

多元金融

证券研究报告
2019年05月08日

Fintech 重塑金融，三类主体站上风口——金融科技系列之一

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

夏昌盛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com
罗钻辉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060005
luozuanhui@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《多元金融-行业深度研究:2019 重新定义信托行业, 主动管理、服务信托和公益信托的发展空间广阔》 2019-03-07
- 2 《多元金融-行业点评:资金信托新规即将落地, 看好信托行业资金端改善趋势》 2019-02-27
- 3 《多元金融-行业点评:关注社融数据超预期下的信托行业估值修复机会推荐爱建集团、中航资本》 2019-02-19

过去金融机构主要赚牌照的钱, 未来更多地要赚能力的钱, 各种能力的基础是金融科技。金融科技(Fintech)是指技术带来的金融创新, 它能创造新的模式、业务、流程与产品, 其主体包括: 1) 利用科技手段推动创新、提高效率的传统金融机构; 2) 利用科技手段推出全新金融服务的新进入者; 3) 为传统机构提供技术服务的金融IT企业。

回顾 Fintech 的发展历程, 1) 从金融行业对科技的应用来看, 其经历了金融电子化、互联网金融、金融科技三个阶段。2) 从科技企业对金融的服务来看, 其经历了金融IT软硬件销售、云托管和外包、“IT即金融”三个阶段。目前全球 Fintech 投资高涨, 受益于传统金融的覆盖面尚窄、互联网技术的超前发展、政策方面的支持, 我国 Fintech 后来居上, 发展迅猛。

云计算、大数据、人工智能、区块链等新兴技术逐渐成为金融行业发展的核心驱动因素。1) 云计算作为底层设施, 可以降低运营成本, 满足复杂的运算分析需求。2) 大数据技术能帮助金融机构提供差异化服务, 实现精准营销, 加强风险控制。3) 人工智能可以代替人的程序化工作, 降低成本并提升工作效率和用户体验。4) 区块链推动了“去中心化”的模式重构, 提高安全性。四种技术相互依赖、相互促进, 共同推动金融行业的变革。

一、Fintech 赋能传统金融机构。对于传统金融机构, Fintech 的作用从运营效率的提高转变为产品和服务的创新。未来科技将成为传统金融行业的核心驱动力。国内各大银行、券商和保险公司不仅与外部 Fintech 公司合作, 而且更加注重自主研发能力的培养, 加紧 Fintech 的布局。具体标的方面, 通过比较, 我们判断, **中国平安、华泰证券的金融科技布局领先、科技研发投入明显高于同业, 先发优势显著。**

二、Fintech 催生新兴金融业态。目前的新兴金融业态主要包括网络借贷、第三方支付和个人征信等。1) 网络借贷受监管影响, 集中度提高。P2P 平台备案或将开始试点, 将进一步规范化。消费金融行业的盈利因素看重场景优势、风险控制和平台资质。具体标的方面, 我们判断, **重庆百货(旗下“马上消费金融”)具有线下场景优势, 积极布局 Fintech, 且具有平台资质, 将有较好的盈利前景。**2) 第三方支付行业规模巨大, 且仍有广阔空间, 科技有望推动其二次加速, 盈利模式由收取手续费向增值服务拓展, 有较大提升空间, 但面向 C 端的竞争格局暂时难以改变。具体标的方面, 我们判断, **海联金汇深耕线下 B 端且能够提供综合金融服务, 公司前景较好。**3) 个人征信行业受供需两侧双重驱动, 得到较快发展。百行征信(非上市)是国内首家拥有个人征信牌照的公司, 个人征信格局加速形成。

三、Fintech 助力金融 IT 企业。金融 IT 企业主要为金融机构提供技术产品或服务, 目前通过自行申请或收购、与金融机构成立合资公司、与大型金融集团开展战略合作等三种方式获取金融牌照, 开始直接为终端客户提供金融服务。未来, 能够获取客户流量、专注于细分市场、拥有金融科技创新能力的持牌金融 IT 企业将有望胜出。具体标的方面, 我们判断, **恒生电子研发投入遥遥领先, 金融 IT 龙头地位稳固; 东方财富以财经资讯起家, 是 C 端流量龙头, 客户流量优势明显, 发展前景广阔。**

投资建议: 1) 在传统金融机构领域, 重点关注金融科技战略布局、科技研发投入领先的中国平安、华泰证券。2) 在新兴金融业态领域, 重点关注具有线下场景优势、积极布局 Fintech 且具有平台资质的消费金融企业重庆百货(商社团队覆盖); 关注深耕线下 B 端, 能提供综合金融服务的第三方支付公司海联金汇。3) 在金融 IT 领域, 重点关注主业稳定、市占率高的绝对龙头恒生电子(计算机团队覆盖)、C 端流量龙头互联网券商东方财富(传媒团队覆盖)。

风险提示: 宏观经济下行、金融科技发展不及预期、金融监管趋严



内容目录

1. 金融科技的内涵及产业变迁：金融与科技的全面融合	5
1.1. 金融科技的内涵及分析框架	5
1.2. 发展历程：从电子化到金融科技的全面融合	6
1.3. 全球金融科技投资高涨，中国金融科技后来居上	8
2. 金融科技的关键技术：ABCD 赋能金融行业	9
2.1. 云计算：提供基础设施，发展较为成熟	9
2.2. 大数据：由前端业务向风控、流程改进等领域延伸	10
2.3. 人工智能：应用方向广泛，智能投顾最受关注	11
2.4. 区块链：处于发展初期，或带来颠覆性突破	12
3. 科技赋能传统金融机构	12
3.1. 银行+科技：加快金融科技布局，有望在多个领域实现突破	12
3.1.1. 加快金融科技布局，加强与科技公司合作	12
3.1.2. 金融科技在银行领域的具体应用	13
3.2. 保险+科技：从渠道创新到产品创新	14
3.2.1. 互联网保险：金融科技在保险领域应用的初始阶段	14
3.2.2. 金融科技助力互联网保险	15
3.3. 证券+科技：智能投顾覆盖长尾客户，区块链应用空间广阔	17
4. 科技催生新兴金融业态	18
4.1. 网络借贷：集中度提升，消费金融潜力巨大	18
4.1.1. P2P 网贷平台：备案或将启动，平台进一步规范化，大规模发展受限	19
4.1.2. 消费金融：金融科技带来消费金融大发展	20
4.2. 第三方支付：科技推动二次加速，增值服务提升盈利能力	22
4.2.1. 第三方支付增长迅速，科技推动二次加速	22
4.2.2. 竞争格局：存量牌照价值凸显，综合金融服务能力强的更具竞争力	23
4.2.3. 增值服务拓展盈利空间	24
4.3. 个人征信：供需两侧双驱动，金融科技加速征信格局形成	24
5. 科技助力金融 IT 企业	25
5.1. 金融科技为金融 IT 企业带来新的增长点	25
5.2. 金融与科技的融合是大势所趋	25
5.3. 金融 IT 企业积极获取金融牌照	25
6. 监管趋势：严监管常态化，监管科技崛起	26
6.1. 监管理念变革：由“被动”向“主动”转变	26
6.2. 监管机制创新：“沙盒监管”为有益借鉴	26
6.3. 监管规则重构：监管有效性取决于对技术风险的控制	27
6.4. 监管科技运用：用“科技”监管“科技”	27
7. 投资建议	27
7.1. 关注积极布局金融科技的传统金融机构	27
7.2. 关注金融科技催生的新兴金融业态	29

7.3. 关注获取金融牌照的金融 IT 企业	30
7.4. 重点关注标的	30

图表目录

图 1: 金融科技的内涵	5
图 2: 金融科技分析框架	6
图 3: 金融科技发展历程: 金融行业对科技的应用	7
图 4: 银行业 IT 投资市场规模 (亿元)	7
图 5: 证券 IT 投入规模 (亿元)	7
图 6: 全球金融科技投资额 (亿美元)	8
图 7: 2018 全球金融科技企业 TOP10	8
图 8: 中美网络零售占比 (%)	9
图 9: 小微企业贷款余额及占比	9
图 10: ABCD 技术赋能金融行业	9
图 11: 云计算的应用	10
图 12: 大数据在金融领域的应用	11
图 13: 人工智能技术应用	11
图 14: 手机银行用户规模不断攀升 (万人)	13
图 15: 网上银行用户规模及使用率	13
图 16: 大数据在银行业务流程中的应用	13
图 17: 保险与互联网结合催生新的营销模式	14
图 18: 经营互联网保险公司数量 (家)	15
图 19: 互联网保费及渗透率	15
图 20: 大数据在保险业务中的应用	16
图 21: 区块链在证券行业的应用方向	18
图 22: P2P 运营平台数量及增长情况	19
图 23: 居民消费贷款占境内总贷款的比重	20
图 24: 中国第三方支付市场规模及增速	22
图 25: 中国第三方支付互联网支付和移动支付规模	22
图 26: 2017 年市场主体总量	23
图 27: 2017、2018 年移动支付用户城乡比例	23
图 28: 2017 年第三方支付牌照分布 (家)	23
图 29: PayPal 增值服务占比持续上升	24
图 30: PayPal 营收及净利润稳定增长	24
图 31: 资产管理规模 (万亿元)	25
图 32: 传统金融企业关于对金融科技企业取代其业务份额的预测	25
图 33: 部分券商 2018 年信息技术投入 (万元)	31
图 34: 2018 保险公司互联网创新排行 (总分)	31
图 35: 研发支出总额占营业收入比例 (%)	32
图 36: 东方财富证券业务收入及占比	32

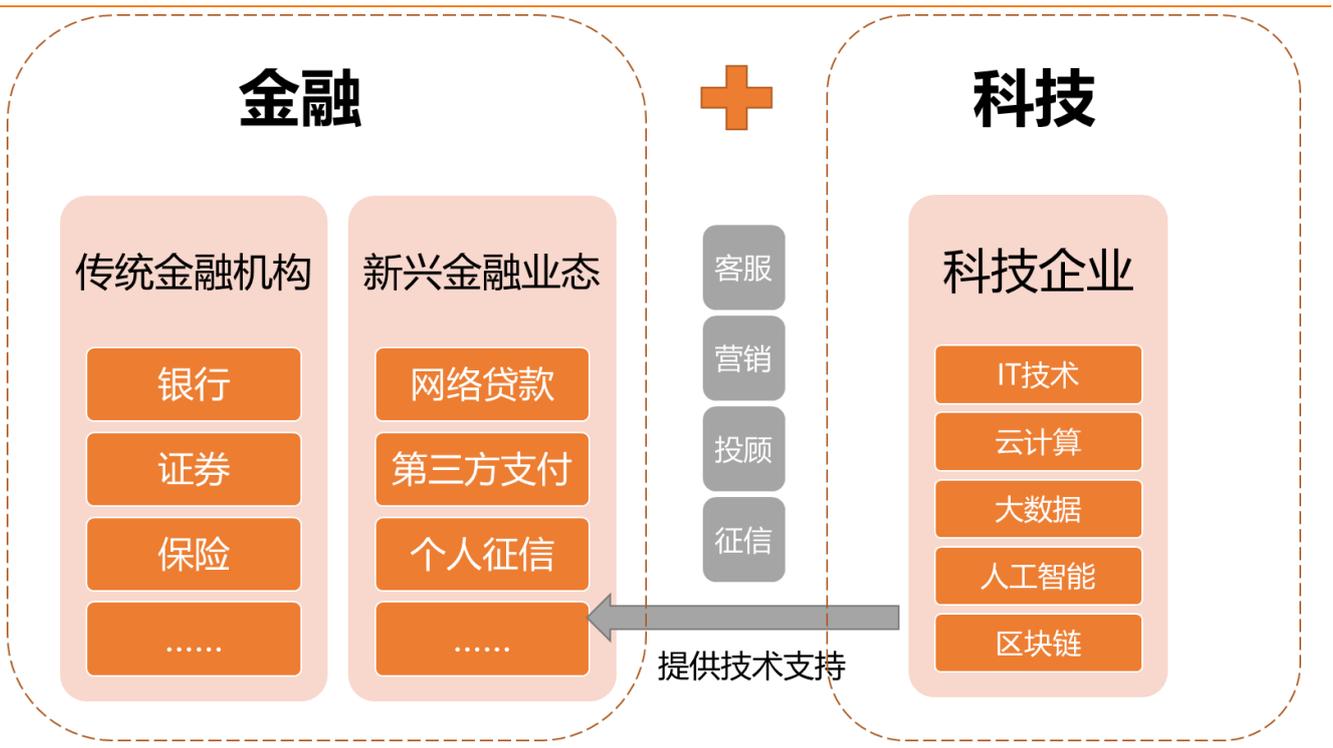
表 1: 国内部分险企对区块链的探索与应用	17
表 2: 消费金融竞争格局	21
表 3: 积极布局金融科技的部分 A 股上市传统金融机构	27
表 4: 新兴金融业态相关上市标的	29
表 5: 积极获取金融牌照的上市金融 IT 企业	30

1. 金融科技的内涵及产业变迁：金融与科技的全面融合

1.1. 金融科技的内涵及分析框架

根据国际权威机构金融稳定理事会（FSB）的定义，金融科技（Fintech）是指技术带来的金融创新，它能创造新的模式、业务、流程与产品。区分“金融科技”与“互联网金融”、“科技金融”能帮助我们充分理解金融科技的内涵。“互联网金融”将传统金融业务互联网化，但未改变金融业的生产方式，“金融科技”是对金融业务的根本性变革，包括业务形态和组织形态，金融科技包含互联网金融，但影响更为深刻、彻底。根据《“十三五”国家科技创新规划》的定义，“科技金融”属于产业金融的范畴，落脚点在金融（与其并列的概念是三农金融、消费金融），是金融服务实体经济的典型代表；而金融科技落脚点在科技（与其并列的概念是军事科技、生物科技），意在科技为金融服务赋能。

