非银金融

金融的尽头是科技（一）——乘科技之风，破金融创新之浪

增持（维持）

2020 年 07 月 25 日

证券分析师 胡翔
执业证号：S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn

研究助理 朱洁羽
zhujieyu@dwzq.com.cn

投资要点

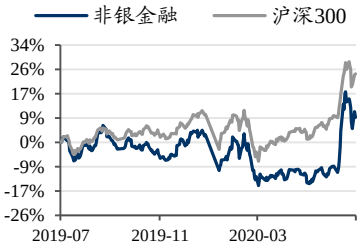
- **科技+政策驱动，科技金融迎来发展机遇：**1）随着人工智能、区块链、云计算、大数据等新兴技术的蓬勃发展，“科技+金融”演进 30 余年，经历了“金融电子化-金融信息化-金融互联网-科技金融”的不同阶段，形态不断变更升级，金融行业将迎来智能高效新时代。2）金融科技的发展推动了资本市场制度加速变革，国家也出台了一系列配套政策，以促进金融科技行业的发展，科技进步与政策推动的良性循环也推动着金融科技市场需求逐步扩容。3）2020 年以来疫情的突然爆发，线下营销活动受阻加速了金融业务线上化，银行、券商、保险纷纷开启了全流程线上服务改革，其中保险科技转型尤为突出。为建设“数字中国”，国家提出一系列政策推行安全可控体系，信创上升到国家战略高度，为科技金融带来新的发展机遇。我们认为，当前正处于科技快速发展和资本市场改革深化的黄金窗口期，疫情推动叠加国家网络安全需要背景下，科技金融正迎来前所未有的发展机遇。

- **科技赋能传统金融，产业链升级为科技公司提供更多获利空间：**IT 技术升级传统金融业态，科技使得传统金融业务更加高效和智能，为金融科技全产业链企业带来新的获利空间。1）传统金融机构竞争加剧，加码科技提升服务效率，直接面对海量网络用户，市场空间广阔，建议关注**招商银行、华泰证券、中金公司、老虎证券、富途控股、众安在线**等；2）牌照业务竞争逐步白热化背景下，具有渠道资源/平台流量的公司优势逐渐突出，依托支付、信贷、理财、行情交易、财险销售等场景创新建设，积累渠道和客户资源，再连接金融机构进行流量的变现，建议关注**同花顺、指南针、财富趋势、银之杰、拉卡拉**等；3）从事金融行业应用软件开发的底层架构技术供应商具有相对稳定的盈利模式，行业马太效应凸显，头部公司强者恒强，抢占绝大多数市场份额，中小企业着力发展特色业务，建议关注**恒生电子、顶点软件、长亮科技**等。

- **手握科技，平台类公司崛起：**金融科技时代下，科技是核心竞争力，一些科技实力强劲，同时具有海量流量资源，且拥有金融业务牌照的全产业链覆盖的平台类公司将会不断崛起。1）**东方财富**全牌照布局财富管理圈，证券基金齐发力，依靠科技促进成本下行，零售证券持续演绎高成长性，互联网金融服务平台业绩也在平稳增长，公司流量正在逐步变现；2）蚂蚁金服更名**蚂蚁集团**，依托金融科技推动绿色可持续的普惠金融，科技服务将为公司带来更大的业务规模；3）**中国平安**被科技赋能，着力打造“金融+科技”的平安生态圈，其保险科技在提升内部竞争力的同时也作为产品出售，从而获得双向效用；4）**腾讯控股**长期以来在金融领域低调蓄力，以支付业务带动全牌照稳健金融布局，金融科技将为企业长期发展释放新动能。

- **风险提示：**1）金融监管影响创新进度；2）对外开放海外竞争加剧；3）中美贸易摩擦加剧；4）疫情控制不及预期。

行业走势



相关研究

1、《非银金融行业周报：政策引导资本市场加速发展，券商迎来利好》2020-06-21
2、《非银金融行业周报：创业板注册制落地，市场注入新活力》2020-06-14
3、《非银金融行业周报：政策利好&宏观面改善，积极关注券商》2020-06-07

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 科技+政策驱动，金融科技迎来发展机遇 5
1.1. 科技进步推动金融业态升级，智能高效的新时代已然来临 5
1.2. 政策推动金融科技创新发展，资本市场改革为需求扩容 6
1.3. 疫情加速业务线上化，信创推动科技金融发展 8
2. 科技赋能传统金融，产业链升级为科技公司提供更多获利空间 11
2.1. 科技赋能传统金融，竞争加剧推动机构加码科技 11
2.2. 渠道为王，得流量者得天下 17
2.3. 底层技术企业强者恒强，中小企业专业化发展 21
3. 手握科技，平台类公司崛起 25
3.1. 流量逐步变现，全牌照布局财富管理圈——东方财富 25
3.2. 科技借力流量推动平台化发展——蚂蚁集团 29
3.3. 科技赋予金融集团新动能——中国平安 32
3.4. 金融领域低调蓄力，科技助力业务发展——腾讯控股 35
4. 投资建议 37
5. 风险提示 39

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1：金融科技发展历程 5
图 2：金融科技产业链概况 11
图 3：互联网信贷交易规模 13
图 4：我国移动支付交易规模 14
图 5：2019 年第三方支付交易规模市场份额 14
图 6：六大银行 2019 年金融科技投入 16
图 7：2018-2022 年中国保险机构科技投入 16
图 8：2017-2018 年券商信息系统投入情况 17
图 9：2019 年部分券商信息技术投入情况 17
图 10：天天基金基金代销网综合费率下滑 18
图 11：证券行业佣金率不断下滑 18
图 12：渠道服务商的盈利模式 18
图 13：同花顺的各类业务营收占比 19
图 14：同花顺的业务营业收入规模（亿元） 19
图 15：指南针的各类业务营收占比 19
图 16：指南针的业务营业收入规模（亿元） 19
图 17：财富趋势的各类业务营收占比 20
图 18：财富趋势的业务营业收入规模（亿元） 20
图 19：拉卡拉的各类业务营收占比 21
图 20：拉卡拉的业务营业收入规模（亿元） 21
图 21：2019 年各家公司业务营收结构 22
图 22：恒生电子领先金融 IT 业务市占率 22
图 23：证券 IT 底层技术供应商发展历程 23
图 24：各公司 2019 年营收与归母净利对比 24
图 25：底层技术供应商投入与产出的良性循环 24
图 26：金融业 IT 投入不断增长 24
图 27：2015-2019 年各公司研发投入费用 25
图 28：2019 年各公司人均薪酬 25
图 29：公司业务结构随着流量变现 26
图 30：东方财富营业收入及同比增速 26
图 31：东方财富归母净利润及同比增速 26
图 32：2019/3~2020/5 财经网站月均覆盖人数（万人） 27
图 33：2020.5~6 证券服务 APP 月度活跃用户数（万人） 27
图 34：2014~2020Q1 东方财富三项成本率 28
图 35：东方财富研发投入金额及占营业总收入的比例 28
图 36：东方财富经纪业务份额及排名快速攀升 29
图 37：东方财富两融余额及市场份额持续上行 29
图 38：蚂蚁集团的生态体系 29
图 39：蚂蚁集团的主要组成部分 29
图 40：2015~2019 年蚂蚁集团税前利润测算 30
图 41：2017Q1~2019Q4 蚂蚁集团分季度税前利润测算 30
图 42：2020Q1 第三方移动支付市场交易份额 30

图 43：2018-2020Q1 第三方支付市场交易规模 30
图 44：蚂蚁花呗营业收入及净利润 31
图 45：蚂蚁集团的开放平台体系 31
图 46：中国平安业务布局 32
图 47：2016-2019 年各类业务盈利占比 32
图 48：中国平安营业收入持续增长 33
图 49：中国平安归母净利润及归母净利率稳步提升 33
图 50：个人客户构成（万人） 34
图 51：同时持有平安多家子公司合同的客户数 34
图 52：互联网潜在客户数 34
图 53：陆金所历年交易规模 35
图 54：平安好医生历年营收 35
图 55：腾讯控股营业收入及归母净利润 36
图 56：2018Q1-2020Q1 各项业务收入占比 36
图 57：腾讯区块链总体技术框架 37
图 58：腾讯区块链底层平台技术框架 37

表 1：金融科技行业重要政策梳理 6
表 2：2020 年上半年资本市场重要政策事件梳理 8
表 3：信创产业重要政策梳理 9
表 4：金融科技主要影响领域及代表公司业务内容 12
表 5：部分金融机构科技转型布局 15
表 6：保险科技应用 16
表 7：蚂蚁集团的技术及应用 31
表 8：腾讯金融布局 35

1. 科技+政策驱动，金融科技迎来发展机遇

1.1. 科技进步推动金融业态升级，智能高效的新时代已然来临

随科技的不断进步，“科技+金融”演进 30 余年，形态不断变更升级。科技金融并不是一个全新概念，从引入科技以简化部分业务操作到利用科技为金融业务开拓市场、创新服务，“科技+金融”已演进了 30 多年，其发展可以大致分为金融电子化阶段、金融信息化阶段、互联网金融阶段和金融科技阶段四个阶段。

图 1：金融科技发展历程



数据来源：中国人民银行、中国银行、蚂蚁金服等公司官网，东吴证券研究所

第一阶段（20 世纪 70 年代~21 世纪初）：金融电子化阶段，手工被逐步替代，数据大集中时代开启。70 年代，中国银行引进了第一套理光-8 型（RICOH-8）主机系统，揭开我国金融电子化发展的序幕，实现了对公业务、储蓄业务等日常业务的自动化处理。1990 年，全国证券交易自动报价系统正式开始运行，推动全国的证券交易形成一个统一、公平、合理的市场。1991 年，人民银行卫星通信系统上电子联行的正式运行，标志着我国银行信息系统进入了全面网络化阶段。1999 年 9 月 1 月，工商银行启动了“9991”数据大集中工程，到 2002 年下半年，以中国工商银行完成数据大集中建设工程、深圳发展银行实行业务外包等为标志，中国银行业数据大集中取得了初步的建设成果。

第二阶段（21 世纪初~2006 年）：金融信息化阶段，数据应用和网上银行崛起。随着电子商务的发展，信息时代对金融企业提出了新的要求，国内的金融企业纷纷触网，推出网上支付系统。在此阶段，银行完成业务的集中处理，利用互联网技术与环境创新金融产品，开始开拓网上金融服务等。中国 2001 年加入 WTO，使金融企业加快脚步迈入信息化时代。2002 年，中国银行建立了独立的 CA 认证中心，成为了国内第一家对海外提供数字电子认证服务的机构，并能为境外网银和境外基础现金管理提供服务。

第三阶段（2007 年~2016 年）：互联网金融阶段，金融科技渗透进金融核心业务，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

衍生出新的风险评估方式。2007 年中国网上银行市场发展十分迅速，交易额规模实现迅猛增长，据艾瑞咨询发布的《2007-2008 年中国网上银行行业发展报告》，个人网银和企业网银交易规模达 245.8 万亿元，同比增幅高达 163.1%。随着中国股市市值的不断看涨，个人理财市场异常火爆，股票、基金等的交易量增长迅猛。网络购物市场的快速发展蔓延到网上支付的发展，2011 年，人民银行正式发放第三方支付牌照，正式标志着互联网与金融结合的开始。

第四阶段（2016 年~至今）：金融科技阶段，新兴技术的发展与应用将重塑产业生态。2016 年，招商银行推出摩羯智投，将人工智能与量化交易应用到中国金融行业最核心产业。包括工商银行、中国银行等 10 余家银行纷纷成立金融科技子公司。借助机器学习、数据挖掘、智能合约等技术，简化供需双方交易环节，降低资金融通边际成本，开辟触达客户全新途径。随着人工智能、区块链、云计算、大数据等新兴技术的发展与应用，金融科技正在以迅猛的势头重塑金融产业生态，“无科技不金融”成为行业共识。

科技赋能传统金融，更加智能、高效的金融时代已经到来。金融科技（Fintech），是指运用科技手段使得金融服务变得更有效率，因而形成的一种经济产业。根据金融科技产业主体的发展特点，从“新金融”和“新科技”两个不同角度，可将金融科技企业分为两大主要类型：科技金融类和金融科技类。1）科技金融主要是利用通互联网、云计算、大数据、人工智能和区块链等新兴技术，变革金融业务模式，提供创新型的金融服务；2）金融科技主要是为金融机构在客服、风控、营销、投顾和征信等服务领域，提供云计算、大数据、人工智能和区块链等新兴技术支撑服务。无论是以科技为动力推进金融创新变革，还是以金融为中心注入科技新活力，金融与科技二者的融合都会颠覆传统的金融行业和科技行业，金融科技必将是未来的发展趋势。

1.2. 政策推动金融科技创新发展，资本市场改革为需求扩容

新兴技术蓬勃发展，政策管理不断完善，继续鼓励金融科技创新发展。中国金融与技术的融合开始于 20 世纪 80 年代。2006 年，国务院出台《国家中长期科学和技术发展规划（2006—2020 年）纲要》，科技与金融结合被正式提上日程。此后，国家出台了一系列配套政策，促进金融科技行业的发展。

表 1：金融科技行业重要政策梳理

时间	重要政策
1991 年	国家科学技术委员会发布的《中华人民共和国科学技术发展十年规划和“八五”计划纲要》提到的“制定促进科技与金融结合的政策”。
1993 年	国务院发布《国务院关于金融体制改革的决定》明确指出要加快金融电子化建设。
2006 年	国务院出台《国家中长期科学和技术发展规划（2006—2020 年）纲要》，科技与金融结合被正式提上日程。
2010 年 12 月	国家科学技术部印发《促进科技和金融结合试点实施方案》，这是国家首部促进科技金融发展的政策法规。

2011 年 10 月	国家科学技术部、财政部、中国人民银行等发布《关于促进科技和金融结合加快实施自主创新战略的若干意见》，将科技金融发展定位为国家战略。
2014 年 1 月	中国人民银行等六部门，联合发布了《关于大力推进体制机制创新扎实做好科技金融服务的意见》，大力推动体制机制创新，促进科技和金融的深层次结合，支持国家创新体系建设。
2015 年 12 月	科技部、央行、银监会、证监会、保监会发布《第二批促进科技和金融结合试点方案》，以加快实施创新驱动发展战略，促进科技和金融紧密结合，支持地方开展科技金融创新实践。
2016 年 8 月	国务院发布《"十三五"国家科技创新规划》，规划中明确提出促进科技金融产品和服务创新，建设国家科技金融创新中心等。使得金融科技产业正式成为国家政策引导方向。
2017 年 6 月	中国人民银行发布《中国金融业信息技术"十二五"发展规划》，明确提出要"加强金融科技和监管科技研究与应用"。
2017 年 9 月	中国人民银行等七部委发布《关于防范代币发行融资风险的公告》，整个金融科技行业逐渐被严密监管起来。
2018 年	央行牵头联合发改委、社保、卫生等 6 部委发布文件《关于开展金融科技应用试点工作的通知（银发〔2018〕325 号）》，将在北京、上海、广东等 10 省市启动金融科技试点。2019 年，金融科技试点项目正式得到批复。
2019 年 2 月	国务院发布《关于全面推进北京市服务业扩大开放综合试点工作方案的批复》（国函〔2019〕16 号），支持在北京市率先开展金融科技创新监管试点，被称之为中国版的"监管沙箱"。
2019 年 5 月	国标委正式发布《信息安全技术 网络安全等级保护基本要求》，在标准名称、保护对象、章节结构、控制措施等部分进行了修改和更新，标志着我国网络安全等级保护工作正式进入"2.0 时代"。
2019 年 8 月	中国人民银行印发《金融科技（Fintech）发展规划（2019-2021）》，进一步肯定了金融科技的价值，并提出一系列金融科技发展的顶层规划与指导建议，为金融科技的发展提供更高效、全面的保障。
2019 年 10 月	十三届人大常委通过了我国首部密码法《中华人民共和国密码法》，旨在规范密码应用和管理，促进密码事业发展，保障网络与信息安全，维护国家安全和社会公共利益，保护公民、法人和其他组织的合法权益。
2019 年 12 月	国家互联网信办发布《网络信息内容生态治理规定》，重点规范网络信息内容生产者、网络信息内容服务平台、网络信息内容服务使用者以及网络行业组织在网络生态治理中的权利与义务，是我国网络信息内容生态治理法治领域的一项里程碑事件。

