团	招商银行	财富派	天天基金网
	京东金融	陆金所	钱景	蛋卷基金
	腾讯理财通 等	华泰证券 等	挖财 等	等

资料来源：华泰证券研究所

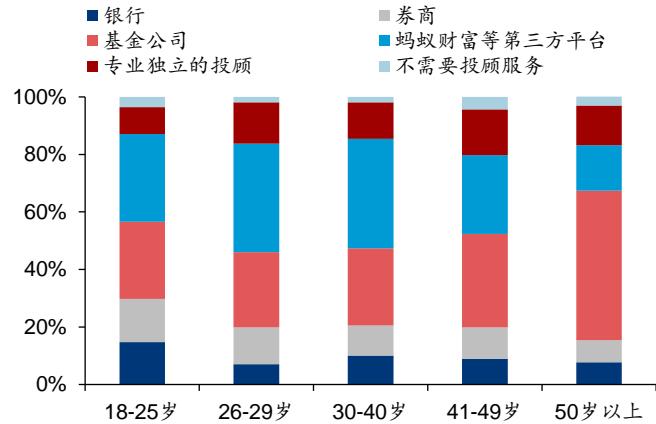
互联网一站式财富管理平台依托场景和平台导流，在获取用户上拥有领先优势。典型的互联网一站式财富管理平台包括蚂蚁财富、京东金融和理财通，其借助资产管理业务沉淀客户资金、实现用户资源变现。并基于基本销售业务逐渐演化出产品代销、产品创设、智能投顾、金融科技输出等全生命周期、全服务链的财富管理全景服务。根据艾瑞咨询 2019 年理财用户平台选择调查问卷，有 86.5% 受访者选择互联网一站式综合平台，69.2% 选择传统金融机构线上平台。根据《权益类基金个人投资者调研白皮书》，18-40 岁的投资者中 30%-38% 选择蚂蚁财富等第三方平台，超过银行、券商、基金和独立投顾。

图表32：理财用户平台选择



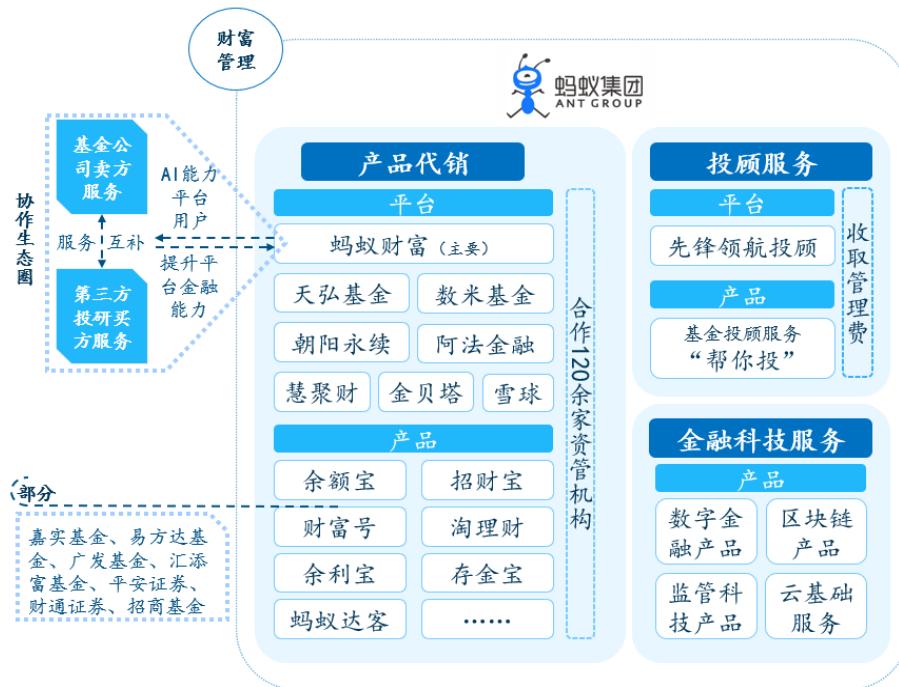
资料来源：艾瑞咨询《2019 全球智能理财服务分级白皮书》，华泰证券研究所

图表33：2019 年不同年龄段基金投顾选择



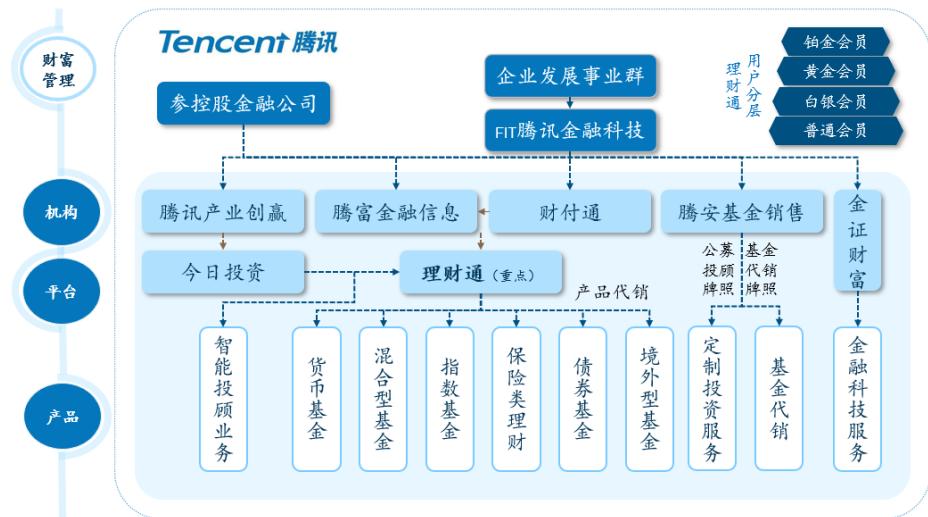
资料来源：《权益类基金个人投资者调研白皮书》，华泰证券研究所

图表34：蚂蚁集团财富管理布局图



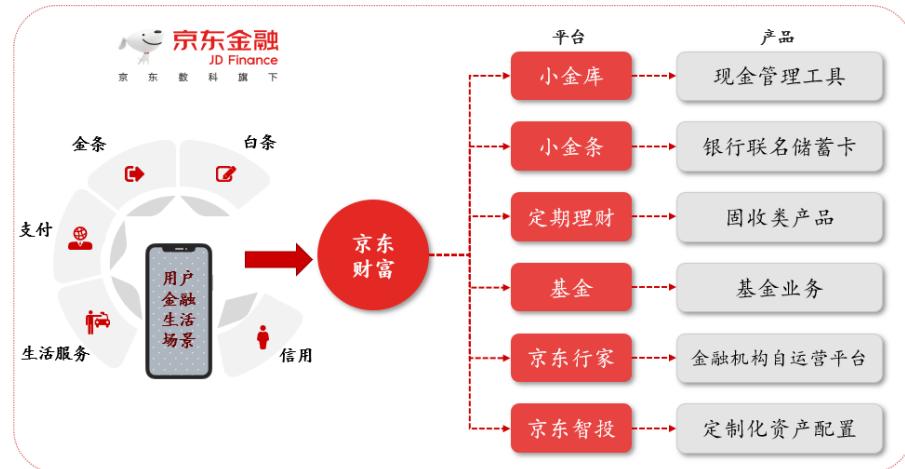
资料来源：蚂蚁集团官网，华泰证券研究所

图表35：腾讯财富管理业务布局图



资料来源：腾讯理财通官网，华泰证券研究所

图表36：京东金融财富管理业务布局图



资料来源：京东金融官网，华泰证券研究所

未来展望：净值型升级+分层投顾体系+技术革新

当前，财富管理行业整体面临资管新规、利率市场化、金融双向开放和新技术革命崛起的历史变革，互联网财富管理也将迎来转型变革的关键节点。首先，数字理财平台需打破当下以现金管理和固收产品销售为核心的模式，顺应新规引导向净值型业务升级，并通过完善多品类市场体系实现风险分散和收益增厚，最终逐步发展成为全产品品类、全生命周期和全场景服务的全价值链财富管理平台。其次，伴随原有客群财富不断积累，未来互联网财富管理平台将会面向一批中高净值的新富客户，需要平台由服务长尾客户能力中延展出服务高端服务客户的能力，满足客户更加个性化的理财需求。再次，过去互联网财富管理平台缺失投顾职能，导致引导投资者做大类资产配置未能有效实现，与海外成熟的财富管理模式仍有较大差距，未来需要匹配分层投顾体系、推动真正的财富管理。第三，在技术持续迭代、业态与技术正向循环的趋势中，互联网财富管理机构必须更积极拥抱新的技术，通过数据连通（打通在各类渠道与场景上的信息，如交易、行为、地理位置等）、技术驱动（运用以人工智能为代表的智能化技术与各类数字工具，替代或赋能传统人工）和开放协作（包括场景、数据、技术上的各方面共享与共建），以实现更精准的客户洞察、更个性产品与服务、更自然的服务触达以及更极致的互动体验。

互联网保险：探寻新业态，筑多维保障

发展现状：广域流量潜力客观，转化路径亟待探索

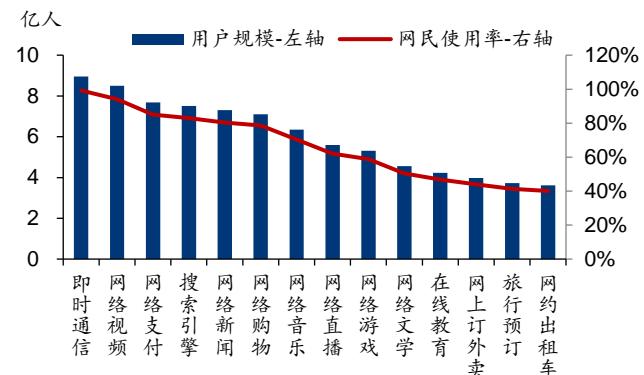
互联网流量潜力可观，转化路径和模式亟待探索。从 2007 年开始我国网民规模和互联网普及率开始加速增长，根据互联网络信息中心数据，截至 20Q1 网民规模 9.04 亿人，渗透率进一步提升。海量的用户激活了相当一部分商业模式的变革，以资讯获取、交流通信、用户娱乐和商务等方面切入，经历了从搜索、社交到移动化的发展历程。关于如何结合互联网，发挥保险产品的风险保障和财富管理功能，业内已有诸多探索。作为和代理人、银保、电话坐席等销售渠道并列的渠道来看，目前互联网销售的模式较为清晰；而对于如何发挥海量流量的优势，真正实现从量变到质变的飞跃，其中转化路径和模式仍亟待探索。