图 1：金融科技的内涵



资料来源：中国信通院，天风证券研究所

金融科技的分析框架，可以从四大技术、三大主体、两大因素等三个层面分析。1) 技术层面作为金融科技分析的起点，主要包含云计算、大数据、人工智能、区块链四大新兴技术。2) 主体层面的分析是技术对于金融行业的影响，金融科技的主体既包括利用科技手段推动创新提高效率的传统金融机构、利用金融科技推出全新的金融产品的新兴金融业态，也包括为传统金融机构在客服、风控、支付、投顾和征信等领域提供技术服务的金融IT公司。3) 风控和监管是影响金融科技能否健康发展的两大因素。

图 2：金融科技分析框架



资料来源：天风证券研究所

1.2. 发展历程：从电子化到金融科技的全面融合

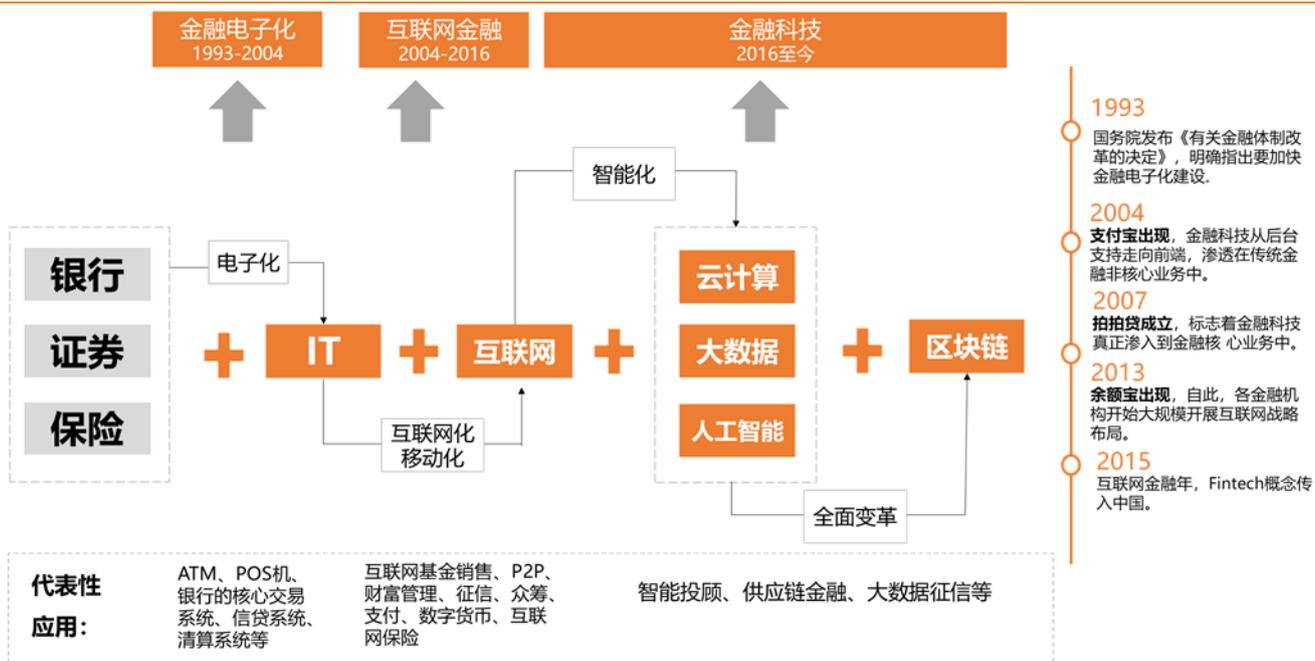
从金融行业对科技的应用来看，金融科技的发展历程可以分为三个阶段：

第一阶段：金融电子化时期（1993年-2004年）。1993年，国务院发布《有关金融体制改革的决定》，明确指出要加快金融电子化建设。中国人民银行和银行业金融机构开始探索行业电子化建设之路，通过构建自身的IT系统，来实现办公和业务的电子化、自动化。2001年之后，金融机构在利用现代通信网络技术的基础上，更加注重数据库技术的应用，将数据逐步集中汇总，提升服务和管理水平。代表性应用包括ATM、POS机、银行的核心交易系统、信贷系统、清算系统等。

第二阶段：互联网金融时期（2004年-2016年）。互联网金融时期呈现的特点是金融机构或互联网公司搭建在线业务平台，汇集海量用户，利用移动互联网技术对传统金融服务进行变革，对接金融的资产端、交易端、支付端和资金端，实现渠道网络化。如网上证券开户、网银系统、P2P、移动支付等。

第三阶段：金融科技时期（2016年至今）。与互联网金融时期不同的是，金融科技的范围更广。除了互联网技术，更多新兴技术如大数据、云计算、人工智能、区块链被融合到金融业务中，传统金融企业、金融行业的新进入者和科技类企业利用科技手段对传统金融产品和服务进行变革或催生新的金融产品或服务，降低交易成本、提升运营效率。代表性应用除互联网金融时期的应用外，还包括大数据征信、智能投顾、供应链金融等。

图 3：金融科技发展历程：金融行业对科技的应用

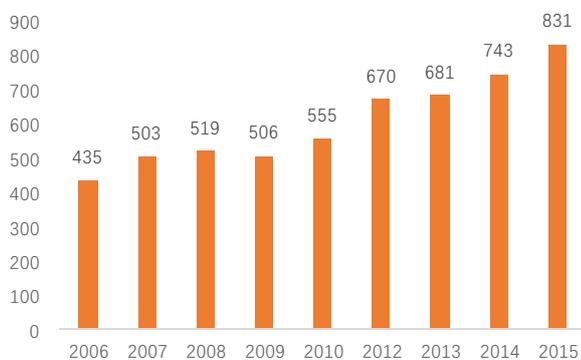


资料来源：中国信通院，天风证券研究所

从科技企业对金融行业的服务来看，金融科技的发展阶段也可以分为三个阶段：

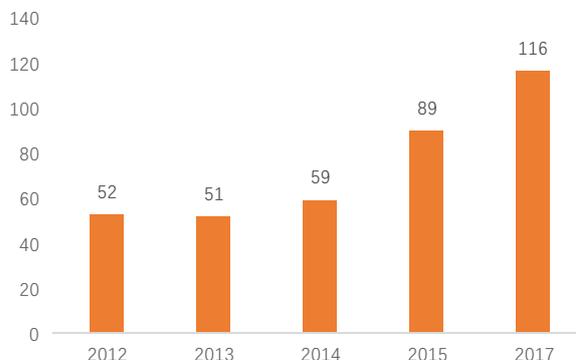
第一阶段：金融 IT 软硬件销售阶段。科技企业向金融企业售卖软件和提供运维服务，其营业收入取决于项目的数量和规模，具有较大波动和不确定性。项目的数量和规模又依赖于金融企业对 IT 系统的支出，行业市场规模小（仅千亿规模），天花板明显。

图 4：银行业 IT 投资市场规模（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：证券 IT 投入规模（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

第二阶段：云托管和外包阶段。科技企业基于云计算，为金融企业提供从 IaaS（Infrastructure-as-a-Service，基础设施即服务）、PaaS（Platform-as-a-Service，平台即服务）到 SaaS（Software-as-a-Service，软件即服务）的业务解决方案，云服务的盈利模式和收入确认方式与软硬件销售不同，云服务盈利模式以收取服务费为主，通常先收取客户的预付款，然后根据客户使用的固定费率、计算容量、时长等分期确认收入，因此具有更强的可持续性，也能在一定程度上平滑经济波动对企业经营的影响。

第三阶段：“IT 即金融”阶段。以上两个时期的科技企业仅局限于金融 IT 技术范畴，此阶段科技企业通过控股或参股的方式取得金融牌照，直接向最终用户提供金融产品或服务，实现销售分成或业务分成。如大数据征信、智能投顾等。

1.3. 全球金融科技投资高涨，中国金融科技后来居上

根据埃森哲的调查，2018 年全球金融科技投资增长逾一倍，达到 553 亿美元。其中中国投资额达 255 亿美元（同比增长 9 倍），占据全球总投资额的半壁江山（46%），几乎相当于 2017 年全球金融科技投资额（267 亿美元）。2018 年 5 月，蚂蚁金服获得 140 亿美元融资，占中国金融科技投资额一半以上，是 2018 年全球融资额最高的企业；排名第二为中国的度小满金融，该公司于 4 月份从百度中分拆出来，通过两次单独交易筹集了 43 亿美元以支持其消费金融业务。今年 3 月，中国平安在其 2018 年度业绩报告中披露，旗下陆金所已完成 C 轮融资，融资额超过 13 亿美元，参投机构包括卡塔尔投资局、春华资本、麦格理资本、软银集团等全球知名机构、国家主权基金、知名私募等，投后估值达 394 亿美元。

在毕马威咨询公司公布的 2018 Fintech100 榜单，排名前十的公司中，中国有 4 家。蚂蚁金服位居榜首，京东金融位居第二，度小满金融排名第四，陆金所排名第十。50 强榜单中有 9 家中国公司入选，体现了中国金融科技行业在全球范围内的迅猛发展态势。

图 6：全球金融科技投资额（亿美元）



资料来源：埃森哲，天风证券研究所

图 7：2018 全球金融科技企业 TOP10



资料来源：毕马威，天风证券研究所

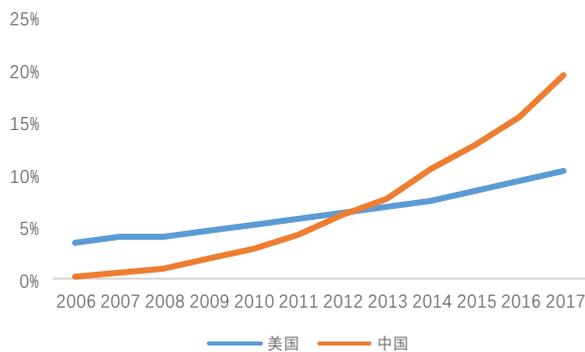
传统金融服务的覆盖面尚窄（普惠金融供给不足）、互联网基础设施的超前发展以及政策支持为中国金融科技的发展创造了条件，使得中国金融科技发展后来居上。

（1）美国等发达国家金融业发展成熟，金融服务覆盖率高，金融科技的作用在于为消费者提供更加便捷的金融服务，提高已有业务的效率。而中国金融服务覆盖率低（传统金融机构对小微企业的贷款占比仅在 20% 左右），尚存在大量未开发市场，金融科技的作用在于覆盖更多的长尾用户，实现普惠金融，发展潜力巨大。

（2）以云计算、大数据和通讯技术为代表的基础设施的发展为各个行业提供动力。以 BAT 为代表的互联网公司，不断加大科技金融的研发及相关领域的投资。中国拥有庞大的市场和消费者，使得中国互联网渗透率和使用率以及线上消费、电子支付等科技应用处于全球领先地位。

（3）我国出台了一系列政策鼓励金融科技的发展，如党的十九大报告指出要推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合，为金融科技创造了有利条件。

图 8：中美网络零售占比 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：小微企业贷款余额及占比



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 金融科技的关键技术：ABCD 赋能金融行业

云计算 (Cloud Computing)、大数据 (Big Data)、人工智能 (AI)、区块链 (Block Chain) 等新兴技术逐渐成为金融行业发展的核心驱动因素。1) 云计算作为底层设施，可以降低金融公司的运营成本或满足复杂运算分析需求。2) 大数据为金融行业带来不同种类、不同领域的大量数据，能帮助金融机构提供差异化服务，实现精准营销，增强客户粘性，加强风险控制。3) 人工智能可以代替人的程序化工作，提升工作效率和用户体验。4) 区块链推动了“去中心化”的模式重构，提高交易处理效率，增强安全性。四种技术彼此之间相互依赖、相互促进 (如人工智能需要大数据来感知、认知、分析和预测世界，人工智能提高数据采集和处理的速度和质量)，共同推动金融行业的变革。

图 10：ABCD 技术赋能金融行业



资料来源：易观，天风证券研究所

2.1. 云计算：提供基础设施，发展较为成熟

云计算 (Cloud Computing) 是一种基于互联网的计算方式，计算资源存储在云端进行计算，可以按需求提供给计算机和其他设备，需求方按照计算使用量付费。金融行业经常面临产品创新层出不穷、交易量峰值无法预测的挑战，所以对 IT 设备的需求迭代越来越快。云计算能够将 IT 资源按需提供给金融机构，可以让金融机构像使用水、电、煤一样使用 IT 资源。

云计算能够根据金融机构的业务量需求向其提供合适的计算资源。在银行领域，电子银行

用户规模不断扩大，客户在电子银行上产生的小额高频的需求来源常常是多点同时触发的，很难事先预料；在证券、基金领域，交易已全面实现电子化，再加上中国个人投资者较多，占比大，也容易导致交易终端出现多点触发的情形。因此，金融机构对于IT基础设施的计算资源弹性的要求很高，若完全依靠自身资金和技术来满足此需求，不仅成本高而且易造成闲置资源的浪费。云计算良好的计算弹性能够按需向金融机构提供计算服务，有效降低成本、改善运营。具体来看，云计算可以在降低成本、改善运营、防范风险和数据集中化管理等方面推动金融行业的发展。