数据来源：中国人民银行、国务院等机构官网，东吴证券研究所

金融市场改革步伐持续迈进，科技金融将成为重要助推力。1）依托科技力量撬动存量改革，夯实资本市场制度根基。金融科技的发展加剧了传统金融行业的竞争，促进了传统金融服务提质量提效，以设立科创板并试点注册制为突破口，科技将有利于优化资本市场供给，推进关键制度创新；2）金融市场改革推动科技发展。中国金融体系形成初期，金融业务核心信息系统技术蓬勃发展，金融电子化趋势形成；21 世纪初迎来规范化、健康化的改革热潮，金融 IT 技术又向提效率、防风险、迎合规方面探索；而在资本市场日渐开放，制度改革频繁的今天，科技又承担了升级金融 IT 交易体系、更新监管信息系统的重担。3）当前资本市场改革配套政策频出，对科技的需求不断增加。资管新

规的落地打破了刚性兑付、消除多层嵌套和通道，资管业务的流程系统与合规风控系统都亟需升级换代；注册制下企业的上市和退市机制，股票的审核、发行承销、股市涨跌幅限制都发生重大变化，金融机构与监管机构都面临相应 IT 系统的改造与升级。在资本市场加速开放的未来，政策更新频率将继续上升，科技金融大有可为。

表 2：2020 年上半年资本市场重要政策事件梳理

时间	重要政策
2020/2/14	证监会发布“再融资新规”，放宽了对主板（中小板）、创业板上市公司定向增发股票的监管要求。
2020/3/1	新《证券法》正式实施，上交所和深交所不再实施公司债券暂停上市制度，已暂停上市的公司债券分别按照上交所和深交所《关于调整债券上市期间交易方式有关事项的通知》相关规定执行；证监会发布《关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》，公司债券公开发行实行注册制。
2020/3/20	证监会发布《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》。
2020/4/18	发布《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》，明确管理人要求和可参与投资的基金类型，要求基金管理人应具备相应投研能力，配备充足的投研人员。
2020/4/27	证监会就《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》《创业板上市公司持续监管办法（试行）》草案和《证券发行上市保荐业务管理办法》修订草案公开征求意见。
2020/4/30	根据中国证监会与国家发展改革委推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作安排，中国证监会起草了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，向社会公开征求意见。
2020/5/22	为优化证券公司分类监管制度，促进证券公司增强风险管理能力，引导证券行业差异化发展，证监会对《证券公司分类监管规定》相关条款进行修改，向社会公开征求意见。
2020/5/22	证监会就《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定》公开征求意见。特别规定称，要复制推广科创板主要制度，并根据实际予以优化，同时结合创业板存量改革特点，增强制度安排的包容度。
2020/5/29	证监会发布《关于修改<证券公司次级债管理规定>的决定》，自发布之日起施行。允许证券公司公开发行次级债，不再限制投资者人数，支持券商充实资本。
2020/6/3	为建立转板上市机制，规范转板上市行为，证监会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，对转入板块的范围、转板上市条件、程序、保荐要求、股份限售等事项作出原则性规定。
2020/6/12	中国证监会起草了《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》《关于修改<关于实施《证券公司股权管理规定》有关问题的规定>的决定》，向社会公开征求意见。
2020/6/12	证监会发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》《创业板上市公司持续监管办法（试行）》和《证券发行上市保荐业务管理办法》，自公布之日起施行。

数据来源：证监会、国务院等机构官网，东吴证券研究所

1.3. 疫情加速业务线上化，信创推动科技金融发展

疫情影响下线下业务线上化，金融机构加速科技布局转型。疫情期间，线下营销活

动受阻，各金融企业纷纷“转战”线上。1）银行一改疫情暴发之前金融科技在业务领域应用的散点式发展状态，积极推进各个业务条线的线上化、数字化、智能化改造，以“零接触”线上金融产品服务客户，如中信银行加快对“物流 e 贷、银税 e 贷、政采 e 贷”等信用类贷款开发推广；2）券商迅速调整业务重点，通过信息技术实现“现场+远程”办公结合，通过线上服务和远程操控等完成募资发行、经纪业务等服务，业务总体上受到较小影响。根据证券时报统计，长江证券的“长江 e 号”APP3 月份月活数据同比大幅增长 70%，3 月份线上渠道新开户环比增长了 74.67%；3）保险传统代理人模式的线下作业流程受限，促使保险行业快速进行智能化流程改造。平安集团通过“口袋 E”、“金管家”等技术实现承保全流程线上化，人保寿险开通线上理赔平台提供自助理赔服务。疫情冲击将刺激长期国内市场的保险需求，带动保险规模进一步增长，各企业也纷纷布局保险科技：传统保险公司在现有保险业务流程基础上应用新科技、开拓端到端的崭新业务模式；初创保险企业开发新的业务模式、在传统保险之外提供新产品以满足用户需求；非保险机构也积极与保险公司合作，提供软硬件设备支持、IT 系统及移动平台设计、外包呼叫、数据分析等服务，新的保险生态系统逐步成形。

信创上升到国家战略高度，推动科技金融发展。信创产业，即信息技术应用创新产业。通俗来讲，就是在核心芯片、基础硬件、操作系统、中间件、数据服务器等领域实现国产替代。信创产业是数据安全、网络安全的基础，也是“新基建”的重要内容，将成为拉动经济发展的重要抓手之一。为建设“数字中国”，国家在《网络安全法》、《国家网络空间安全战略》、《信息产业发展指南》等相关法规和政策的推出下形成安全可控体系。2020-2022 年是国家安全可控体系推广最重要的 3 年，中国 IT 产业从基础硬件-基础软件-行业应用软件有望迎来国产替代潮，信创行业未来的市场空间广阔。

信息技术应用创新发展是目前国内的一项战略，也是当今形势下国内经济发展的新动能。信创是一条庞大的产业链，主要涉及以下四大部分：IT 基础设置（CPU 芯片、服务器、存储、交换机、路由器、各种云等）、基础软件（操作系统、数据库、中间件、BIOS 等）、应用软件（OA、ERP、办公软件、政务应用、流版签软件等）、信息安全（边界安全产品、终端安全产品等）。其中，国产 CPU 和操作系统是信创产业的根基，也是信创产业中技术壁垒最高的环节。在信息时代下，网络安全对国家安全牵一发而动全身，没有网络安全就没有国家安全。信创产业的发展也是为了保护网络安全，以目前的信创产业为契机，随着云计算、物联网、AI、大数据等应用的不断发展，金融科技也将被持续推动。

表 3：信创产业重要政策梳理

时间	政策
1994.2.18	国务院发布《中华人民共和国计算机信息系统安全保护条例》，是我国关于计算机信息系统安全保护的第一部专门法规，是计算机信息系统安全保护的行为准则。
2007.6.22	国信办发布《信息安全等级保护管理办法》，明确了信息安全等级保护制度的基本内容、流程及工作要求，明确了信息系统运营使用单位和主管部门、监管部门在信息安

	全等级保护工作中的职责、任务等。
2007.12.1	国标委发布《信息安全技术·服务器安全技术要求》， 这项标准从服务器安全保护等级划分的角度，对设计、生产、制造、选配和使用相关安全等级服务器提出了通用安全技术要求，对提升我国核心信息系统安全等级、确保国家信息战略安全提供了直接保障。
2010.10.1	人大通过《中华人民共和国保守国家秘密法》，规定涉密信息系统投入使用前必须经过系统测评和系统审批两个环节。系统建设完成后，应通过国家保密行政管理部门授权的测评机构的安全保密测评，经具有审批权限的保密行政管理部门审查批准，符合涉密信息系统分级保护要求后，方可投入使用。
2014.8.28	工信部发布《关于加强电信和互联网行业网络安全建设的指导意见》，对网络基础设施安全防护、推进安全可控关键软硬件应用、网络数据和用户个人信息保护等做出强调。
2015.7	人大通过《中华人民共和国国家安全法》，将“自主可控”写进法律，要求加强自主创新能力建设，加快发展自主可控的战略高新技术和重要领域核心关键技术，加强知识产权的运用、保护和科技保密能力建设，保障重大技术和工程的安全。
2016.7	中共中央颁布《国家信息化发展战略纲要》，规范和指导未来 10 年国家信息化发展的纲领性文件。
2016.11	全国人大通过《网络安全法》，建立网络安全等级保护、对关键信息基础设施进行特别保护，对网络关键设备和网络安全专用产品进行安全审查。
2016.12.27	网信办发布《国家网络空间安全战略》，将网络安全定位为国家安全的核心；核心技术装备安全可控实施网络安全审查制度，提高产品和服务的安全性和可控性。
2016.12	国务院发布《十三五国家信息化规划》，部署了构建现代信息技术和产业生态体系，建设泛用先进的信息基础设施体系，建立网信领域市场主体准入前信用承诺制度，推动电信和互联网等行业外资准入改革。
2017.1	工信部发布《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020 年）》，加快建设制造强国和网络强国，推动软件和信息技术服务业发展，着力突破核心技术，提出到 2020 年基本形成具有国际竞争力的产业生态体系的发展目标。
2018.3.30	网信办联合证监会发布《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》，加强政策引导，鼓励服务条件的网信企业利用主板、中小板、创业板进行融资，发挥资本市场的作用，为不同发展阶段的网信企业提供资本支持
2019.5.13	国家市场监督管理总局发布《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》2.0 版本，等保 2.0 相关国家标准于 2019 年 5 月 10 日正式发布。2019 年 12 月 1 日开始实施。这是我国实行网络安全等级保护制度过程中的一件大事，具有里程碑意义。
2019.5.22	财政部、税务总局发布《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》，依法成立且符合条件的集成电路设计企业和软件企业，在 2018 年 12 月 31 日前自获利年度起计算优惠期，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25%的法定税率减半征收企业所得税，并享受至期满为止。
2019.10.26	人大发布《中华人民共和国密码法》，涉及国家安全、国计民生、社会公共利益的商用密码产品，应当依法列入网络关键设备和网络安全专用产品目录，由具备资格的机构检测认证合格后，方可销售或者提供。商用密码产品检测认证适用《中华人民共和国网络安全法》的有关规定，避免重复检测认证。

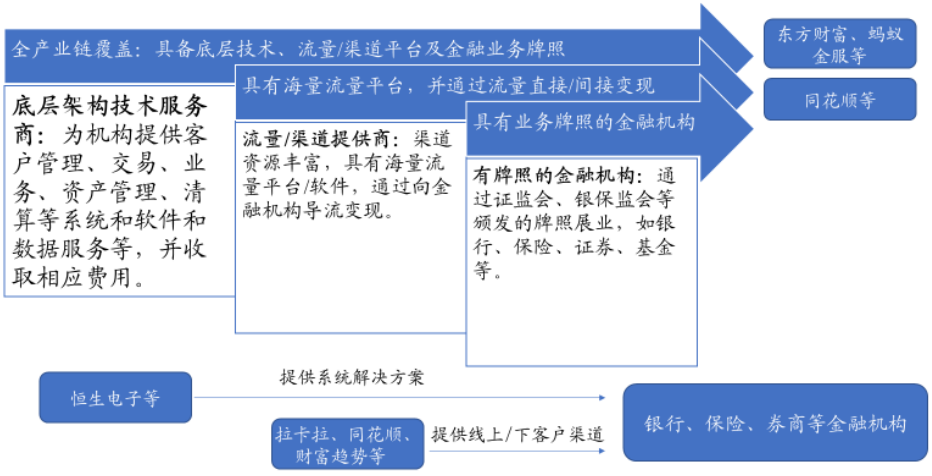
数据来源：国务院、工信部等官网，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 科技赋能传统金融，产业链升级为科技公司提供更多获利空间

金融科技贯穿金融市场全产业链，市场空间广阔，渠道及技术服务商将受益于行业红利。1）IT 赋能传统金融，市场空间广阔。金融市场的客户群体涵盖个人、机构及政府，只要是金融产品和服务的终端接受者，都可划入客户范围，整体市场空间非常广阔，2019 年我国 GDP 逼近 100 万亿大关，经济总量创历史新高，人均 GDP 超过 1 万美元，代表国家综合经济实力和社会财富的增加。IT 技术升级传统金融业务，提供更具有效率的服务。其中，头部金融机构往往加大研发投入、自建科技力量，而中小企业则购买中游企业的 IT 服务，偏好使用产品化的金融服务系统。**2）渠道资源/平台流量为王，变现快速且业绩弹性显著。**在牌照业务逐渐同质化的过程中，客户端的渠道资源及平台流量的重要性逐渐突出。此类公司凭借渠道及流量优势向银行、保险、券商等传统金融机构收取客户分流佣金、流量变现费用，并为机构提供潜在客户群体，其核心竞争力在于渠道扩张的能力和客户黏性，变现快速且往往随市场的快速活跃而展现出较大的业绩弹性。**3）底层技术服务商强者恒强，政策护航前景广阔。**底层技术服务商主要从事证券、银行、基金等行业的应用软件的开发，兼营计算机硬件代理和销售，普遍依托自身强有力的计算机技术，向中下游企业出售开发的交易系统与硬件更新服务，属于底层架构的设计者。该类企业逐步呈现马太效应，头部公司发展平稳，抢占绝大多数的市场份额；中小企业发展特色类业务，奋起直追。目前我国正处于利于金融科技的良性政策环境，《金融科技发展规划（2019-2021 年）》提出大力支持金融科技创新，2019 以来资本市场制度改革深化，都将带来交易和估值系统升级改造的增量需求，为提供底层架构的技术服务商带来业务增量，如恒生电子等金融科技公司将直接从中受益。

图 2：金融科技产业链概况



数据来源：东方财富、恒生电子等公司公告，东吴证券研究所

2.1. 科技赋能传统金融，竞争加剧推动机构加码科技

科技赋能金融，推动传统金融业务向更加便捷、普惠、高效方向发展。金融科技的创新已经对传统金融业务形成冲击，加剧了传统金融行业的竞争。从金融业务领域看，

涉及的重大变革主要有几个方面：一是基础服务，包括征信、云计算、大数据、信息交换等；二是融资类，包括 P2P 借贷、众筹等直接和间接融资方式；三是投资管理类，包括交易、智能投顾等；四是支付清算，包括网络和移动支付、数字货币等。

表 4：金融科技主要影响领域及代表公司业务内容

业务领域	主要方向	代表公司	公司业务内容
基础服务	征信、云计算、大数据、信息交换、系统建设	中国平安	科技赋能子公司银行、保险、理财等传统金融业务
		苏宁金融	O2O 综合金融服务，打通线上线下，实现数据、营销一体化
		京东数科	以 AI 驱动产业数字化的新型科技公司，通过数字科技来助力产业降本增效
		银之杰	积极开展个人征信技术和应用研究，寻求互联网流量平台合作新模式
		恒生电子	国内金融 IT 系统龙头，资本市场改革受益最深的标的之一，正大力布局云服务、AI 等新技术领域
		长亮科技	银行业 IT 系统龙头，系统国产化与海外拓展双发力
		中科软	国内保险 IT 系统龙头，保险核心业务处理系统市占率第一
融资类	P2P 借贷、众筹等直接和间接融资方式	陆金所	结合金融全球化发展与信息技术创新手段构建中小企业融资平台
		金融壹帐通	银行系融资平台，为中小企业构建信用数据库，提供快捷融资服务
		蚂蚁集团	打造开放的生态系统,为小微企业和消费者提供普惠金融服务
投资管理类	交易、智能投顾、财富管理	东方财富	IT 技术实现经纪业务线上化，通过互联网积累客户流量，大数据助力拓展多元金融服务
		同花顺 大智慧	证券信息平台，支持股票交易、智能投顾等证券业服务
		老虎证券 富途控股 盈透证券	自建交易系统实现国际股票市场线上实时交易、投融资顾问等综合金融服务
		Lemonade	通过 AI 为租房者和房主提供保险，借助 App 出售快速编辑的财险产品
		众安在线	以技术创新带动互联网保险业绩增长，并致力于输出自身技术，推动保险业信息化升级
支付清算	网络和移动支付、数字货币、清算	支付宝 微信支付	第三方支付平台起家，通过大数据等金融科技转变为生活场景与行业的开放性平台
		PayPal	全球使用最为广泛的第三方支付工具，专注于为个人、企业提供快速便捷的线上、移动支付服务
		赢时胜	资管与托管估值清算系统领先厂商
		广电运通	银行 ATM 设备龙头，AI 战略转型升级顺利