图表37：中国网民规模与互联网普及率变化



资料来源：中国互联网络信息中心，华泰证券研究所

图表38：各类互联网应用的用户规模及使用率（截至 20Q1）



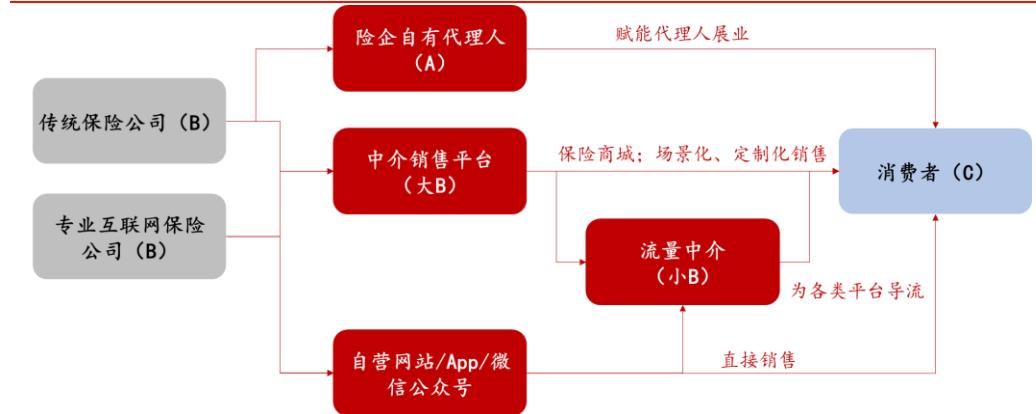
资料来源：中国互联网络信息中心，华泰证券研究所

行业格局：围绕多维度开展竞争，核心打法包括流量和场景

互联网保险围绕多维度展开竞争，丰富保险产品层次。互联网保险产业链核心参与主体围绕多维度展开竞争，模式包括 B2B2C、B2C、2A 等结构，核心打法包括流量和场景。从典型的企业来看，蚂蚁保险基于广域流量开展互助计划、搭建保险商城；水滴商城（未上市）基于流量池，构建“筹款+互助+保险”闭环；慧择网（HUIZ.O，未评级）利用底层数据库赋能，搭建矩阵式媒体营销体系；众安在线（6060 HK，卖出，目标价：20 港币）布局场景化运营，逐步建立自有平台。从产品竞争的维度看，互联网保险的发展丰富了保险产品的层次，一定程度上影响行业的竞争格局。

互联网保险产业链核心参与主体围绕多维度展开竞争。其中，最核心的参与者是中介销售平台，形成 B2B2C 的结构，典型的包括如蚂蚁集团、慧择网、小雨伞（未上市）等保险商城，也有较有特色的定制化平台如悟空保等，平台可以直接触达消费者形成销售。但因为保险产品本身不具备引流功能，因此一般需要通过流量中介进行导流，销售平台为此支付一定的渠道费用。对于拥有经营互联网保险牌照的保险公司，可设立自营网站，或通过 App、微信公众号等，形成 B2C 的模式，缩短产业链条，但目前这部分在行业内占比较小。此外，互联网可切入传统保险销售管理，构成直接 2A 的模式，补齐中小险企在代理人经营管理的不足，在赋能代理人展业的同时创造盈利空间。

图表39：互联网保险产业链梳理



资料来源：北京金融科技研究院，华泰证券研究所

产业链参与者核心打法包括流量和场景。保险产品具备消费和理财双重属性，从消费意义上理解，保险产品低频非刚需，消费的过程并不能带来和其他消费品一样的愉悦和满足感，但在特定的场景下可能成为刚需品，如短期旅游意外保险等，因此一种切入方式是在目前较为完善的生态场景下融入保险产品。但是缺点显而易见，由于核心流量掌控在对应的平台上，险企议价能力低，险种盈利能力一般较差。如2019年众安在线的航旅生态中，渠道费用占净保费的86.5%。此外，部分企业布局某些目前保险需求相对不明晰的场景，如量子保在驾考、教育、医美等方面进行创新性布局；另一方面，可以采用典型的互联网打法，通过获取大量流量进行销售转化。典型的路径有两种，一是通过大量渠道费用投入触及海量潜在客户，引流后通过电话坐席进行沟通促单；二是先通过公益性质产品聚集客户，建立连结，激活其风险保障需求，最后通过自有保险商城形成转化。

未来展望：长期发展趋势可期，激活客群多元保障需求

互联网保险一定程度上影响行业产品竞争格局，激活多元保障需求。从产品竞争的角度来看，互联网的介入改变了原先较为复杂的产品形态，首先是打散了代理人渠道销售的组合型产品，将不同类型的保障拆分，简化保险条款，降低销售门槛，虽然目前看保障的范围较窄，保险金额一般较低，但长期渗透率的提升带来的变化不容小觑；其次融合了垂直化场景，利用互联网的触达能力，基于特定场景的保险营销推动保险需求，这是传统渠道无法做到的，能够有效激活不同客群的多元保障需求。

技术支持层：做好产品运行的坚实后盾

打造完善的技术支持体系，保障产品应用平稳运行。作为三层架构体系的中坚力量，技术支持层依托多方参与主体合力打造“国家主导+市场引领”的信用体系，为产品运作提供有效的风险事前评估；此外运用大数据风控，打造安全防火墙，满足数字化时代下的风控需求；智库体系作为集团的最强大脑，提供前瞻战略支持。

信用体系：携手共建，合力打造信用体系

我国的社会信用体系发展经历了计划信用、萌芽、起步、加速发展四个阶段。改革开放以前，我国实行以国家计划为主导、由国家信誉为社会经济活动提供最终保证的国家计划信用体系，对当时经济体系的完善起到一定积极作用。然而计划经济体制由于僵化和效率低下逐渐成为阻碍，计划信用也不再适应发展的需要。之后国家重视信用征集、信用立法和信用应用体系建设，社会信用体系建设出现萌芽，不过仍存在渠道单一、意识淡薄、制度漏洞等问题。在起步阶段，从事信用征集和信用服务活动的信用评级机构、担保机构开始出现，社会履约诚信水平不断提高。2003 年后，信用征集体系取得突破进展，社会信用体系建设改变了之前点上突破、单兵作战的局面，呈现出系统推进的态势，社会信用体系进入加速发展阶段。近年来，金融科技发展迅速，信用体系建设也面临新的发展机遇。

图表40：信用体系发展大事件

阶段	大事件
国家信用阶段 (1949-1978 年)	实行国家计划为主导、由国家信誉为社会经济活动提供保证的国家计划信用体系
萌芽 (1978-1992 年)	1986，《民法通则》将诚信确立为民法基本原则之一 1987，资信评级、调查机构出现 1990，下发《关于在全国范围内开展清理“三角债”工作的通知》，政府文件中第一次涉及社会信用问题
起步 (1992-2003 年)	1990s，中国诚信、大公国际、上海远东等信用评估机构出现 1994，实施《公司法》，1995施行《担保法》《仲裁法》等，进行信用立法 1999，中小企业信用担保体系启动 2003，全国金融工作会议提出大力加强社会信用制度建设
加速发展 (2003 年至今)	2006，企业和个人信用信息基础数据库建成并联网使用 2007，颁布《关于社会信用体系建设的若干意见》 2013，首部《征信业管理条例》出台 2014，出台《社会信用体系建设规划纲要(2014-2020 年)》 2015，民营个人征信开始，八家机构获资质 2018，百行征信成立，首家市场化个人征信机构正式诞生

资料来源：国务院，中国人民银行，华泰证券研究所

新时代以来，我国社会信用体系建设具有“政府主导特色鲜明、公共信用特色明显、广义信用特色突出”的显著特色。我国社会信用体系建设最大的特色，是充分发挥政府的组织、引导、推动和示范作用。与发达国家相比，我国社会信用体系实际上是“公共信用体系”，具有典型的“公共产品”属性特征。此外，我国社会信用体系不局限于传统借贷信用实现的载体，而反映了数字社会中“数据皆信用、信用皆数据”的基本现实，呈现出广义信用的特征。经过多年实践，我国已在信用立法、征信体系和互联网金融等领域的信用体系建设取得一定成就，这也是新时代社会信用体系建设的重点领域。

目前已逐步形成了初具规模的“政府+市场”双轮驱动的市场组织格局。政府主导的征信系统是指央行征信中心筹建的国家金融信用信息基础数据库，已成为世界规模最大、收录人数最多、覆盖范围最广的征信系统，基本覆盖各类正规放贷机构。市场征信服务主要依靠 2018 年 5 月成立的百行征信（未上市），作为国内目前唯一获得个人征信业务牌照的机构，其股东由中国互联网金融协会和八家民营征信机构组成。市场征信机构能够收纳央行征信中心未能覆盖到的个人客户金融信用数据，并主要服务新兴的互联网金融机构和中小银行，与央行系统形成互补。多维度的社会信用行为的数据整合，有望合力打造完善的征信体系。

图表41：我国现行的“国家主导、市场引领”的征信体系



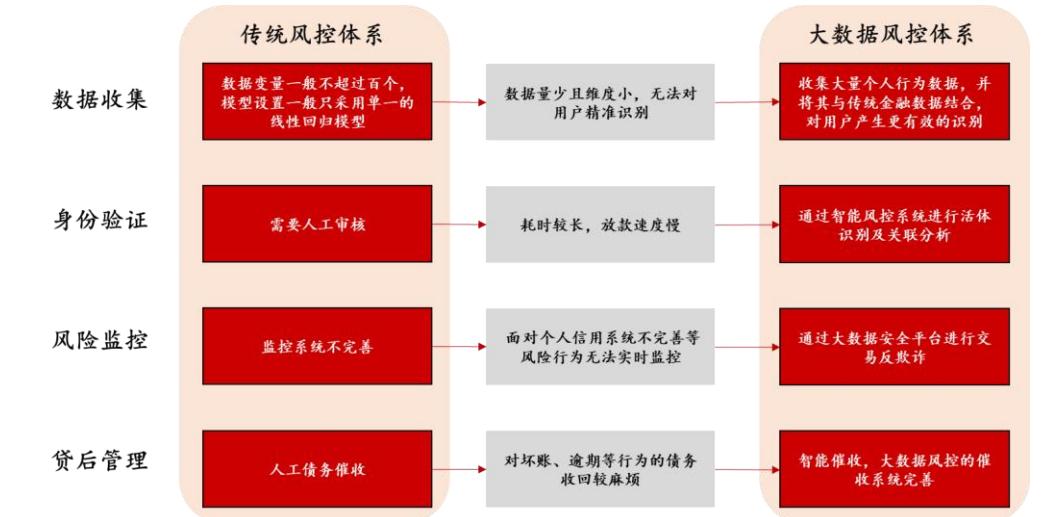
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

风控体系：运用大数据风控，打造安全防火墙

风控是金融企业的红线，风控系统在危机中迭代升级。不论是银行等传统金融公司，还是互联网金融等新兴金融企业，风险控制均为业务运作中不可忽视的红线，2008年由美国次贷危机而引发的全球金融危机给全球金融企业敲响了警钟，彼时因危机而导致破产清算的金融企业数不胜数，其中包括华尔街的多家顶级投行。不过在那次危机中，贝莱德（BLK.N，未评级）的“阿拉丁”风控系统脱颖而出，凭借对风险的精准把控，贝莱德不仅没有亏损甚至仍有5400万美元利润用于分红，对当时美国金融系统的稳定起到了重要的作用。同时，基于“阿拉丁”平台，贝莱德通过向其他金融机构提供风险解决方案以及技术输出实现了颇丰的收益。