图 11：云计算的应用



资料来源：易观，天风证券研究所

2.2. 大数据：由前端业务向风控、流程改进等领域延伸

金融行业数据资源丰富，业务开展离不开海量数据的处理。大数据技术有力促进了金融行业的发展，对于大数据的应用分析能力，正在成为金融机构未来发展的核心竞争要素。

大数据技术在金融行业的应用逐渐深入，从前端业务（产品设计、销售）向更为复杂的领域（风险控制、流程改进等）不断延伸。产品设计方面，大数据技术在金融领域融合的过程中不断衍生出服务与业务模式的创新，为不同的客户群体提供差异化定制产品，优化客户体验，提高客户粘性。销售方面，大数据技术可以帮助金融企业实现精准营销。风控和流程改进方面，大数据可以显著提升金融企业的运营效率，节约成本，保障合规。大数据技术在不同的金融领域表现出不同的应用场景。

图 12：大数据在金融领域的应用



资料来源：易观，天风证券研究所

2.3. 人工智能：应用方向广泛，智能投顾最受关注

人工智能在金融领域的应用主要包括五个关键技术：机器学习、生物识别、自然语言处理、语音识别、知识图谱。目前，人工智能技术在金融领域应用的范围主要集中在智能客服、智能投顾、智能风控、智能投研、智能营销等方面。其中，智能投顾最受金融投资领域的关注。

智能投顾，也可以称为“机器人理财”，利用投资者的投资目标、风险偏好、财务状况等各种信息，使用算法自动推出资产配置组合。智能投顾在金融投资、资产管理领域备受关注，被认为是变革传统投资管理模式的基础创新。目前，已有许多智能投顾产品及服务落地。国际上，2016 年 Aidyia 推出一支基于人工智能技术的对冲基金，通过自动分析各种市场数据，自主做出市场预测，做出最佳投资决策。我国智能投顾领域也有所突破，同花顺与泰达宏利合作推出的大数据基金产品，是我国首个智能投顾的落地产品。

图 13：人工智能技术应用



资料来源：易观，天风证券研究所

2.4. 区块链：处于发展初期，或带来颠覆性突破

区块链是随比特币等数字货币而兴起的一种全新技术。区块链技术通过建立一个共同维护且不可被篡改的数据库来记录过去所有的交易记录和历史数据，所有数据都是分布式存储且公开透明的。区块链技术基于非对称加密算法进行了信用机制的重构：在金融交易系统中，参与者之间无需了解对方的基本信息，也无需借助第三方机构的担保，直接进行可信任的价值交换。区块链的技术特点保证了系统对价值交换的活动记录、传输、存储的结果都是可信的，具有以下三个优势。

第一，去中心化有效解决中间成本问题。区块链的信用机制基于非对称加密法，使得陌生的交易双方能够进行可信任的价值交换，交易成本几乎为 0，并且非对称加密法是纯数学加密方法，也保证了交易双方的隐私安全。因此，区块链技术能够在保证信息安全的情况下，高效低成本的进行价值交换。

第二，信息完备且公开透明，便于数据追踪及验证。传统技术中，信息可能在多次传递中出现失真的情况，而区块链的数据块中包含所有的交易数据，且不可篡改，任何的交易数据都可以被追踪、验证。

第三，分布式存储，保证数据安全可持续运行。区块链中所有数据都是分布式存储且公开透明的，每个存储数据的节点都具有相同的权利，不存在中心节点。因此，即使受到攻击，数据库也可正常运转。

基于以上三个优势，区块链架构带来更加安全、可信、高效、低成本的交易网络和更加灵活的交易工具，将催生更加复杂、多样化的金融业务模式。利用区块链构建金融行业的底层基础设施，将为金融业务带来颠覆性的突破，由于去中心化的特性，区块链可以承担诸如银行等金融中介机构的相同功能，各类交易将不再需要第三方信用中介的背书。但目前区块链仍处于发展初期阶段，值得进一步探索。

3. 科技赋能传统金融机构

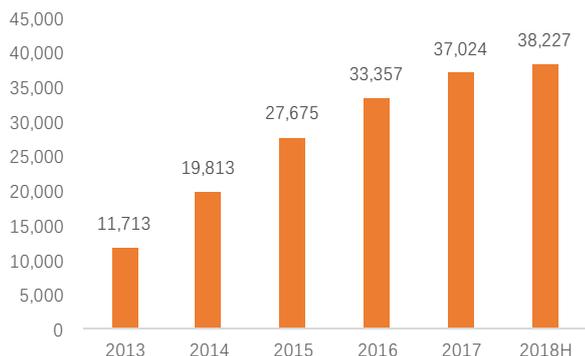
3.1. 银行+科技：加快金融科技布局，有望在多个领域实现突破

3.1.1. 加快金融科技布局，加强与科技公司合作

目前，我国各大银行纷纷应用金融科技进行创新，一方面加快在支付、客服等领域的科技布局，另一方面加强与科技公司的合作，双方在客户资源、科技开发与应用、风险防控、客服等各个领域进行共享，共同推进金融科技的应用与提升。

银行发展互联网和移动业务，升级 IT 体系，打造数据平台、云服务平台，加快金融科技布局。近年来，商业银行不断加大互联网和移动业务布局，纷纷推出手机银行 APP，网上银行用户规模不断攀升，使用率不断提高。如工行推出“融 e 行”“融 e 购”“融 e 联”，建行推出“善融商务”“悦生活”，招行推出“掌上生活”，借助互联网以场景化的方式向客户提供金融服务。建行的“善融贷”以及招行的“积分兑换”使用大数据技术提升客户管理与风险控制能力。工行的“工小智”使用人工智能改造与客户的交互方式，提升效率与客户体验。华夏银行和招行使用区块链技术推出的供应链金融服务平台和跨境直联支付系统。

图 14：手机银行用户规模不断攀升（万人）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：网上银行用户规模及使用率



资料来源：wind，天风证券研究所

商业银行加强与互联网公司和科技公司的合作。根据普华永道（2018）的调查结果，当前商业银行与科技公司的合作重点在于利用金融科技公司促进商业银行的科技能力建设。商业银行与金融科技公司在反欺诈、加密、风险控制等领域的合作最多，与金融科技公司共同开发人工智能、区块链、生物识别等技术和应用也是银行业感兴趣的领域。

3.1.2. 金融科技在银行领域的具体应用

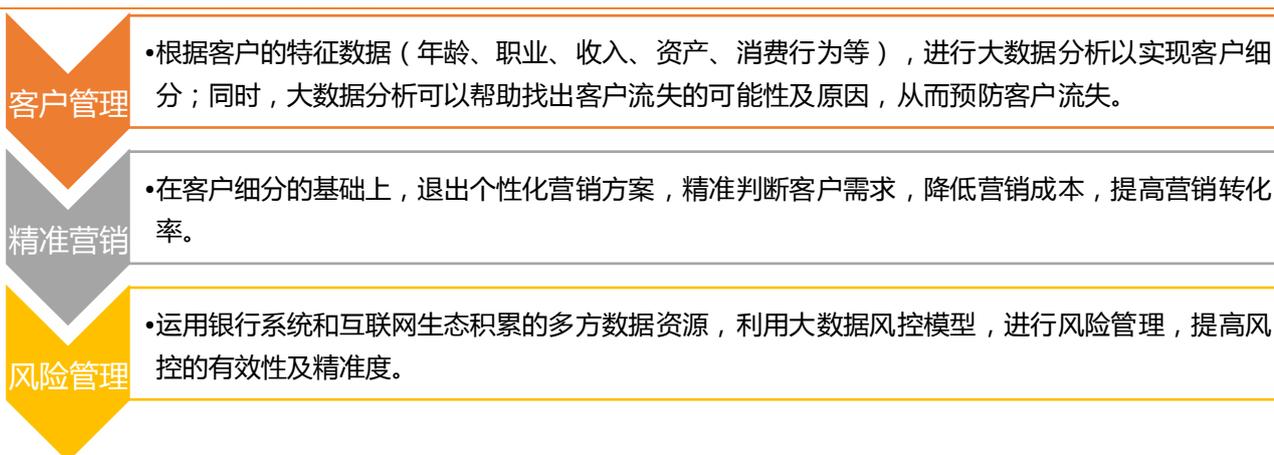
1. 云计算

传统银行 IT 系统迁移分布式云计算架构难度大，私有云和行业云是首选。由于银行 IT 系统历史包袱较重，其上云需要逐步进行。对于技术实力和经济实力较强的大型银行，倾向于私有云的部署方式；对于中小型银行，通常采用行业云的方式，以资源共享等方式，在金融行业内形成公共基础设施。

2. 大数据

大数据可以应用在银行业务的整个流程之中，包括产品开发、销售、中后台数据管理和资产管理方面，以提高收入，改善资本使用率，尤其是削减成本。目前，大数据在银行业务流程中的应用已初见成效。

图 16：大数据在银行业务流程中的应用



资料来源：易观，天风证券研究所

3. 人工智能

人工智能助力银行服务提高服务效率及客户体验。1) 指纹识别、人脸识别等生物识别在银行应用广泛，主要用于远程开户、智能核实用户身份等。我国商业银行积极推进人脸识别技术，2017 年 10 月，农业银行在柜台应用人脸识别技术，大大提高了业务运行效率。未来，生物识别将应用于银行业更多领域，如账户登陆、在线取款、在线转账等。2) 智能客服+智能柜台机有效地提高了银行的服务效率，节约了人员成本，减少了操作风险。

智能客服包括智能语音服务和智能机器人，其中智能语音服务主要集中在电话端，为客户提供账单查询、理财咨询等服务；智能机器人则为客户提供标准化便捷服务，24 小时实时在线满足客户需求。近年，智能柜台机加速应用，基本上可以自助办理所有的柜台业务，包括开卡、开网银、流水打印、本外币汇款、外币兑换、挂失补卡、投资理财等。

4. 区块链

银行业对区块链的应用主要在跨境支付和供应链金融方面，仍处于探索阶段。跨境支付方面，由于跨境支付存在中间环节太多、时效性差、费用较高等问题（在跨境支付过程中，每一个机构都拥有自身账务系统，每笔交易都需要在本银行记录，还要与交易对手进行清算和对账等），区块链去中介化、交易公开透明、不可篡改的特性可以缩短跨境支付周期、降低费用。在供应链金融方面，通过区块链打造多级供应商融资体系，能够依托核心企业的信用，降低中小企业的融资成本，提高资金流转的效率。目前，国内已有商业银行运用区块链进行初步探索。如招商银行打造基于区块链技术的跨境直联支付系统，支付时间缩短至秒级，而且具有较高的安全性。平安集团、招商银行、民生银行等先后加入 R3（由 R3CEV 公司发起的区块链联盟）等国际区块链组织。华夏银行与腾讯合作，以腾讯区块链技术为底层技术打造供应链金融服务平台，实现供应链金融全流程线上化、智能化。

3.2. 保险+科技：从渠道创新到产品创新

3.2.1. 互联网保险：金融科技在保险领域应用的初始阶段

互联网保险是金融科技在保险领域应用的初始阶段，保险与互联网的结合，主要体现在保险销售渠道的改变。保险是 20 世纪末最早接触互联网的行业，如保险公司网络直销和第三方比价平台等。传统的保险公司通过层次架构复杂的销售体系销售自身的保险产品，互联网保险则在销售渠道上由“有中介”的销售过渡到“去中介”的销售。第三方比价平台将各个保险公司的产品放到一起展示，进行价格对比销售，大保险公司受到很大的挑战，小保险公司获得更多的曝光机会；除此之外，还有其他销售创新，如团购式保险（第三方机构代为起草保险协议）、保险管理系统（为用户提供智能化建议）等。

图 17：保险与互联网结合催生新的营销模式



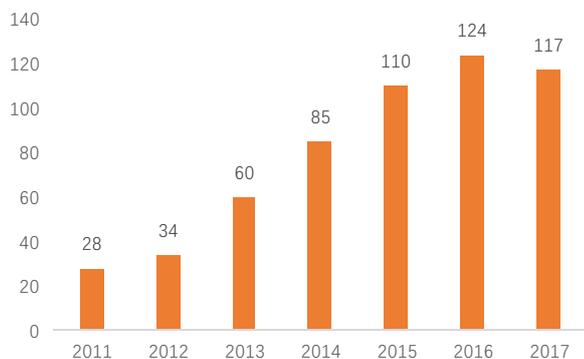
资料来源：京东金融研究院，天风证券研究所

近年中国互联网保险市场增长强劲。2011 年，经营互联网保险公司仅 28 家，2017 年末达到 117 家，增长 4 倍之多，其中具有互联网保险牌照的保险公司共有 4 家，分别为众安在

线、泰康在线、安心财险和易安财险。2018年1月，保监会发布同意太平科技保险开业的批复公告，太平科技成为国内首家专业保险科技公司。

在保费规模上，2011-2016年互联网保费高速增长，由2011年32亿元上升到2017年的2299亿元。渗透率从2011年的0.2%上升到2015年的9.2%，但由于监管趋严，2015年后保费规模增长缓慢，渗透率有所回落。随着行业的进一步规范，严格的监管会激励行业革除弊病、优化升级，我们预计未来渗透率将进一步提升。