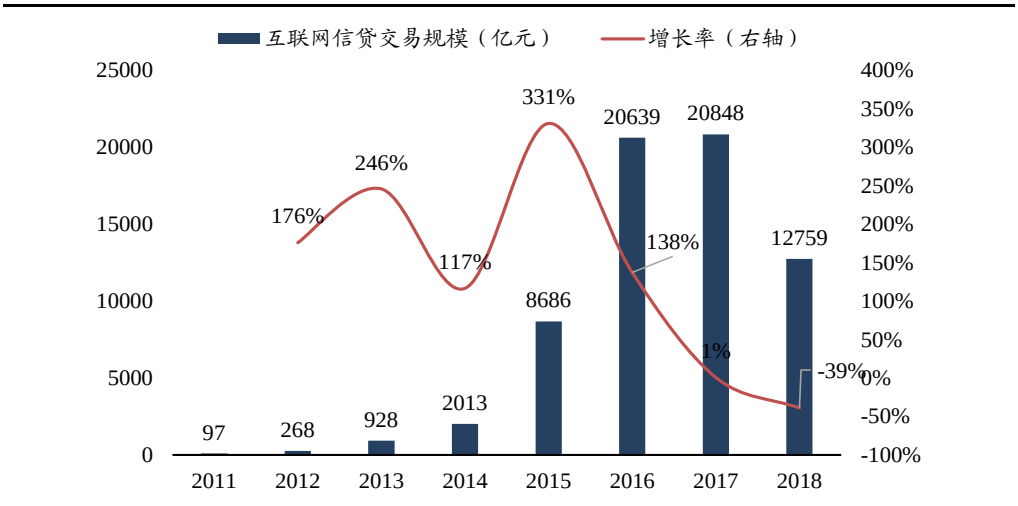
数据来源：中国平安、东方财富等公司官网，东吴证券研究所

第一，金融科技使基础服务覆盖面更广且更加精准。金融科技的应用已经深入到很多服务领域，为金融企业提供更优质的服务。1）云计算的应用有效降低金融机构 IT 成

本，有利于金融企业实现更高的运维自动化程度；2）大数据为金融机构进行精准营销、实时风控、交易预警和反欺诈等业务时的实时计算提供支撑，帮助金融企业覆盖潜在优质客户，实现主动、高效、智能的营销；3）人工智能进一步提高金融行业的数据处理能力和效率，帮助金融机构更高效地决策分析，提升金融机构的业务能力；4）区块链技术创新了征信机制，各类行为数据被记录，社交、电商及搜索等非结构化数据为征信模型提供了更丰富的内容。

第二，金融科技使融资渠道多样化（资金端）。金融科技促进了网络借贷、众筹等新型融资渠道的快速发展，更好的满足了企业（尤其是中小微企业）的融资需求。1）网络借贷主要有两种形态，一种是 P2P 借贷，一种是互联网小额信贷。大数据、区块链、人工智能等新兴科技对于缓解信息不对称造成的贷前逆向选择和贷后道德风险等问题贡献了力量，通过搭建平台连接信贷供求双方，开拓了中小微企业的融资渠道；2）众筹是另一种融资渠道，包括股权众筹和债券众筹。众筹利用互联网传播的特性，为小本经营或创业的资金需求者提供了展示创意的机会，进而得到公众的关注和支持，获得直接融资。在金融科技的支持下，我国互联网信贷规模快速增长。据《中国金融科技生态白皮书（2019 年）》，2011 年，我国互联网信贷交易规模为 97 亿元，到 2017 年，已经增长为 20848 亿元，增长了 214 倍。但由于行业发展初期风险不断暴露，e 租宝等事件的发酵促使互联网借贷监管力度不断加强，2018 年互联网借贷交易规模缩减一半至 1.28 万亿元。截至 2020 年 6 月 18 日，国内宣告全面取缔 P2P 的省市数量已达十七个。未来，随着金融科技的发展，融资渠道将更加多样化，尤其是对中小企业的融资服务将获得更大的发展，根据网商银行的数据显示，目前我国小微企业约 1 亿家，户均贷款 3.6 万元，且 80%此前从未获得银行经营性贷款，国内融资市场仍然具有较大规模。

图 3：互联网信贷交易规模



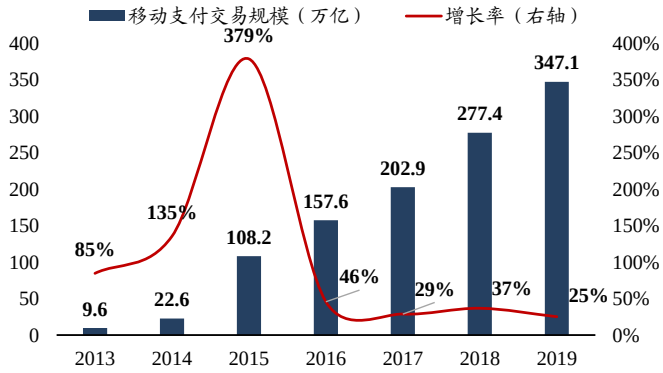
数据来源：《中国金融科技生态白皮书（2019 年）》，东吴证券研究所

第三，金融科技使投资管理更加理性高效（资产端）。随着量化投资、智能投顾等的快速发展，金融科技将促使交易方式和投资管理模式向自动化、低成本运营方向发展。1）量化投资是通过数量化方式及计算机程序化发出买卖指令，以获取稳定收益为目的

的交易方式，不依赖基金经理个人的经验及主观的判断，量化投资更加强调数据，因此其投资决策更加理性；2）智能投顾能对金融产品进行深度挖掘并为客户提供个性化动态解决方案，让交易更加高效。利用大数据对客户的投资偏好进行智能评定，从由投资经理基于双层 alpha 投资理念筛选出“基金库”中构建基金组合，结合金融科技的多管理人基金会实时进行全球市场扫描，不断优化基于客户的个性化投资解决方案；3）投资管理将更多地依靠科技力量，有利于精简人工成本，为企业的成本管控提供更大的空间。

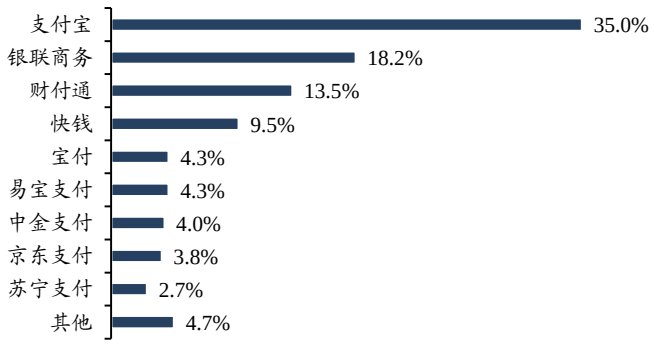
第四，科技金融使支付清算更加便捷。在金融科技各细分领域中，支付清算类业务起步相对较早，且增长迅速。银行是支付电子化的先行者，而第三方支付通过改进消费者的使用体验，对银行形成了补充和竞争。以手机支付代表的新型移动支付已经成为中国消费者应用最普遍的支付方式，号称中国“新四大发明”之一。我国移动支付持续保持快速增长态势，2013 年我国移动支付交易规模为 9.6 万亿元，到 2018 年，我国移动支付交易规模达到 277.4 万亿元，居全球首位。移动支付产品从传统远程支付、二维码支付、NFC 近场支付发展到刷脸支付、声波支付等，已经作为通道和载体渗透进衣食住行，逐渐成为底层化的基础设施。依托新兴技术，移动支付有利于促进城市智慧发展、推动消费升级，使得民众生活更加方便快捷。

图 4：我国移动支付交易规模



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

图 5：2019 年第三方支付交易规模市场份额



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

金融科技的发展不断推动传统金融行业转型。不同机构的科技转型主要通过成立金融科技子公司、投资科技公司、与科技公司合作的方式进行，同时也在不断增加金融科技的资金投入。1）以支付方式为主导的创新冲击，促使银行加速科技转型。银行纷纷成立金融科技子公司，不断加大科技投入；2）科技助力保险精算、提升核心业务能力，科技转型成为保险业的必然选择。大数据等技术可以帮助保险公司提供更加精准的产品推介，互联网技术可以通过建立黑名单数据库帮助保险公司防范保险欺诈，中国平安、中国人寿、中国太保等大型保险企业纷纷将“保险+科技”提高到战略高度，对保险科技投入正在不断上涨；3）混业经营趋势加剧竞争，科技助力券商提升综合竞争力。通过科技手段做到客户、业务、产品、服务、运营线上化可以帮助券商节约成本、提升营销效率，为逐步固化的传统经纪业务开拓新的市场空间。各家券商对于信息技术的重视与日俱增，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

不断增加信息技术投入，开始全面发力金融科技战略。

表 5：部分金融机构科技转型布局

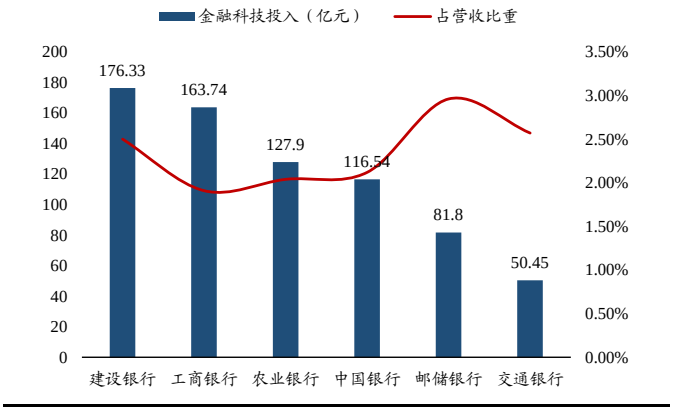
行业	公司	科技布局
银行	工商银行	2019 年，成立工银科技有限公司、金融科技研究院、金融科技子公司；2020 年，首家 5G 智慧网点落地苏州+新一代智慧银行旗舰店落地北京金融街。
	建设银行	2018 年，成立建信金融科技有限公司，构建企业级网络与信息安全管理体系、人工智能平台、物联网平台、机器人流程自动化平台。
	中国银行	2019 年，成立中银金融科技有限公司，完成云平台搭建，深化云计算、大数据、人工智能三大新技术平台建设。
	招商银行	2016 年底，推出“摩羯智投”；2020 年，开始打造开放性 IT 架构，建立基于云计算技术的大规模数字化基础设施。
保险	平安保险	2008 年，平安保险 IT 部门实现公司化运作，成立平安科技公司；2019 年，中国平安战略入股万得资讯。
	众安保险	2016 年 11 月，众安保险宣布成立全资子公司众安科技。
	中国人寿	2017 年，中国人寿与百度集团签订了战略合作协议，全方位、多途径打造“智慧国寿”；2019 年起，运用物联网技术加快推进网点实时互通和日常办公智能化。
券商	中金公司	2019 年，中金公司与腾讯合作成立金腾科技信息有限公司。
	财通证券	2019 年，财通证券宣告与阿里巴巴，财通证券财富号、财通基金财富号、财通资管财富号等均已在蚂蚁财富平台上线。

数据来源：工商银行、平安保险、中金公司等公司官网，东吴证券研究所

银行业：以支付方式为主导的创新冲击，促使银行加速科技转型。1）银行纷纷成立金融科技子公司。从 2015 年起，兴业银行、平安银行和招商银行就创建了金融科技公司。2018 年，建设银行、民生银行、华夏银行等金融科技子公司推动了新高潮。至 2019 年末，工商银行、中国银行等 10 余家银行都建立了金融科技子公司。2）银行将不断加大科技投入。六家国有大行在 2019 年年报中首次共同披露了金融科技的投入资金，合计共 716.76 亿元。据零壹智库统计，我国银行业在金融科技的投入约为 1000 亿元，预计到 2025 年将超过 4000 亿元，达 20%-25%的复合增长率。

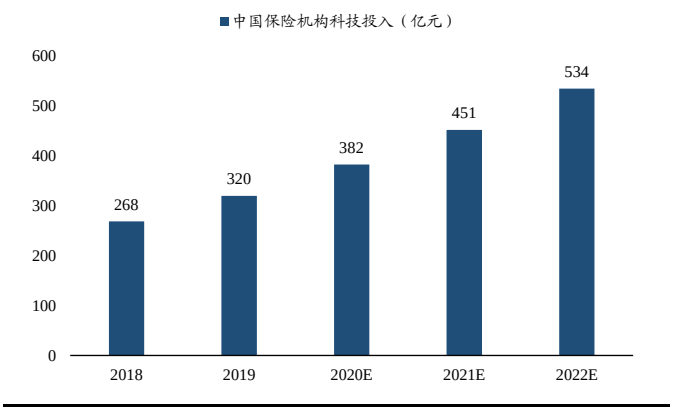
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：六大银行 2019 年金融科技投入



数据来源：建设银行等公司公告，东吴证券研究所

图 7：2018-2022 年中国保险机构科技投入



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

保险业：科技助力保险精算、提升核心业务能力，科技转型成为保险业的必然选择。近年来，中国平安、中国人寿、中国太保等大型保险企业纷纷将“保险+科技”提高到战略高度，对保险科技投入正在不断上涨，2019 年保险机构对保险科技的投入达到 319 亿元，同比增长 19.1%，预计 2022 年将达到 534 亿元。大数据、人工智能、区块链、云计算、物联网、互联网与移动技术、虚拟现实(VR)以及基因技术的发展推动保险业升级：1）在数据层面，大数据等技术可以帮助保险公司提供更加精准的产品推介，更好实现对用户的全生命周期管理；2）在技术层面，风控技术可以帮助保险公司提高风险管理能力，对不同客户进行精准定价；3）在产品层面，利用场景优势和海量用户数据帮助保险公司开拓业务，不断发掘潜在用户；4）在用户层面，互联网技术可以自动完成用户与产品的高效匹配和销售推荐，通过建立黑名单数据库可以帮助保险公司防范保险欺诈。

表 6：保险科技应用

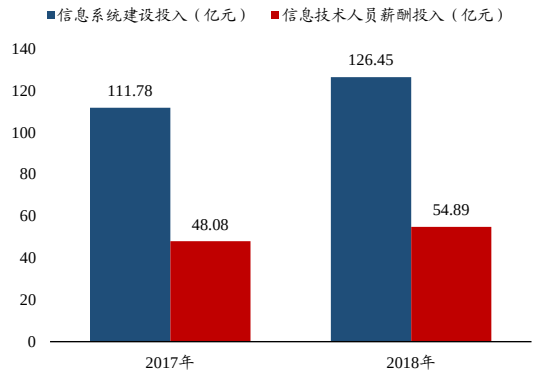
保险科技	应用案例
大数据	针对性营销、预测代理人销售成功率、推进核保流程的自动化、识别高退保风险保单
人工智能	动态跨渠道营销方案、优化客服流程和成本、识别欺诈案件、数字化智能理赔管理系统、预测严重理赔案件发生规律
区块链	智能合约、在区块链上流通的保险产品、基于区块链管理用户信息
云计算	自动化营销引擎、白标保险中介平台、保险中介管理平台
物联网	基于用户的保险产品（UBI）、智能家居、智能个人穿戴设备
互联网与移动技术	基于移动技术的超短期保险、模块化产品设计方案、场景化的微保险、P2P 保险模式、比价平台网站和 APP、代理人销售服务平台、一站式用户服务 APP 应用
虚拟现实	创新用户风险意识普及教育方式
基因技术	更准确的预测保险客户预期寿命

数据来源：麦肯锡分析，东吴证券研究所

券商业：监管引导券商信息技术投入，科技助力券商提升综合竞争力。1）2020 年 7 月，证监会下发《关于修改<证券公司分类监管规定>的决定》修订券商分类评级指标，

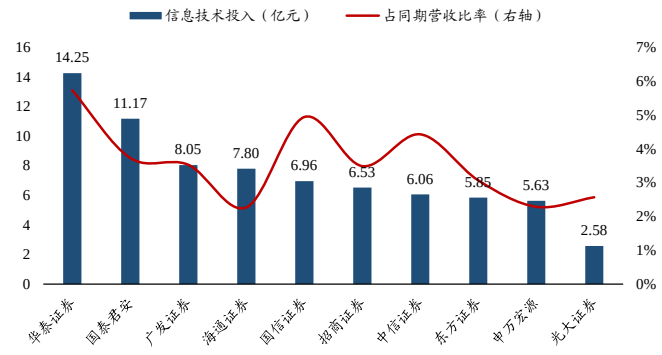
将“信息系统建设投入”改为“信息技术投入金额位于行业平均数以上，且投入金额占营业收入的比例位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分。具体指标及计算口径由证券业协会根据行业发展情况确定。”新的评分标准下，大型券商无法通过信息系统建设投入总额优势垄断排名，激励信息技术投入占收入小且有能力投入的大型券商进一步提升投入；同时，新的评分标准取消了规模指标，或将激励中小型券商增加信息技术投入。2）监管引导下，券商投入将持续加大，据《2019 年度证券公司经营业绩排名情况》，行业 2019 年的信息技术投入已达 217 亿元（包括信息技术资本性支出+信息技术费用+信息技术人员薪酬*120%），仍保持增长态势。根据证券业协会发布的《2017 年度证券公司经营业绩排名情况》和《2018 年度证券公司经营业绩排名情况》，2018 年券商信息技术投入总额为 181 亿元，同比增长 13.44%。其中，2018 年信息系统建设投入为 126.45 亿元，同比增长 13.12%；2018 年信息技术人员薪酬投入为 54.89 亿元，同比增长 14.17%。3）券商业务同质化严重，科技将助力券商提升综合竞争力。在成本节约层面，通过移动互联网、人脸识别、OCR、智能客服等手段做到客户、业务、产品、服务、运营线上化，帮助券商在佣金率持续下降的时代大大降低整体运行成本和单客服务边际成本；在精准营销层面，通过大数据等技术建设客户分层服务体系，智能评估客户风险偏好以匹配风险组合，从而提升营销效率，为逐步固化的传统经纪业务开拓新的市场空间。