传统风控体系已不能满足数字化时代下的风控需求，大数据风控能对用户实现更精准识别。随着互联网金融的快速发展，新兴业务快速增长对于传统风控系统带来较大压力，金融机构对风控体系的要求也在逐步升级。传统金融风控以风控评分卡模型“自动审核为主，人工审核为辅”的模式进行风险审核，包括个人社会特征、收入、借贷情况等，而大数据风控具有体量大、关联度高、可交叉验证等特征，较大程度上改善了传统风控的缺陷，并大幅提高风控效能，逐渐替代传统风控成为大势所趋。

图表42：传统风控与大数据风控体系对比



资料来源：中国人民银行金融科技研究院，华泰证券研究所

智库体系：集思广益，搭建战略规划指挥部

前瞻研究助力产业创新发展。中国的金融科技从单纯的第三方支付、网贷平台等的初始阶段，逐步发展到依托于人工智能、大数据、云计算、区块链等技术的金融科技深度融合阶段，过程中各类专业研究机构贡献了不少外脑智慧。金融科技相关智库主要基于对市场需求和创新趋势的探索研究，为金融科技行业产品服务创新、企业决策发展及战略规划等提供前瞻性研究支持，是集团前瞻研究的最强大脑。

依托数据技术优势，探索行业发展方向。国外 IBM (IBM US, 未评级)、微软 (MSFT US, 未评级) 等企业早在上个世纪就已成立研究院，主要从事计算机、人工智能、大数据计算等领域的工作，致力于运用前沿技术解决行业关键问题，并将最新研究成果快速转换到其关键产品之中，为行业技术革命与创新提供支持。国内以阿里巴巴 (BABA US, 买入，目标价 258.6 美元)、京东、腾讯等为代表的互联网企业也先后成立了各类金融科技研究院，依托集团产品、服务沉淀积累的数据和行业领先的技术水平，通过大数据和科研平台，致力于探索研究普惠金融、金融安全、金融科技等领域，为企业业务研发部门等提供产品创新、业务拓展指导，巩固企业已有利润渠道，使企业获取持续竞争优势。

图表43：京东、阿里旗下部分研究机构概览



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

基础设施层：迈向创新整合，推动技术输出

金融科技赋能迈入创新整合阶段，底层技术的综合运用逐步构建成熟的输出模式。金融行业科技底层基础设施发展历经数轮演变，从中后台的技术支持逐步迈向全业务流程、全产业链环节贯通。人工智能、区块链、云计算、大数据、物联网等底层技术的应用，一方面为集团自身业务赋能，另一方面形成完整的可落地的解决方案，推动技术输出，并逐步构建成熟的盈利模式，蚂蚁集团和京东数科（未上市）正不断证明这种模式的可行性。

底层设施：迈向创新整合新阶段

金融科技赋能迈入创新整合阶段，基于完善的底层基础设施架构打通全业务流程、全产业链环节。过去金融行业科技底层基础设施建设发展经历了数轮演变，第一阶段注重后台IT技术建设，代表性的应用包括核心交易系统、账务系统和信贷系统等；第二阶段聚焦渠道变革，即前端服务的线上化，并完成传统金融业务由线下向线上的迁徙，典型的应用包括网上银行、互联网保险等；目前处于专注金融科技赋能的第三阶段，强调全业务流程、全产业链环节的应用变革，利用人工智能、区块链、云计算、大数据、物联网等底层技术，提升自动化与智能化运营能力，改善经营效率；同时基于广阔的流量，探索新业态模式，拓宽业务边界。

图表44：金融科技底层核心技术图谱



资料来源：清华大学金融科技研究院，华泰证券研究所

云计算具备低成本、可拓展、自动化的特性，适应新兴的多场景需求。金融机构采用云计算架构的核心诉求在于成本可控、兼容开放、灵活拓展新业态。一方面，云计算可通过IT设备负载的充分调配，提升单位设备的效率，进而降低整体的运营成本。另一方面，云计算架构具备高可靠性和高可拓展性，能够满足金融企业应用规模上升和用户快速增长的诉求。此外，云计算是科技能力输出的重要窗口，如AI、大数据、IoT等技术需基于云计算输出。

区块链技术的运用本质是通过去中心化降低信任成本，重塑信任生态体系。区块链技术最初的应用是比特币，一种点对点的电子货币支付系统，核心原理是通过挖矿行为（一种不可逆计算的算法）证明节点的持续计算过程，并由体系内过半的节点验证通过，即完成一次记账操作，形成一个区块，并将信息传递至下一区块，形成链条。其颠覆之处在于脱离原有传统支付体系下对中介机构的依赖，通过提高系统性成本（计算、存储）消除二次支付等舞弊操作的可能性，进而极大限度地降低体系内的信任成本。随后区块链技术从支付逐渐向智能应用、生态体系不断发展，但其本质依然是系统性成本对信任成本的置换。通过对底层算法、共识机制、跨链融合等体系的设计，金融机构能够实现信任成本的降低、用户隐私保护、产品溯源追踪等多种功能，重塑生态内的信任体系。

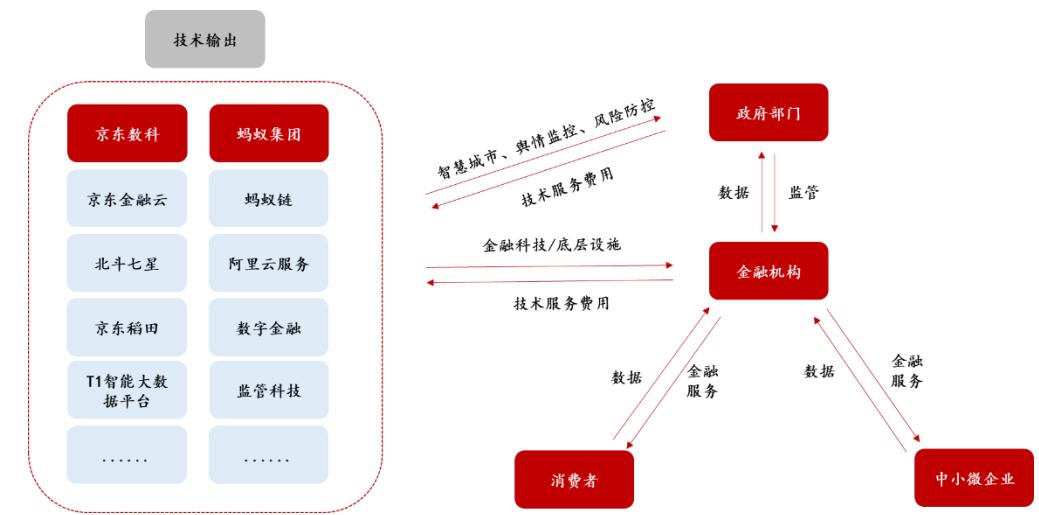
AI 重塑金融机构基础设施、业务流程与业务模式。人工智能在金融行业内的应用从数据计算处理、业务流程优化逐渐演进为对业务模式的颠覆。目前主要的技术涵盖机器学习、自然语言处理、计算机视觉等，落地至金融领域的应用包括智能客服、智能投顾、智能风控、智能营销等多个领域，贯穿全流程链条，协助传统金融机构实现业务在线化、数字化和智能化，构建一站式、个性化、场景化的金融服务生态圈。

大数据为金融机构提供数据输入、存储、计算、分析的一站式解决方案。大数据为金融机构提供从底层平台到上层应用的闭环解决方案，相对传统方案而言，大数据的优势在于更为完整，可扩展性与稳定性更强。从具体的应用场景来看，基于大数据的风控体系能够实现更为广阔的结构化数据来源和更为深刻的关联逻辑、交叉风险因素分析，助力金融机构对风险事件及时防范和预警；基于大数据的营销体系能够实现“千人千面”，实现差异化、定制化的客户服务体系。

技术输出：盈利模式逐步成熟

金融科技从业务赋能迈向技术输出，盈利模式逐步成熟。我们从蚂蚁集团和京东数科的发展历程可以发现，金融科技已逐渐从过去对集团内其他业务条线赋能向对外技术输出演进，且模式逐渐成熟。蚂蚁集团逾 15 年的自主创新实践正不断证明这一新兴商业模式的可行性，蚂蚁集团 CEO 胡晓明在接受彭博社专访时公开表示，2019 年技术服务费占蚂蚁集团总收入的比例约为 50%，占比在过去几年上升速度较快，且未来将保持增长趋势。京东数科深耕 B 端业务，也逐渐探索出有效的发展路径。京东数科 CEO 陈生强在公司 2020 年年会上表示，2019 年京东数科在营收和利润上同时实现高增长，即公司已连续 2 年实现盈利。

图表45：京东数科与蚂蚁集团技术输出模式



资料来源：蚂蚁集团官网，京东数科官网，华泰证券研究所

京东数科依托集团资源开展金融服务，逐步向数字科技公司转型。作为京东集团重点布局的三大板块之一，京东金融于 2013 年 10 月独立运营。在早期阶段（2013-2016），京东金融依托京东商城庞大的用户群体与数据资源开展自营业务，促进其迅速扩张并占据市场的是以白条为代表的消费金融产品和以京保贝为代表的供应链金融产品。此后，公司逐步拓展财富管理、保险、众筹等多元金融板块。自 2015 年开始，监管层陆续出台一系列规范法则监管和引导互联网金融行业有序发展。在监管趋严的大背景下，公司在推动京东金融战略迭代。2016 年 9 月，京东金融成立金融科技事业部，明确科技能力输出，定位从金融公司转变为服务金融机构的数字科技公司，标志着发展第二阶段的开始（2016 年-至今）。通过 B2B2C 的模式，公司为 B 端金融机构提供数字化的企业服务，提升金融机构服务 C 端用户的能力与效率。

调整组织架构，大力推进 2B 业务。2018 年 5 月，京东金融明确划分并组建 2C 业务群组和 2B 业务群组。B 端业务上，由供应链金融部、金融科技业务部、农村金融部农村信贷部、保险业务部与支付业务部等部门组成。京东金融拥有丰富的场景、多层次的客群和强大的风控系统，在产品输出和技术输出方面与传统金融机构有较大合作空间。在具体的产品层面，京东金融技术输出已经形成了银行开放平台“工银小白”、银行全流程数字金融服务“融信云”、全流程零售信贷平台“北斗七星”、企业发薪与福利管理服务“随薪发”、ABS 云平台等多种产品。截止 2019 年，京东金融协助 800 万线上线下小微企业获得安全、可持续的普惠金融服务，为 700 多家各类金融机构提供了数字化解决方案，提升服务实体经济效能。