图 18：经营互联网保险公司数量（家）



资料来源：中国保险行业协会，天风证券研究所

图 19：互联网保费及渗透率



资料来源：中国保险行业协会，天风证券研究所

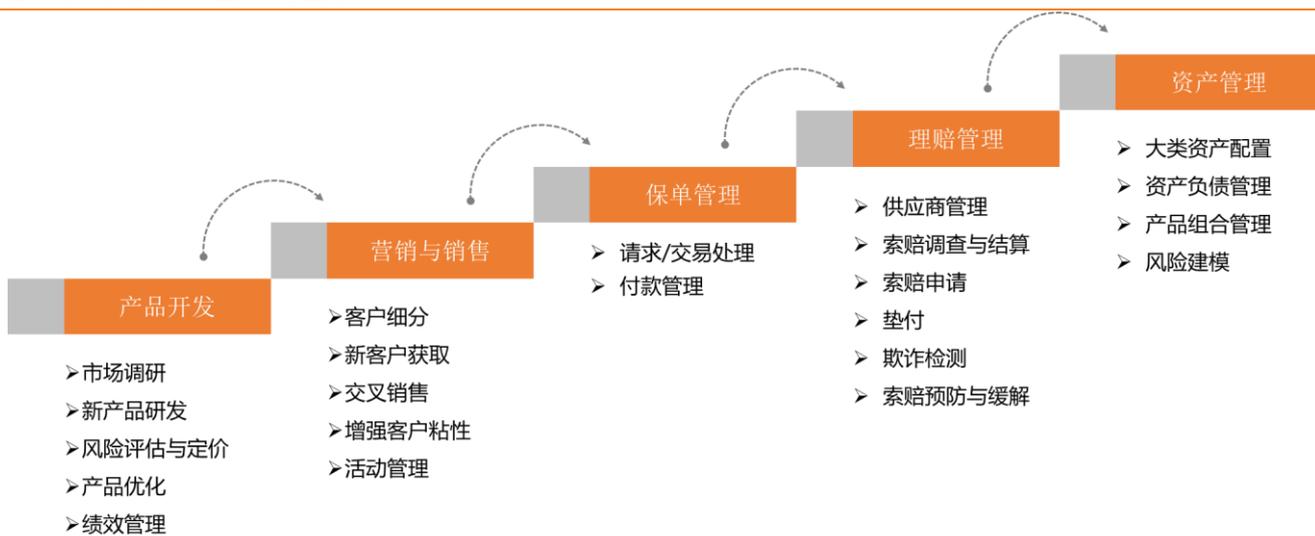
3.2.2. 金融科技助力互联网保险

随着互联网保险的快速发展，保险公司不仅满足于传统保险产品销售渠道的改变，而是通过新技术开发潜在的保险需求，覆盖之前未处理的风险，创新出各类新的保险产品和商业模式。将科技手段（互联网、大数据、云计算、人工智能、区块链等）渗透到保险业务的各个环节，从投保人的投保支付、保险人承保、理赔到保险资金的投资、费率厘定、保单管理，开发新的保险产品，提升用户体验、提高业务效率、优化后台管理或催生新的商业模式。如易安产险通过对天气情况、交通运行情况的持续监控推出天气保险、公交车延误险；泰康在线以“保险+科技”、“保险+服务”为主要商业模式，运用人工智能、大数据、区块链、云计算、GPS定位技术，专注于互联网保险业务的开拓创新。

1. 大数据

大数据在保险业的应用环节众多，包括产品开发、营销、保单管理、理赔管理、资产管理等诸多环节。移动医疗、智能家居、车联网的发展带来了大量的数据，为保险业利用大数据创新提供了机会。目前，国内很多保险公司已经在欺诈检测、风险评估和定价等方面采用了大数据技术。如众安在线通过与小米公司合作，将可穿戴健身设备收集的数据纳入健康保险定价流程，与汽车制造商共同成立研究中心，开发物联网及车载通讯解决方案，完善自动理赔处理技术。

图 20：大数据在保险业务中的应用



资料来源：BCG，天风证券研究所

2.人工智能

智能化客服是人工智能被采用最广泛的一项应用，极大的降低了人工成本，保险行业也不例外。2012 年新华保险在其短信-电话动服务平台方面引用人工智能技术系统，解答常见的咨询问题；之后各家保险公司也都逐渐采用并进行智能化升级。平安在 2016 年对服务热线进行改造，上线全新的语音导航系统。2017 年 9 月，保险业内首个人工智能语音客服机器人“小慧”（1.0 版）在太平共享金融服务中心（中国太平保险集团旗下）开始试运行，在车险结案回访场景中能与客户进行语音互动，能够自主思考，快速应答，语气和内容高度拟人，当日完成电话服务 120 人次。除此之外，人工智能在保险领域的应用目前还涉及代理、核保、理赔等重要方向，但尚处于开发阶段。

3.区块链

区块链能够改善保险行业的服务、强化欺诈检测和有效定价、降低成本与费用支出。

第一，在服务改善方面，由于很多保险险种需要客户的相关个人信息和数据，运用区块链技术对客户进行身份验证、获取医疗健康等信息，可以减轻客户对隐私和信息安全的顾虑。

第二，在强化欺诈检测和有效定价方面，可以通过授权的医院或医疗机构，将病人的相关医疗和疾病信息写入区块链，供保险公司查询，这样能够有效地解决道德风险和逆向选择的问题，同时也有利于更加合理有效的定价。

第三，投保人身份和合同有效性的验证、理赔和付款等一系列保险流程都以区块链技术为基础，将会显著降低交易成本，带来保费的下降、用户体验的革新以及客户群体的扩大。

表 1：国内部分险企对区块链的探索与应用

公司	区块链技术的探索与应用
阳光保险	推出以“时间互助”小程序为载体的区块链“时间银行”互助服务。 加入区块链国际联盟组织 R3； 通过金融壹账通打造全球最大的商业区块链平台，为国内外超过 200 家银行、20 万家企业及 500 家政府和其他商业机构提供服务，拥有超过 4.4 万个区块链节点。
中国平安	平安自主研发壹账链（FiMAX）区块链技术，独家掌握非货币场景下的零知识验证技术，在零知识环境下仍能达到或超过传统数据库性能，可实现 5 万笔/秒的超高吞吐量的同时保持小于 0.05 秒的低延时。
众安在线	成立科技子公司，区块链是其主营业务内容之一； 2017 年 6 月，众安率先在全球将区块链应用于农业养殖扶贫项目，推出“步步鸡”区块链防伪溯源项目。2018 年 8 月，与鼎钻科技联手推出区块链钻石溯源及交易平台。 打造区块链+积分产品体系，包含基于区块链生态的积分兑换平台。
横琴人寿	基于区块链技术推出场景化产品：“放心回家路”安全保障计划。
泰康保险	建立基于区块链技术的积分管理平台
华泰保险	2018 年 10 月 29 日，华泰保险联合中再产险、轻松筹正式推出首个基于区块链技术的全产业链保险产品——鸿福 e 生尊享版百万保险医疗。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 证券+科技：智能投顾覆盖长尾客户，区块链应用空间广阔

目前，证券行业对金融科技的应用主要体现在移动终端建设、大数据、人工智能等方面。移动终端建设方面，发展微信公众号、微博、网站等多种展业平台模式，并不断进行系统的完善和升级，持续引流客户，提高客户活跃度。在大数据方面，建设数据平台，进行大数据挖掘、分析和应用，主要应用于股价预测（预测股价走势概率）、资产管理（有效了解市场和用户）、客户关系管理（提供定制化服务）和企业数字化运营（提升运营效能或客户体验）。在人工智能方面，开发智能投顾、智能客服、智能选股、智能移动应用。

1. 人工智能

智能投顾可以降低边际成本、覆盖长尾客户，发展潜力巨大。投资顾问领域供小于求，长尾客户的投顾需求较难满足。在金融牌照和投顾资质的影响下，券商成为开展投资顾问业务的主力军。目前券商主要针对高净值客户提供一对一的投顾服务，服务费用较高。对于可投资资产低于 50 万元的客户，由于人力成本、客户难以接受高服务费等因素，人工投顾难以覆盖，因此，长尾客户的投顾需求难以满足。截止到 2017 年底，我国投资者数量达到 1.34 亿人，调查显示，有近一半的投资者表示需要投资顾问的建议（《基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告》），而投资顾问从业人员的数量仅有 4.24 万人，供需结构极不平衡。智能投顾的出现可以有效改善这一现状，通过智能投顾“一对多”的特性，极大地降低边际服务成本，降低服务费用，以覆盖长尾用户。

我国智能投顾目前仍处于研发和试用阶段，但存在万亿空间，发展前景广阔。受技术基础、投资者结构等因素的影响，我国智能投顾的应用仍处于研发和试用阶段。1) 智能投顾对算法的要求较高，需要针对不同的投顾项目设计相应的算法，不成熟的算法设计将会给投资者带来不利影响。我国投顾的算法模型以及量化投资经验比较薄弱。从现实情况来看，已经有多家券商开展智能投顾业务，但从本质上看，大多智能投顾主要靠人工代工，并没有实现真正的智能。随着金融科技的推进以及目前券商对科技的重视及大力投入，算法技术壁垒有望快速突破。2) 国内投资者散户居多，风险管理意识尚未成熟，投机性强，习

慎短线操作，而智能投顾更倾向于长周期、收益稳定的资产管理。随着投资者风险管理意识的提高，智能投顾的也将快速发展。

智能投顾业务市场空间巨大，截止到 2018 年底，我国资产管理规模达 50.36 万亿，若智能投顾渗透率达到 10%，仅智能投顾的市场容量就达 5 万亿规模，按 0.2% 的费用率计算，收入规模超百亿。目前，各家券商也在加快布局，发展前景广阔。

2. 区块链

区块链在证券行业的应用空间广阔。区块链在证券发行、证券登记与存管、清算与交收和资产证券化各个方面都有应用空间。区块链的去中介化、不可篡改性、时序性对证券行业来说具有多种优势，如区块链可使交易流程更简洁、快速，缩短交割时间，提高交易效率；信息记录及时准确，利于市场各方面参与者提高决策效率；降低内部交易的可能性。

图 21：区块链在证券行业的应用方向



资料来源：易观，天风证券研究所

区块链目前在我国证券市场还处于探索阶段，监管机构（如央行、深交所、上交所等）正在对区块链进行研究；行业自律组织和金融机构也在积极推动区块链的开展，如开展专题研究、成立研究院、成立区块链联盟等。

综合来看，目前我国金融科技在传统金融机构的应用仍处于快速发展阶段，未来金融科技将成为传统金融行业的核心驱动力，金融科技布局早的公司将受益。

4. 科技催生新兴金融业态

4.1. 网络借贷：集中度提升，消费金融潜力巨大

根据 2015 年 7 月中国人民银行、工信部等联合发布的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，网络借贷包括个人网络贷款（即 P2P 网络借贷平台）和网络小额贷款。其差别在于 P2P 网贷平台的性质为信息中介，提供信息撮合、信用审核的中介服务，收取服务费、管理等费用，而网络小额贷款通过网络获取借款客户，综合运用网络平台积累的数据（客户经营、网络消费、网络交易等行为数据）、即时场景信息等，分析评定借款客户的信用风险，确定授信方式和额度，提供放贷服务，实现息差收入。

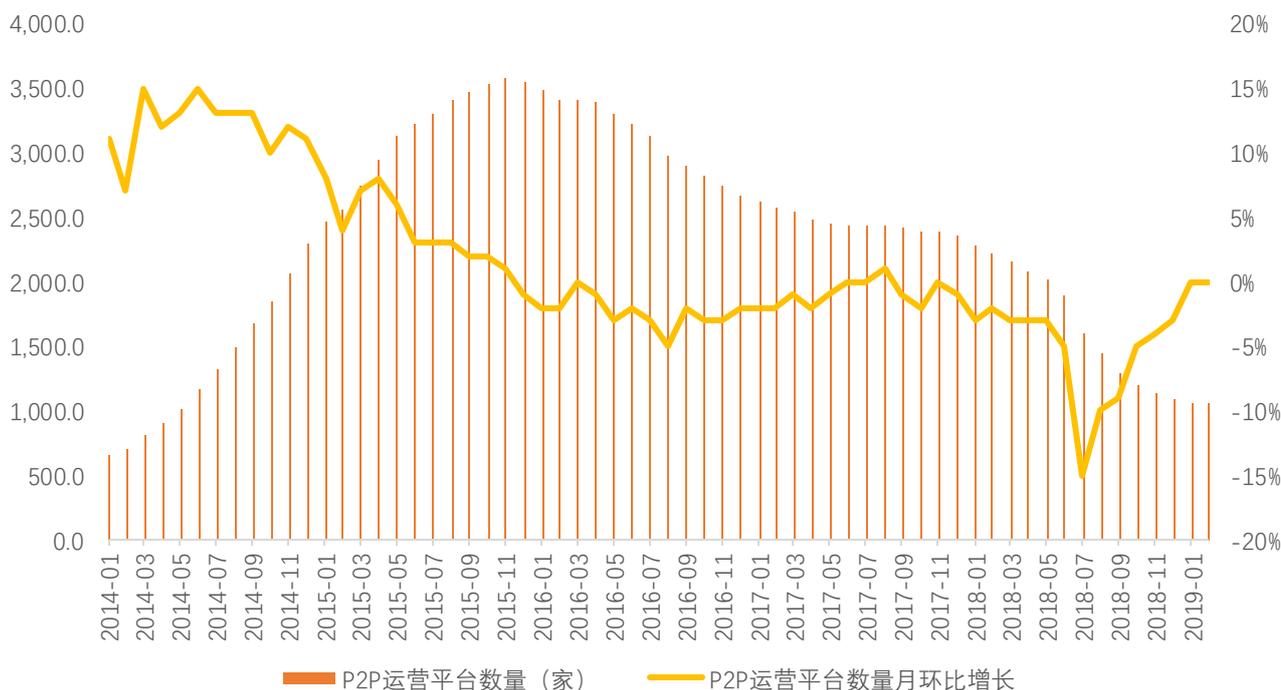
网络借贷能够补充传统金融机构服务能力的不足，符合监管层提倡普惠金融的理念。依托于互联网和大数据技术的发展，网络借贷定位于商业银行覆盖不到的中低收入人群，具有单笔授信额度小、服务方式灵活、申请流程简便、贷款期限短以及到账迅速等特点，是传统金融服务的有力补充。

4.1.1. P2P 网贷平台：备案或将启动，平台进一步规范化，大规模发展受限

自 2007 年“拍拍贷”成立以来，P2P 行业从野蛮扩张期（2012-2015）进入整顿规范期（2016 至今）。自 2013 年起，P2P 暴雷事件频发，最深层的原因在于 P2P 信息中介的性质异化为信用中介。根据《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》的定义，P2P 网贷平台（即网络借贷信息中介机构），以互联网为主要渠道，为借款人与出借人实现直接借贷提供信息搜集、信息公布、资信评估、信息交互、借贷撮合等服务。但目前我国征信体系不完善、资管行业长期以来又面临刚性兑付的通病，P2P 平台为了弥补风控端的缺失、履行对投资者刚性兑付的承诺，以自行担保、拆标和期限错配、资金池运营等方式异化为信用中介，承诺资产端信用风险。当信用风险不断恶化时，收益便难以补偿损失，最终沦为庞氏融资。

目前，P2P 网贷平台数量持续下降，备案即将启动试点，意味着向规范方向发展。2015 年 P2P 网贷平台数量曾最高达到 3579 家，截至 2019 年 3 月，国内正常运营的网贷平台数量为 1021 家，行业集中度不断提升。3 月底团贷网暴雷事件，再次引起监管的重视，P2P 备案或于 2019 年下半年开始启动试点。据 21 世纪经济报道，1) P2P 备案将分为地方和全国经营两类，地方性平台会限定在省一级区域内，全国性平台则可以全国经营。2) 提高准入门槛，监管部门拟要求地方性平台实缴注册资本不少于 5000 万元，全国性平台不少于 5 亿元，按此标准，P2P 平台数量将进一步减少。3) 备案平台或需要缴纳风险准备金（地方性 P2P 按撮合业务余额 1% 的固定比例缴纳一般风险准备金，全国性 P2P 为 3%），目的是压缩存量的业务规模。在新的监管趋势下，规模小、风险大和发展潜力弱的平台将进一步加速出清，这意味着 P2P 平台将进一步规范化。只有少数优秀的平台可以凭借其资本优势以及品牌效应迅速完成合规要求、持续扩大市场规模。

图 22：P2P 运营平台数量及增长情况



资料来源：wind，天风证券研究所

据 21 世纪经济报道，除备案等要求外，或将出台控制投资人出借余额的全新规定，平台投资人在同一平台出借余额控制在 20 万元以内，而投资人在不同机构的外借余额不超过 50 万元。若这一要求出台，P2P 大规模发展将大幅受到限制，行业专家道口咨询公司董事吴泽权称，若限定出借 20 万的投资限额，预计投资规模会下降三分之二左右。

风险控制是 P2P 借贷的核心竞争力，科技助力其高效健康成长。大数据、云计算、人工智能等技术的发展为网络借贷的发展提供了条件，大数据征信能够解决网络借贷的痛点，将

多维度、碎片化的信息进行整合、分析和过滤，通过数据共享为行业搭建黑白名单数据库，消除信息不对称，打破了传统征信成本高和时效低的局限性。云计算、人工智能等技术能够简化审批流程，加快贷款速度，实现风险动态定价以及自动化决策。

4.1.2. 消费金融：金融科技带来消费金融大发展

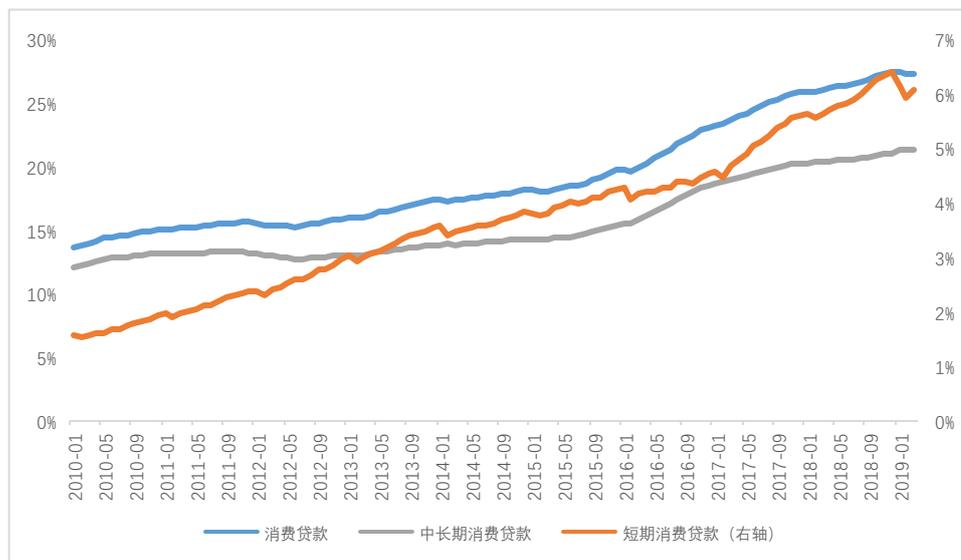
消费金融一般指提前消费或信用消费，其本质是借贷。消费金融通过互联网、大数据等与特定消费场景结合，满足消费者的即时、多样化需求。所以，消费金融作为一种新兴业务模式，可以说是金融科技和传统金融服务不足的产物。目前，开展消费金融服务的主体主要有三大类，分别为银行、持牌消费金融公司、互联网消费金融公司（包括综合电商平台和互联网消费金融平台）。

1. 消费金融规模持续增长，但渗透率仍较低

截至 2019 年 3 月，我国居民消费贷款规模达 39.2 万亿元，占境内贷款的比重为 27.3%，其中短期消费贷款和中长期消费贷款规模分别为 8.7 万亿元和 30.5 亿元，占境内贷款的比重分别为 6.1% 和 21.2%。居民的中长期贷款主要为房贷和车贷，所以短期贷款更能反应消费金融规模的增长趋势。2017 年以来，短期消费贷款占境内贷款的比重不断攀升（中长期贷款趋于平缓），从 2010 年 1 月的 1.7% 增长至现在的 6.1%。

但与美国等发达国家相比，中国消费金融渗透率仍然较低，未来还有很大发展空间。根据美联储统计，2017 年底，美国消费贷款（未偿付余额）中非循环贷款（包括居民为购买汽车、度假、家居改善和教育等融资的消费贷款）扣除车贷后达到 1.7 万亿美元（约 11.4 亿元人民币），而中国短期消费贷款为 6.8 亿元（没有考虑消费者还贷金额，考虑后差距更大）。因此，中国的消费金融规模相对还比较低，还具有很大的发展空间。

图 23：居民消费贷款占境内总贷款的比重



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 竞争格局：消费金融公司凭借其优势与商业银行错位发展，将迎来万亿蓝海

消费金融市场参与者众多竞争激烈，由于各主体的业务基础和优势不同，提供的产品和目标客户也有所差异，所以各类主体都有其市场空间和存在价值。持牌消费金融公司和互联网消费金融在消费场景、流量和数据以及基于金融科技的灵活高效等方面占优，将受益于整个消费信贷市场规模的增长，迎来万亿蓝海。

表 2：消费金融竞争格局

	银行	持牌消费金融公司	互联网消费金融
目标客户	银行存量客户:大额消费需求的高净值客户,央行征信体系覆盖人群	央行征信无法覆盖人群的小额消费信贷需求人群	互联网消费用户,小额消费信贷人群,以长尾客户为主
金融产品	信用卡;汽车贷;小额消费贷;现金贷;直销银行消费贷、现金贷	信用消费贷;抵押消费贷;现金贷	大型电商消费分期、消费贷产品;新兴消费平台:分期产品及消费贷、小贷平台消费贷、P2P平台消费贷、信用卡代偿
贷款额度	高,可以高达几十万元	较高,不超过20万	较低,一般在2万以下
贷款周期	较长,1-3年	较长,1-3年	较短,一般在1年以内
贷款利率	低	较低	较高,现金贷最高
放款速度	慢	较快	快
覆盖场景	信用卡分期为主、车贷、小额消费贷、现金贷为辅,覆盖各类场景	数码产品、教育、装修、旅游、租房等各类生活场景	各类互联网消费场景、分期消费场景、信用卡代偿等新兴消费场景
资金来源	存款	股东资金、同业拆借、金融债	自有资金、资产证券化、金融机构、P2P等
资金成本	最低	较低	较高
风控手段	央行征信、人工审核、传统审批流程	央行征信、第三方征信、人工审核和机器审核相结合	自由数据、第三方征信、场景合作方审核、以机器审核为主

资料来源:消费金融产业发展白皮书,天风证券研究所

3. 关键竞争因素:消费场景、风控能力、资本成本

1) 消费场景:细分市场,差异化竞争

深耕细分领域消费场景,能实现差异化竞争的消费金融公司更易获得市场认可。消费场景是消费金融开展信贷服务的基础和依托,目前较为活跃的场景主要有3C产品、旅游、租房、教育等。随着人们消费需求认知的改变,消费金融正从大额低频的消费场景向小额高频的场景拓展。未来,医疗、农村消费等细分市场也逐渐壮大,只有深耕细分领域消费场景和消费人群,为不同用户提供针对性创新产品,实现差异化竞争的企业才更易获得市场认可。

2) 风控能力:积极运用金融科技

风控能力体现在风险控制体系的建立和风险定价两个方面。1)风险控制体系方面,由于消费金融机构针对的人群主要是央行征信无法覆盖的长尾客户,该人群的信用数据主要依赖于电商或社交大数据。2)风险定价方面,不仅依赖于海量征信数据,科学完善的定价模型还需平台具备长期的实验和机器学习能力,从而对风险有较高的识别能力和判断能力,才能根据不同信用评分的人给予不同的风险定价。因此,积极运用大数据、人工智能等新兴科技的消费金融企业在风控能力方面占据优势。

3) 资金成本和获客成本:与平台资质息息相关

成本是导致消费金融企业的盈利能力产生差异的重要因素。在收入方面,监管要求所有的消费金融平台综合利率不得高于36%,该上限决定了提高盈利能力只能从成本入手。成本包括资金成本和获客成本。

从资金成本来看,资金来源有自有资金(无风险利率,但资金量有限)、银行信贷(6%-10%,融资成本较高,审批比较困难)、ABS(3.6%-5.5%,融资成本较低)和同业拆借(2.3%-7%),其中自有资金和银行信贷资金量有限且成本高,同业拆借和ABS的资金成本较低,但这两

个手段与平台资质息息相关。同业拆借需要获取正规的金融牌照才有可能进入，只有基础资产优质的消费金融平台才能够大量发行资产支持证券。

从获客成本来看，获客方式主要有两种：第一，有流量的企业开展互联网消费金融业务，不用付出额外流量成本，如蚂蚁金服、京东金融、微众银行等，将互联网平台用户直接转化为消费金融用户。第二，通过外部方式获客，如通过业务合作、广告投放、自建场景精准获客等。

综合来看，不论在消费场景、风控能力还是成本方面，大型的电商平台、持牌消费金融公司具有较强的能力，从而盈利能力更强。

4.2. 第三方支付：科技推动二次加速，增值服务提升盈利能力

4.2.1. 第三方支付增长迅速，科技推动二次加速

第三方支付是指具备一定实力和信誉保障的独立机构，采用与各大银行签约的方式，为商户和消费者提供交易支付平台的网络支付模式。根据《非金融机构支付服务管理办法》，第三方支付业务包括网络支付、银行卡收单、预付卡发行与受理以及其他。银行卡收单是指通过 POS 终端等为银行卡特约商户代收货币资金的行为；网络支付根据支付所依托的终端主要分为互联网支付（PC 端）和移动支付（移动设备端）等。

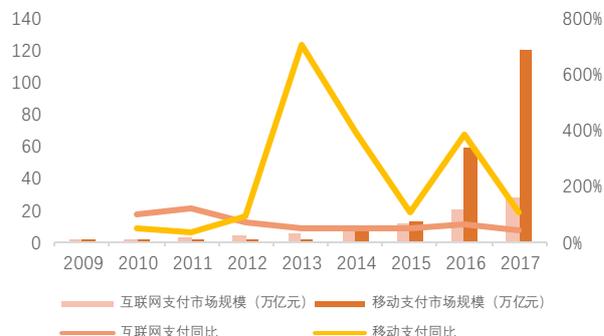
第三方支付规模巨大且快速增长，移动支付逐渐占据主导地位。自 2013 年网络支付市场兴起，第三方支付交易规模大幅提升，2017 年交易规模达 155 万亿元，增长率仍有 105%。移动支付逐渐占据主导地位，市场规模已经从 2009 年的 3 亿元快速增长至 2017 年的 120 万亿元，同比增速自 2013 年起连续 5 年超过 100%，相对来说，互联网支付同比增速连年放缓。一方面是由于 PC 端向移动端的转移，另一方面在于线下扫码支付、NFC 支付的广泛使用推动了移动支付的大规模增长。

图 24：中国第三方支付市场规模及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

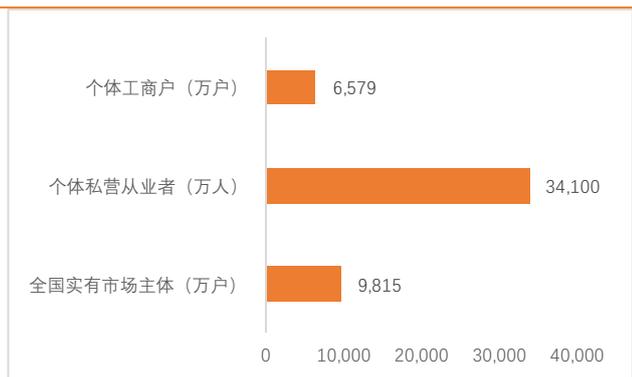
图 25：中国第三方支付互联网支付和移动支付规模



资料来源：wind，天风证券研究所

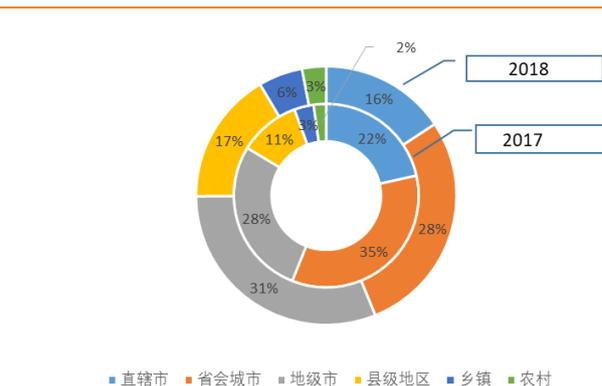
第三方支付渗透率仍有提升空间，前景广阔。1) 市场主体持续增长，大量支付场景有待开发。2017 年，全国新设市场主体 1924.9 万户（同比增长 16.6%），新设企业 607.4 万户（同比增长 9.9%），新设个体工商户 1289.8 万户（同比增长 20.7%），私营从业者增加 3100 万人。2) 支付场景从一二线城市向中小城市及农村地区渗透，根据《2018 移动支付用户调研报告》，2017 年直辖市用户和省会城市用户占绝对主力（56%），随着支付场景的不断下沉，2018 年其占比下降到 43.9%，中小城市及农村地区的潜力将进一步释放。

图 26：2017 年市场主体总量



资料来源：易观，天风证券研究所

图 27：2017、2018 年移动支付用户城乡比例



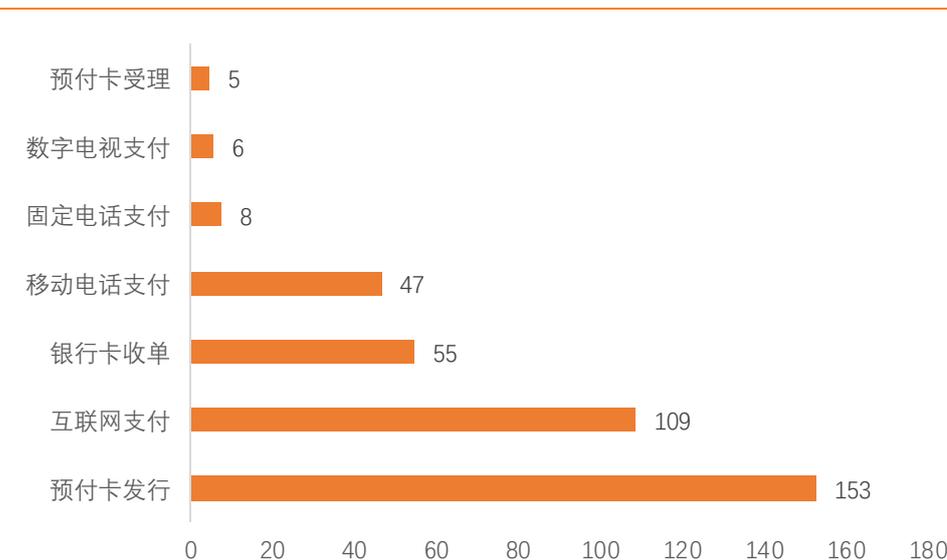
资料来源：中国支付清算协会，天风证券研究所

科技推动第三方支付二次加速，有望引领新一轮增量需求。用户、资本和技术是推动互联网行业发展的三个重要因素，用户和资本都遵循边际递减效应，二者的促进作用将逐渐降低，而技术对行业的促进是“脉冲式”的，技术的重大改进会使行业出现跳跃式增长。目前，移动设备、二维码技术、指纹识别技术和大数据是第三方支付的基础设施。未来，人工智能、云计算、区块链会推动第三方支付二次加速。以生物识别为代表的人工智能技术将突破支付的空间限制、云计算让支付更加便捷、区块链让支付更加安全。头部公司依靠其研发优势有望在新一轮市场扩展中受益。

4.2.2. 竞争格局：存量牌照价值凸显，综合金融服务能力强的更具竞争力

从供给端看，不再新增牌照，市场存量牌照价值凸显。2017 年，具有第三方支付牌照的企业共有 247 家，预付卡发行与受理牌照最多，但市场价值有待开发。移动支付牌照最为稀缺，且央行下发文件表示不再新增牌照；对于银行卡收单来说，线下布局需要长时间积累且智能 POS 机的研发成本较高。因此，目前获得支付牌照、有一定历史积淀且具备科技创新能力的第三方支付公司价值凸显。

图 28：2017 年第三方支付牌照分布（家）



资料来源：网贷之家，天风证券研究所

从需求端看，第三方支付行业的客户主要包括 C 端和 B 端，C 端市场呈现双寡头垄断格局，支付宝和腾讯金融的合计占比超过移动支付的 90%，互联网龙头的 C 端流量和支付场景布局上具有明显优势，该格局内短期内难以打破。因此，B 端市场成为第三方支付服务供应商的主要竞争之地。B 端市场呈现出两种趋势：垂直于细分市场或向横向的综合服务平台转变。随着市场逐渐成熟，商户也不仅仅满足于单一的支付业务，

要求第三方支付公司提供配套的综合化金融服务，满足信息查询、支付缴费与资产增值等复合需求。因此，综合金融服务能力强的公司更具竞争力。

4.2.3. 增值服务拓展盈利空间

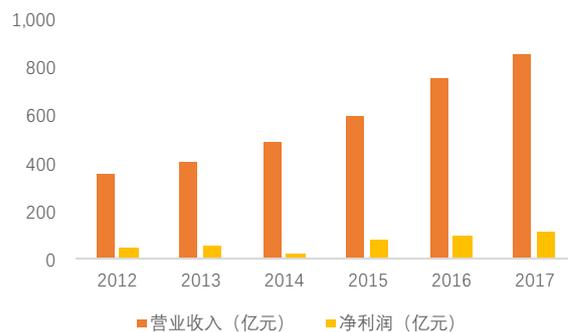
盈利模式由收取手续费向增值服务拓展，盈利能力提升空间大。第三方支付的盈利模式主要为收取手续费，费率很低。第三方支付机构从消费者支付行为获得消费者数据，探索出各种其他增值服务，如为商家提供营销推广服务、电子发票服务、助贷服务甚至建立综合的客户金融服务和生活服务平台。以全球第三方支付龙头 PayPal 为例，增值服务是其业绩保持快速增长的重要增长点，增值服务收入占比不断提升。增值服务的利润率比第三方支付手续费高，且更换供应商的机会成本大，所以增值业务相对也比较稳定。国内头部第三方支付公司的增值业务处于起步阶段，增值业务有更大提升空间。

图 29: PayPal 增值服务占比持续上升



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 30: PayPal 营收及净利润稳定增长



资料来源: wind, 天风证券研究所

4.3. 个人征信：供需两侧双驱动，金融科技加速征信格局形成

从需求侧来看，消费金融、第三方支付的兴起、应用场景的丰富，对征信行业提出了更大的需求，以央行征信中心为主导的征信体系已经无法完全满足金融市场运行的需求。特别是在个人征信领域，2015 年之前，个人征信市场是央行个人征信一家独大，但覆盖率水平偏低。根据《征信系统建设运行报告（2004-2014）》，央行征信中心自然人信用档案数为 8.57 亿人，而有贷款记录的人只有 3.5 亿人，覆盖率仅有 35%。消费金融是个人征信的基本使用场景，近年消费金融规模的增长极大地刺激了个人征信的需求。此外，从传统的金融机构、政府部门、公共服务等场景向各类生活化、日常化场景拓展（租车免押金、住宿免押金、先试后买的购物模式），也推动了个人征信需求的崛起。

从供给侧来看，互联网、大数据、机器学习、区块链等新兴技术的发展催生了市场化征信机构的出现。金融科技推进征信数据的可得性，使得征信模型信用评价更加精准。居民的生活与互联网的关系日益密切，其行为数据在互联网上沉淀，使得衣食住行等日常生活行为逐步实现信用化。金融科技的运用使金融机构通过互联网数据（包括电商交易数据、社交类数据和网络行为数据等）充分了解客户，弥补央行个人征信覆盖面的不足。

美国等市场化程度高的国家，已经形成了“从数据提供商、征信机构、决策分析公司到征信服务代理机构”分工明确的个人征信模式，是我国个人征信市场发展的重要参考。美国这一模式的形成用了 100 多年的时间，而**得益于金融科技的发展，我国可以发挥后发优势，这一过程在我国会极度加速**，如利用大数据进行海量数据的采集和储存、利用人工智能进行征信数据挖掘和风险分析、利用云计算和区块链来提高服务的便捷性。

2018 年 2 月，百行征信（非上市）正式获得个人征信业务许可，成为国内首家拥有个人征信牌照的公司，其最大股东为中国互联网金融协会（持股 36%），8 家个人征信试点单位芝麻信用、腾讯征信、深圳前海征信、鹏元征信、中诚信征信、考拉征信、中智诚征信、北京华道征信各持股 8%。8 家试点单位各具优势：芝麻信用和腾讯征信背靠互联网巨头，获取数据的场景丰富；考拉、北京华道、深圳前海具有强大的股东背景和丰富的数据源；鹏元、中诚信和中智诚是拥有丰富经验的老牌征信公司。8 家公司的共同参股有助于行业数

据共享，打破“信息孤岛”，形成统一标准，解决个人信息滥用和多头借贷的问题，共同推动个人征信行业的发展。

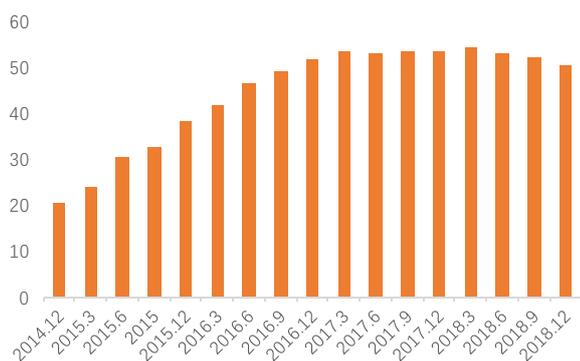
5. 科技助力金融 IT 企业

5.1. 金融科技为金融 IT 企业带来新的增长点

过去金融 IT 企业主要是为金融机构提供 IT 基础设施的外包服务，收入由项目的数目和规模决定，受下游需求影响大且具有明显的周期性，营收天花板明显，可持续性有限。但在此过程中金融 IT 企业积累了广泛的金融机构客户，为与金融机构合作直接提供金融服务打下了基础。

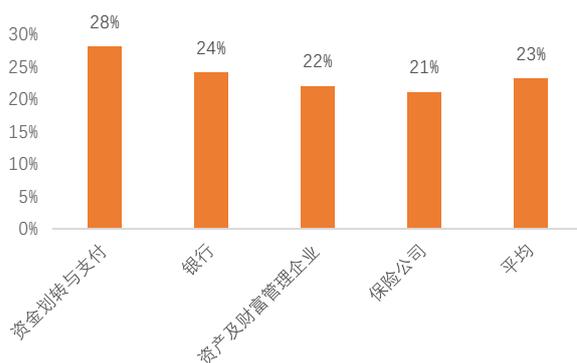
金融科技给金融 IT 企业带来新的增长点。目前，金融 IT 企业在通过新兴技术为金融机构提供创新服务的同时，也积极与金融机构合作，获取金融牌照，利用自身 IT 技术直接为最终用户提供金融服务，开展如金融产品销售、智能投顾、大数据征信等金融科技业务，实现销售分成或业务分成。根据上文的分析，金融 IT 企业在为金融机构提供服务的第一阶段，市场容量仅千亿规模。而直接为最终用户提供金融服务的市场容量可达万亿规模。以智能投顾为例，截止到 2018 年底，我国资产管理规模达 50.36 万亿，若智能投顾渗透率达到 10%，仅智能投顾的市场容量就达 5 万亿规模。此外，根据普华永道 2016 年《全球金融科技报告》的调查显示，传统金融企业认为超过 20% 的金融业务将会被独立的金融科技公司取代。金融科技为金融 IT 企业带来巨大的增长空间。

图 31：资产管理规模（万亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 32：传统金融企业关于对金融科技企业取代其业务份额的预测



资料来源：普华永道，天风证券研究所

5.2. 金融与科技的融合是大势所趋

金融科技生态体系中，主要有三大主体：传统金融企业、新兴金融业态和金融 IT 企业。三方各具优势和不足：1) 传统金融机构具有金融牌照和金融服务经验，但获客能力不强；大型金融机构还具有强大的研发实力，能够进行金融科技布局，小型金融机构缺乏研发能力和金融科技创新能力。2) 新兴金融企业拥有金融牌照和海量用户以及数据优势，但技术不及金融 IT 企业，金融服务经验不及传统金融机构。3) 金融 IT 企业具有强大的科技能力但缺少金融服务经验和金融牌照。这种格局意味着金融企业和科技企业的融合能够发挥各自优势的同时，弥补相互之间的不足，从而实现共赢。

5.3. 金融 IT 企业积极获取金融牌照

金融 IT 企业主要通过三种途径获取金融牌照：1) 自行申请或收购。如东方财富收购同信证券、宝华世纪证券 100% 股权获取券商牌照；银之杰筹建易安保险、设立华道征信获取保险和个人征信牌照。2) 与金融机构成立合资公司，如高伟达、新大陆、金证股份与兴业财富、倍远投资共同设立兴业数字金融信息服务股份有限公司。3) 与大型金融集团开展战略合作。

我们判断，能够获取客户流量、专注于细分市场、拥有金融科技创新能力的持牌金融 IT

企业将有望胜出。1) 客户流量方面, 良好的可持续性获客能力能够促使企业获客边际成本下降, 利润逐步提升。如东方财富通过免费的门户网站和交易终端积累了海量的客户资源, 通过销售基金和收费版终端, 将海量客户流量转化为现金流。2) 细分市场方面, 在细分领域实现突破的企业将具有独特竞争力, 小微企业以及未能得到充分金融服务的群体数量庞大, 抓住这些客户是金融科技企业获得成功的关键。3) 金融科技创新方面, 积极探索大数据、区块链等创新运用的企业在创新金融服务方面将具有明显优势。

6. 监管趋势：严监管常态化，监管科技崛起

金融科技带来金融业务创新的同时, 也带来了难以控制的金融风险。金融科技的风险主要体现在以下三个方面。**第一, 金融科技的极度渗透性引发的风险。**由于互联网的延伸, 金融科技渗透到社会的各个领域, 范围不断扩大, 监管的边界界定困难。**第二, 金融科技风险的迅速蔓延性。**金融科技的发展使得金融风险突破了地域限制, 一个风险点的暴露很可能在短时间内波及多个领域, 演变成大规模的系统性风险。**第三, 监管难度提升引发的风险。**金融科技的跨界混业经营与传统的分业监管不匹配, 首先是金融和科技的跨部门经营, 监管部门的科技滞后于金融部门的科技; 其次是金融部门内部各子部门的跨界混业经营, 与金融分业监管发生错配, 容易出现监管漏洞和空白。这些风险倒逼金融监管体系的改革, 我们认为, 未来的监管将呈现以下四个趋势, 其中最重要的是监管趋严的态势不改, 强监管将常态化, 因此, 可以凭借资本优势以及品牌效应迅速完成合规要求、真正符合监管要求的金融机构能够脱颖而出。

6.1. 监管理念变革：由“被动”向“主动”转变

我国对新兴金融行业的监管态度一直是“先发展后监管”, 在行业发展初期实行比较包容的态度, 提供足够的发展空间和自由度。随着行业快速发展的同时风险也不断暴露, 监管部门再根据暴露出的风险采取有针对性的措施进行集中整治, 是被动式监管和响应式监管。目前金融科技领域的业务规模处于快速增长阶段, 系统性风险尚未完全暴露, 监管侧重于保护金融消费者权益和维护金融行业的秩序, 重视日常监管和牌照管理。

金融科技本质上作为金融行业是国家发展的重点领域, 监管力度趋严。在金融科技快速发展的过程中, 部分细分行业或企业可能会出现冒进的问题, 金融科技在促进创新和提高服务效率的同时也暗藏着一些风险隐患。如一些企业披着伪金融科技的外衣规避监管, 进行监管套利, 从事非法金融活动, 对金融市场秩序和金融服务实体经济产生了不利影响。2018年是落实十九大报告、防范化解金融重大风险的攻坚之年, 金融科技本质上作为金融行业也会被列入监管的重点之中。

未来对金融科技的监管将更加注重在预防风险和鼓励创新之间寻求平衡, 态度由“先发展后监管”转变为“边发展边规范”, 由“被动式”转变为“主动式”监管。对金融科技的监管将采取“风控与发展并重”的方式, 在鼓励创新的同时, 逐步建立防范和控制金融风险的长效机制, 推动金融科技的长远发展。

6.2. 监管机制创新：“沙盒监管”为有益借鉴

金融科技发展已成为全球趋势, 如何在预防风险和鼓励创新之间寻求平衡是金融科技监管的重大挑战。英国于2016年提出的“沙盒监管 (Regulatory Sandbox)”能够有效的营造兼顾创新与风险控制的良好监管环境, 得到了美国、新加坡、澳大利亚等国的纷纷响应, 也为我国的金融科技监管机制提供了有益借鉴。

英国金融行为监管局 (FCA) 将“沙盒监管” (Regulatory Sandbox) 定义为, 为企业的产品、服务以及商业模式创新提供的一个“安全空间”, 这个空间内的创新行为不会引起常规的监管后果。也就是说, 监管者在保护消费者和投资者权益、严防风险外溢的前提下, 通过主动合理地放宽监管规定, 减少金融科技创新的规则障碍, 鼓励更多的创新方案积极主动地由想法变成现实。在此过程中, 能够实现金融科技创新与风险控制的双赢局面。

中国国务院金融稳定发展委员会的成立为我国实施沙盒监管提供了基础条件。我国长期以来金融分业监管的模式是实施沙盒监管的最大阻力, 2018年3月中国国务院金融稳定发展

委员会成立，是国务院统筹协调金融稳定和改革发展重大问题的议事协调机构，该机构的成立可以提供统一标准的“安全空间”，从而实施沙盒监管。

6.3. 监管规则重构：监管有效性取决于对技术风险的控制

大数据、云计算和人工智能等技术的应用促进金融服务创新的同时也带来了相应的监管问题，如算法模型的偏差和自我强化、信息数据的安全隐患、算法歧视（“大数据杀熟”）。传统的监管规则是基于人的交易设计的，其有效性依赖于监管体系的微观审慎规则，如通过设定资本充足率来进行风险监管。而在金融科技广泛应用的领域中，金融监管的重点对象将从金融机构和金融从业人员转变为大数据、人工智能等非实体技术。因此，现有金融监管体系的规则需要被重新设计，监管的有效性将更多地取决于对技术风险的控制。

6.4. 监管科技运用：用“科技”监管“科技”

随着监管规则的重构，金融监管将从之前的以关注合规、机构、资本为核心的风险监管，逐渐转变为对技术的监管。对于技术的监管，需要监管部门紧随金融科技步伐，积极布局监管科技（RegTech），利用技术促使监管理念、手段和方式的升级，由被动式监管向主动预防转型。

根据亿欧智库发布的《2018年监管科技发展研究报告》，监管科技主要应用于五大领域：交易行为监控、合规数据报送、法律法规跟踪、客户身份识别和金融压力测试，在这些领域中运用大数据、区块链、云计算、人工智能等主要核心技术满足监管需求。运用大数据技术进行金融监管，将有助于实现监管的及时性和有效性，金融监管机构利用现金的信息化技术，实现对金融市场和企业动态大数据的实时监测，从而更好地维护金融业的秩序。区块链为金融监管提供了强有力的工具。由于区块链具有去中心化、不可篡改、可信任、透明度高等特点，监管部门可以利用其进行实时观察、跟踪交易数据，然后根据变化情况作出反应，提出相应的政策监管措施。

目前，监管部门对于大数据、云计算、人工智能等新技术的探索也一直在进行中，如央行反洗钱检测分析中心、信息中心、征信中心在探索大数据技术在非结构化数据处理、统计分析、数据采集等领域的应用；银监会鼓励将分布式技术架构运用于 EAST 数据仓库等。

7. 投资建议

7.1. 关注积极布局金融科技的传统金融机构

传统金融行业受益于金融科技。金融科技的作用从运营效率的提高转变为产品和服务的创新，未来科技将成为传统金融行业的核心驱动力。国内各大银行、券商和保险公司不仅与外部 Fintech 公司合作，而且更加注重自主研发能力的培养，加紧 Fintech 的布局。

表 3：积极布局金融科技的部分 A 股上市传统金融机构

A 股上市标的	金融科技布局情况
工商银行	实施科技体制改革，组建金融科技部，启动 IT 架构改造工程，推进智慧银行建设。
建设银行	启动金融科技“TOP+战略”，成立建信金融科技子公司。构建公有云服务、智慧政务服务等 17 个平台，为客户提供定制化技术支持服务。
中国银行	手机银行功能持续优化，智能柜台及全网点覆盖，运用大数据和人工智能搭建“网御”反欺诈平台；完成分布式架构私有云平台、大数据平台以及人工智能平台建设；金融科技发明专利申请量在全球金融业排名第 2 位。
农业银行	推出新一代“智能掌银”，通过人工智能（人脸识别、语音识别等）为智能掌银提供语音导航、语义识别、刷脸验证等智能服务；推出聚合扫码支付产品以及全线上运作的小微企业融资产品“微捷贷”。
招商银行	大力开展金融科技银行建设，通过对标金融科技企业，构建其金融科技的基础设施；“金融科技银行”建设取得明显进展，2018 年信息科技投入 65.02 亿元，累计申报金

		融科技项目 931 个，其中 304 个项目已投产上线。
	中信银行	2018 年，发布了手机银行 5.0，升级智能推荐引擎和客户标签体系，推出语音银行、二维码支付等；现已基本实现零售产品线上全覆盖。
	民生银行	构建“技术+数据”双驱动，大力发展直销银行、远程银行、小微线上微贷、信用可线上服务等业务。
证券	华泰证券	2016 年 4 月，华泰证券通过其全资子公司收购美国新型金融科技公司 AssetMark 全部股份，借鉴 AssetMark 优化投顾工作平台。2018 年 8 月，华泰证券通过定增计划引入阿里巴巴、苏宁等战略投资者，构建金融科技生态圈
	中信证券	设立金融科技部，加强金融科技平台的开发和大数据、人工智能等新技术的应用。2018 年 6 月，员工生活 APP “信福 e 家” 成功上线。
	海通证券	公司将科技作为公司战略中的四支柱之一，于 2016 年制定科技发展的五年规划，通过持续提升生产运行、软件研发、科技管理三大科技能力，制定“1+3+N”大数据战略，推动公司全面数字化转型。2013 年，首次推出“e 海通财”移动端，2018 年正式发福 APP7.0 版本，用户数达 2339 万，APP 交易客户覆盖率达 81.02%。
	招商证券	运用金融科技助力财富管理业务的发展，根据最新年报显示，2018 年上线智远一户通智能网上交易 PC 版以及 APP6.0；推出图灵诊股；逐步推出面向机构及专业投资者的 Alpha 系列创新交易平台。
	国泰君安	积极推进金融科技创新，2018 年期末手机端用户超过 3000 万户，月活跃度排名行业第 2 位。2018 年 9 月获评中国金融四十人论坛、金融城第三届全球金融科技（北京）峰会“第三届金融科技创新案例评选十佳案例”；2018 年 11 月获评澎湃新闻 2018 金融发展高峰论坛暨 2018TOP 金融榜“2018 年度金融科技机构”。
	东方证券	公司以金融科技作为主要赋能手段，持续优化完善移动互联网统一门户“东方赢家财富版 APP”2018 年末活跃经济客户 41 万余人，推出“东方天玑”智能服务体系。
	光大证券	大力布局金融科技，进一步优化智能投顾系统“智投魔方”；不断完善和丰富“金阳光 APP”功能和内容，2018 平均月活跃人数达 146 万。
	兴业证券	“优理宝 APP”时服务客户最核心的平台，推出“机智猫”智能服务品牌，截至 2018 年 12 月底，“机智猫”对外提供智能服务共计 200 万次。
保险	中国平安	科技布局行业领先，近十年科技研发投入累计超过 500 亿元。2010 年率先推出 MIT 移动展业平台，随后推出“E 行销”、“口袋 E”、“展 E 宝”等工具；2015 年推出面向个人的平安人寿“E 服务”APP（现“金管家”APP）；2017 年，确立“金融+科技”双驱动战略，以人工智能、区块链、云计算、大数据和安全五大核心技术为基础，聚焦金融科技与医疗科技两大领域。2018 年，持续优化国寿 e 店、中国人寿寿险 APP 两个移动互联网平台，终端用户对应用产品满意度进一步提升。
	中国人寿	“科技国寿”实现三级跳：第一级为互联网驱动的“网上国寿”、第二级为人工智能的“智慧国寿”、第三级为基于金融科技的“数字国寿”。2017 年成立金融保险研究中心，与百度合作成立规模为 70 亿元的私募股权基金，用于互联网等技术投资以及其他科技方面的合作
	中国太保	建成以 1.26 亿有效客户为核心，包括 6.19 亿历史存量客户的客户大数据平台，上线了面向所有客户的移动统一门户“太平洋保险 APP”。2016 年推出了人工智能保险顾问产品“阿尔法保险”，现已更新至 3.0 版本。上线“核动力”人工智能核保项目等等。
	新华保险	自 2011 年就自主研发上线智能自动理赔技术有 62%医疗险系统能够自动处理。2-15 年推出业内第一个整合电话、网站、微信、短信、电子邮件、APP 等各服务渠道于一体的客户服务云平台。
	中国人保	推进“智·惠人保”战略，深化科技创新；与旗下子公司分别与 IBM、华为、蚂蚁金融、东软集团、网易等公司签署了战略合作协议。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

7.2. 关注金融科技催生的新兴金融业态

在网络借贷领域，纯正网络借贷企业主要包括你我贷、有利网、PPmoney、和信贷和微贷网等互联网金融平台。A 股上市标的方面，重庆百货和奥马电器通过成立消费金融子公司向金融科技公司转型。

在第三方支付领域，纯正第三方支付企业主要包括移动支付两大巨头支付宝和财付通、第三大移动支付机构壹钱包、在创业板上市的拉卡拉以及快钱、苏宁支付、易宝支付等等。就 A 股上市标的来说，海联金汇、新国都和新大陆等通过收购第三方支付企业转型成为金融科技公司。

表 4：新兴金融业态相关上市标的

A 股上市标的		金融科技布局情况
网络借贷	重庆百货	其旗下公司马上金融成立于 2015 年，围绕零售主业融合“金融+科技”，依托云计算、大数据、人工智能等科技手段，持续推动消费金融服务智能化，目前的注册用户超 6000 万。2018 年度，马上金融实现净利润 8.01 亿元，给公司带来投资收益 2.47 亿元，大幅提升了公司的净利润水平。
	奥马电器	围绕“场景+科技+新金融”发展战略，转型金融科技效果显著。公司先后收购中融金 51%、49% 的股权，从事银行互联网金融平台技术开发服务于联合运营、自营互联网金融平台、移动互联网金融营销业务。2018 年 4 月 19 日，子公司钱包金服的 C 端消费金融产品上线，基于“钱包生活 APP”，定位个人消费金融，覆盖美食、休闲娱乐、运动健身、商超等各类生活场景，流量变现指日可待。
第三方支付	海联金汇	2016 年收购联动优势转型为金融科技公司，联动优势在第三方支付行业具有领先优势，具有互联网支付、移动支付、银行卡收单、跨境外汇等多种全国支付牌照，第三方支付市占率在国内排名第四。自主研发“联动惠商+云平台”，对接各类 O2O 支付场景，建立综合商户会员管理、营销、支付、融资等功能的一站式开放共享平台。
	汇付天下	是国内领先的独立第三方支付公司，B 端的支付解决方案提供商，主营主要包括 POS、互联网支付、移动支付和跨境支付等。移动 POS 业务作为主要收入来源，为小微商户提供综合化的支付解决方案，具有庞大的客户基数（服务 740 万家小微商户和 6500 垂直行业公司）。此外，公司在支付业务的基础上，利用金融科技拓展增值服务。
	拉卡拉	拉卡拉于 2019 年 4 月 25 日在创业板上市，是 A 股第一支纯第三方标的，根据公司的招股说明书，截至 2018 年末，公司收单业务 POS 机具及扫码受理产品累计覆盖商户超过 1900 万家，个人支付业务在全国 371 个城市覆盖便利店近 10 万台拉卡拉自主支付终端，交易金额超过 2800 亿元。
	新国都	2017 年收购嘉联支付，收单业务遍及全国 337 个城市，覆盖百万商户，公司迅速切入第三方支付收单市场。嘉联支付以商户为基础，衔接支付场景，积极开展增值服务，包括营销推广、电子发票、助贷等服务，拓展其盈利空间。
	新大陆	2016 年 10 月收购国通星驿 100% 股权（国通星驿是国内拥有全国性银行卡收单业务牌照的第三方支付机构）。国通星驿具有显著的渠道优势，采用中国邮政和其他专业代理机构共同拓展商户的模式，邮政全国网点超过 35000 个，与其合作商户拓展的优势明显。国通星驿扎根县域和农村，以中小微商户为切入点，深耕细分领域。
	用友网络	用友 UAP 私有云是中国大型企业和公共组织应用最广泛的企业计算平台，其旗下畅捷支付技术有限公司获得非金融机构支付业务许可证，2018 年支付服务业实现收入 1.55 亿元，公司推出云账户和好收银产品。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

7.3. 关注获取金融牌照的金融 IT 企业

直接面向终端客户提供金融服务的金融 IT 公司迎来新的增长点。恒生电子、银之杰、东方财富、焦点科技、新大陆和用友网络等通过设立子公司和收购等方式获取金融牌照。

表 5：积极获取金融牌照的上市金融 IT 企业

A 股上市标的	获取的金融牌照	金融科技布局情况
恒生电子	保险牌照	<p>金融软件和网络服务供应商，为证券、期货、基金、银行、交易所等机构提供整体解决方案和服务，也直接为个人投资者提供财富管理工具。2017 年发布智能投顾、智能投研、智能监管等 8 款 AI 产品，2018 年发布晓鲸智能问答平台、智能 KYC、智能资产配置引擎和智能服务分析，在市场争得先发优势。同时，参与发起成立金融区块链合作联盟，探索区块链技术在金融行业的应用。</p> <p>出资一亿元（占股 20%）参与设立粤财信用保证保险股份有限公司，拓展金融牌照。</p>
银之杰	互联网保险牌照 个人征信牌照	<p>通过主营业务的开展以及对金融基础服务和金融机构的战略投资，逐步在金融科技领域实现了较完整的布局，构建了以金融 IT、征信、大数据为基础，协同创新向客户提供软件开发、系统运维、大数据分析、金融中介等综合服务的战略布局。</p> <p>出资 1.5 亿元共同发起筹建易安保险，作为最大股东（占股 40%）设立华道征信。</p>
东方财富	券商牌照	<p>收购同信证券、宝华世纪 100% 股权，凭借自身技术禀赋，将海量咨询网站、基金销售渠道和移动端用户向证券业务引流，发挥信息技术与金融服务的协同效应，推动经纪、信用业务增长。取得券商牌照后，证券经纪业务市场份额不断提升，2018 年证券业务增速明显好于行业表现，市占率逆市提升。公司逐步完善流量、数据、场景、牌照金融科技布局，</p>
焦点科技	互联网保险牌照	<p>主要业务包括外贸 B2B 电子商务平台及跨境贸易综合服务、互联网保险 B2B/B2C 电子商务平台以及互联网保险综合服务等。公司致力于传统行业与金融科技的深度融合，将互联网引入外贸、保险、企业采购、教育、医疗等多个领域。</p>
新大陆	第三方支付牌照 (银行卡收单)	<p>公司是国内第一和全球第三达 POS 机供应商，2016 年 10 月收购国通星驿 100% 股权（国通星驿是国内拥有全国性银行卡收单业务牌照的第三方支付机构）。国通星驿具有显著的渠道优势，采用中国邮政和其他专业代理机构共同拓展商户的模式，邮政全国网点超过 35000 个，与其合作商户拓展的优势明显。国通星驿扎根县域和农村，以小微商户为切入点，深耕细分领域。</p>
新国都	第三方支付牌照 (银行卡收单)	<p>公司主要是以金融 POS 机为主的电子支付受理终端设备软硬件提供商，并以此为载体，结合金融科技为客户提供基于电子支付的综合性解决方案。2017 年收购嘉联支付，收单业务遍及全国 337 个城市，覆盖百万商户，公司迅速切入第三方支付收单市场。嘉联支付以商户为基础，衔接支付场景，积极开展增值服务，包括营销推广、电子发票、助贷等服务，拓展其盈利空间。</p>
用友网络	第三方支付牌照(互联网支付/银行卡收单)	<p>用友 UAP 私有云是中国大型企业和公共组织应用最广泛的企业计算平台，其旗下畅捷支付技术有限公司获得非金融机构支付业务许可证，2018 年支付服务业实现收入 1.55 亿元，公司推出云账户和好收银产品。</p>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

7.4. 重点关注标的

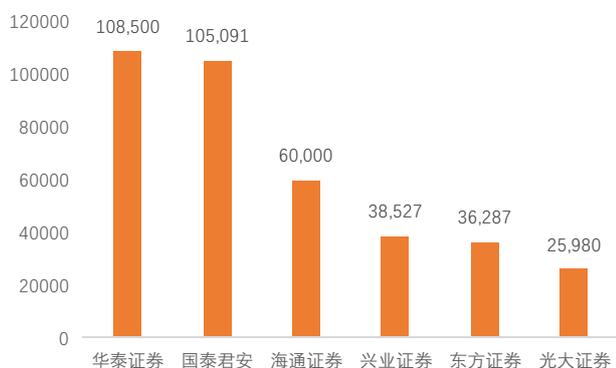
1. 积极布局金融科技的传统金融机构方面，重点关注中国平安、华泰证券。

中国平安是传统金融机构向金融科技转型的最佳代表，近十年金融科技研发投入累计超过 500 亿元，在金融科技、医疗科技和 AI 等科技领域快速发展。在《互联网周刊》发布的 2018 年度人工智能企业百强中位中国平安位居第五（仅次于华为和 BAT），其子公司平安科技是 2017 年“IDC Fintech 全球百强榜单”TOP50 中唯一的中国企业，陆金所在毕马威发布的 2018 “Fintech100 榜单”中位居第十。

华泰证券互联网战略领先布局、具有移动平台先发优势、信息技术投入领先。2016 年 4

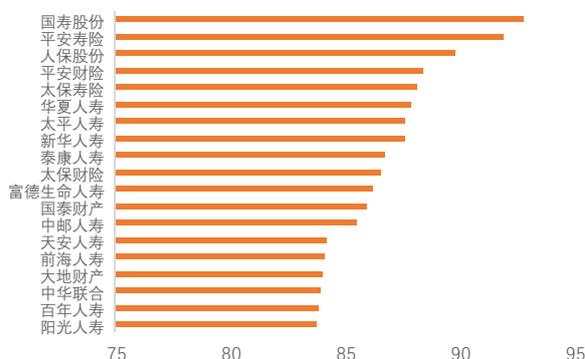
月，华泰证券通过其全资子公司收购美国新型金融科技公司 AssetMark 全部股份，借鉴 AssetMark 优化投顾工作平台。2018 年 8 月，华泰证券通过定增计划引入阿里巴巴、苏宁等战略投资者，构建金融科技生态圈。

图 33：部分券商 2018 年信息技术投入（万元）



资料来源：公司 2018 年度报告，天风证券研究所

图 34：2018 保险公司互联网创新排行（总分）



资料来源：互联网周刊，天风证券研究所

2.利用金融科技发展起来的新兴金融业态方面，重点关注重庆百货（商社团队覆盖）、关注海联金汇。

根据我们的分析，具有场景优势、积极布局金融科技提高风控能力且具有平台资质的消费金融企业有望胜出。重庆百货在传统主业方面形成了百货、超市、电器、汽车贸易等多业态发展的经营格局，具有线下场景优势；依托其传统业务，培育了电子商务、消费金融、供应链金融等新兴产业，其旗下消费金融公司马上金融围绕零售主业融合“金融+科技”，依托云计算、大数据、人工智能等科技手段，持续推动消费金融服务智能化，积极布局金融科技提高风控能力；公司多次跻身“全国零售 100 强”、“中国连锁 30 强”，具有平台资质优势。

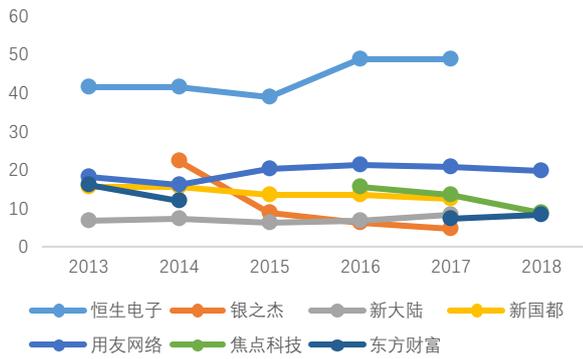
第三方支付中 C 端支付宝、财付通的双寡头垄断局面难以改变，看好深耕线下 B 端，向横向的综合服务平台转变，能够提供综合金融服务、支付解决方案占优的第三方支付公司。海联金汇旗下的子公司联动优势的第三方支付业务市占率在国内排名第四，能够提供自研综合支付、信息推送、智能营销、大数据、高速清算、智能反欺诈、反洗钱等综合服务，建立了综合商户会员管理、营销、支付、融资等功能的一站式开放共享平台。

3.积极获取金融牌照的金融 IT 企业方面，重点关注恒生电子（计算机团队覆盖）、东方财富（传媒团队覆盖）。

恒生电子是国内金融 IT 行业的绝对龙头。在券商的核心交易系统、资管的投资管理系统、银行的综合理财系统、金融机构的 TA 系统等领域市占率较高，多年遥遥领先行业的研发投入是其金融科技领先的保障，2017、2018 年入选全球 Fintech100 强。

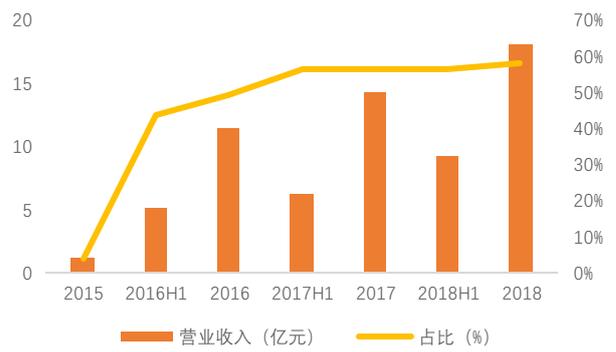
东方财富是财经资讯起家的 C 端流量龙头，多年来凭借权威、全面、专业、及时的特点，成为我国用户访问量最大、用户粘性最高的财经网站之一。依托其财经资讯门户，公司凭借其流量优势和客户粘性发力券商经纪业务，互联网券商优势明显，证券经纪业务市场份额不断提升，2018 年证券业务增速明显好于行业表现，市占率逆市提升，未来市占率有望进一步提高。

图 35：研发支出总额占营业收入比例(%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：东方财富证券业务收入及占比



资料来源：wind，天风证券研究所

主要风险：宏观经济下行、金融科技发展不及预期、金融监管趋严

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com