图 8：2017-2018 年券商信息系统投入情况



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

图 9：2019 年部分券商信息技术投入情况



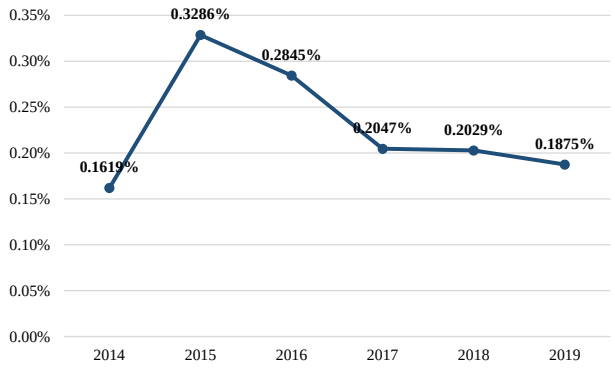
数据来源：华泰证券等公司官网，东吴证券研究所

2.2. 渠道为王，得流量者得天下

牌照业务同质化严重，渠道资源/平台流量重要性逐步凸显。1）传统牌照业务同质化严重，竞争逐渐白热化，各子行业价格战愈演愈烈，如基金代销行业的费率在互联网公司进场后逐步下降，券商经纪业务的费率持续下降，目前已经达到万三左右的水平。2）传统业务同质化越来越严重的背景下，渠道资源/流量成为抢占市场份额的关键。目前渠道/平台主要有两种盈利模式，to C 的零售/个人服务及 to B 的销售与引流服务。前者通常通过免费的基础服务吸引大量客户，其盈利源于销售增值服务，该类业务单价较低，数量较大，弹性较高。后者分为向机构销售服务和提供渠道引流服务两种，销售服

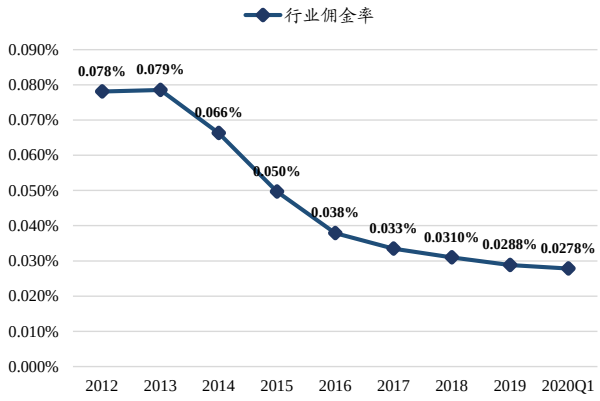
务是 to B 的服务销售，这类业务同样具有较高的弹性，但较 to C 的销售业务弱；渠道引流则是为机构提供代销或者平台推荐等服务。

图 10：天天基金基金代销网综合费率下滑



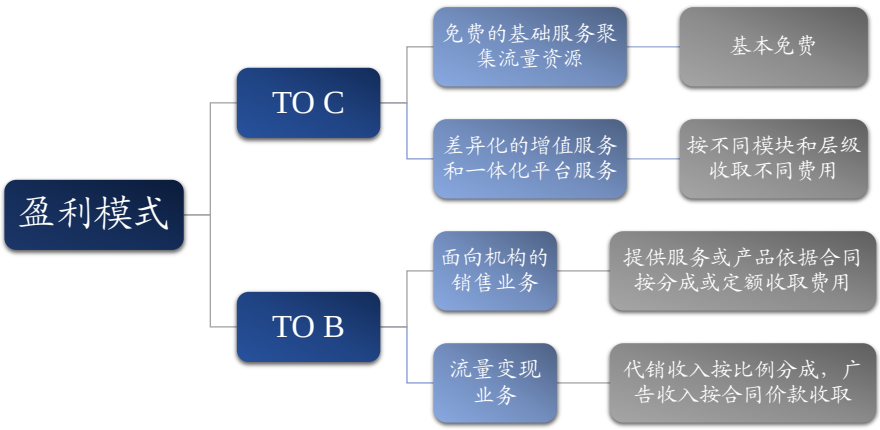
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：证券行业佣金率不断下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：渠道服务商的盈利模式

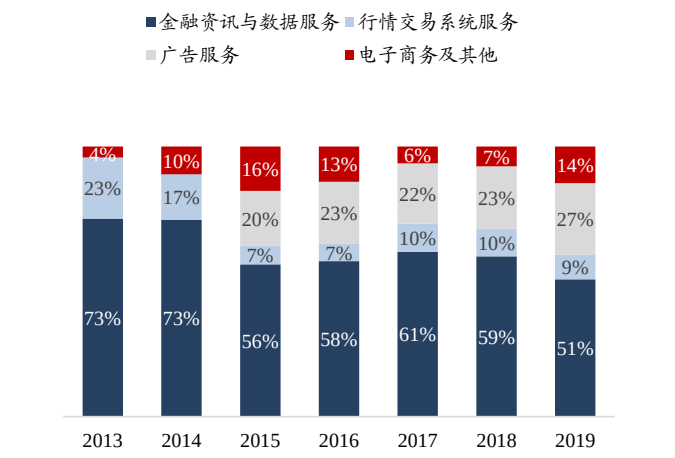


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

To C 端增值服务销售盈利，具有较大弹性。To C 端的业务对渠道公司至关重要，该类业务为公司带来销售收入的同时，也带来 C 端的庞大流量，提供进一步发展的基础。**To C 业务的流量资源更为丰富，业绩弹性更大，壁垒相对深厚，其盈利主要来源于收取增值服务费。**1）以支付行业为例，to C 端的支付服务以积累客户为主要目的。相比于支付服务收费本身的获利空间，以“支付”场景获取流量，创立金融生活服务体系能够为支付公司带来更大的盈利空间以及成长性。支付宝对 to C 端的转账等基础支付服务不收取费用，但在余额提现、花呗分期等平台增值服务上按额度分级收取服务费，该部分业务在消费交易额上升时，均具有较大弹性，能获得较大提升。2）再如行情交易服务商，to C 端通过免费的基础版行情信息软件积累流量，其盈利源于销售差异化信息服务的年费，且该年费收入占据服务商营业收入的大部分，是盈利的基石部分。同花顺和指

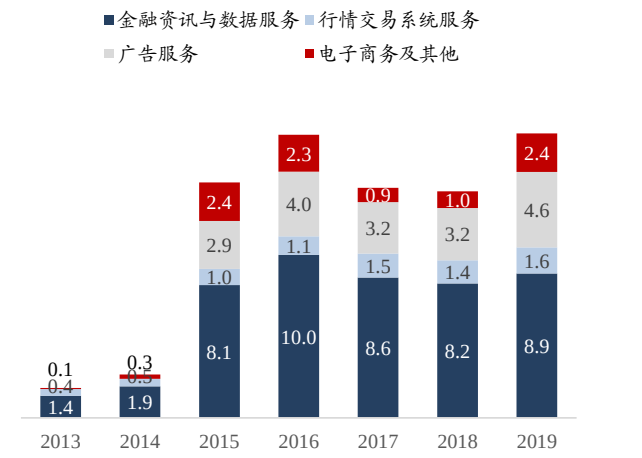
南针在国内行情交易服务商的 to C 业务上占据较大份额，在 2015 年行情高涨时，两公司的金融信息服务营业收入规模分别同比上涨 319%和 157%，表明该部分业务的营收具有较大弹性。其中指南针该业务的营收占比稳定在 85%以上，是公司最主要的盈利来源。

图 13：同花顺的各类业务营收占比



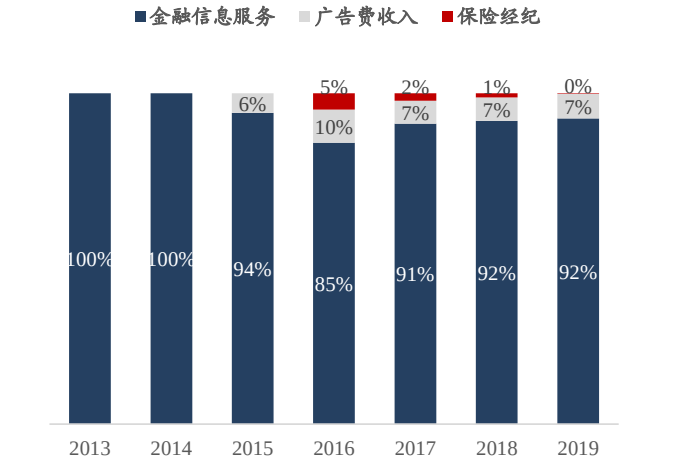
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14：同花顺的业务营业收入规模（亿元）



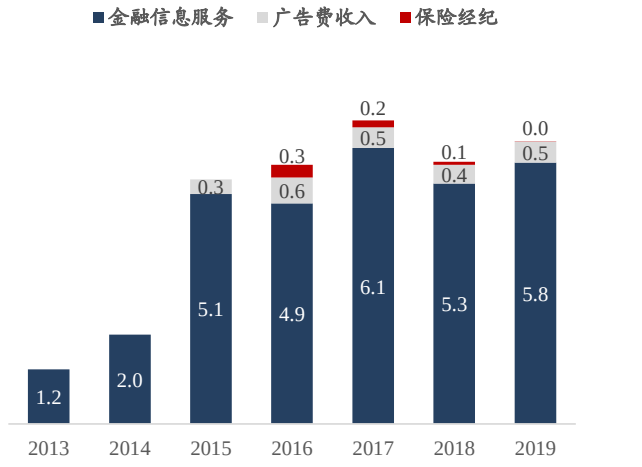
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：指南针的各类业务营收占比



数据来源：指南针公司官网，东吴证券研究所

图 16：指南针的业务营业收入规模（亿元）



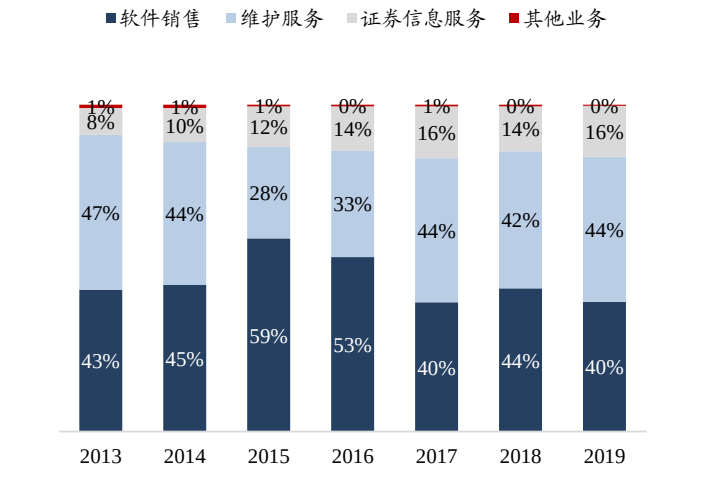
数据来源：指南针公司官网，东吴证券研究所

差异化的服务以及深入人心的场景建设共筑 To C 端业务的护城河。1）**行业具有充足的结构性壁垒，差异化服务提升不可替代性。**差异化的服务包括安全性、品牌效应、学习曲线效应以及新兴技术的运用。服务的安全性是网络服务的基础，因此渠道商们通过持续完善系统建设以及引入相关保险服务等方式提升自身服务的安全性，具有一定的结构性壁垒。品牌将服务差异化，竞争者难以在短期内获取品牌资源，该资源需要长期经营与维护。信用信息和行情信息的提供均具有一定的学习曲线效应，使得新进入者难以在短期内开展业务，增强了行业的不可替代性，比如芝麻分就是在长期学习用户行为后才能给出的信用评估结果。2）**丰富的场景建设，增加获客和留客能力。**场景建设是

寻找并满足日常活动中对金融服务的需求。场景建设可以为流量资源的长期存在提供基础且使得流量具有一定的惯性，因此稳定的场景建设可以形成坚实的壁垒，提高新进入者的用户门槛。支付宝依托支付服务开拓了丰富的增值服务体系，创立稳定的使用场景，大幅增强用户粘性，自 2019 年 1 月以来支付宝月活跃用户规模长期维持在 6 亿以上。

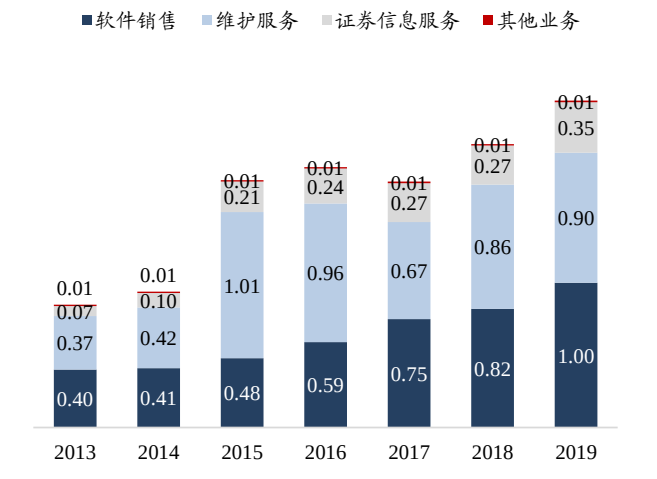
To B 端变现模式创新，或成业绩增长主推力。To B 端业务分为向机构销售服务和提供渠道引流服务两种。1）**销售服务面向机构，按照合同开展业务盈利稳定。**在行情交易服务商中，以财富趋势为例，销售的系统服务分为基础架构和功能模块两部分，基础架构收入随机构对服务器数量需求的上升而上升，受机构客户自身用户数变动的影响；功能模块收入随机构对模块需求的上升而上升，受技术更新和监管的影响。在支付行业中，to B 销售包括向商户收取账务管理服务费，以及按查询次数收取信息服务费，如芝麻信用等。在金融信息化领域，以银之杰为例，主营为银行等金融机构提供软件产品和开发以及智能设备如金融专用设备等，其盈利模式为依据合同收取软件和硬件的销售款以及按次或按期收取相关劳务费。2）**渠道引流更具多样性，丰富场景建设或能推动盈利增长。**渠道引流为机构提供代销或者产品推广等服务，通过按比例分成服务费或收取定额服务费的方式，普遍具有较高的弹性。例如行情交易服务商，以自有渠道开展基金代销和产品推广等服务，可以按比例收取代销的服务费以及按定额收取广告费。该部分的业务随基金保有量、用户活跃度等因素上升而上升，业绩弹性较大。在支付行业中，与“消费”场景相关的业务均有可能为支付公司提供流量变现机会，方式更为多元化。其中与金融相关的服务主要有基金等金融服务代销、依托网购场景的财险代销、寿险推广等，盈利模式主要为广告费和按比例收取的服务费。该类业务不仅扩充了从 B 端流量变现的盈利空间，同时也加强了渠道商提供一站式金融服务的能力，增加用户体验的连贯性，有助于留住客户，如银之杰，未来将拓展与互联网流量巨头的合作，为广大用户提供借贷、征信相关的附加金融服务。

图 17：财富趋势的各类业务营收占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：财富趋势的业务营业收入规模（亿元）