图表46：京东数科重要 B 端产品

时间	开发产品	具体内容
2016 年 9 月	京东 ABS 云平台	ABS 云平台旨在为券商、信托、基金子公司、评级、会计师事务所等中介机构提供更好的服务，帮助他们搭建和管理 ABS 底层系统
2017 年 11 月	“工银小白”	与工商银行联合推出数字银行“工银小白”
2017 年 11 月	京东金融云	为金融机构提供 FaaS，金融即服务
2018 年 3 月	北斗七星	北斗七星旨在帮助中小银行提升零售信贷效率。目前，“北斗七星”已经接入近 30 家银行，其中零售信贷平台模块已有江苏银行、南京银行、包商银行等机构入驻
2018 年 3 月	京东稻田	企业级数据服务平台，依托亿级海量数据，强大的数据挖掘和建模能力，整合 AI 服务、营销服务、数据服务、舆情服务、行研服务五大模块，为企业提供一站式数据服务体验
2019 年 2 月	JT ² 智管有方	国内首个一站式、全方位、智能化的资管科技系统，为机构投资者提供产品设计能力、销售交易能力、资产管理能力和风险评估能力等四大能力
2020 年 3 月	T1 智能大数据平台	T1 智能大数据平台旨在金融机构加强大数据能力建设，在有效控制成本的前提下，支持业务加速创新，把握新的业务增长点
2020 年 5 月	区块链电子合同、区块在区块链数字存证平台推出区块链电子合同、区块链商业秘密	链商业秘密企业级应用，并在人力资源、供应链、租赁等十余个场景中应用

资料来源：京东数科官网，华泰证券研究所

拓展业务边界，持续技术输出，实现高效协同。自 2018 年 11 月京东数字科技集团成立以来，除金融相关业务之外，京东数科还推出了 AI 科技、智慧城市和数字营销业务。纵观公司业务条线，本质都是利用人工智能、区块链、物联网等技术，优化用户体验、降低行业成本、提高经营效率，不断将技术赋能的边界从金融领域拓展至其他行业，实现高效协同。

蚂蚁集团开发金融级云应用 SOFystack 为金融企业带来低成本优势。SOFystack 是由蚂蚁集团自主研发的用于构建金融级云原生分布式应用的技术栈，目前已经为蚂蚁集团的各业务线赋能，并逐步全面开放至金融行业。其优势在于：**1) 提效降本**，缩短开发人员学习周期、提升运维工作效率；**2) 增强系统拓展性和稳健性**，提升应用启动和扩容容效率、保证系统稳定性和业务高可用性，提升容灾能力。根据《蚂蚁 SOFystack 总体经济影响报告》，在风险贴现率为 10% 的假设下，采用 SOFystack 技术的三年内成本投入净现值约为 5332 万元，人员、运维等成本的节约带来的收益净现值约 1.2 亿元，投资回报率为 124%。

协助人保健康搭建互联网保险云核心业务系统，实现经营效能的显著提升。人保健康积极寻求传统基础架构的技术突破，与蚂蚁集团合作，基于 SOFASStack 构建互联网保险云核心业务系统，并取得显著的经营效率提升：**1) 赋能产品、渠道等全业务流程**，根据蚂蚁集团官网披露，新产品上线时间缩短 80%以上，保单出单效率从 0.2 单/秒提升至 1000 单/秒，并支持弹性扩容，达到健康险行业领先水平；**外部渠道产品接入效率提升 6 倍**，支持第三方业务快速拓展；**2) 提升客户经营效能**，服务可用率达到 99.99%，实现客户需求的实时响应。

蚂蚁链致力于解决信任成本问题，已在多领域落地应用。蚂蚁链设立的初衷是解决信任问题产生交易成本，串联个人、金融企业、实体产业、政府等参与者，致力于建立新的信任生态，其中涉及到支付、隐私维护、产品溯源等领域，且已有多个应用落地。典型的产品如蚂蚁链 BaaS 平台和开放联盟链，提供自主可控的高性能平台和丰富的落地场景。从经营数据来看，根据蚂蚁集团官网披露，蚂蚁链专利量全球第一，每日上链量超过 1 亿，应用场景逾 50 个，助力传统金融机构和实体产业数字化转型。

图表47：蚂蚁链相关经营指标

指标	相关数据
专利量	全球第一
每日上链量（相当于区块链领域的“日活”）	1 亿以上
应用场景	50 个以上

资料来源：蚂蚁集团官网，华泰证券研究所

图表48：蚂蚁集团区块链体系



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

案例分析：以蚂蚁集团为例

蚂蚁集团构建金融生态圈，科技赋能产品创新，打造数字金融新原力。蚂蚁集团以支付宝为金融生态流量入口，以蚂蚁微贷为核心盈利贡献，通过蚂蚁财富打造一站式理财，围绕流量、场景与科技布局蚂蚁保险，构建完善的金融生态圈。同时通过科技赋能生态，为产品创新保驾护航。一方面，通过芝麻信用构筑信用生活，构建互信互惠的商业环境；另一方面，通过智能风控引擎打造金融级账户安全的风控体系。此外，蚂蚁集团砥砺 15 年，逐步构建科技生态体系，其中 BASIC 战略夯实底层技术基础建设，贯穿连接、风险与信用，通过技术之间的深度耦合，充分创造协同价值，打造数字金融新原力。蚂蚁集团已成为目前金融科技行业的领先标杆企业，具有较强的示范效应与学习价值。

产品应用层：以支付宝引流，打造金融生态圈

支付宝：金融生态流量入口

支付宝从淘宝引流起家，逐步拓宽场景、积累规模效应。2003 年支付宝在淘宝网首次上线，最初是面向淘宝提供担保交易服务（即“满意才付款”），以解决淘宝的信用支付瓶颈。淘宝的崛起反过来为支付宝积累了源源不断的用户，阿里巴巴意识到支付宝或可成长为一款适用于所有网络支付的基础服务，2004 年支付宝开始独立运营，从淘宝的支付工具转型为支付服务商。为了做大客户流量、提升客户粘性，支付宝开始对非电商的支付场景进行持续布局，先后切入游戏、航空、公共事业缴费等多元场景，并率先推出快捷支付、扫码支付等，开启新一轮用户规模的快速增长。据 2019 年阿里巴巴投资者大会，截至 2019 年 6 月支付宝及本地钱包的全球用户数达 12 亿，相较 2008 年 5 月约 8000 万的注册用户数（支付宝 2008 年 5 月公布数据），近 11 年 CAGR 达 28%。

图表49：2008-2019 年支付宝用户规模逐步扩大，CAGR 约 28%

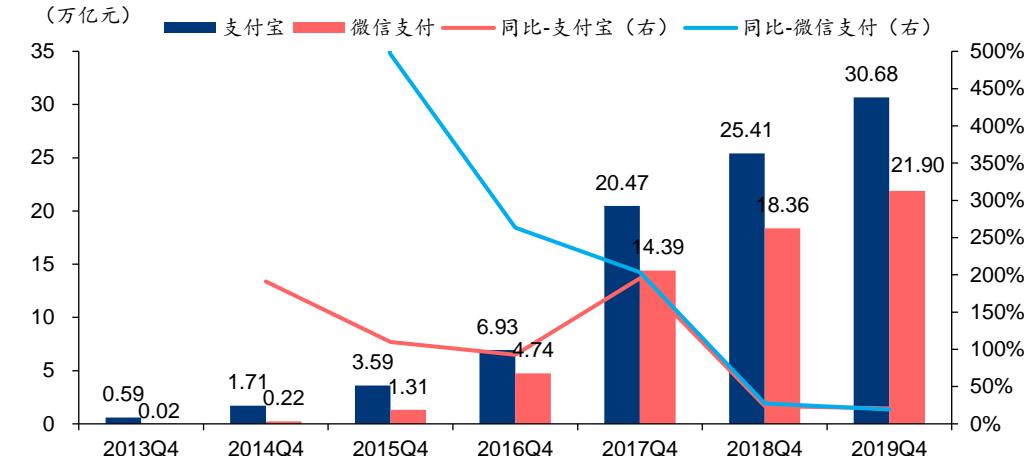


注：用户数据为支付宝不定期对外公布，均为粗略值，年内时间截点、统计口径或存在差异

资料来源：支付宝，华泰证券研究所

支付宝与微信相比各具优势，微信曾快速追赶，但目前支付宝凭借商业场景略胜一筹。2014 年前的支付宝在支付领域一家独大，庞大的电商场景+10 年运营经验使其难觅对手。但微信凭借着 2015 年与春晚合作的“摇一摇”抢红包一举走红，被马云称为“偷袭珍珠港”。据工信部数据，除夕当天微信红包收发总量达 10.1 亿次，是 2014 年的 200 倍。随后微信又通过 O2O 投资和线下二维码的大力投放，不断培育用户习惯，交易规模迅速崛起。对比两大巨头的竞争优势，微信支付的社交属性决定了其对熟人转账、生活化场景更为侧重，用户粘性高、支付具有小额高频的特点，也是其实现快速追赶的基础；而依靠电商起家的支付宝则在综合商业场景中更具天然禀赋，较高的商业场景支付频率具有明显护城河。目前两者的规模增速均已趋于稳定，支付宝在市场份额上仍居于龙头。

图表50：2013Q4以来支付宝、微信支付移动支付交易规模：微信支付曾快速追赶，目前两者趋于稳定



资料来源：易观，华泰证券研究所

以支付为入口加速海外本土化扩张，有望打造全球金融生态体系。印度移动支付平台 Paytm (未上市) 是蚂蚁出海的早期尝试之一，2015 年投资入股后，向其提供技术支持和模式输出，助力 Paytm 用户数从 2015 年 8 月的 1 亿人次增长至 2017 年 6 月的 2.25 亿人次 (据道琼斯通讯社披露数据)。随后，蚂蚁金融便以“投资→技术和模式输出”这一路径为范本，遵循“Glocal”全球化战略，加速支付业务在海外的本土化扩张，形成了目前“1+9”的全球网络。此外，蚂蚁集团的全球拓展并不止步于支付，而是向多元金融进一步延伸，例如 Paytm 已积极布局消费信贷产品 Paytm Postpaid、2019 年蚂蚁集团投资印尼分期购物平台 Akulaku (未上市) 等，蚂蚁集团正在全球范围复制“支付为入口→综合金融体系”的国内路径，未来国际业务增长前景可期。

图表51：2014年以来蚂蚁集团在支付及多元金融领域的主要海外投资

年份	投资方	国家	领域	电子钱包
2014	Paybang	澳大利亚	跨境支付	
2015	Paytm	印度	支付	Paytm
2015	K-Bank	韩国	互联网银行	
2016	Ascend Money	泰国	支付	Ascend Money
2016	M-Daq	新加坡	跨境证券交易	
2017	KaKao Pay	韩国	支付	KaKao Pay
2017	Mynt	菲律宾	支付	GCash
2017	Emtek	印度尼西亚	支付	DANA
2017	Helloworld	新加坡	支付	
2017	'nGo	马来西亚	支付	TNG
2018	TMB	巴基斯坦	小微金融银行	Easypaisa
2018	bKash	孟加拉国	支付	bKash
2018	StoneCo	巴西	支付	StonCo
2019	Worldfirst	英国	跨境收单及支付	
2019	Akulaku	印度尼西亚	分期购物	