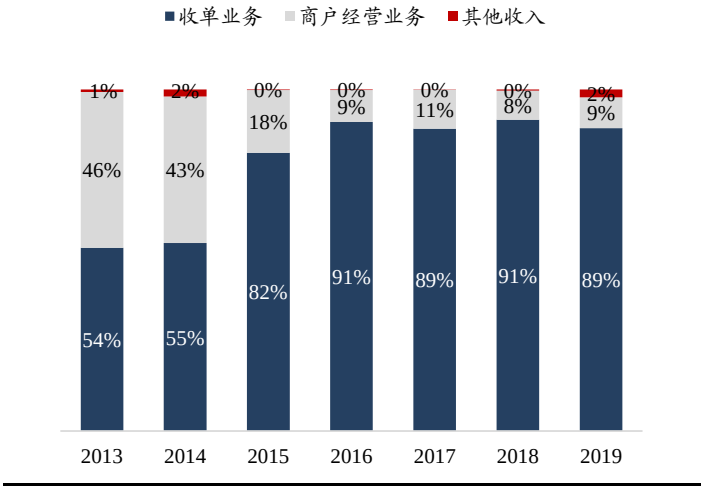


数据来源：Wind，东吴证券研究所

转换成本壁垒以及 C 端流量支撑形成 To B 端业务的核心竞争力。1）行情交易服

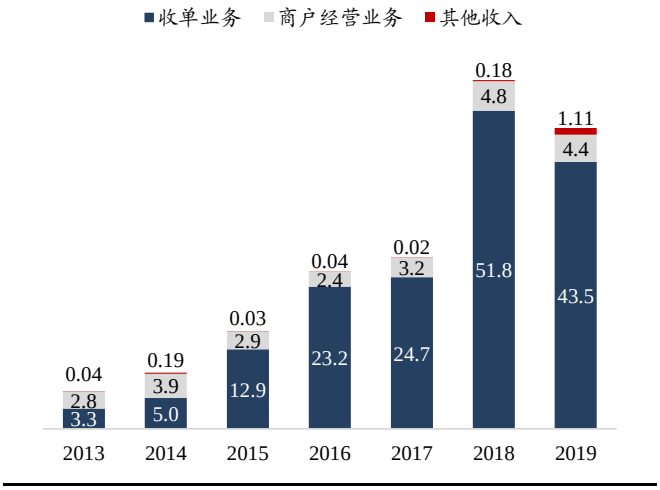
务商提供的 to B 系统服务，在安装时需要同机构客户的底层系统相连接，因此在转换时产生较高的转换成本，形成公司的竞争优势。2）渠道商的 C 端流量一方面形成对新进入者的结构性壁垒，提升了竞争者的进入成本，有利于稳定现有公司的行业地位。另一方面，用户出于便捷性需求，会对机构形成反作用，促使机构同渠道商合作以稳定现有用户。比如因其他商户使用支付宝收款致客户量增加，使得其他具有竞争关系的商户产生支付宝的使用需求，形成支付宝商户拓展的正反馈机制，类似情形也适用于行情交易系统。例如，证券公司会出于满足客户多样化需求的原因，而同时与多家交易系统公司合作。

图 19：拉卡拉的各类业务营收占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：拉卡拉的业务营业收入规模（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

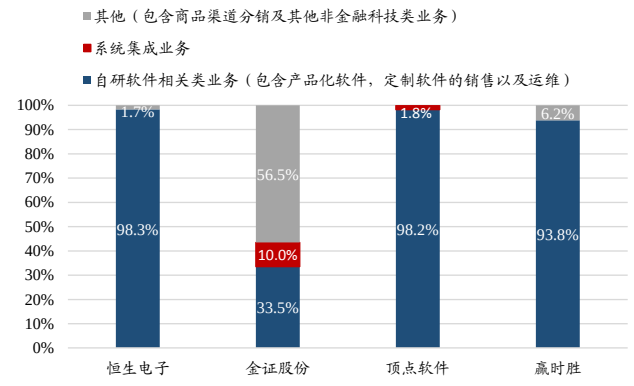
两类业务均具有较高弹性，其中 to C 业务的弹性更高。两类业务的主要盈利包括服务或产品销售收入和服务费分成收入，随客户量和交易额等市场因素高涨，对应的盈利均直接有不等的上涨，具有较高的业绩弹性。**to C 业务一般具有更高的弹性。**其原因有：1）to B 业务受行情高涨的影响是间接的，该业务的弹性受机构客户对行情反应的抑制以及机构间合作的时滞效应影响。2）to C 业务则直接受行情作用，高涨的行情直接带来交易量的上涨，按比例分成的 to C 业务业绩直接上涨。例如，第三方支付行业于 2015 年前后发展极其迅速，行业交易额急速提升。拉卡拉的业务涉及 to B 和 to C 端，随交易量的上涨和行业发展而更快速的发展，营收在整体上具有较高的弹性。其中，收单业务的增长显著快于其他业务，在营收占比中激增，可以发现具有 to C 交易的业务更具弹性。再如，证券行情同样在 2015 年上半年出现高涨，在行情交易服务商中，财富趋势主要服务于 B 端客户，其营收业绩上涨约 71%，具有较高的业绩弹性，但相比于 to C 端快速发展的同花顺 442%的营收业绩上涨，业绩弹性明显较低。具体到业务上，同花顺和财富趋势于 2015 年在 to B 业务上的营收分别同比上涨 122%和 80%，而在 to C 业务上同比上涨 319%和 110%，一定程度上表明 to C 业务在行情高涨时弹性较高于 to B 业务。

2.3. 底层技术企业强者恒强，中小企业专业化发展

金融 IT 软件为底层技术供应商创收，行业壁垒高、马太效应显著。1)**自研软件销**

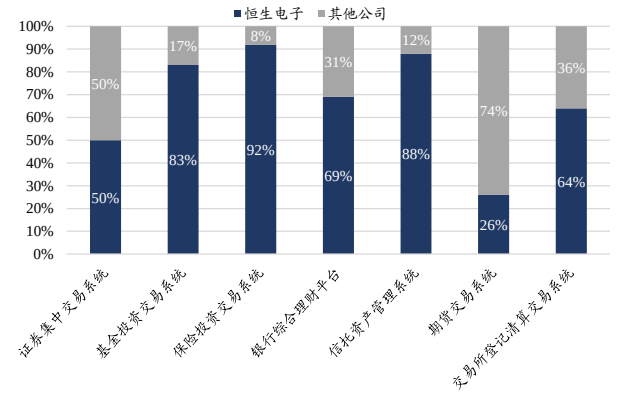
售与后续维修升级为主营业务。底层技术供应商为金融机构提供技术解决方案，获得软硬件销售费、服务维护费等，服务类型主要有软硬件的安装与后续维修升级。产品主要包含金融企业相关交易及客户服务软件、行情信息揭示软件、企业管理软件、投资分析与投资管理软件，客户横跨银行、证券、保险和基金等类型公司。其中，自研软件与系统的销售以高毛利率、高营收占比成为盈利主要来源，后续的维修与升级服务也为底层技术供应商提供可持续的收入来源。**2）金融 IT 行业壁垒高，先入市公司优势显著。**金融 IT 行业属于技术与知识密集型，壁垒较高，客户对于软件的个性化、稳定性要求严苛，而先发公司在市场了解度、技术成熟度、客户稳固程度方面都已占据优势，新入企业面临的挑战较为严峻。**3）行业强者恒强，中小企业抢占细分领域市场。**银行、保险、证券等行业的龙头 IT 技术供应商市占率普遍长久保持高位，以证券 IT 交易系统起家的金融科技龙头恒生电子为例：目前恒生在各类软件与系统市占率上领跑，市占率几乎都在 50%以上，且有继续扩大的趋势。而同业务类型中小企业则在细分领域开辟疆土：顶点软件主营收入倚赖“定制软件业务”，占比达 65.6%，尽管公司在证券 IT 系统上的市占率很难与龙头企业相提并论，但顶点开发的软件具有灵活性、集成化、个性化、协同性等诸多优点，因此也能在市场上分得一杯羹，同时公司在软件系统上的创新能力也是其立足优势之一；赢时胜则专注资管与托管业务，公司自研的估值清算系统在业内具有良好的口碑与市占率。

图 21：2019 年各家公司业务营收结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 22：恒生电子领先金融 IT 业务市占率

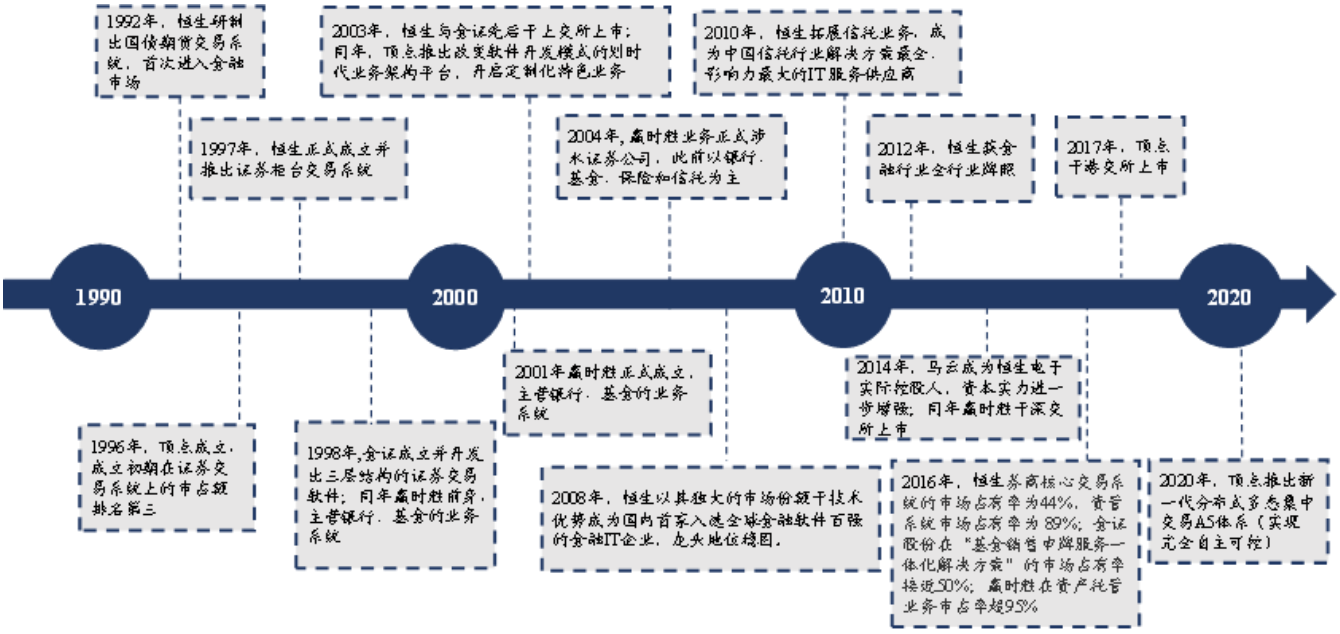


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

先发优势为底层技术供应商成功诱因，龙头企业营收净利双领先。目前我国金融 IT 业龙头几乎都在金融市场方兴未艾时期进入市场，再以恒生为典型代表：公司创始人早在 1992 年便凭借国债期货交易系统涉水金融 IT 市场，又在 1997 年“由债转股”，推出证券柜台交易系统，先发优势效果显著，证券 IT 这片蓝海市场迅速被恒生所占领。直到 2003 年恒生上市时期，公司已经在多类型交易系统上领先于同类后入市厂商，其中证券交易系统市占率已达 40%，银证类产品市占率 42%，此外用于封闭式基金的投资交易管理系统占有率保持在 90%。在先发优势带来的高市占率的基础上，恒生不断加固龙头地位，过去十年保持着 20%的营收年复合增长率，2019 年营收已达到 38.7 亿元，净利润也高达 14.2 亿元，几乎是业内净利润第二名金证股份的 7 倍。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 23：证券 IT 底层技术供应商发展历程

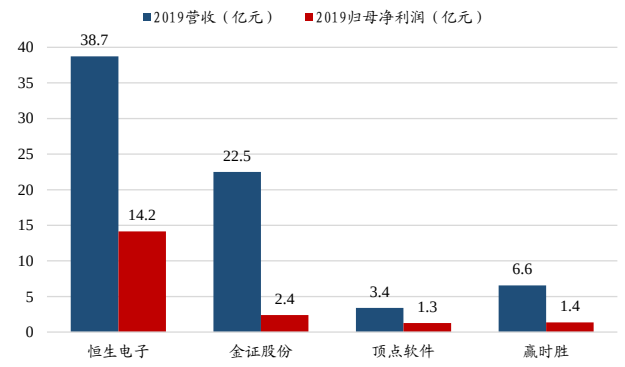


数据来源:公司公告，东吴证券研究所

强客户黏性为底层技术供应商稳健发展的核心动力，良性循环保证持续营收。1）客户对老牌供应商依赖性较强。底层技术供应商所提供的软件与交易系统是互联网时代下金融企业的关键组成要素，因此客户对产品的安全性、稳定性、高效性要求极高，而较早进入市场的公司由于试错次数多，产品已经过多轮完善，金融类客户多会选择已被市场检验过的老牌底层架构系统与相关软件。**2)技术进步与政策更迭创造新业务空间。**由于科技进步与政策更迭，金融机构的 IT 系统需要周期性的更新升级，考虑到初始供应商不仅技术上有稳定可靠的保证，且对于公司所在行业有更为深入的了解，客户多会选择同一家底层技术供应商的更新升级服务，替换系统供应商的现象鲜有发生。这也保证了底层技术企业获得稳定可持续的收益，新进企业极难越过该类行业壁垒。**3）高研发投入造就高产出，业务形成良性循环。**在稳定可持续的收入基础上，底层技术供应商会从营收中抽取固定比例投入研发，以此提高产品质量、降低产品成本、拓宽产品应用领域，这也有益于企业扩大客户规模，推动营收持续增长，最终形成良性循环，龙头企业地位越发稳固。

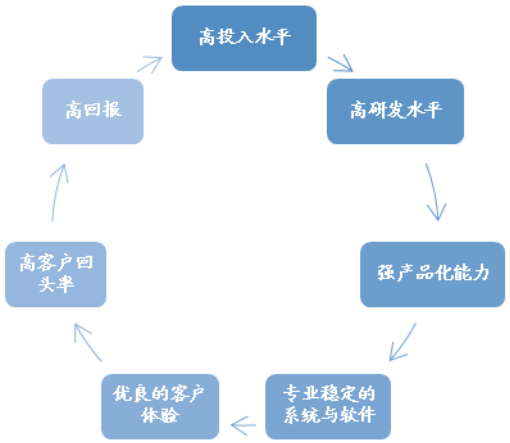
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 24：各公司 2019 年营收与归母净利对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所（金证营收已剔除硬件销售）

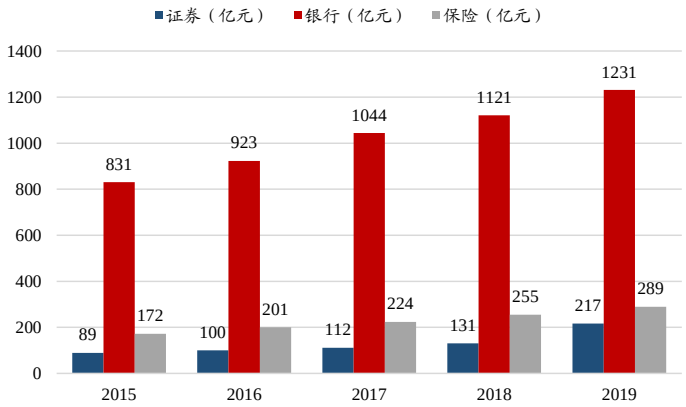
图 25：底层技术供应商投入与产出的良性循环



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

政策变动与技术迭代创造未来业务空间，金融 IT 系统投入将持续增长。1）政策层面，金融相关规章制度不断更新，推动金融公司升级 IT 系统。2019 年起科创板顺利落地，注册制试点同步平稳推出；2020 年以来，中国资本市场开放更是按下“加速键”，其中，证券、基金、期货机构外资股比限制提前全面放开，混业经营再掀热潮，创业板转向注册制等。制度的变革对底层技术企业提出了更高的系统构造要求，但同时也为系统升级换代业务提供了广阔空间。**2）技术层面，科技进步引 IT 系统变革创新。**近年来互联网、人工智能、区块链、云计算等技术发展迅速，线上处理效率开始提速，技术进步将提高交易效率，推动资金流转，增强交易安全性，这些正是金融机构的主要诉求。因此科技进步是推动金融 IT 行业持续发展的重要动力，这不仅意味着挑战，还意味着机遇。**3）从数据上来看，金融业加大 IT 投入已是大趋势。**过去五年，我国证券、银行、保险业对于 IT 技术投入的年复合增长分别为 19%、8%、11%，2019 年，三大金融业领域总计投入已达 1737 亿元。目前各金融机构都已将 IT 系统视为未来业绩增长的重要引擎，相关投入规模有望可持续增长。

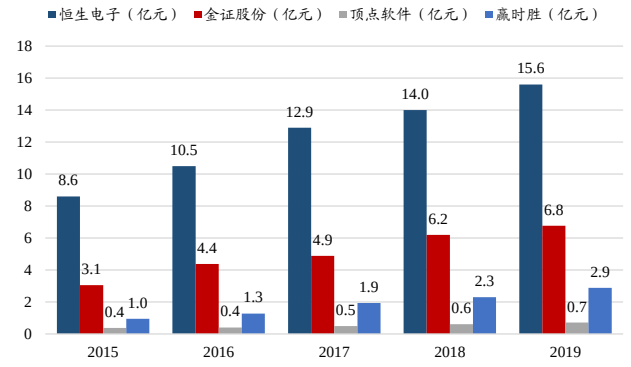
图 26：金融业 IT 投入不断增长



数据来源：产业信息网，东吴证券研究所

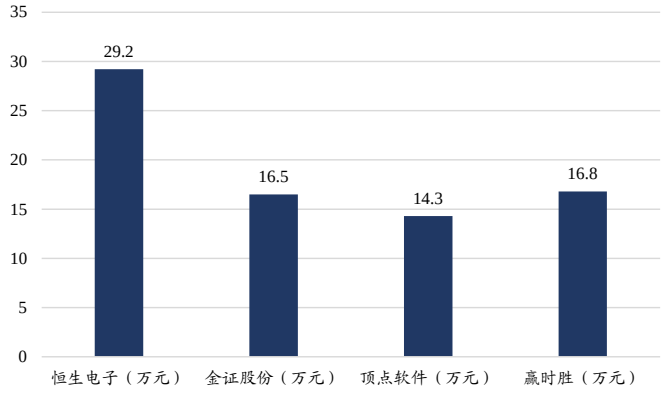
高研发水平提升产品化能力，研发将是底层技术供应商未来投资重点。1）金融 IT 企业本质上是技术型企业，强研发能力有助于公司业绩增长。高研发水平有助于提效率，降成本，并提升代码复用率，这也使得公司产品化能力增强，有益于扩大软件与系统的规模化销售；定制化能力增强，有益于解决不同公司的不同痛点，迅速研发出“千人千面”的专业化产品。两种能力的提升也必将加强客户黏性，不断拉升业绩；**2）高研发投入与高人均薪酬持续稳固龙头企业地位。**2019 年，恒生电子研发投入高达 15.6 亿元，是金证、顶点与赢时胜三家加总数据的 1.5 倍；而在人均薪酬方面，恒生也以 29.2 万元领先。龙头公司一方面持续进行巨额的研发投入，积极开拓新技术应用领域，加强系统的升级换代，最大化研究投入的产出；另一方面保证公司人才的高薪酬，留住核心骨干，为公司提供较为稳定的开发团队，龙头地位愈发稳固。为应对日益激烈的技术竞争，预计提升研发投入将是未来所有金融 IT 企业的趋势。

图 27：2015-2019 年各公司研发投入费用



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 28：2019 年各公司人均薪酬



数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

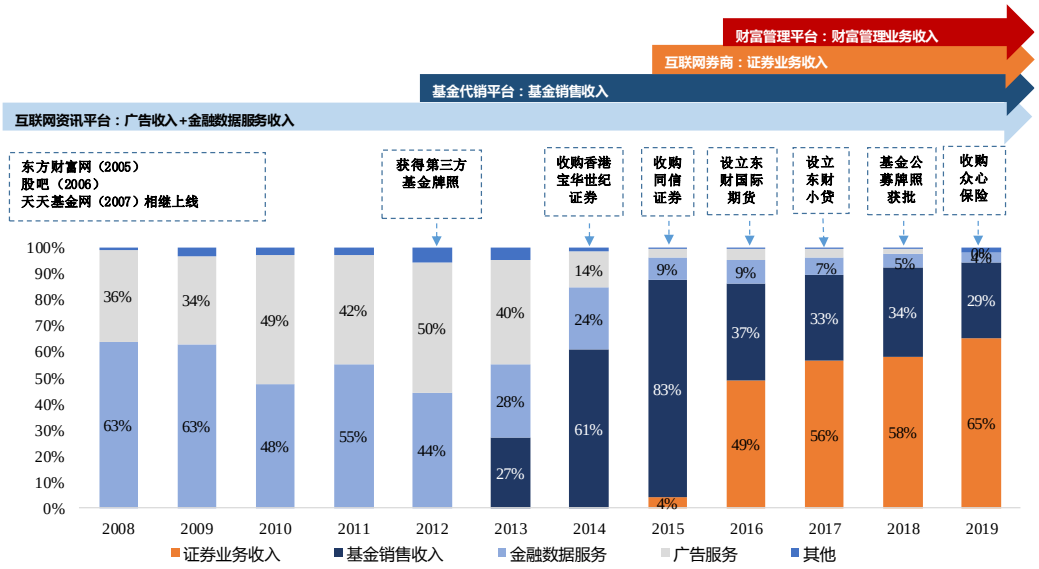
3. 手握科技，平台类公司崛起

3.1. 流量逐步变现，全牌照布局财富管理圈——东方财富

基于流量优势打造互联网金融大平台，构建多层次财富生态圈，客户 ARPU 值持续提升。公司核心的商业模式是依托流量、数据、牌照、场景四大要素实现财富生态圈多层次流量变现。依靠东方财富网、股吧、天天基金、Choice 终端等平台积淀大量活跃用户后，公司基于核心流量优势，近年来在线上线下积极布局第三方基金代销、证券、征信、期货、互联网保险、小额贷款、公募基金、保险经纪等金融业务，逐步完成从门户网站到综合互联网金融服务平台的转型。公司构建财富生态圈经历了三个阶段：基金代销—零售证券—财富管理。每一次的跃升，公司均进入了盈利更广阔的市场（基金代销营收百亿级，零售证券千亿级），且基于流量复用性的变现成效显著（第一轮流量变现从金融数据到基金代销，基金销售驱动 2014 年归母净利润大幅增长 33 倍；第二轮转型零售证券，2019 年归母净利润+91%，我们预计以财富管理为核心的第三轮转型成效

将更为显著）。

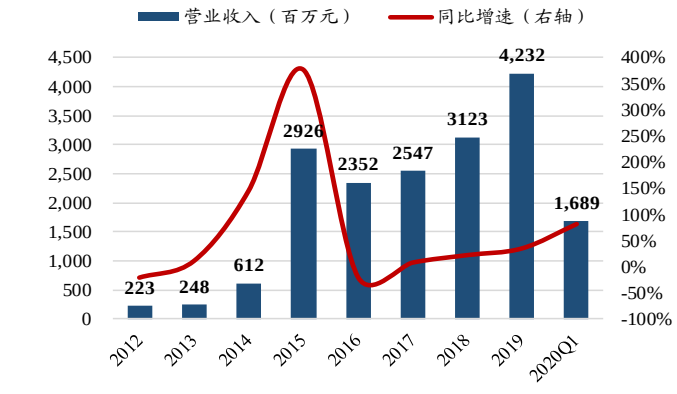
图 29：公司业务结构随着流量变现



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

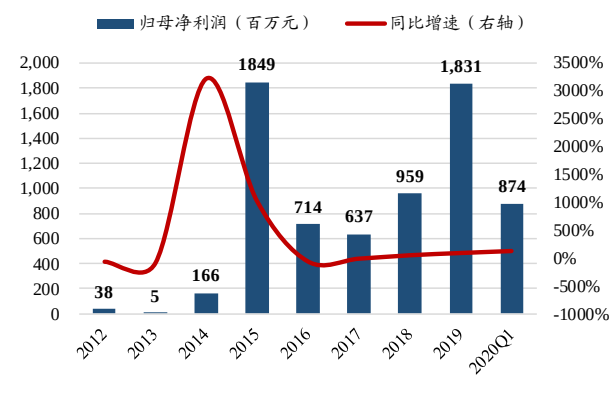
业绩拐点确立，全年表现预计持续优于预期。2014-2015 年公司营收和净利润均实现高速增长后，2016 年受市场景气度下降的影响，基金销售收入缩水导致公司业绩大幅下滑（证券业务收入同比高增 915.1%部分抵消业绩下滑）。2017 年公司归母净利润 6.37 亿元，同比下滑 10.8%，降幅明显改善，且四季度单季归母净利润+29.3%确立业绩拐点。受到公司证券经纪业务和融资融券业务收入大幅增长驱动，2018 年业绩表现持续好转，2019 年继续保持高增长，归母净利润 18.31 亿元，同比增加 91%，2020Q1 实现归母净利润同比大增 126.5%至 8.74 亿元。

图 30：东方财富营业收入及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 31：东方财富归母净利润及同比增速

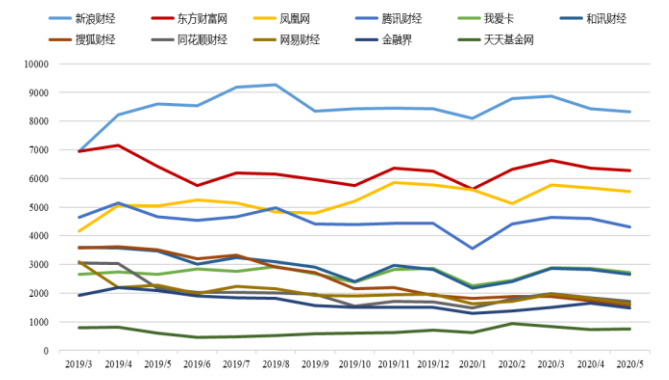


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

东方财富网在财经领域绝对领先的流量优势是公司最稳固的护城河。1）PC 端：东方财富网在用户流量和黏性两方面稳居垂直财经门户网站前列，据艾瑞咨询，截至 2020 年 5 月，东方财富月度覆盖人数 6277 万人，仅次于新浪财经，相较于竞争对手和讯、

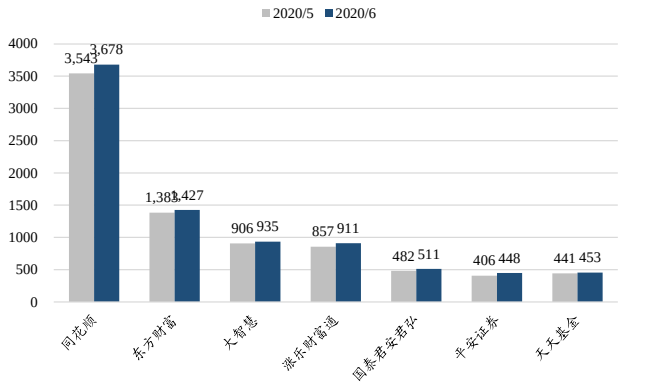
金融界、同花顺财经等财经类网站大幅领先，平台用户粘性强，流量优势可持续。2）移动端：用户规模仅次同花顺，用户粘性行业第一，据易观千帆数据，截至 2020 年 6 月，东方财富 MAU 为 1427 万人，次于同花顺（规模约为同花顺的 39%，2018 年底为 33%，差距正逐步缩小），但在券商 APP 中居首，相较于第三梯队的涨乐财富通、平安证券、国泰君安君弘等优势显著；用户粘性方面，东方财富 APP 依托其财经资讯优势+较强社交属性，人均单日使用时长基本维持行业第一。

图 32：2019/3~2020/5 财经网站月均覆盖人数（万人）



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图 33：2020.5~6 证券服务 APP 月度活跃用户数（万人）

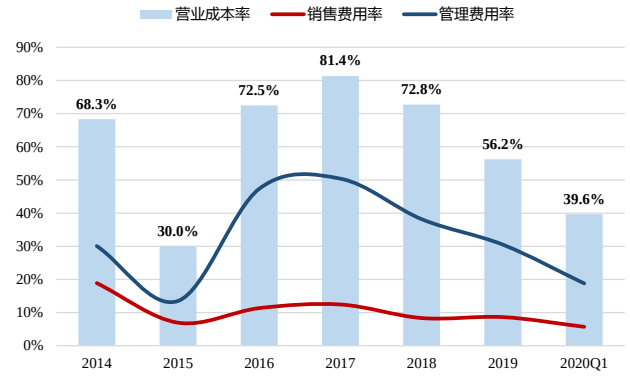


数据来源：易观千帆，东吴证券研究所

成本率转降，业绩进入规模效应区间；研发费用成长，赋能一站式互金服务平台。1）成本率方面，由于公司基金代销及零售证券业务均为典型的互联网扩张模式，前期渠道、平台、系统等投入成本较大，但边际成本很小，因此在市占率不高时会体现为成本率高企的特点，但一旦市占率越过临界点，业绩将会进入到规模效应区间。2020 年一季度公司营业成本率、销售费用率及管理费用率分别为 39.6%、5.7%、18.8%，成本率同比持续下行，我们认为，公司的业绩增长正进入规模效应区间。2）研发费用方面，2019 年东方财富的研发费用为 3.05 亿元，是 2012 年的 7.7 倍，2012-2019 年复合年增长率达 34%，2015-2019 年占营业总收入的比重维持在 5%~8%之间。2019 年公司的研发人员数量 1726 人，占员工总数的 37.91%，研发人员人均研发费用为 17.7 万元，与同花顺（2018 年 21.6 万）和大智慧（2018 年 19.6 万）相比，研发投入仍存在提升空间。我们预计公司将在研发费用有更多投入，为公司技术发展注入新的动能。

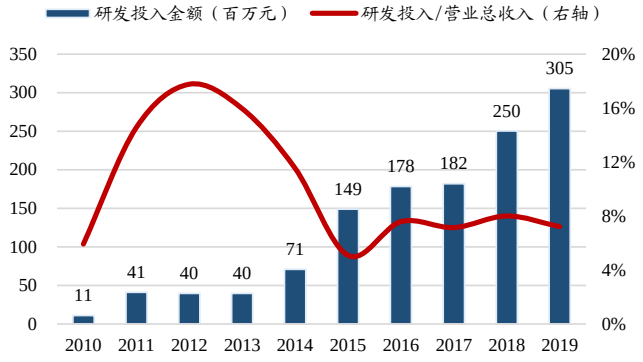
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 34：2014~2020Q1 东方财富三项成本率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 35：东方财富研发投入金额及占营业总收入的比例

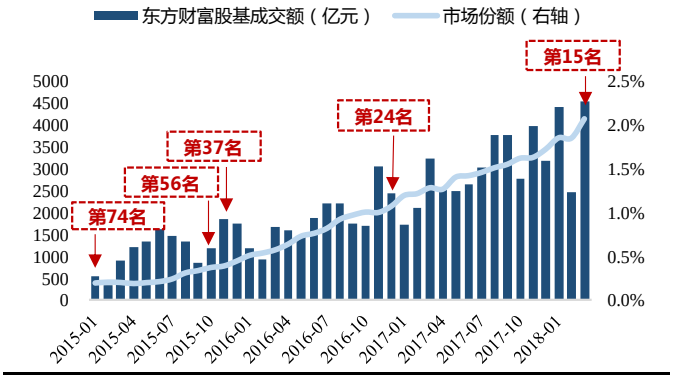


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

业绩持续演绎高成长，市占率持续提升。近年来，东财证券基于其互联网渠道的流量优势，以经纪、两融业务为主的通道业务竞争力持续提升，驱动公司业绩持续演绎高成长，成功跻身 A 类券商。1）经纪业务：母公司平台流量优势显著，经纪业务实现弯道超车。2013 年以来互联网证券崛起，激烈竞争下大券商逐步流失市场份额，而东财证券依托母公司平台流量优势+互联网证券模式导流红利，股基成交额逆势增长，经纪业务市场份额快速攀升。2）融资融券业务：逆势加速增长，有望成为证券业务下一增长点。东财证券两融市场份额自 2016 年 6 月（完成收购后 6 个月）起持续提升，主要依托母公司海量互联网用户基础及具有竞争力的融资利率（6.99%），量、价优势共同加速平台构建。截至 2020 年一季度，东财证券融出资金 170 亿元，市场份额 1.60%（融出资金/市场两融余额）。3）证券业务：业绩持续演绎高成长，收入占比超过五成。在经纪业务和两融业务市占率快速提升的背景下，公司证券业务收入实现快速增长，2019 年，公司合并报表口径的证券经纪业务实现净收入 16.62 亿元（占手续费及佣金净收入的 85.69%），同比增长 57.85%，收入占比从 2015 年的 3.9%提升至 2018 年的 65.00%，成为公司收入的主要来源。