注：StoneCo (STNE US, 无评级)，以上其他提及公司均未上市

资料来源：蚂蚁集团官网，华泰证券研究所

图表52：蚂蚁集团支付及多元金融业务的海外拓展路径图

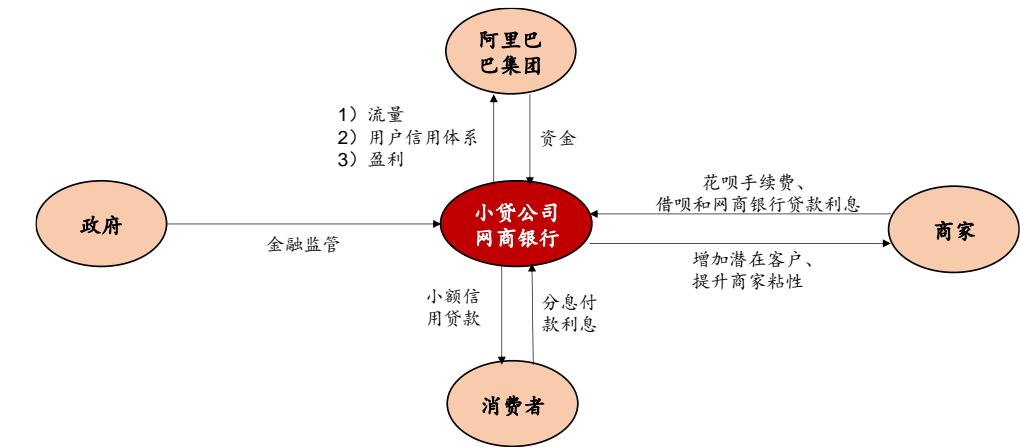


资料来源：蚂蚁集团官网，华泰证券研究所

蚂蚁微贷：核心盈利贡献点

微贷业务发展满足 B 端 C 端客户融资需求，为阿里生态提供征信和流量。阿里巴巴在发展过程中积累了大量 B 端和 C 端客户，大多为长尾客群，由于无征信记录等原因难以获得银行贷款。为解决客户融资难的问题，阿里开展了贷款业务。通过前期对客户的调研，阿里利用自有数据构建了独特的风控体系，实现了 3 分钟申请、1 秒钟授信、0 员工接入的“310”互联网贷款模式。互联网贷款业务的开展对其生态具有重要意义。对 B 端客户而言，解决了小微企业融资难融资贵的问题，助商家稳健经营并提升客户粘性。对 C 端客户而言，撬动其消费潜力为阿里生态带来更大的流量。而自有贷款产品的推出进一步丰富了阿里的征信体系，并对集团的利润做出了贡献。

图表53：互联网贷款业务为集团贡献流量和征信信息，满足 B 端 C 端贷款需求以增加客户粘性



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

蚂蚁集团的贷款业务由 2 家小贷公司和网商银行运营。截至 2019 年末，蚂蚁集团对蚂蚁小微小贷（未上市）、蚂蚁商城小贷（未上市）均 100% 持股，对网商银行持股 30%。2 家小贷公司注册地均为重庆，主要由于重庆对小贷公司的政策环境较为友好。截至 2019 年末，45 家网络小贷公司注册地为重庆，占比达到 18%，仅次于广东省。据我们测算，2019 年蚂蚁集团微贷业务净利润贡献可达到 60-70%，主要由两家小贷公司贡献。

蚂蚁 2 家小贷公司以消费贷款业务为主，主要产品为花呗和借呗。阿里的小贷业务始于 2010 年（浙江阿里小贷（未上市）），之后陆续成立了蚂蚁商城小贷和蚂蚁小微小贷公司，二者于 2015 年 2 月重组进入蚂蚁集团，分别是目前蚂蚁借呗、花呗的运作主体。小贷公司成立之初主要通过 ABS 加杠杆的方式解决资金来源不足的问题，快速扩大贷款规模。但在 2017 年 12 月监管要求将 ABS 与表内融资合并计算杠杆率，蚂蚁集团对 2 家小贷公司注资以满足杠杆率监管要求，并逐渐向联合贷款和助贷模式发展。目前蚂蚁花呗和借呗已与超过 100 家银行建立了合作关系。

网商银行以经营性贷款为主，主要产品为网商贷、旺农贷。网商银行是银监会批准的国内首批5家民营银行之一，也是中国三家互联网银行之一，于2015年6月正式开业。网商银行开业后，蚂蚁集团将小贷公司的经营性贷款业务划转至对网商银行，因此网商银行的主要客群为小微企业、个人创业者和农村用户，主要产品为网商贷和旺农贷，贷款额度和利率均因客户资质而有所差异。

图表54：蚂蚁集团贷款业务布局



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表55：蚂蚁集团微贷业务发展历程



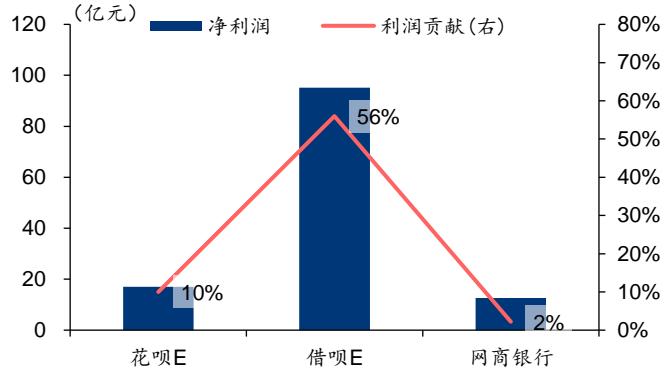
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表56：2016-2019年末蚂蚁小贷公司ABS存量规模



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表57：2019年蚂蚁集团贷款业务净利润贡献

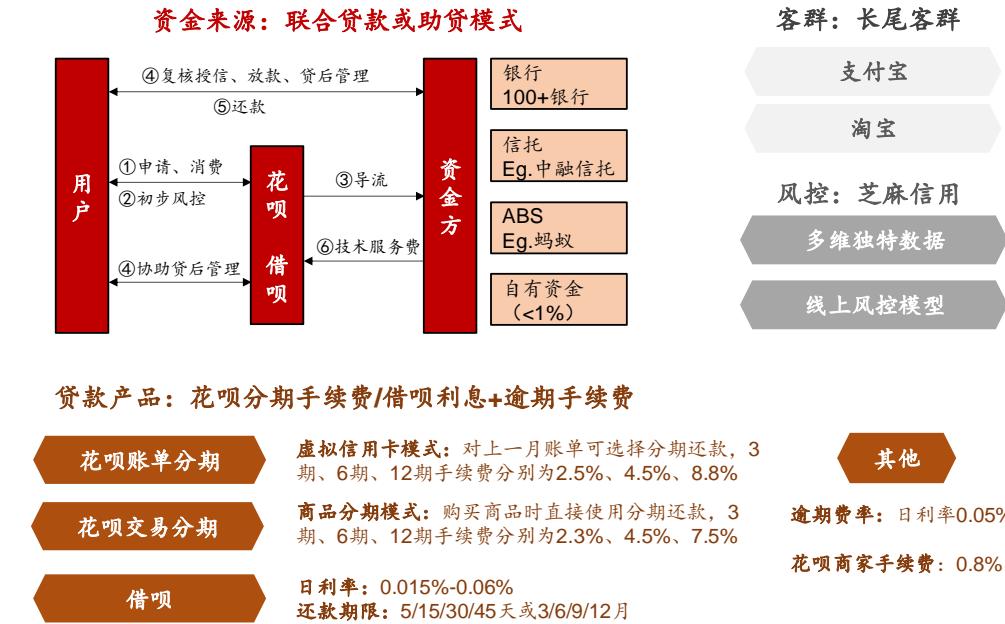


资料来源：网贷之家，阿里巴巴公司财报，路透社，华泰证券研究所

联合贷款模式解决资金来源难题，内嵌支付宝打通消费场景。花呗、借呗的主体均为互联网小贷公司，资金来源渠道较少且受到2.3倍杠杆率的限制，对其业务发展形成较大掣肘，目前贷款业务主要以联合贷款或助贷模式开展。背靠阿里强大的流量优势，贷款产品快速获取长尾客户占领市场，尤其是花呗内嵌至支付宝打通了众多消费场景，根据财新网数据，2019年10月末花呗借呗联合贷款规模市占率达到50%。

营收以中间收入为主，风控体系助业务平稳运营。花呗、借呗产品的收入主要来自分期手续费和逾期手续费，资金方按照出资比例获得收入，并支付给两家小贷公司一定技术服务费，因此蚂蚁小贷公司的收入以中收为主。2017年借呗中间收入为净利息收入的4倍。芝麻信用的风控体系则为业务平稳发展保驾护航。未来蚂蚁集团可争取消费金融牌照扩展互联网贷款业务，进一步提升盈利能力。

图表58：花呗借呗商业模式



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

蚂蚁财富：一站式简单理财

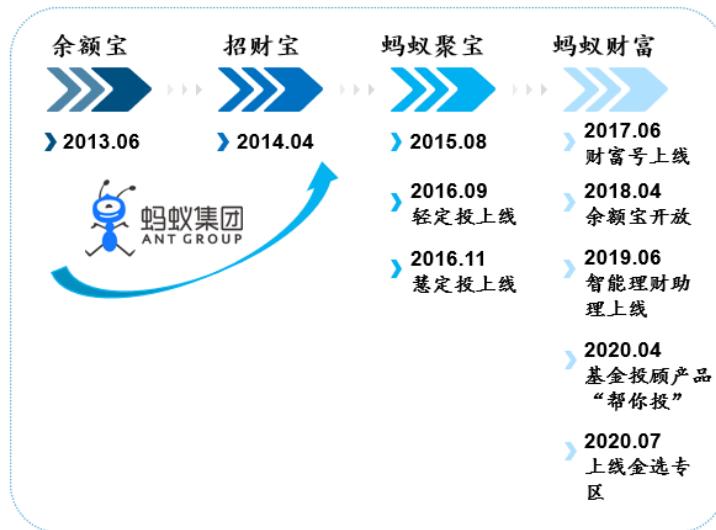
资金端：爆款产品搭配流量渠道激活用户理财意识，实现用户全生命周期服务。蚂蚁集团的财富管理业务最初由支付业务衍生而来，通过资产增值和财富管理提升支付宝账户价值和客户黏性。2013年“余额宝”的推出标志着蚂蚁正式迈向财富管理领域，也用爆款产品搭配流量渠道，成功唤醒用户的理财意识。

产品端：以产品为脉络，通过内部打造和依托“财富号”强化外延式合作，逐渐构建全产品体系。蚂蚁集团在推出爆款产品余额宝后，先后于2014年推出“招财宝”、2015年引入一站式理财、2016年推出“轻定投”和“慧定投”业务，通过内部打造和外延式合作逐渐从单一的现金管理产品发展成为覆盖固收类、权益类、贵金属、股权投资类等丰富产品和理财资讯的一站式理财平台，构建起一套风险从低到高，产品要素从简单到复杂的全产品体系。2017年蚂蚁财富正式向基金公司开放自运营平台“财富号”，基金公司通过自己的品牌专区，蚂蚁发挥基金公司卖方投顾的中台角色。蚂蚁财富依托“财富号”、战略合作、股权投资等方式强化外延式合作优势，拓宽各类供应商覆盖范围。从运营成果看，根据2019年蚂蚁财富伙伴大会公布数据，2018年入驻“财富号”的自运营机构自41家提升至107家，增长160%。入驻机构2018年在财富号上沉淀了1.1万个持仓解读内容，交易用户数增长70%，定投用户数增长170%。入驻机构的平均交易金额是同期未入驻机构的62倍，资产管理规模前者是后者的68倍。

立足“BASIC”战略，构建数据驱动型的协同共赢生态圈。“财富号”不仅作为产品和供应商的引流，还是蚂蚁集团对入驻机构输出AI系统、实现科技赋能的协作生态圈。基于BASIC战略，“财富号”提供运营引擎“如意”、决策参谋“司南”在内的五大AI系统，输出用户画像、精准营销、风险管理等系列工具，提升入驻机构客户触达与运营效能。同时，蚂蚁集团通过智能水平升级和机构客户间协同互动夯实数据和场景基础，协作攻关共性科技难题，优化内生式合作模式，构建数据驱动型金融服务生态圈。技术输出和协同生态圈充分挖掘服务生态，强化金融机构对蚂蚁财富平台及生态的黏着性。根据中国基金报和易观发布的《中国基金业金融科技发展白皮书2019》，基金公司通过蚂蚁财富平均用户运营成本下降70%，1年全行业运营成本节省2000万元，服务效率提升70%，服务渗透人群1亿以上。

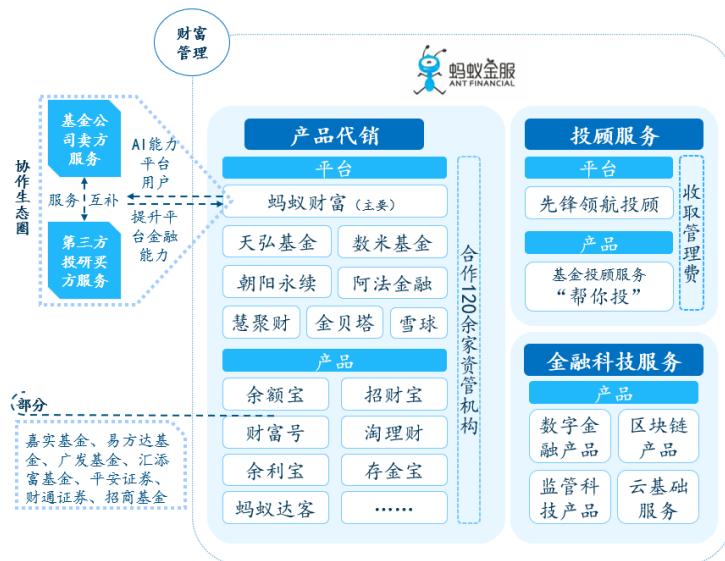
投顾端：“智能理财助手+基金投顾”构建智能理财体系。2019年6月，蚂蚁集团正式发布基于人工智能技术的新应用“智能理财助理”。其基于知识图谱、深度学习算法、自然语言处理等科技技术，整合市场资讯与客户理财状况信息，为客户提供个性化理财配置策略。根据2019蚂蚁金服财富伙伴大会上公布的数据，财富智能理财助理试运行阶段帮助超100万用户优化资产，帮助资产风险过低用户平均收益提12.5%，资产风险偏高用户平均风险降低36%。智能理财助理与蚂蚁“全生命周期、全品类产品服务、全链路服务”的三全服务协同并进，通过陪伴式、交互式服务培养客群粘性，提高用户留存率和复购率。2020年末，蚂蚁集团获得基金投顾试点资格，并与全球最大公募基金公司Vanguard合作开展基金投顾试点服务“帮你投”，真正开启真正意义上的财富管理。根据蚂蚁集团在2020年中国资产管理年会上披露数据，“帮你投”产品上线100天后，90后用户占比超过50%，策略平均年化收益率达51%。

图表59：蚂蚁集团财富管理业务发展时间轴



资料来源：蚂蚁集团官网，华泰证券研究所

图表60：蚂蚁财富业务模式图

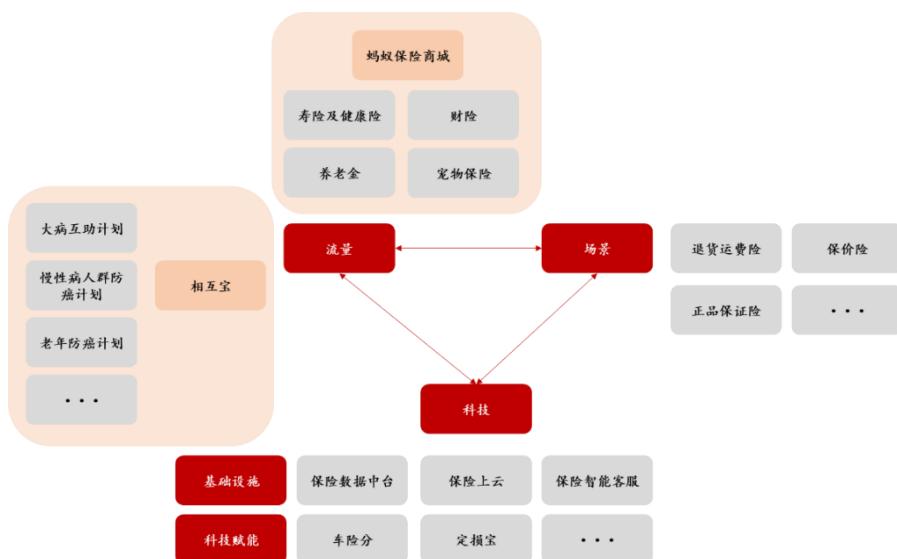


资料来源：蚂蚁集团官网，华泰证券研究所

蚂蚁保险：保险与科技互为生态

蚂蚁保险业务围绕流量、场景与科技布局。蚂蚁依托集团流量优势、平台业务、科技能力开展保险业务，其中，基于支付宝的广域流量优势，设立蚂蚁保险商城，作为互联网保险中介销售寿险及健康险、财险、养老金等业务，并与保险公司进行合作产品定制，打造爆款产品，形成流量转化的正向循环；同时设立相互宝互助计划，从最初的大病互助计划拓展至老年防癌计划，增加覆盖年龄群体，近日推出针对慢性病群体的慢性病人群防癌计划，进一步落实普惠金融理念。蚂蚁集团具备得天独厚的购物场景优势，陆续与财险公司合作推出退货运费险、保价险、正品保证险等场景依附型险种，构建立体化的产品条线。此外，基于集团科技优势的，一方面赋能集团自身保险业务，如推出车险分、定损宝等应用优化车险定价、理赔等多流程环节，另一方面提供保险上云、保险数据平台等多种保险科技服务，协助其他险企改善经营效率。

图表61：蚂蚁集团保险业务布局



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

保险与科技互为生态，构筑核心竞争力。一方面，科技重塑保险行业的运营生态，涉及产品、渠道、定价、理赔等保险业务全价值链，蚂蚁集团利用科技赋能保险，基于多维度的用户数据形成客户洞察，进而定位潜在客群，并在产品端持续优化，满足市场多层次保障需求的，同时基于大数据与人工智能在核保、理赔方面提升运营效能；另一方面，保险业务的开展倒逼科技生态的优化与演进，对于业务流程中的痛点问题，蚂蚁着力使用科技手段优化解决，并形成科技服务进行技术输出。整体来看，蚂蚁集团保险业务和科技互为生态，构筑领先行业的核心竞争力。

技术支持层：科技赋能生态，为产品创新保驾护航

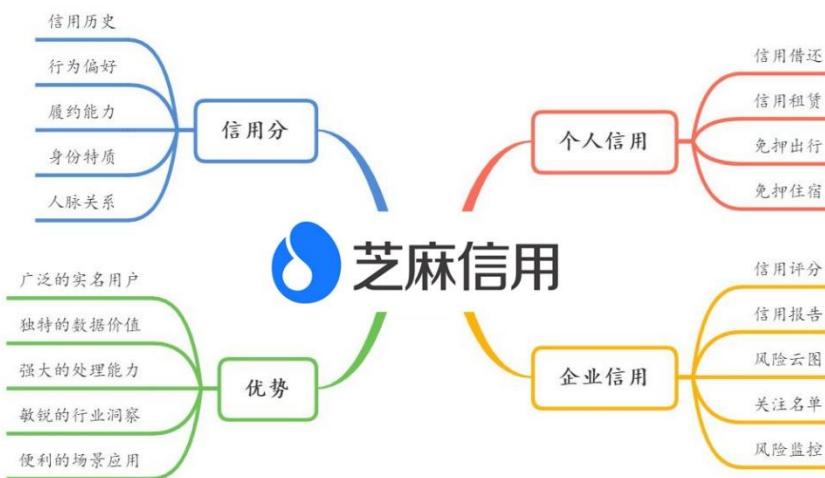
芝麻信用：让信用等于财富

建立芝麻分评价体系，衡量整体信用程度。芝麻信用基于用户的消费及行为数据，也综合了传统金融机构的借贷数据，推出芝麻信用分这一信用产品，基于以350-950之间的分数来衡量用户的信用程度高低，主要依据信用历史、行为偏好、履约能力、身份特质及人脉关系五部分来构建，较高的芝麻分可以帮助用户获得更高效、更优质的服务。

蚂蚁集团通过芝麻信用构筑信用生活，构建互信互惠的商业环境。在消费端，消费者保持良好的信用评级，即可获取芝麻信用提供的信用免押、信用先享、信用专惠、信用速办、信用金融等信用服务。具有代表性的是免押金信用租服务，信用良好的用户无需缴纳押金便可借用充电宝、雨伞、图书等商品，还可体验免押金骑行、租车、住宿等服务。此外，芝麻信用分较高的用户还可将其作为财务及履约能力证明，快速办理出国签证，无需再提交资产证明等复杂资料。另外在商户端，芝麻信用为企业提供信用评分、信用报告、风险云图、关注名单、风险监控等产品，帮助守信企业更为便捷的获得金融服务并降低交易成本。

芝麻信用拉开了大数据征信的序幕，是对传统征信的有效补充。芝麻信用在蚂蚁集团金融生态系统中发挥着极其重要的作用。一方面芝麻信用汇集前端在电商、支付和理财平台的相关数据，利用技术优势使信用数据产生价值；另一方面，它为蚂蚁集团的小微金融布局搭建信用评估模型，为后续的金融版图扩张奠定了基础。

图表62： 芝麻信用业务模式图



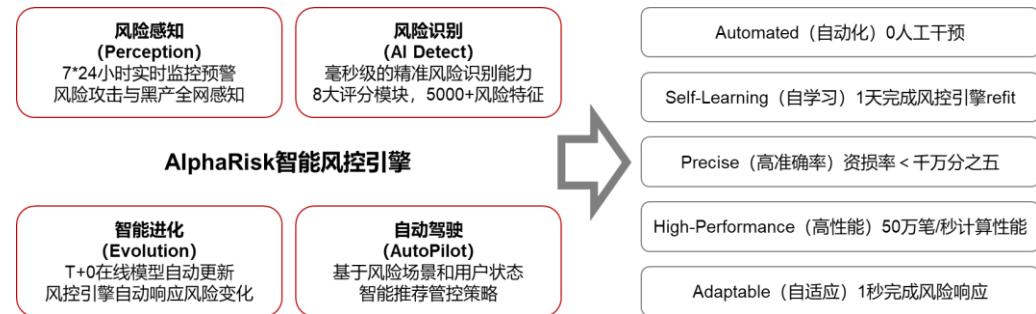
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

AlphaRisk 智能风控引擎：打造金融级账户安全的第五代风控体系

历经十多年的发展，支付宝已从原先的蚁盾、CTU 风险大脑全面进入人工智能时代。AlphaRisk 作为蚂蚁集团第五代风控引擎，其核心是由大数据以及人工智能驱动的智能风险识别体系。在 AlphaRisk1.0 上线后，支付宝的资损率从原先十万分之一下降至千万分之五以内，仅为国外先进第三方支付公司资损率的 1/200，处于行业的绝对领先水平。支付宝平台上每天都有上亿笔交易，AlphaRisk 智能风控引擎不仅能够对每个用户的每笔支付进行 7x24 小时的实时风险扫描，同时通过不断新增的风险特征挖掘和优化算法迭代的模型，自动贴合用户行为特征进行进化风险对抗，实现 0.1 秒内完成风险预警、检测、管控等流程，确保用户账户安全和支付交易的万无一失。

大数据与人工智能相辅相成，构成了蚂蚁集团 AlphaRisk 智能风控引擎的两大基石。AlphaRisk 的原理是应用大数据和人工智能颠覆传统风控的运营模式，通过风险感知（Perception）、风险识别（AI Detect）、自动驾驶（AutoPilot）和智能进化（Evolution）4 大模块的构建，将人类直觉 AI（Analyst Intuition）和机器智能 AI（Artificial Intelligence）完美结合。用户在支付宝上的每一笔交易都会经过 AlphaRisk 系统的上百个模型的重重扫描，以检查手机丢失账户是否被盗用，是否存在欺诈被骗可能以及是否有违法套现等风险。依托海量的历史数据以及不断增长的新数据，AlphaRisk 不断的自我学习，自我迭代，帮助支付宝实现全球最低的资损率，是金融科技在全球最具革命性的应用之一。

图表63： AlphaRisk 智能风控引擎模式图



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

蚂蚁集团研究院：做前瞻研究的最强大脑

产业研究助力业务拓展。蚂蚁集团研究院是蚂蚁集团设立的内部战略分析和学术研究机构，依托蚂蚁集团在金融、技术领域的长期积累，围绕普惠金融、金融科技、金融服务实体经济及数字金融等领域，开展战略分析、理论研究和应用探索等工作。一方面，与集团提供的产品服务开展紧密相关的产业研究成果，能够帮助企业实现产品创新和业务拓展，提升企业综合服务能力，实现多元化盈利模式；另一方面，研究院对于行业发展趋势的探索，能为企业进行前瞻性战略部署提供研究支持，保持企业的创新活力，获取持续竞争优势。

图表64：蚂蚁集团研究院部分研究成果

时间	合作机构	发布成果
2018/05/11	四川大学商学院、封面新闻	《数字经济红利下的脱贫攻坚战》
2020/04/21	西南财经大学	《疫情下中国家庭财富变动趋势--中国家庭财富指数调研报告（2020Q1）》
2020/05/07	-	《网络互助行业白皮书》
2020/05/08	全国工商联、国家金融与发展实验室	《2019-2020小微融资状况报告》
2020/05/25	中国财政科学研究院	《数字消费券对居民消费及复工复产的效应分析》

资料来源：慧博，华泰证券研究所

技术探索提供底层支持。设立蚂蚁集团研究院后，蚂蚁集团仍在不断加大其科研布局，先后和清华大学、同济大学、麻省理工学院和加州伯克利大学等高校开展合作，并在金融安全、人工智能和区块链技术等领域取得了一系列科研成果。蚂蚁集团和同济大学联合研发的“网络交易支付系统风险防控关键技术及其应用”曾获国家科学技术进步奖二等奖，这项技术使得支付宝交易资损率不到十万分之一，是产学研结合的优秀案例。金融科技领域的前沿技术研发能够帮助蚂蚁集团优化产品服务，为集团业务和生态发展提供了底层支持。

基础设施层：数字金融新原力

砥砺15年，逐步构建科技生态体系。蚂蚁集团最初基于支付宝体系以流量场景切入，通过外部投资横向拓展产品条线，对内建立纵向内部协同体系。自2003年支付宝伴随淘宝体系应运而生以来，蚂蚁集团陆续完成系统分布化、推出快捷支付、发布蚂蚁金融云等多个里程碑式项目，2018年蚂蚁集团提出技术开放战略“BASIC”，分别对应：区块链、AI、安全、物联网和云计算，为数字金融和数字经济拓宽新的边界。经过15年砥砺与打磨，蚂蚁集团逐步形成了入口层、业务层、能力层和技术层的金融科技生态体系。

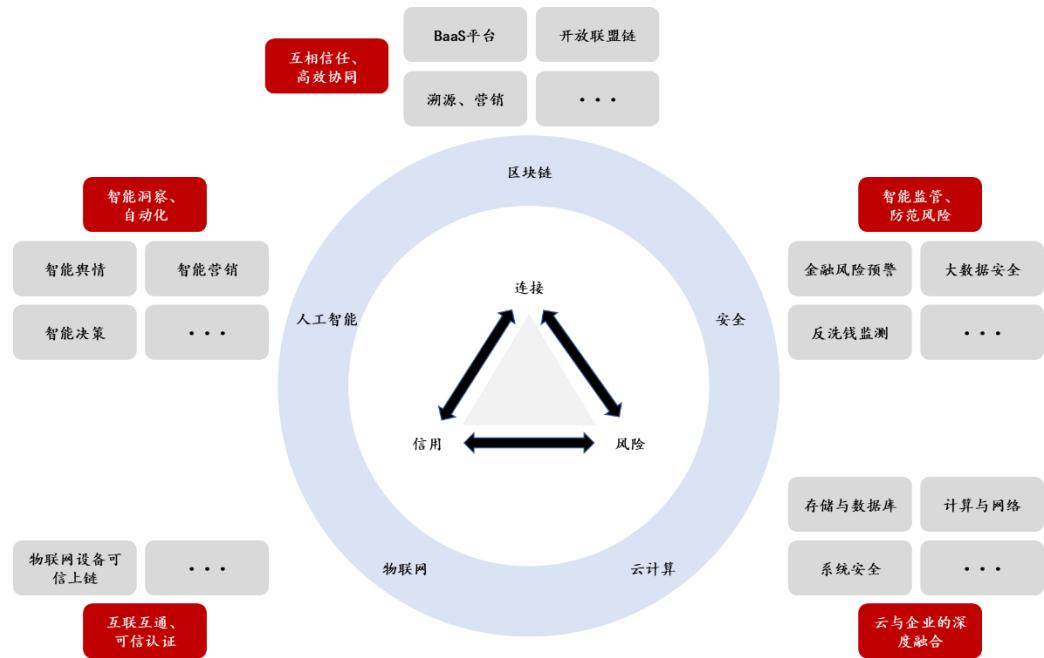
图表65：蚂蚁集团科技发展路线图



资料来源：蚂蚁集团官网，华泰证券研究所

BASIC 战略夯实底层技术基础建设，贯穿连接、风险与信用。“BASIC”战略围绕连接、风险、信用展开，其中，最为基础的功能是连接，金融科技改变原有的以线下网点触达客户的重资产模式，新的轻资产模式有效提升触达的深度和广度，同时降低各个社会节点之间的连接半径，实现全链条更为高效、低成本的协同；风险控制是基本盘，在有效平衡公平与效率的基础上，呵护用户更为顺畅的使用体验，降低安全成本；信用是最为核心的功能，通过集成化的基础体系和模块化的技术实现，降低个体、机构之间的信任成本，实现体系价值。

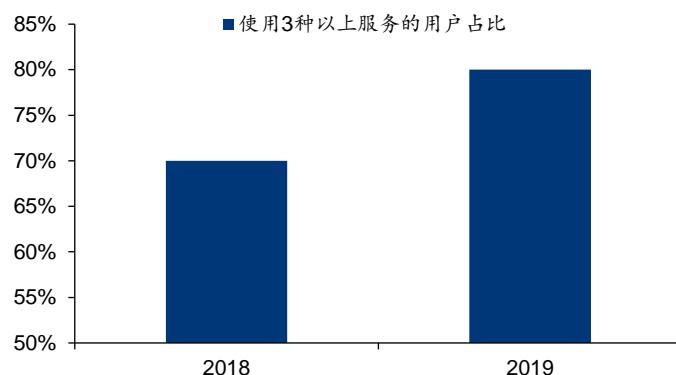
图表66：蚂蚁集团 BASIC 战略解析



资料来源：蚂蚁集团官网，华泰证券研究所

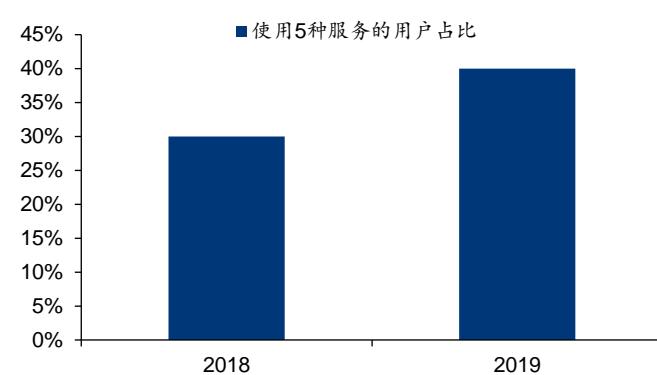
通过技术之间的深度耦合，充分创造协同价值。支撑连接、风险和信用三大能力的核心技术是交互、决策、交易和协同。蚂蚁集团通过完善的底层设施和生态场景布局实现技术之间的深度耦合，进而创造协同价值。底层设施方面，蚂蚁集团最初以中间件 SOFA 为计算核心，OceanBase 为存储核心，并在聚焦技术的基础上，逐步向业务综合应用拓展。如在 2018 年 ATEC 峰会上发布的分布式金融核心套件和金融数据智能套件，提供一体化金融核心系统转型服务平台，提供数据管理之外的金融应用落地。场景应用方面，如人脸识别支付的新型交互模式、全球可信身份平台 ZOLOZ（蚂蚁佐罗）、基于用户行为画像和实时事件的决策引擎、低成本且大规模的线上交易处理能力、连接金融产业多元环节的协同机制等。蚂蚁集团的协同能力是在完善的底层基础设施和持续的场景探索基础上的飞跃。深度的协同显著提升蚂蚁集团的客户价值，根据阿里巴巴 2020 年投资者开放日披露，2019 年使用 3 种以上服务的用户占比和使用全部 5 种服务的用户占比分别从 2018 年的 70%、30% 提升至 80%、40%。

图表67：蚂蚁集团使用 3 种以上服务的用户占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表68：蚂蚁集团使用 5 种服务的用户占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

从 2B 迈向 2G，从单元迈向体系，彰显蚂蚁集团的硬实力。蚂蚁集团在十余年的业务发展中积淀了风控、基础技术、服务连接和信用等核心能力，从面向 B 端逐步扩展到 G 端，提供地方金融综合监管服务平台、证券交易监管核查、金融数据安全、智能反洗钱服务、企业财务造假识别等解决方案，并已于与多地有关部门开展合作。我们认为，蚂蚁集团向 2G 的拓展一方面有效拓宽了其业务边界，相关机构的认可也侧面彰显了蚂蚁集团的硬实力；另一方面，通过发展新型的监管科技，能够提升对整个金融系统的风险洞察，从单元化的业务迈向体系化的理解，构建独特的业务护城河。

基于普惠金融视角，由金融创新向技术开放飞跃。蚂蚁集团贯彻“以普惠视角寻找痛点问题-依托场景化思维设计产品-场景驱动海量个体行为-海量行为数据驱动新一轮的业务创新”的思维闭环，践行技术开放战略。过去在推进快捷支付、余额宝、相互宝的过程中充分体现了这一问题导向的普惠思维。目前蚂蚁集团由专注金融创新迈向技术与业务双轴驱动开放，形成了丰富的产品条线，涵盖数字金融解决方案、区块链解决方案、阿里云基础服务和监管科技，与金融机构建立多层次全方位的连接，推进其核心系统的升级和创新业务的实现。

图表69：蚂蚁集团金融科技产品概况

分类	具体产品
数字金融	金融分布式架构、分布式金融核心套件、移动开发平台 mPaaS、小程序云应用服务、分布式关系数据库 OceanBase、分布式图数据库、金融风险引擎、业务反欺诈、金融信息平台、智能营销平台、数据智能研发平台、智能舆情平台、数据智能决策平台、数巢、智慧网点
区块链	区块链 BaaS 平台、开放联盟链、应用速搭平台、区块链溯源营销、可信存证服务、区块链数字物流、跨链数据连接服务、蚂蚁链授权宝、可信身份认证、摩斯多方安全计算、链上风控服务
监管科技	大数据安全平台、金融风险预警平台、企业关联关系查询、行业监管平台、决策参谋平台、综合金融服务平台、企业财务造假识别、企业债券评级预警、企业动态预警、LINK 关系分析平台
阿里云基础服务	计算和网络、存储、数据库、大数据、系统安全、应用服务等

资料来源：蚂蚁集团官网，华泰证券研究所

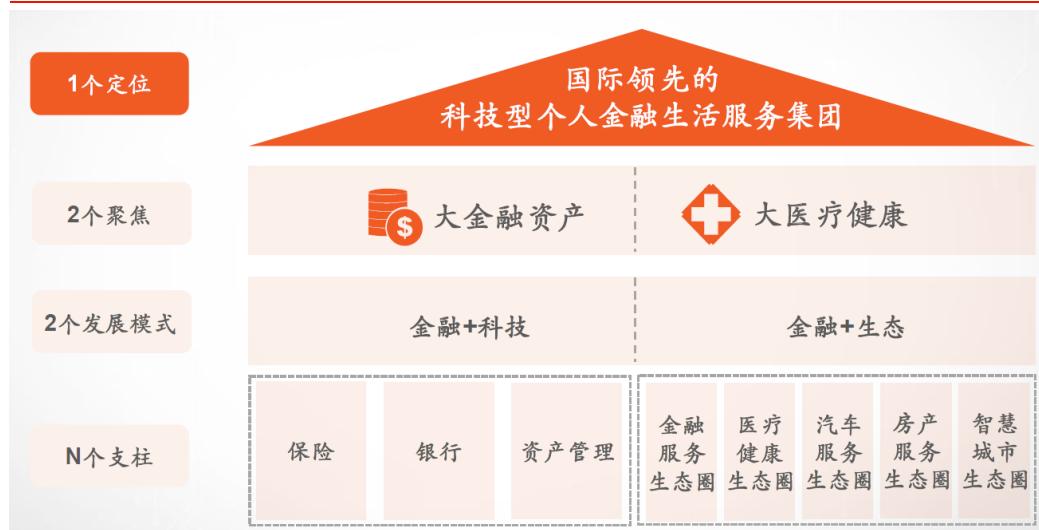
重点推荐标的

金融科技在需求中诞生与升级，对传统金融赋能效应显著，既能提升运作效率，又能有效防控风险。各大公司也在传统金融的基础上，持续推进科技生态圈建设，有望实现多维度核心竞争力的持续积累，构建生态护城河。个股推荐综合金融优势突出、科技布局完善的中国平安；零售业务与财富管理标杆、科技应用场景丰富的招商银行。

中国平安 (601318 CH, 买入, 目标价 92.32-100.02 元): 代理人转型改革深化, 生态建设逐步落地

中国平安持续推进“金融+科技”发展战略，增强“科技赋能金融、科技赋能生态、生态赋能金融”效应。公司在确保金融主业稳健增长的基础上，紧密围绕主业转型升级需求，持续加大科技投入，不断增强“金融+生态”赋能的水平与成效，在运用科技助力金融业务提升服务效率、提升风控水平、降低运营成本的同时，将创新科技深度应用于构建“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈，优化综合金融获客渠道与质效。

图表70：中国平安已形成完善的五大生态圈



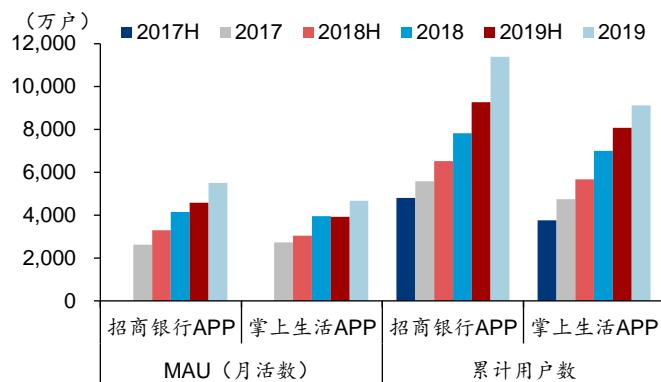
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我们预计公司 2020-22 年 EPS 分别为 9.01、10.60、12.27 元，预计 2020-2022 年 EVPS 分别为 76.94、89.85、104.62 元，采用可比公司估值，参考可比公司 2020 年华泰预测平均 PEV 为 0.96x（参考 2020 年 7 月 2 日发布报告时估值）。公司寿险转型领先行业，代理人质态逐步抬升，综合金融优势显著，享受一定估值溢价。维持 2020 年 1.2-1.3xP/EV 预期，目标价格区间 92.32-100.02 元，维持“买入”评级。

风险提示：保障险推进力度不及预期，利率下行带来潜在的利差损风险，权益市场波动导致投资收益增长的不确定性。

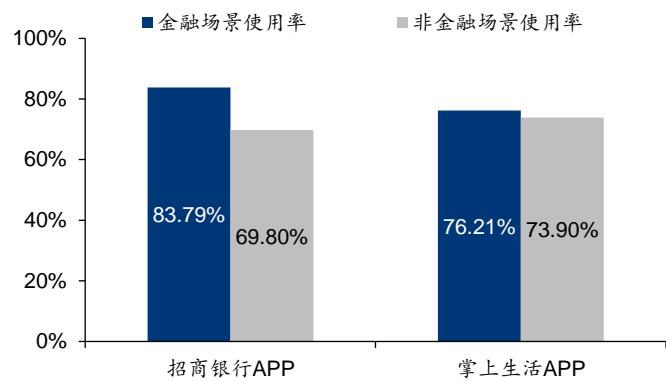
招商银行 (600036 CH, 增持, 目标价 38.76~41.35 元): 零售业务标杆, 财富管理强行
 招商银行通过“内建平台-外拓场景-多元金融导流”的三步走模式打造金融科技生态圈。第一步，内建平台。早在 2010 年便开始布局“招商银行”和“掌上生活”APP，随后不断进行升级迭代，推动零售业务从卡片向线上迁移。第二步，外拓场景。为提升 APP 用户活跃度和忠诚度，招行着力于打造丰富的非金融服务生活场景，2018 年发布的 APP 7.0 通过向合作伙伴开放接口，聚集了饭票、影票、出行、便民服务等高频场景，从而培育用户使用习惯，两大 APP 的 MAU 不断提升。第三步，向多元金融服务导流。在广泛获客的基础之上，招行最终实现用户体系的流量闭环，向财富管理、消费金融等零售金融业务导流，2019 年招行 APP 理财投资客户数同比+50.2%，理财投资销售额占全行的 71.5%；2019H1 通过掌上生活 APP 办理的消费金融交易占信用卡消费金融交易的 48.0%。

图表71：2017年以来招商银行两大APP月活数和累计用户数快速提升



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表72：2019年招商银行两大APP金融+非金融场景使用率较高



注：场景使用率=场景去重 MAU/总 MAU，同一用户可能同时使用两类场景，故两者使用率之和大于 100%。

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润增速 12.8%/15.3%/16.2%，EPS 为 4.15/4.79/5.56 元，2020 年 BVPS 预测值为 25.84 元，对应 PB1.34 倍。参考可比公司 2020 年 Wind 一致预测平均 PB 为 0.59 倍（参考 2020 年 4 月 30 日发布报告时估值）。公司作为零售银行先驱、财富管理引领者在逆境面前展现了强大韧性，维持 2020 年目标 PB1.5~1.6 倍，目标价区间为 38.76~41.35 元，维持“增持”评级。

风险提示：经济下行超预期，资产质量恶化超预期。

图表73：重点推荐公司估值表

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价(元)	总市值(亿元)	EPS (元)				P/E (x)			
						2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
601318 CH	中国平安	78.19	买入	92.32-100.02	14,012	8.41	9.01	10.60	12.27	9.30	8.68	7.38	6.37
600036 CH	招商银行	38.00	增持	38.76~41.35	9,461	3.68	4.15	4.79	5.56	10.33	9.16	7.93	6.83

备注：以上重点公司推荐文字、目标价及 EPS 来源于华泰证券金融团队最新报告，收盘价为 2020.08.14

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1、经济下行超预期。2020 年我国经济受外需和内需影响，企业融资需求情况值得关注。
- 2、资产质量恶化程度超预期。上市银行的不良贷款率仍相对稳定，但资产质量可能因疫情等外部因素而出现波动。
- 3、科技创新进度低于预期。科技投入需要经过较长时间积累才能产生成果，会出现整体进度低于预期的可能。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、陶圣禹、蒋昭鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

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

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

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

公司评级

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

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

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

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼(纽约 10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

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

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司