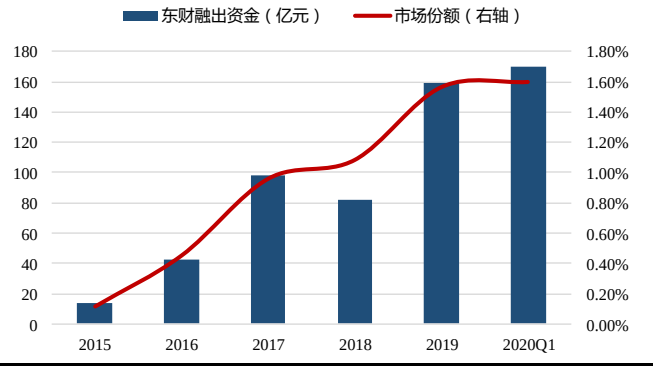
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 36：东方财富经纪业务份额及排名快速攀升



数据来源：交易所，公司年报，东吴证券研究所

图 37：东方财富两融余额及市场份额持续上行

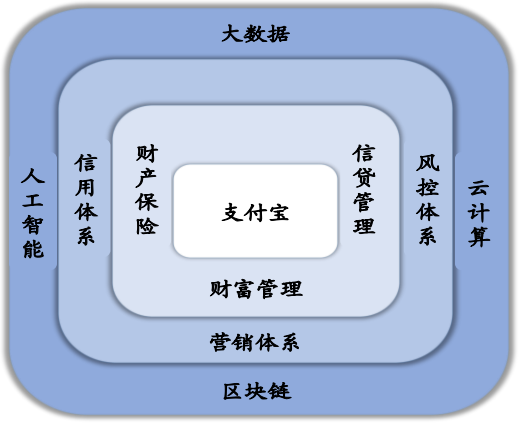


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.2. 科技借力流量推动平台化发展——蚂蚁集团

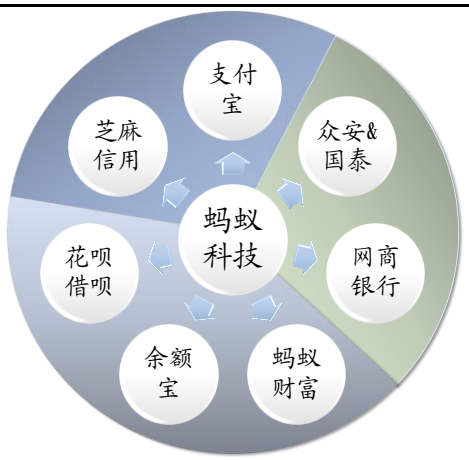
依托支付宝广阔流量，完善金融科技生态系统。蚂蚁集团盈利来源主要包括服务费收取、自有金融服务和金融生活服务平台。公司依靠支付宝等核心产品的支付引流体系，深耕包括大数据、云计算等前沿科技在内的底层智能体系，建立了包含信用、风控、营销的开放支撑体系，通过财产保险、财富管理、信贷管理等业务的平台沉淀体系进行变现，全产业链协同发展，实现了金融科技生态系统的闭环。通过丰富的场景建设，公司的平台化盈利大幅提升。蚂蚁在经历了 2018 年第 1 季度和 2018 年第 3 季度亏损后，适时调整业务，加强平台化建设，2019 年第 1 季度起扭亏为盈。蚂蚁 2019 年实现营业收入 1200 亿元，税前利润 170 亿元。

图 38：蚂蚁集团的生态体系



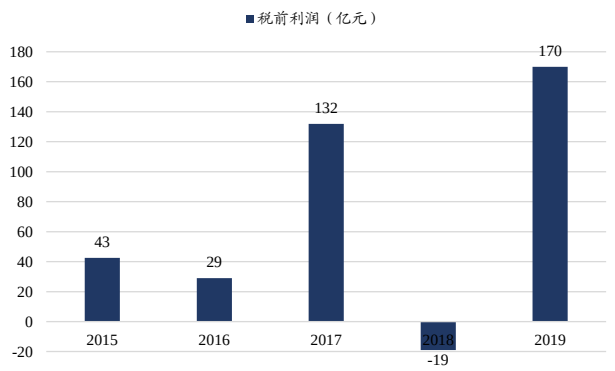
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 39：蚂蚁集团的主要组成部分



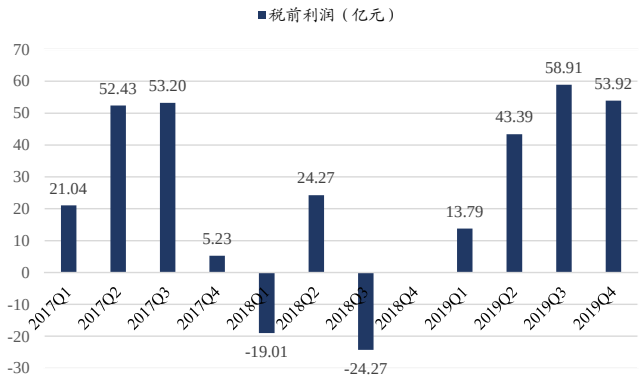
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 40：2015~2019 年蚂蚁集团税前利润测算



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

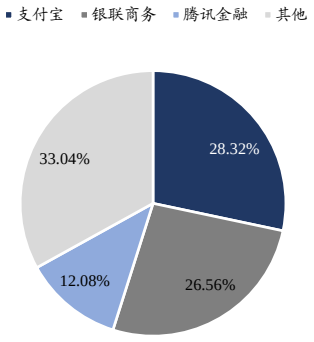
图 41：2017Q1~2019Q4 蚂蚁集团分季度税前利润测算



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

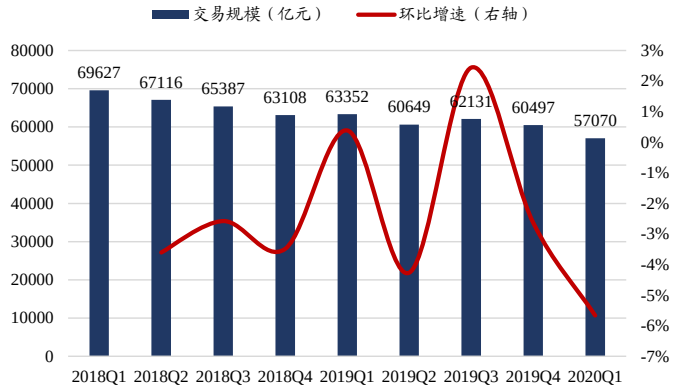
服务收费利润空间有限，着力流量引入规模。服务费收取，主要来源于支付宝和芝麻信用。个人端主要包括支付宝提现费用，但由于提现的真实需求较低，该业务的利润空间有限。企业端每笔支付宝收单业务需要支付 0.6%至 1%的总费率（其中支付宝的营收部分预计约为 0.1%），每次芝麻信用查询业务也需要支付不等的费用。互联网金融行业用户基数要求高，并且在有深厚的场景支撑下较容易培养用户粘性，潜在进入者往往只能望而却步，而支付宝的用户规模处在行业领先地位。根据易观统计，2020 年第 1 季度中国第三方支付市场交易规模为 5.7 万亿元，支付宝的市场占有率为 28%，据此可以推算其一季度支付宝手续费收入约为 16 亿元，随着市占率的不断提升（2019 年第 1 季度为 24%）和疫情好转带来的互联网支付的恢复，蚂蚁集团的服务费收入有望继续增长。

图 42：2020Q1 第三方移动支付市场交易份额



数据来源：易观，东吴证券研究所

图 43：2018-2020Q1 第三方支付市场交易规模



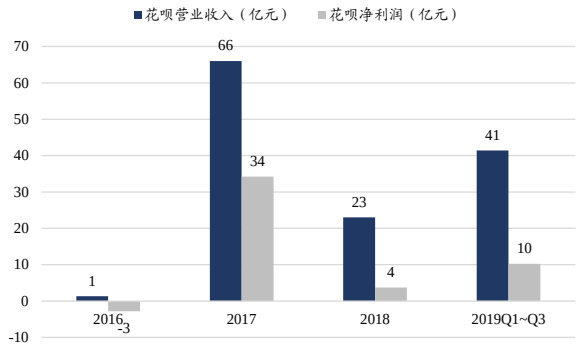
数据来源：易观，东吴证券研究所

品牌优势及全牌照业务构筑自有金融服务基石。蚂蚁集团的自有金融服务主要包括余额宝、花呗借呗、国泰产险、众安保险、网商银行等。余额宝是由天弘基金管理的开放式基金，规模超 1 万亿元。蚂蚁花呗主要依托网购场景和芝麻信用信息，为客户的实际交易提供小额信贷服务，同时面向消费者和商户，消费者的花呗分期年化费率约为 14%，账单偿还分期年化费率约为 15%；商户因营销等原因自费提供花呗分期的费率同

消费者相差不大，只在分 3 期时年化费率约为 11%。蚂蚁花呗 2019 年前 3 季度实现收入 41 亿元，净利润 10 亿元。1）分享经济增长红利。随居民可支配收入长期稳步上升及近期低利率环境刺激，在充足流量支撑下，通过引流模式及自有控股模式可以获取更多的金融服务的手续费、服务费等收入，提供稳定的业绩增长支撑。2）业内最强流量渠道及品牌优势，拉升议价能力。公司庞大的用户体量以及良好的用户体验，叠加阿里巴巴的品牌效应，在吸引更多的机构一起发展财富管理平台的同时，也能在合作中占据一定的优势地位，具有较强的议价能力。3）牌照及学习曲线效应，提升服务差异性。公司及被控股公司已具有支付业务许可证、证券投资基金销售业务资格、保险业务资格、保险代销业务资格等金融许可，具备一定的结构性行业壁垒，在自有金融服务中提供差异化服务。同时，公司长期经营与商户和众多消费者的业务，在对其征信等信息的积累上具有学习曲线效应，能提供有差异化的信息服务。

流量资源销往机构，平台服务黏住用户。金融生活服务平台，主要包括支付宝和蚂蚁财富。支付宝提供日常生活缴费服务。蚂蚁财富则提供包括定投、基金、年金险等在内的多种金融服务，其主要是为各金融机构提供销售渠道，增加金融产品的销售量。蚂蚁集团从平台中收取服务费等收入。平台的建立在短期和长期均有利于公司的财富管理业务发展。一方面，平台将蚂蚁集团目前难以消化掉的流量销售出去实现利润。另一方面，则是能更好地满足支付用户的一站式金融服务需求，增加用户粘性，培养用户的理财习惯，为进一步发展打好基础。

图 44：蚂蚁花呗营业收入及净利润



数据来源：蚂蚁花呗，东吴证券研究所

图 45：蚂蚁集团的开放平台体系



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

新兴技术开放和运用提供发展驱动力。蚂蚁集团运用多项行业领先的新兴技术，大幅提高了金融业务的效率和安全性，未来在科技赋能众多行业的过程中，将分享行业红利。据蚂蚁集团 CEO 胡晓明在 2020 年 6 月 30 日接受彭博社专访时的表述，蚂蚁集团技术服务费占总营收比重预计在五年内由 2019 年的 50%增长至 80%，随着技术的进一步发展，有望推动公司业绩高速增长。

表 7：蚂蚁集团的技术及应用

技术	应用
大数据技术	网商银行、芝麻信用

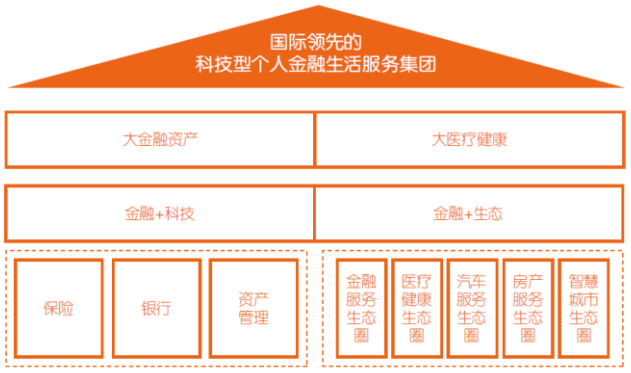
人脸识别技术	网商银行和支付宝身份认证
云计算技术	蚂蚁金融云
风控技术	支付宝，与公安机关、银行等合作
人工智能技术	智能客服、智能质检、智能赔付

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.3. 科技赋予金融集团新动能——中国平安

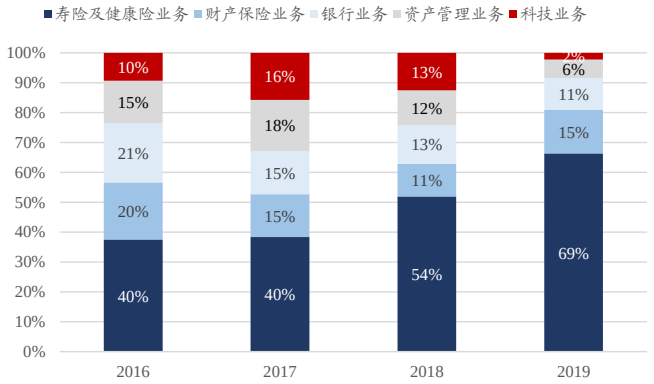
打造国际领先的科技型个人金融生活服务集团，寿险与健康构成主要利润来源。公司坚持“金融+科技”的核心战略，在金融主业稳健增长的同时，以科技引领业务变革，不断提升服务效率、提升风控水平、降低运营成本，构建“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”的综合生态圈，金融生活产品及服务覆盖 2 亿个人客户和 5.16 亿互联网用户。公司具有多元化的利润来源，寿险与健康险为主要盈利贡献来源，2019 年该业务盈利占比高达 69%，三年来复合增长率高达 60%。从保费深度和保费密度来看，我国寿险业仍处于初级阶段，未来增长空间仍然较大，平安寿险与健康险业务有较大的业绩增长空间。从市占率角度来看，2019 年平安寿险保费收入为 5236.72 亿元，市占率达到 17.67%，随着行业进一步发展，龙头企业的优势将更加明显。

图 46：中国平安业务布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 47：2016-2019 年各类业务盈利占比

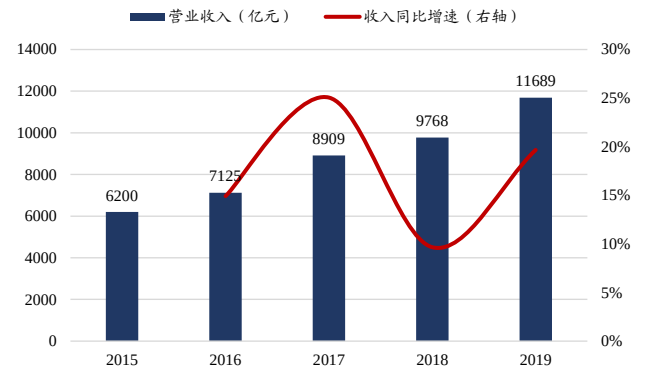


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

收入利润增长稳健，业绩发展势头良好。公司 2019 年实现营业收入 11689 亿元，同比增长 20%，2015 年以来年均复合增长率高达 17%。公司的利润增长相比单一金融模式的公司更为平稳，2019 年实现归母净利润 1494 亿元，同比增长 39%，整体保持稳健的上升趋势，归母净利率持续增长，2019 年达到 13%的历史高位。

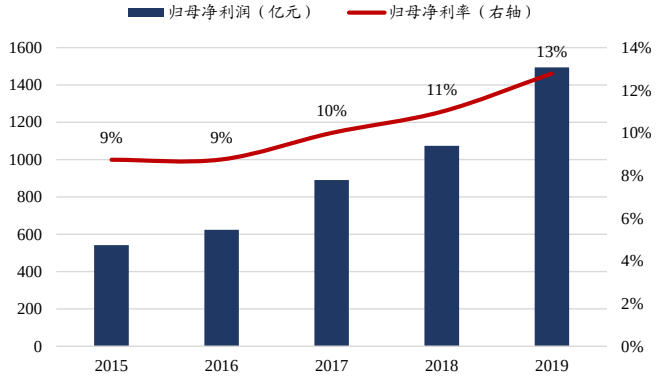
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 48：中国平安营业收入持续增长



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 49：中国平安归母净利润及归母净利率稳步提升

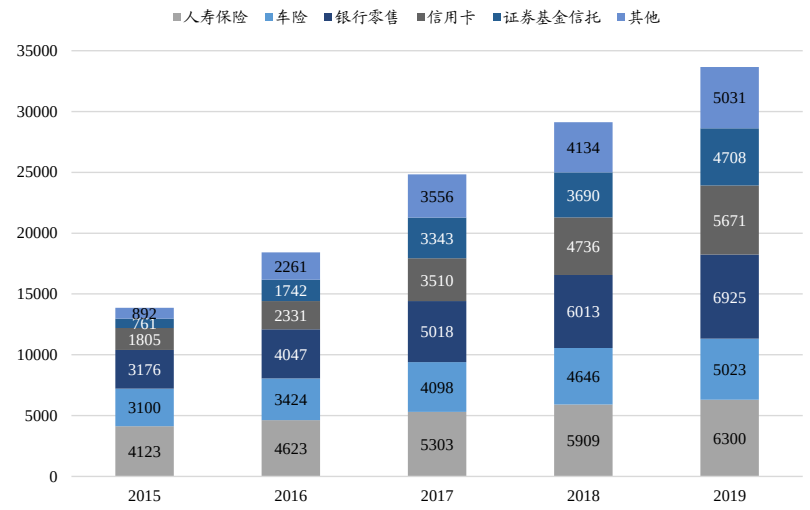


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

客户为中心战略助推业务发展，业务交叉渗透助力挖掘互联网潜在客户群。1）以客户为中心的经营理念持续推动个人业务量增长，基于“一个客户、多种产品、一站式服务”的理念，银行、证券、保险业务互相引流，持续扩大个人客户盈利贡献。2019 年个人业务实现营运利润 1228 亿元，同比增长 26%，增长幅度远超公司营运利润同比增幅（18%）；个人客户数量持续增长，2019 年个人客户达到 3.4 亿人，同比增长 16%；人均贡献营运利润 365 元，同比增长 9%，客均收入较高。得益于个人客户数的持续提升和客均盈利贡献稳定增加，个人业务营运利润持续扩大，已成为平安强劲增长的内部驱动力。2）平安业务交叉渗透程度稳步提升，互联网潜在客户挖掘空间较大。平安坚持打造金融一体化平台，各业务交叉渗透程度逐步加深，客均合同数稳步提升。2019 年个人客户中有 7371 万人同时持有多家子公司的合同，占整体客户数的比重达到 36.8%，较年初提升 2.5%。通过长期的客户经营及公司对客户了解的持续加深，预计未来业务交叉渗透程度仍将继续深化。平安通过线上数据化的产品推动交叉销售，互联网用户仍有广阔发掘空间。截至 2019 年末，互联网用户数量达到 5.16 亿，同比增长 16.2%，其中仅有 1.74 亿人已成为平安的客户或正在使用平安相关服务，仍有 3.42 亿的互联网客户挖掘空间，如果以 2019 年个人客户客均营收贡献值 612.5 元计算，则仍有 2094 亿的营收空间待开拓。随着我国互联网普及程度不断加深以及平安对在线业务体验的不断完善，互联网将继续为未来营收提供增长动能。

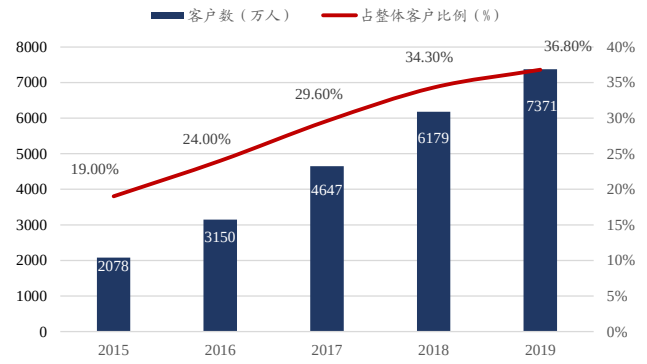
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 50：个人客户构成（万人）



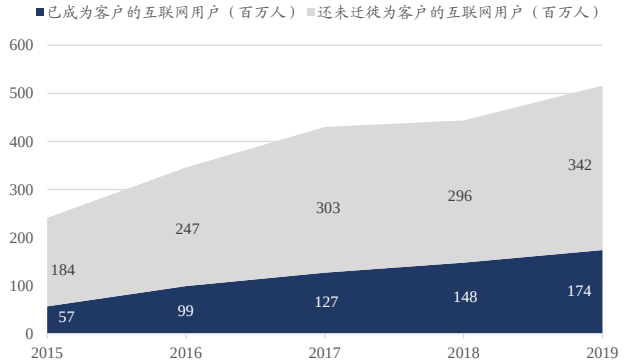
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 51：同时持有平安多家子公司合同的客户数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 52：互联网潜在客户数

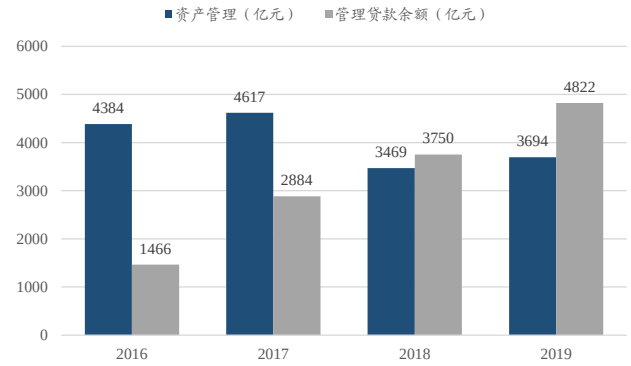


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

科技助力一体化业务可持续发展，金融科技子公司有望成为下一增长点。1）公司运用科技手段全面赋能核心金融业务，降低成本，管控风险，提升效率。个人车险业务90%以上实现了自动报价，智能机器人已实现每年坐席成本下降 11%；AI 贷后管理覆盖100%贷款未逾期客户提醒，人均管理贷款规模达到 5400 万元，同比增长 32%；AI 零售银行全面赋能银行全流程，平安银行 2019 年新增发卡量 1430 万张，近 90%通过 AI 自动审批。2）公司通过陆金所、金融壹账通、平安好医生、平安医保科技、汽车之家等科技公司开拓金融科技版图，未来有望成为新的盈利增长点。目前陆金所平台注册数已达 4402 万人，较 2014 年增长 780.4%，交易规模方面资产管理业务较年初上升 6.5%，管理贷款余额较年初大幅上升 28.6%，总体规模从 2016 年以来持续上升，2019 年已达 8516 亿元。平安好医生营收数据亮眼，作为中国最大的互联医疗健康服务平台，公司营收已从 2015 年的 2.79 亿元大幅增长至 2019 年的 50.65 亿元，全平台用户注册量超过 3.15 亿人。随着子公司业务模式的进一步成熟，科技类业务必将进入全面盈利阶段。

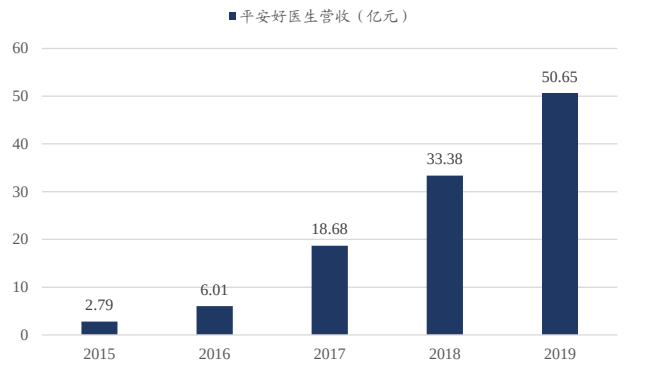
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 53：陆金所历年交易规模



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 54：平安好医生历年营收



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.4. 金融领域低调蓄力，科技助力业务发展——腾讯控股

支付带动全牌照布局，稳着陆金融领域。依托最主要的支付业务，腾讯的金融版图拓展至银行、保险、证券、理财、基金、征信等领域，全面稳健布局金融领域。2011 年，财付通获得央行颁发的首批第三方支付牌照，此后腾讯陆续获得银行、保险、证券、小贷等牌照，并入股中金公司、和泰人寿等持牌金融机构。此外腾讯还在境外广泛布局，保险领域入股英杰华人寿，基金领域联合高瓴资本在香港拿下公募牌照。

表 8：腾讯金融布局

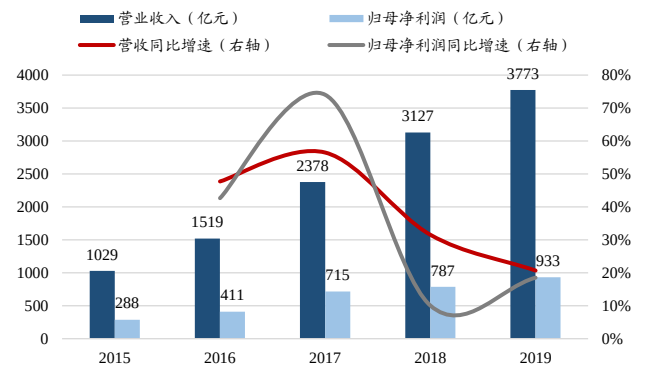
业务领域	参控股公司
支付	财付通、微信支付
银行	前海微众银行、贻丰香港控股
保险	微民保险代理、众安在线、和泰人寿、英杰华人寿（香港）、腾诺保险经纪
证券	中金公司、富途证券、微证券
理财	理财通、微黄金、好买财富
基金	腾安基金、高腾国际资管
征信	腾讯征信
交易所	厦门国金
汽车金融	优信集团、灿谷金服、易鑫集团

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

金融科技业务占比不断提高，支付手续费构成主要收入来源。2019 年腾讯控股实现营业收入 3773 亿元，同比增长 21%，实现归母净利润 933 亿元，同比增长 19%，公司收入和利润均保持稳健增长态势。2018 年以来，金融科技及企业服务业务占比稳步提升，2019 年第 4 季度占比增长至 28%（2020 年第 1 季度受疫情影响，线下交易减少，占比有所下滑），2019 年金融科技及企业服务业务收入同比增长 39%至 1014 亿元，首次突破千亿大关。金融科技业务中最主要的构成部分是支付业务的手续费，以扫码付款等商业支付为主，其增长主要依靠日活跃用户数及人均交易笔数的增加而推动，2019 年第 4 季度，公司的商业支付日均交易笔数超过 10 亿，月活跃账户超过 8 亿，月活跃商户超

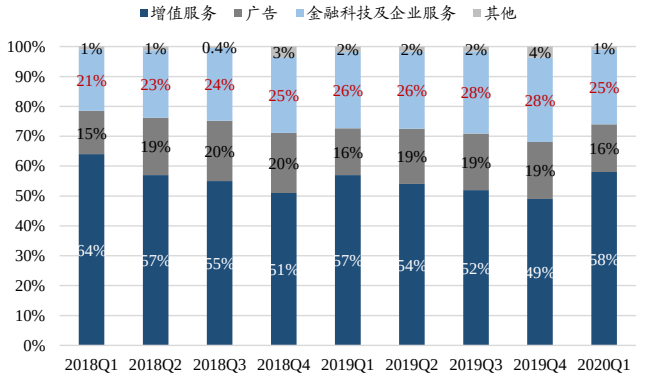
过 5000 万。随着日益增长的交易需求和移动支付的迅猛发展，支付业务有望赋予公司金融业务收入增长更强劲的动能。

图 55：腾讯控股营业收入及归母净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 56：2018Q1-2020Q1 各项业务收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

理财通规模破万亿，转型财富管理业务释放增长新动力。理财通于 2014 年 1 月在微信平台上线，陆续推出了货币基金、债券基金、保险类理财、指数基金、混合型基金、境外型基金等多元化理财产品。作为公司理财业务的主要收入来源，理财通 2019 年末用户数同比增长超过一倍，首次突破 2 亿，资金保有量同比增长超过 50%，突破万亿规模。理财通依附 11.65 亿月活的微信生态，渗透率不到 20%，仍有增长空间。2019 年 12 月，腾讯腾安获得“基金投资顾问业务试点”资格，理财通从专门解决交易问题的交易型平台，转型为用户提供量身定制服务的服务型平台，聚焦资产配置和投顾服务发展，打造财富管理服务型平台。在新的理财趋势下，腾讯理财通的长线思维与深厚积累，有望助其实现又一次业绩飞跃。

前沿技术支持金融科技发展。腾讯着力构建金融基础设施，在企业金融领域推出企业支付、发票财税产品、普惠服务连接平台等众多平台类产品，契合小微企业的金融需求。公司深耕区块链技术，为政府、金融机构、企业及个人客户提供高效前沿的解决方案，包含鉴证证明、共享经济、共享账本、智能合约、数字资产等多样化服务。随着公司不断探索行业领先的技术手段，金融科技业务的效率将会更高，范围将会更广，业绩有望进一步提升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 57：腾讯区块链总体技术框架



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 58：腾讯区块链底层平台技术框架



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 投资建议

科技金融高速发展，政策支持与行业竞争共同推动金融创新。1）科技的进步推动了金融业态升级，各公司纷纷利用互联网、云计算、大数据、人工智能和区块链等新兴科技为金融业务开拓市场、创新服务，开启了智能高效的新时代。2）随着金融科技的不断发展，行业的相关政策日趋完善，资本市场深化改革的步伐也逐渐加快，证券市场的市场化改革政策频出，保障和鼓励金融科技的高速发展。金融市场不断加剧的竞争也推动着金融科技的创新，以拓展更广泛的业务覆盖面、开拓更多样的融资渠道、提供更高效的投资管理、达成更便捷的清算支付。3）另外，受疫情影响，各大金融机构线上业务需求飞速增加，科技化转型加速，且信息技术应用创新产业已上升到国家战略高度，推动了科技金融的发展。

技术助力金融科技全产业链发展，信息技术服务商及平台类公司前景广阔。1）传统金融机构竞争加剧，探索金融科技提升服务效率。银行、保险、券商、基金等金融机构，凭借业务牌照经营金融业务，依靠 IT 技术提升金融业务的服务效率，直接对接个人、机构、政府等海量网络用户，市场空间广阔。2）依托广阔渠道，实现巨额流量变现。拉卡拉、同花顺、财富趋势、银之杰等流量或渠道提供商，为金融机构提供系统解决方案，依托支付、信贷、理财、行情交易、财险销售等场景获取客户资源，进而向金融机构导流进行变现。To C 端的盈利主要来源为增值服务费，To B 端机构销售业务按照合同开展获取稳定盈利，To B 端渠道引流服务按比例分成收取服务费或收取定额服务费。3）底层技术企业龙头优势明显，差异化业务助力中小企业发展。恒生电子等底层架构技术服务商，从事证券、银行、基金等行业的应用软件开发、计算机硬件代理和销售，为机构提供客户管理、交易、业务、资产管理、清算等系统、软件、数据服务，并收取相应费用，高毛利率、高营收占比的自主研发软件构成主要盈利来源。这类企业技术壁垒较高，马太效应明显，国家对于金融科技发展的政策支持力度不断加大，信息及技术服务商将直接受益。

平台类公司的业务范围不断拓展，实现全产业链覆盖。蚂蚁科技、东方财富、中国平安、腾讯控股等平台类公司，贯穿金融科技的全产业链，大力发展科技，自主开发底层技术；渠道平台广泛，流量来源充足；拥有金融业务牌照，可直接通过相关业务进行变现。这些公司依托强劲的科技实力，全产业链多领域业务协同发展，有望快速崛起。

建议关注：

1）**积极探索新科技加成的具有业务牌照的金融机构：**积极开发线上金融产品的**招商银行**；大力拓展科技力量加码财富管理的**华泰证券、中金公司**；全球市场覆盖的互联网券商**老虎证券、富途控股**；国内首家互联网保险公司**众安在线**；

2）**拥有渠道资源/流量平台优势的公司：**拥有巨额流量的行情交易服务商**同花顺**；专注于金融信息服务的**指南针**；交易行情软件市占率保持在行业前列的**财富趋势**；着力金融软件开发和智能设备并正寻求创新与互联网巨头合作的**银之杰**；依靠广阔商户渠道，以 POS 机收单业务为主的**拉卡拉**；

3）**提供底层技术的龙头及专业化公司：**先发优势明显的龙头**恒生电子**；专注技术，首发自主可控交易系统的**顶点软件**；银行业 IT 系统领先厂商**长亮科技**；

4）**全产业链覆盖，拥有科技+流量+牌照的全能型公司：**打造财富生态圈的**东方财富**；提高金融科技业务占比，技术推动普惠金融发展的**蚂蚁集团**；建设“金融+科技”生态圈，深耕保险科技的**中国平安**；支付业务带动金融领域全牌照布局，前沿科技释放长期动能的**腾讯控股**。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 风险提示

1）**金融监管影响创新进度：**金融行业是个深受监管影响的行业，监管趋严将直接影响创新进度。

2）**对外开放海外竞争加剧：**2020 年金融业全面对外开放，国内机构将直面海外龙头机构的竞争，可能影响本土机构的发展。

3）**中美贸易摩擦加剧：**中美关系影响整体经济形势，涉及领域广泛，金融作为其中重要一环，摩擦加剧将可能引起市场波动。

4）**疫情控制不及预期：**疫情控制不及预期，影响复工复产进度，宏观经济下行。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn