

# 金融科技公司的盈利模式和估值逻辑

---

肖斐斐

中信证券研究部 首席银行分析师

2021年5月13日

# CONTENTS

## 目录

---

- **金融科技的本質：科技赋能金融**
- 信贷科技：商业模式重塑中
- 理财科技：步入快速成长期
- 支付科技：从TPV驱动到收益驱动
- 科技输出：稳定增长型行业
- 平台型企业：转型变革进行时

# 财经日谈



每天都是满满的干货~

行研报告 | PPT模板 | 软件学习 | 原创精选

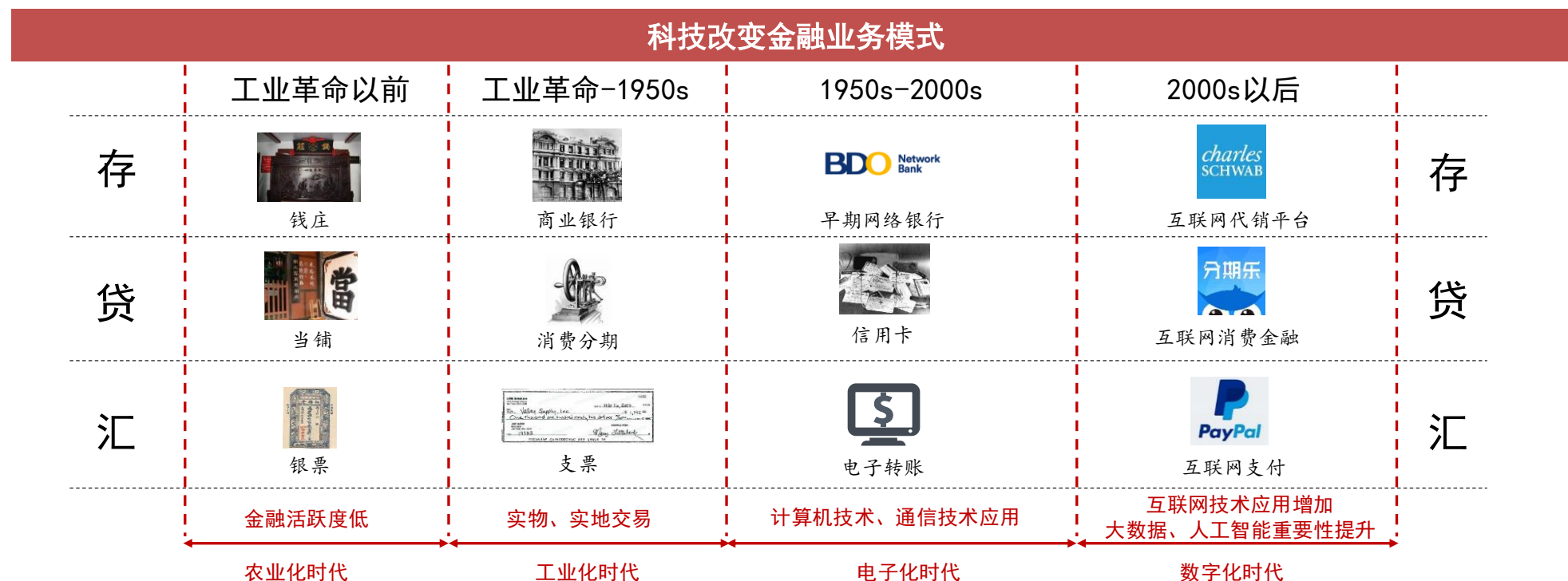
分享报告均从公开渠道获取，财经日谈仅推荐阅读，版权归原作者所有，如有侵权请联系删除

# 1.1 金融科技的发展历程

■ 金融科技：科技对金融赋能，通过技术、数据和场景延展金融边界

■ 金融的发展，就是金融科技的发展

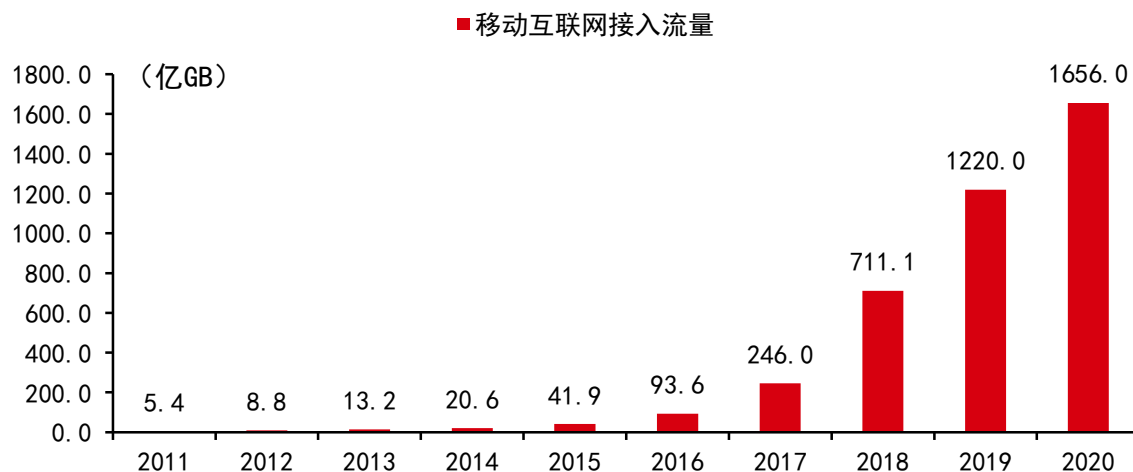
- 时间轴：农业化时代——工业化时代——电子化时代——互联网时代
- 贷款产品轴：当铺——消费分期——信用卡——互联网消费信贷
- 存款产品轴：钱庄——银行存款——电子存款——互联网理财——智能投顾
- 支付产品轴：银票——银行支票——银行卡——互联网支付



## 1.2 移动互联：助推金融科技发展

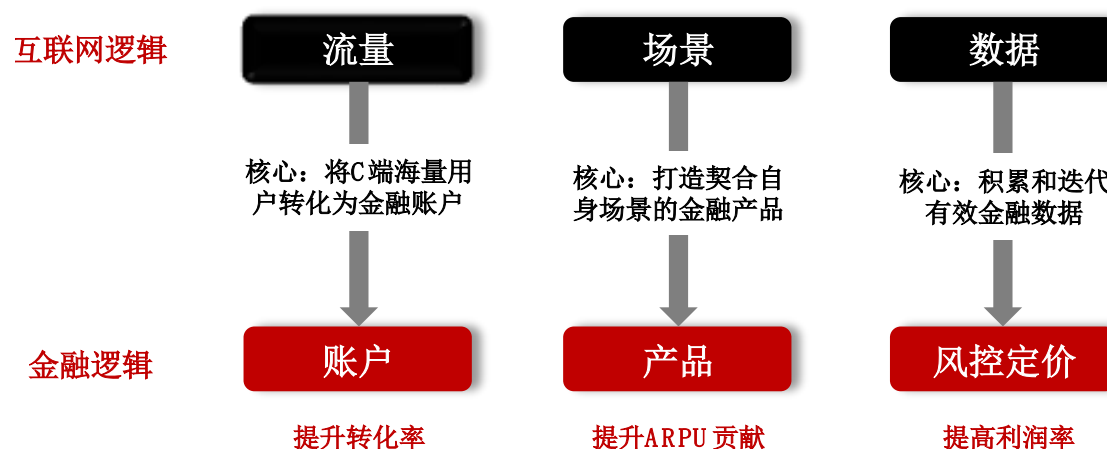
- 最近五年，中国移动互联网流量呈现指数级增长：从41亿GB到1656亿GB
- 移动APP：最大的流量入口
- 互联网企业：从互联网逻辑到金融逻辑
  - 从流量到账户
  - 从场景生成产品
  - 从数据到风险定价

移动互联网接入流量指数级增长



资料来源：工业和信息化部，中信证券研究部

互联网企业涉足金融业务的核心逻辑



资料来源：中信证券研究部绘制

## 1.3 金融科技企业分类

- **支付业务：** 提供支付服务，包括第三方支付公司、收单公司、清算企业等
- **融资业务：** 提供信用服务，包括持牌消费金融公司、互联网消金公司、网络小贷公司、互联网银行等
- **理财业务：** 提供产品代销的互联网平台、开展智能投顾业务的财富管理类公司
- **证券业务和保险业务：** 包括互联网券商、互联网保险
- **金融科技服务机构：** 互联网风控机构、数据提供商等
- **基础设施：** 清算机构（如银联、网联）及征信机构（如百行征信）
- **综合型平台：** 同时开展上述业务的互联网平台，主要是腾讯系、京东系等大型互联网公司



# 1.4 国内金融科技企业版图



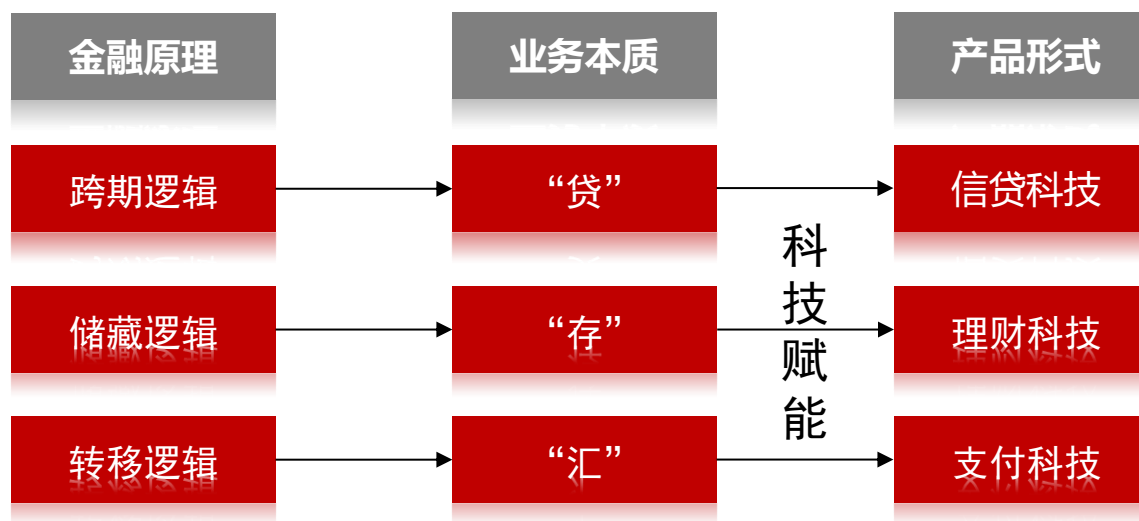
## 1.5 金融科技的本質：科技賦能金融

### ■ 金融的邏輯，科技的創新

- “匯” —— 支付科技
- “貸” —— 信貸科技
- “存” —— 理財科技

### ■ 作用：延展客群廣度，提升運行效率，從而提升金融資源配置效能

金融科技：“存貸匯”等金融邏輯被科技深度賦能

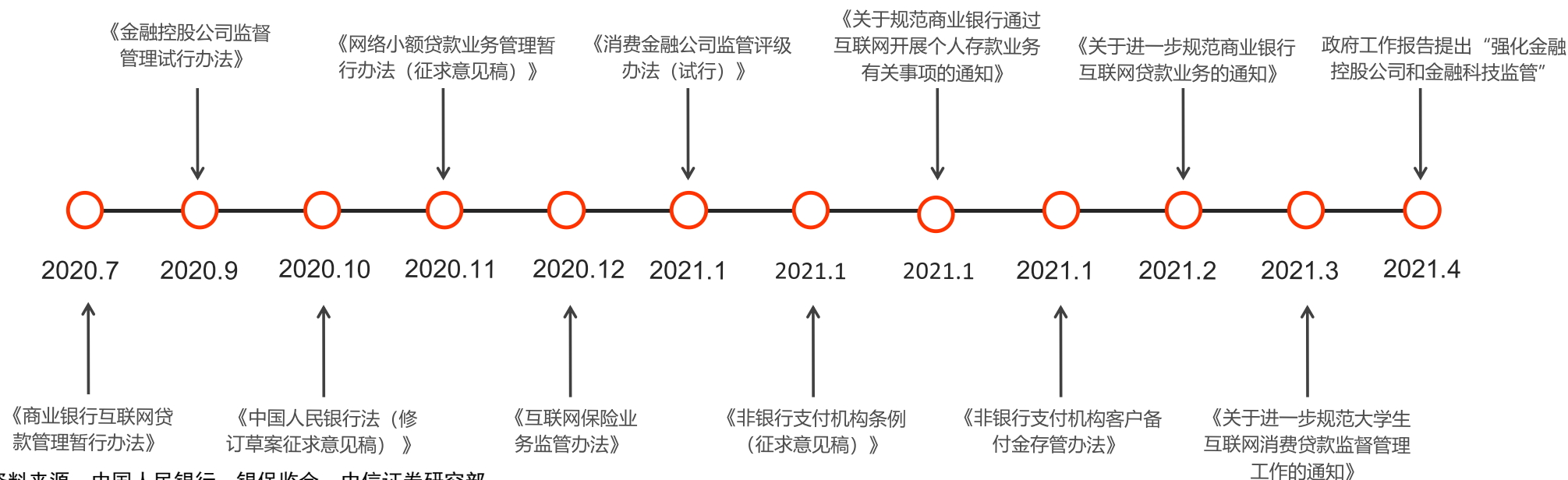




# 1.6 监管趋势

- “十四五”规划：“稳妥发展金融科技”与“加快金融机构数字化转型”
- 政府工作报告：强化金融控股公司和金融科技监管，确保金融创新在审慎监管的前提下进行
- 金融科技监管趋势：
  - 金融全领域持牌要求：新设金融控股公司、消费金融公司等
  - 业务功能性监管推进：垂直金融领域，同一业务监管要求
  - 权益保护：消费者权益保护+反垄断

## 去年下半年以来，金融科技领域监管政策一览



## 1.7 行业展望

- **回归本源：**明确金融属性，依托科技提升效率，合规创新
- **重塑架构：**持牌经营
  - “大”：金融控股公司框架
  - “小”：细分行业牌照准入要求从严
- **风险管理**
  - 金控资本约束，避免系统性风险
  - 审慎交叉经营，降低风险传染

# CONTENTS

## 目录

---

- 金融科技的本质：科技赋能金融
- 信贷科技：商业模式重塑中
- 理财科技：步入快速成长期
- 支付科技：从TPV驱动到收益驱动
- 科技输出：稳定增长型行业
- 平台型企业：转型变革进行时

## 2.1.1 互联网融资行业版图：按持牌方式

### ■ 按照持牌方式划分为：

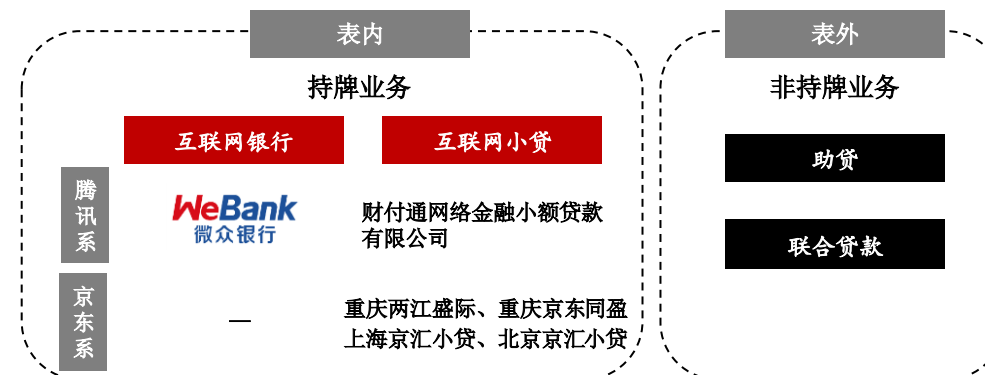
- 直接持牌机构，牌照包括：互联网银行、消费金融公司、互联网小贷
- 间接持牌机构，通过持牌开展表内融资业务，亦开展助贷、联合贷等表外业务

互联网机构主要通过申设三类牌照开展融资业务



资料来源：中信证券研究部绘制注：图片来自各公司官网

间接持牌机构以部分大型互联网平台企业为代表



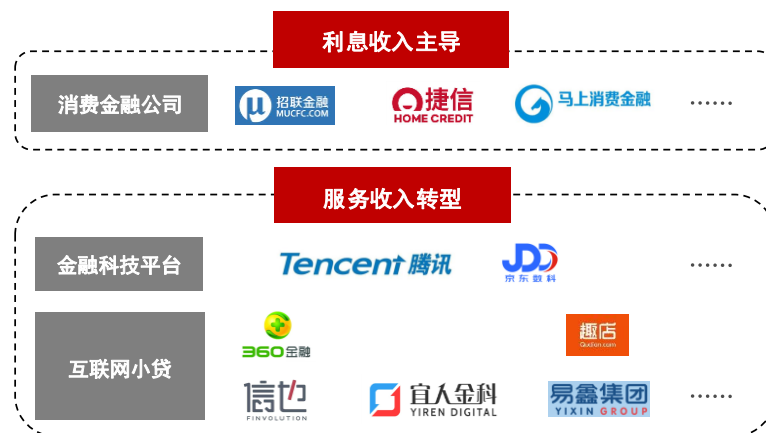
资料来源：中信证券研究部绘制注：图片来自各公司官网

## 2.1.2 互联网融资行业版图：按商业逻辑

### ■ 按照商业逻辑划分为：

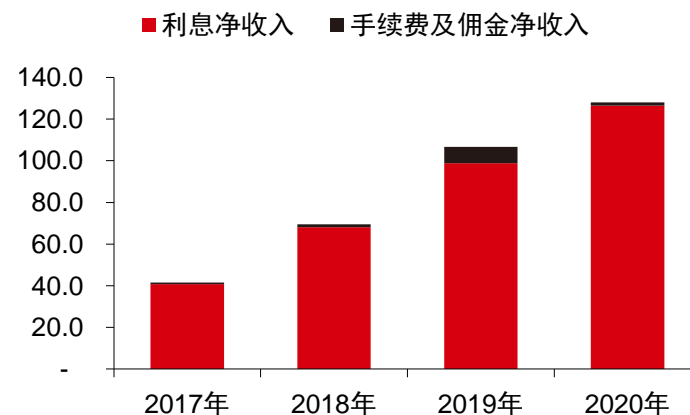
- 融资利息模式，收取利息收入，承担风险成本，目前以消费金融公司为主
- 融资服务模式，收取贷款服务手续费，金融科技平台和互联网小贷转型中

融资利息模式与融资服务模式



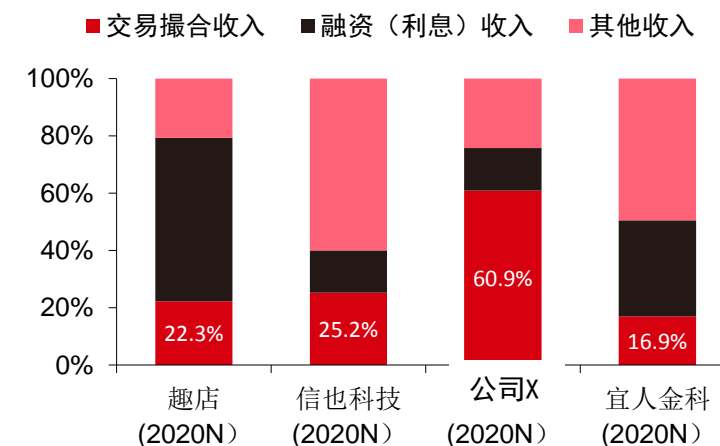
资料来源：中信证券研究部绘制 注：图片来自各公司官网

以招联金融为例，融资利息模式收入结构



资料来源：招联消费金融财报，中信证券研究部

部分互联网小贷正向融资服务模式转型



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

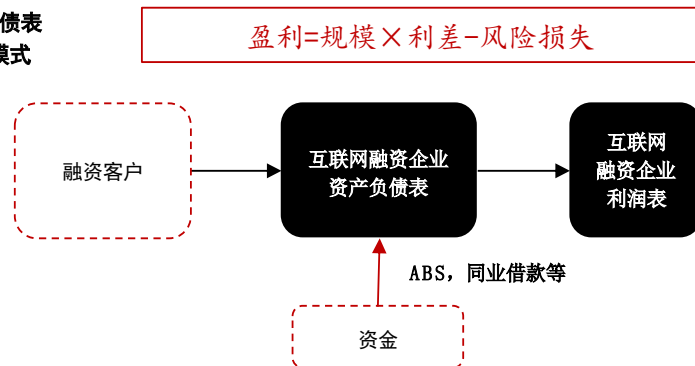
## 2.1.3 经营资产负债表模式

### ■ 商业逻辑核心：“量、价、风控”

- 规模：头部机构百亿规模，2020年增速10%~20%
- 定价：测算利差水平10%左右
- 风控：头部机构不良率2%~4%
- 盈利：头部机构ROA约1.5%左右，ROE约10%~20%

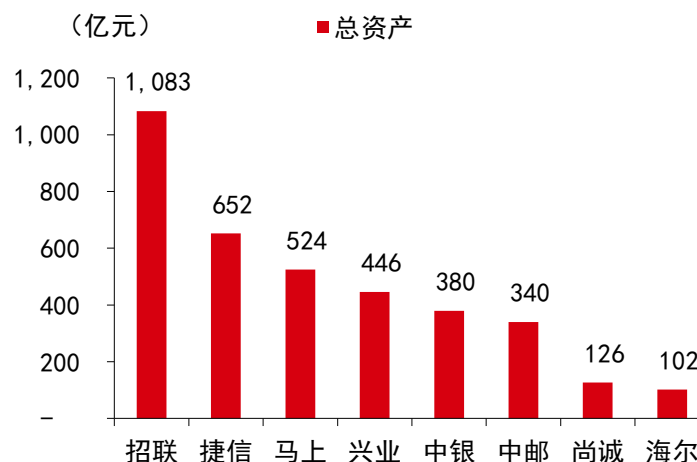
#### 融资利息模式的核心在于“量、价、风险”

资产负债表  
经营模式



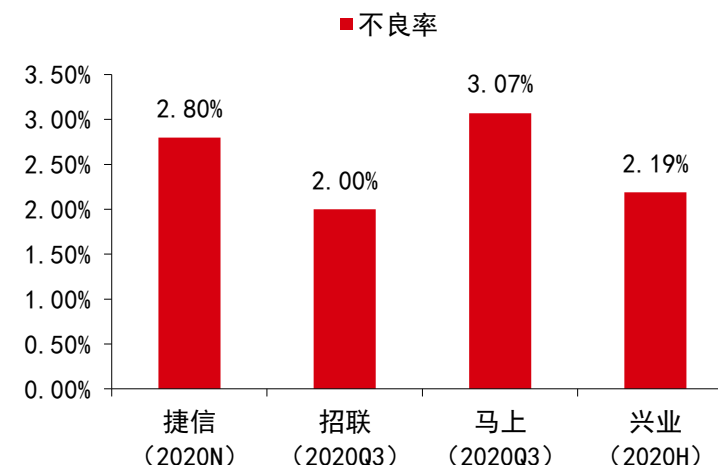
资料来源：中信证券研究部

#### 量：部分消费金融公司总资产规模（2020）



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

#### 风险：部分消费金融公司不良率水平



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

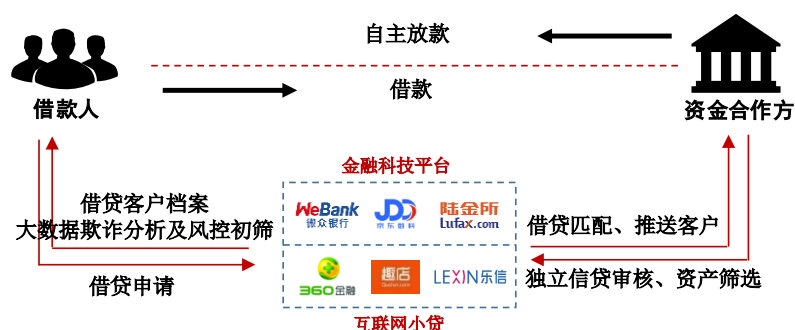


## 2.1.4 经营利润表模式

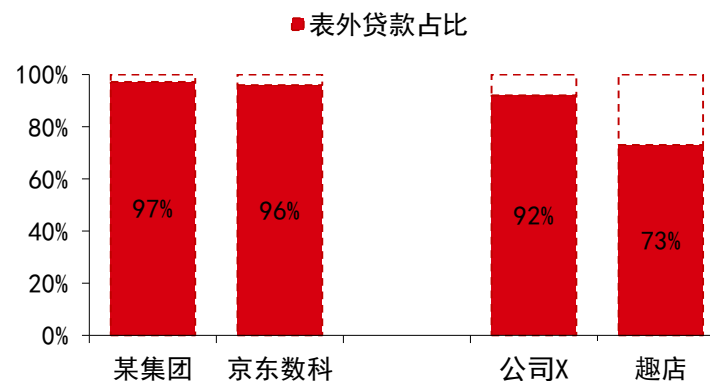
### ■ 商业模式核心在于 “盈利=引流规模×服务费率”

- 规模：金融科技平台千亿以上，上市互联网小贷约百亿体量
- 费率：利息收入分润三成左右
- 盈利：头部上市机构ROA在5%~15%区间

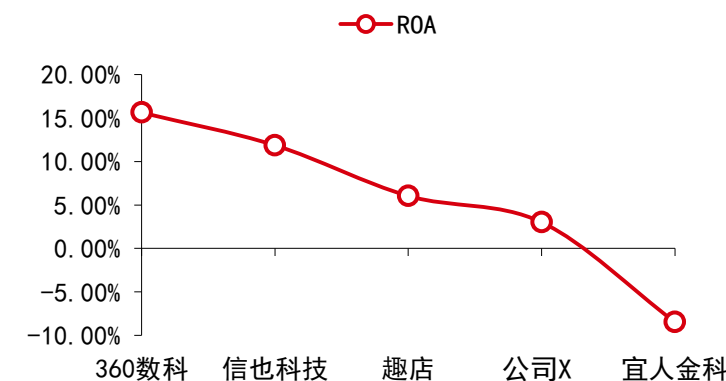
#### 融资服务模式，即对外输出带有风控的流量



#### 部分融资服务模式机构的信贷结构构成



#### 上市互联网小贷公司ROA比较（2020）



资料来源：中信证券研究部

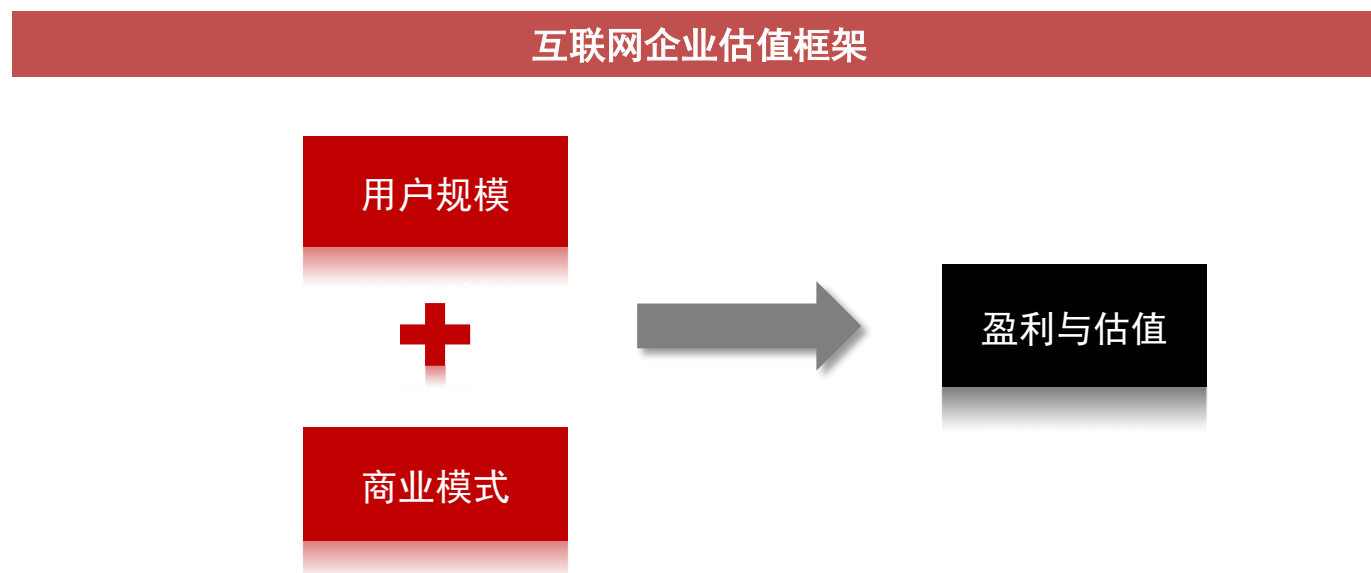
资料来源：各公司招股说明书、财报，中信证券研究部  
注：某集团及京东数科数据截至2020年中

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

## 2.2.1 互联网企业估值——核心是用户基础和商业模式

### ■ 互联网公司：盈利来源于客户基础和商业模式。

- 流量：核心在于客户
- 盈利：核心在于商业模式



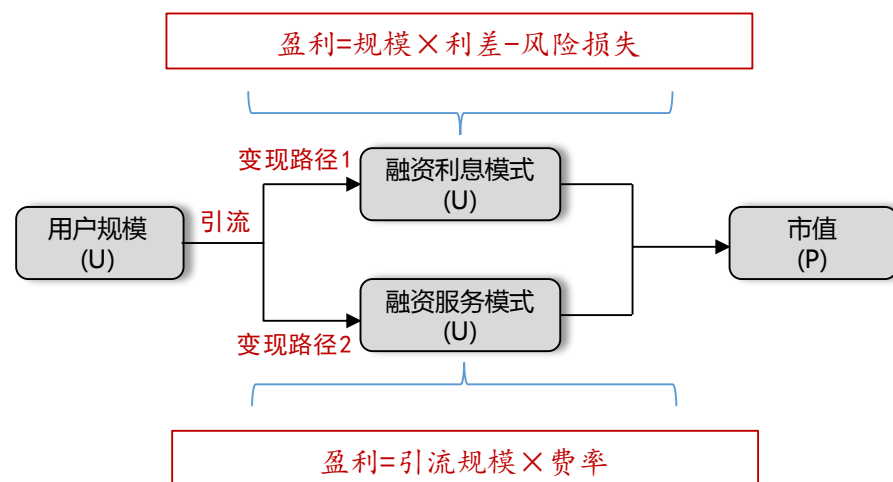
资料来源：中信证券研究部绘制

## 2.2.2 融资业务估值逻辑：用户-贷款规模-盈利-估值

### ■ 互联网融资公司的估值核心逻辑

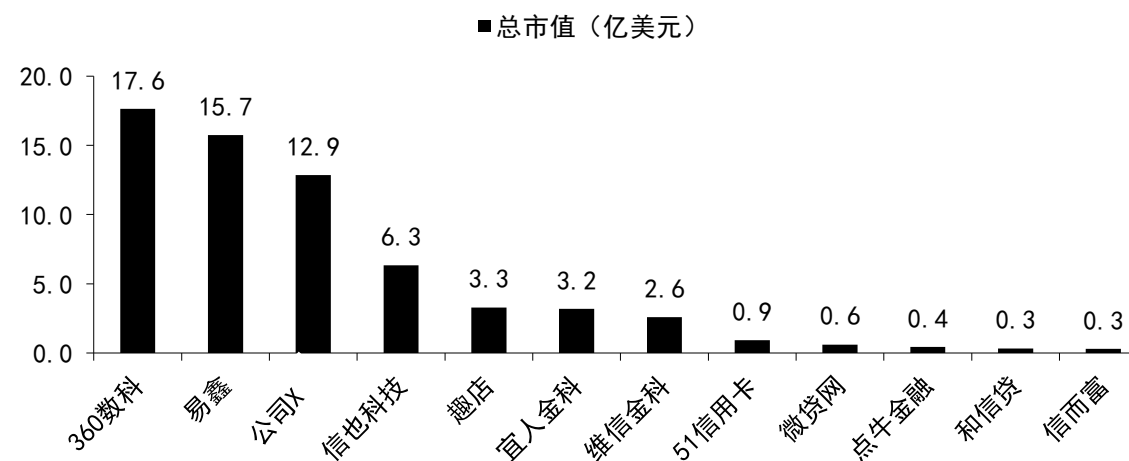
- 不同来源的“用户流量”，带来不同质量的贷款规模
- 形成不同模式的“盈利路径”
- 不同水平的估值

互联网融资企业估值框架



资料来源：中信证券研究部绘制

互联网小贷公司市值概览



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：股价及估值截至2021年4月23日

## 2.2.3 估值方法：规模视角+盈利视角

- “用户流量→贷款规模→盈利” 盈利模式下，可以使用两类估值方法：
  - 规模视角： 0.05X-0.07X “市值/发放贷款规模” ， 0.15X-0.17X “市值/贷款余额”
  - 盈利视角： 8X-12X P/E， 0.8X-1.5X P/S

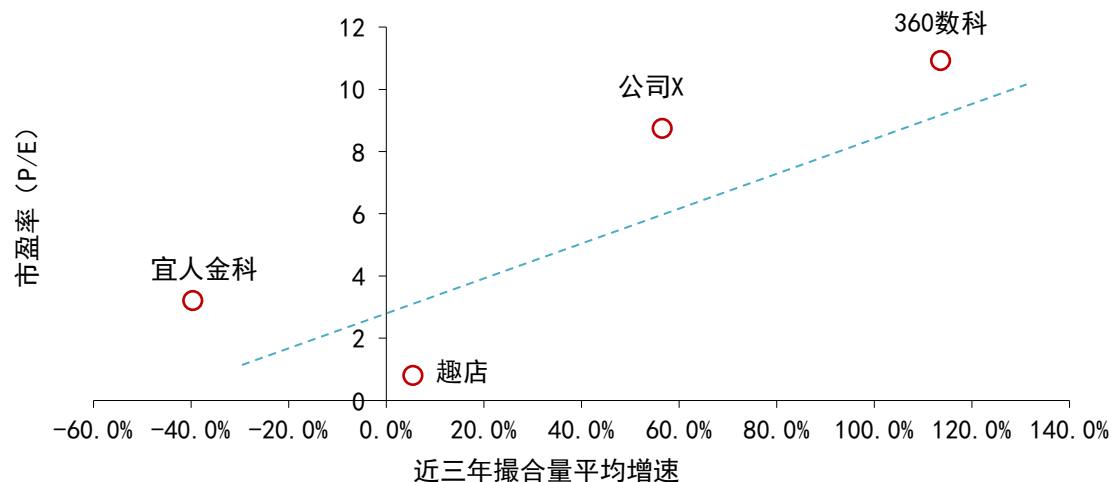
互联网融资上市公司经营及估值比较（单位：亿元）								
	收入 (2020)	净利润 (2020)	贷款发放规模 (2020)	贷款余额 (2020)	P/E TTM	P/S	市值/发放贷款规模	市值/贷款余额
360数科	135.64	34.96	2,468	921	10.93 X	1.34 X	0.06 X	0.17 X
公司X	116.45	5.95	1,770	765	8.75 X	0.85 X	0.07 X	0.15 X
趣店	36.88	9.59	/	/	0.80 X	0.26 X	0.03 X	0.06 X
信也科技	75.63	19.69	/	未披露	11.41 X	0.74 X	0.05 X	未披露
宜人金科	39.62	-6.93	/	未披露	3.21 X	0.26 X	0.06 X	未披露

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：股价及估值截至2021年4月23日

## 2.2.4 估值关键：经风险调整后的盈利能力

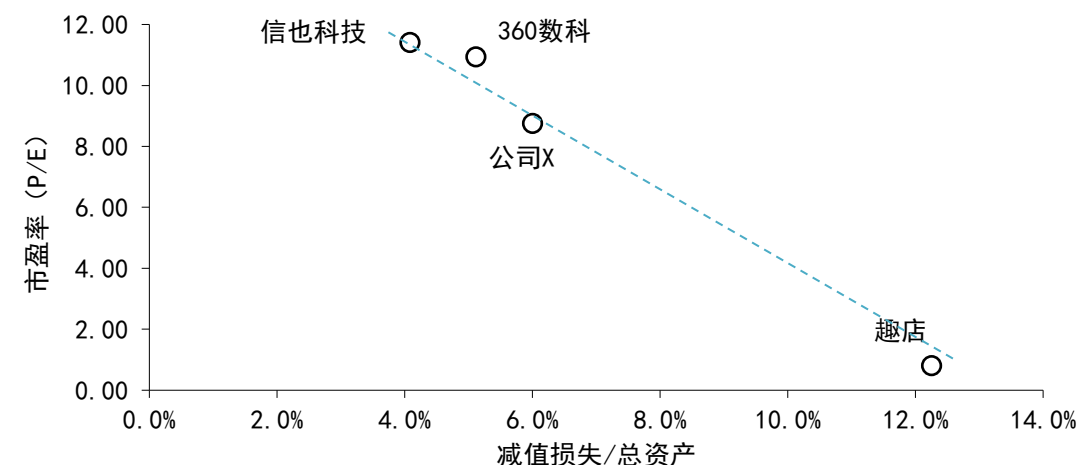
- **估值规律：规模可持续增长、费率定价稳定、信用风险承担少的公司，盈利增长更稳定，估值溢价更显著**
  - 发放贷款规模增速：反映引流效果
  - 减值损失/总资产：反映商业模式

发放贷款规模稳定增长的机构估值更高



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：（1）股价及估值截至2021年4月23日；  
 （2）信也科技2020年年报未披露撮合贷款交易规模数据，上图未包含

减值损失/总资产低的机构估值更高



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：（1）股价及估值截至2021年4月23日；（2）上述公司未计入2020年一次性计提的“或有负债坏账减值准备”

## 2.3 行业展望：转型

### ■ 融资利息模式发展或由规模驱动转向质量取胜

- 监管强化准入要求，牌照价值：互联网银行>消费金融公司>互联网小贷
- 资本要求加联合贷款出资要求：规模快速扩张受限
- 规范跨区经营行为

### ■ 融资服务模式向信用服务提供商转型

近半年来互联网贷款相关监管文件一览			
日期	发文机构	文件	政策内容
2020年11月2日	人民银行、银保监会	《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》	明确互联网小贷属地经营、单户贷款上限、联合贷款出资比例、业务征信相关要求
2021年1月13日	银保监会	《消费金融公司监管评级办法（试行）》	明确消费金融公司评级方法、评级程序、评级结果运用相关要求
2021年2月20日	银保监会	《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》	明确商业银行与合作机构共同出资发放贷款的出资比例要求、集中度管理要求，提出地方性银行跨区域经营限制
2021年3月17日	五部委	《关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知》	明确小贷公司不得向大学生发放互联网消费贷款，加强消费金融公司、商业银行大学生互联网消费贷业务风险管理要求

资料来源：中国人民银行，银保监会，中信证券研究部



# CONTENTS

## 目录

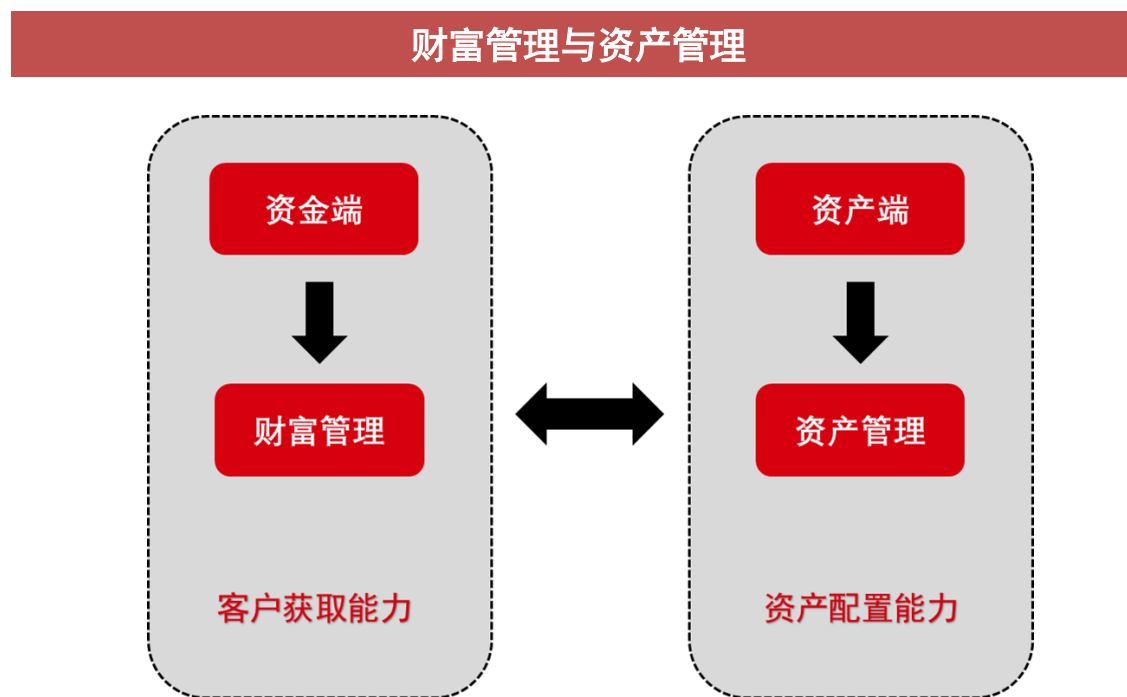
---

- 金融科技的本质：科技赋能金融
- 信贷科技：商业模式重塑中
- **理财科技：步入快速成长期**
- 支付科技：从TPV驱动到收益驱动
- 科技输出：稳定增长型行业
- 平台型企业：转型变革进行时

### 3.1.1 财富管理业务的商业模式

#### ■ 业务的底层逻辑：资金端与资产端匹配。可以划分为：

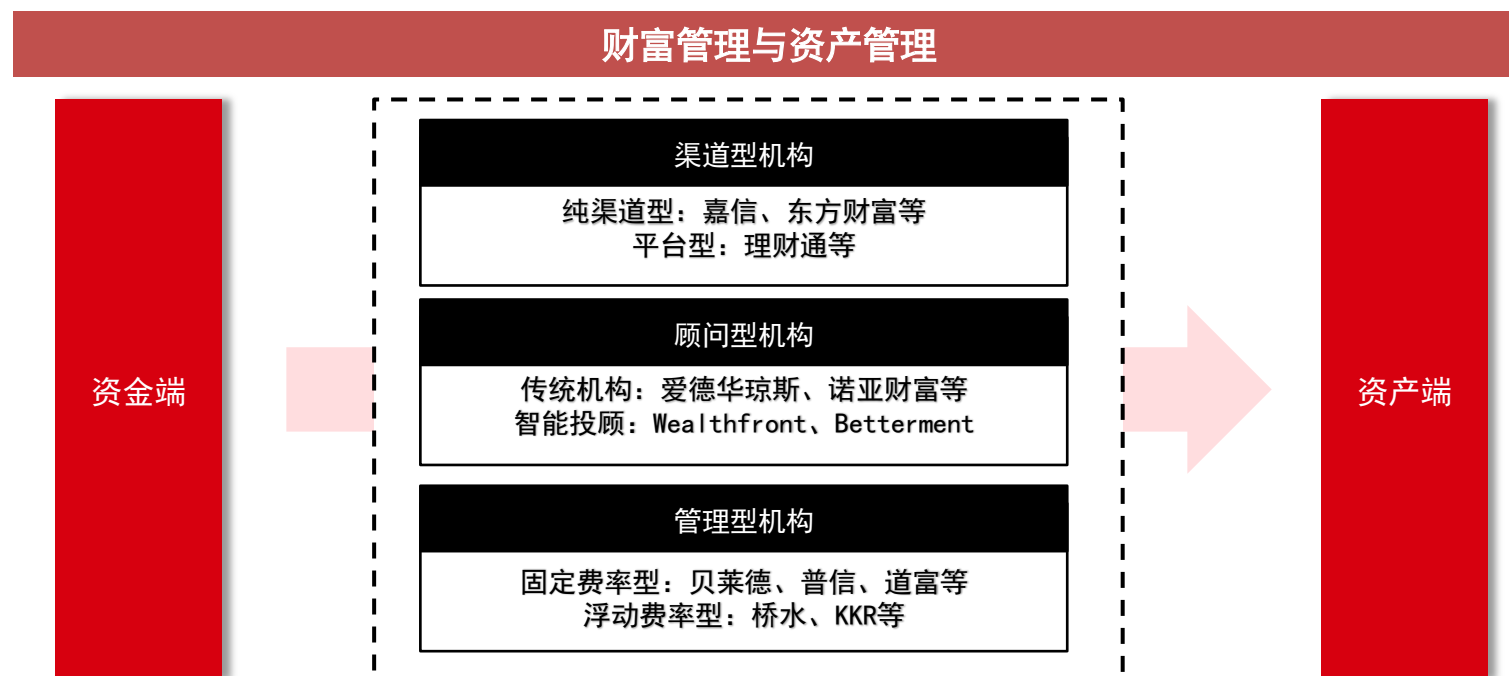
- 财富管理：资金端——客户能力
- 资产管理：资产端——配置能力



## 3.1.2 财富管理业务版图

### ■ 商业逻辑是“AUM”的“管理”，可划分为：

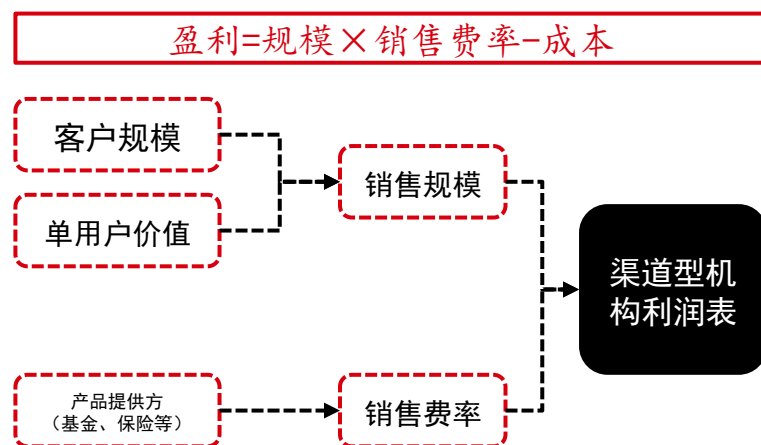
- 渠道型机构：资金端，收取代销费
- 管理型机构：资产端，收取手续费
- 顾问型机构：定制型，收取顾问费



# 3.1.3 渠道型机构

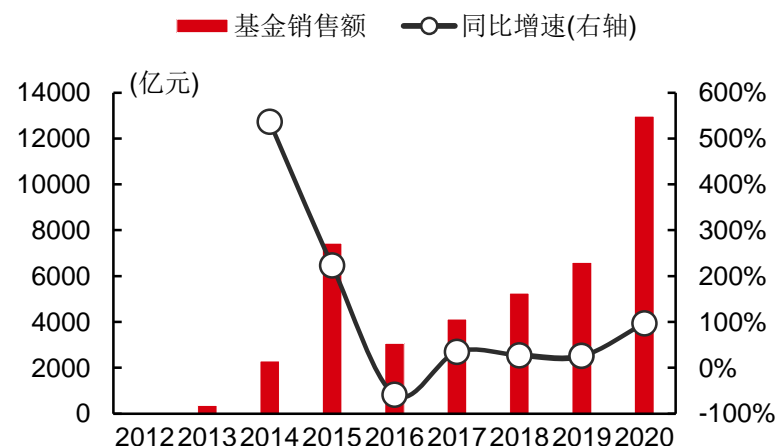
- 代销：流量转化为财富业务
- 互联网代销优势：客户多，费率低，频率高
- 两类互联网代销机构
  - 金融服务公司：东方财富、陆金所、同花顺、蛋卷基金等
  - 互联网平台：财付通、百度金融等

代销业务盈利模式



资料来源：中信证券研究部

天天基金网基金销售额



资料来源：东方财富财报，中信证券研究部

互联网机构财富管理业务情况

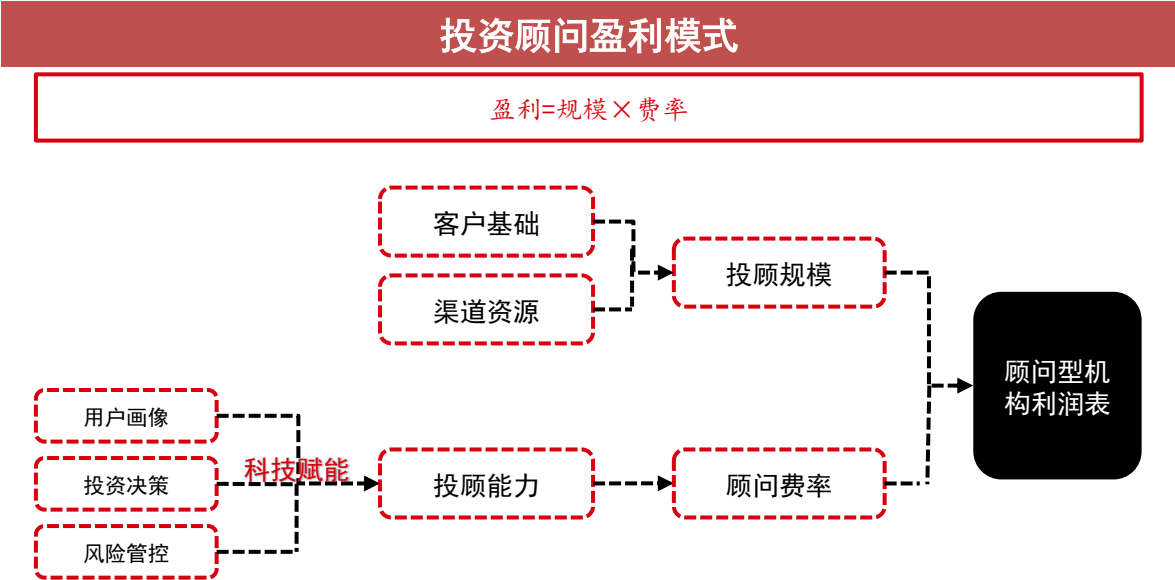
	代销基金数量	代销基金公司数量	财富管理收入 (2020)
<strong>金融服务类机构</strong>			
天天基金	6,060	156	29.62亿元
陆金所	5,268	132	17.65亿元
同花顺基金	5,424	131	-
蛋卷基金	4,910	115	-
<strong>互联网平台机构</strong>			
腾安基金（腾讯）	2,092	78	-
肯特瑞基金（京东数科）	5,271	134	-
百度百盈基金（百度）	3,947	76	-

资料来源：Wind，中信证券研究部  
注：数据截至2021年5月12日

### 3.1.4 顾问型机构

#### ■ 投顾：从简单服务到定制化服务

- 用户画像：匹配风险偏好
- 投资决策：提供投资决策

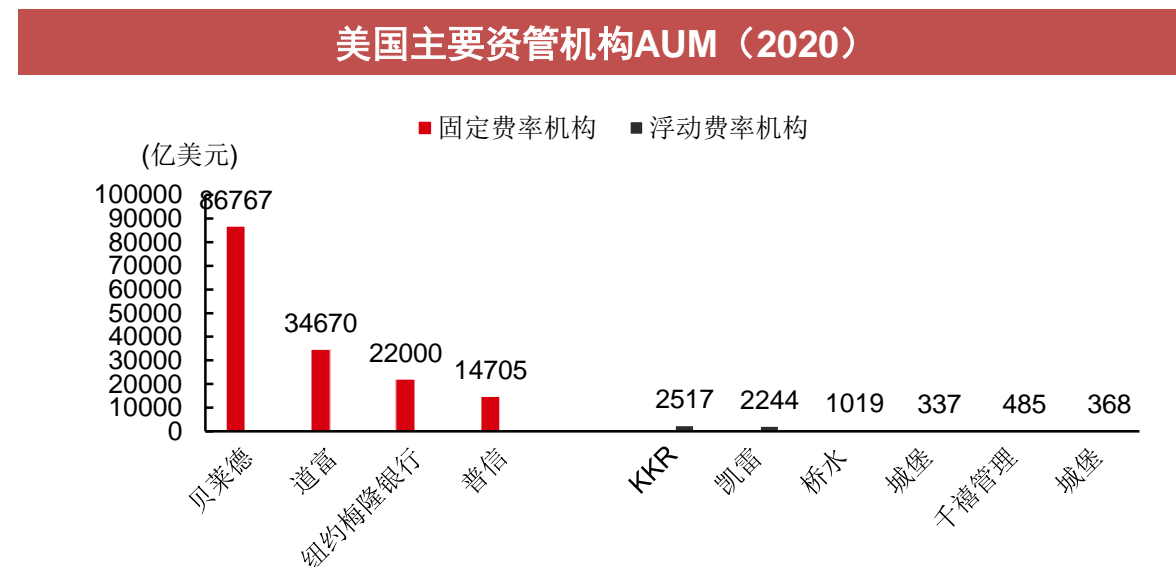
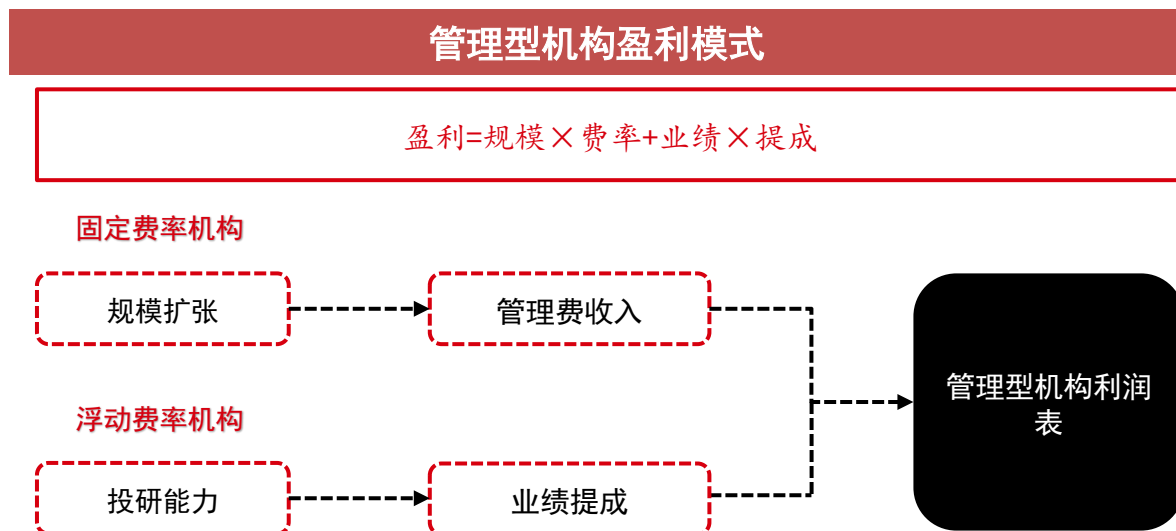


海外智能投顾平台对比		
智能投顾	投资门槛	费率标准
Wealthfront	无	咨询费率0.25% 基金费率0.06%-0.13%
Betterment	无	0.25%
嘉信理财 Schwab Intelligent Advisory®	不低于25000美元	0.28%
先锋基金 Personal Advisor Services	不低于50000美元	1) 500万美元以内：0.30% 2) 超过500万美元部分： 0.20%

# 3.1.5 管理型机构

## ■ 资产管理：提供资产配置能力

- 固定费率机构：AUM规模重要，以低费率抢占市场份额
- 浮动费率机构：业绩提成重要，注重培养特色化的投研能力

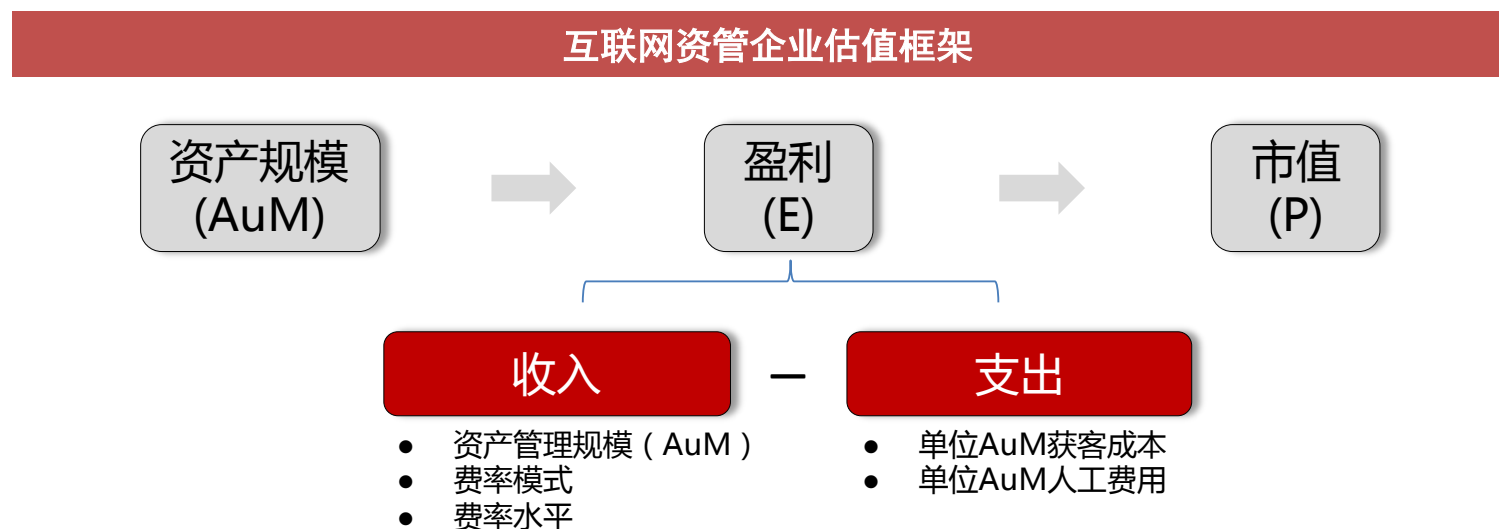




## 3.2.1 资管业务估值逻辑：AuM-盈利-估值

### ■ 资产管理公司估值核心逻辑

- (1) AUM规模及增速
- (2) 费率结构的稳定性
- (3) 单位AUM的经营效率



资料来源：中信证券研究部

## 3.2.2 估值方法：AUM视角 + 盈利视角

### ■ 资管公司估值方法：

- 管理型公司：固定费率型适用“市值/AUM”（0.01-0.03X），浮动费率型适用PS(均值4-5X)
- 渠道型公司：PE方法隐含未来增长前景，弱化AUM差异
- 顾问型公司：费率稳定，适用市值/AuM或PS估值方法

资管公司经营及估值比较（单位：亿美元）

	营业收入（2020）	归母净利润(2020)	AUM(2020)	营收/AUM	PS	PE	市值/AUM
<b>渠道型机构</b>							
东方财富	12.52	7.32	2,007	0.62%	34.29X	58.64X	0.21X
嘉信理财	116.91	30.43	66,900	0.17%	10.86X	41.71X	0.02X
<b>顾问型机构</b>							
诺亚财富	5.07	(1.14)	234	2.17%	5.37X	(23.82X)	0.12X
<b>固定费率型机构</b>							
纽约梅隆银行	154.72	34.17	22,000	0.70%	2.83X	12.83X	0.02X
普信	62.07	23.07	14,705	0.42%	6.58X	17.70X	0.03X
道富	116.15	22.57	34,670	0.34%	2.51X	12.94X	0.01X
贝莱德	162.05	49.32	86,800	0.19%	7.72X	25.36X	0.01X
<b>浮动费率型机构</b>							
KKR	46.64	19.46	1,030	4.53%	6.99X	16.77X	0.32X
奥氏资本	6.05	1.71	364	1.66%	2.13X	7.55X	0.04X
凯雷集团	21.26	3.48	2,460	0.86%	7.11X	43.39X	0.06X
阿波罗	22.36	1.39	4,555	0.49%	5.74X	92.46X	0.03X

### 3.2.3 估值关键：AUM潜力+赛道

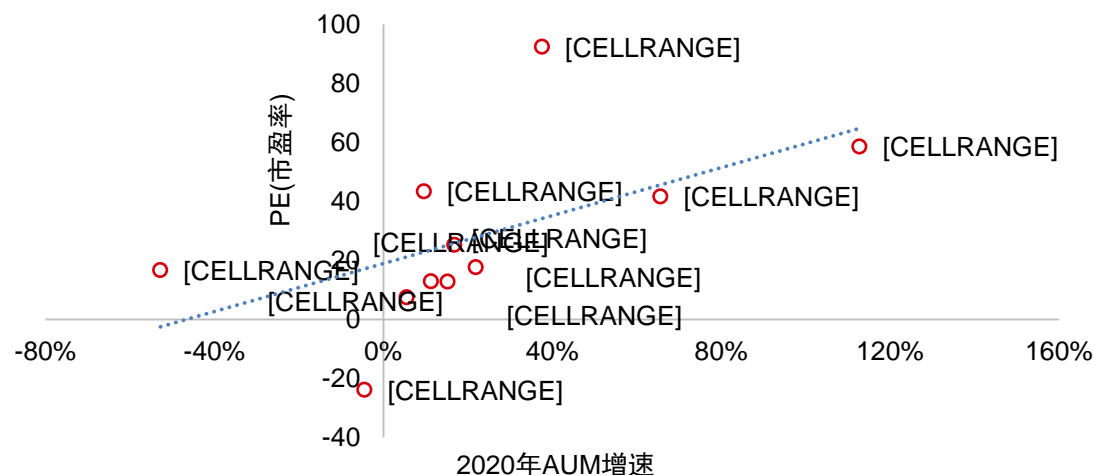
#### ■ 增长潜力：

- AUM增长潜力高的公司估值更高

#### ■ 细分赛道：

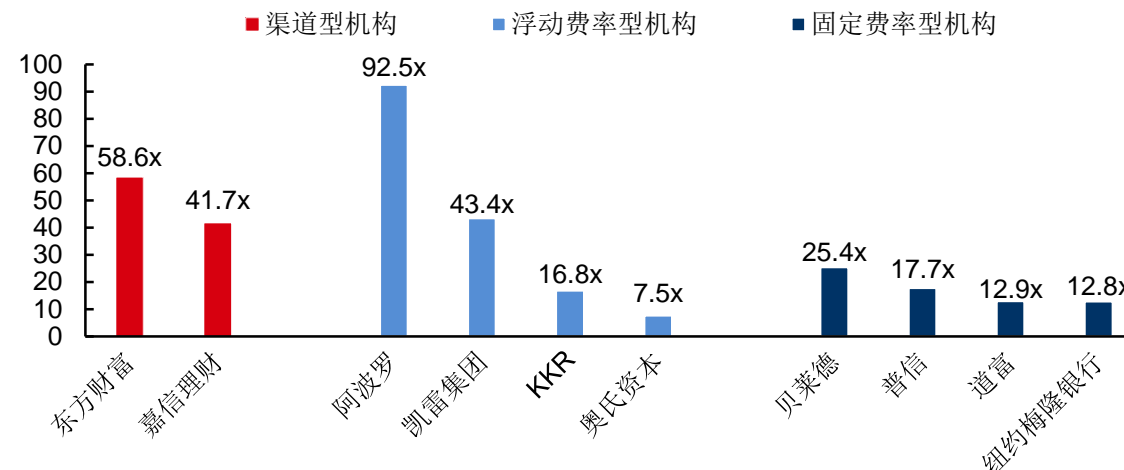
- 估值结果排序为：互联网代销机构 > 浮动管理型机构 > 固定管理型机构

AUM增速较快的机构估值较高



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：股价及估值截至2021年4月30日

赛道影响资管机构估值



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：股价及估值截至2021年4月30日

### ■ 规范互联网财富管理代销市场

- 限制第三方基金销售尾佣比例
- 明确互联网保险销售规范
- 禁止互联网平台销售理财、存款等产品

### ■ 业务模式升级：从销售端到管理端

- 代销：竞争格局稳定
- 资管：升级财富管理模型的核心

近期互联网财富管理相关监管文件或表态梳理

日期	监管部门	文件或会议	政策表述
2020年8月28日	证监会	《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》	1、对于个人投资者和非个人投资者，针对基金销售后形成的保有量，客户维护费占基金管理费（尾随佣金）的比例分别不得超过50%和30% 2、支持基金管理人、基金销售机构规范利用互联网平台拓展客户
2020年12月7日	银保监会	《互联网保险业务监管办法》	规定了保险机构及其自营网络平台应具备的条件，包括网站备案、信息系统、安全防护、等级保护、营销模式、管理体系、制度建设、监管评价等
2020年12月25日	银保监会	《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》	明确短期内互联网平台与独立第三方基金销售机构无法代销理财产品
2021年1月15日	银保监会、人民银行	《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》	明确商业银行不得通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务
2021年4月20日	中央财经委员会	中央财经委员会第九次会议	金融活动要全部纳入金融监管

资料来源：中国人民银行，银保监会，中信证券研究部

# CONTENTS

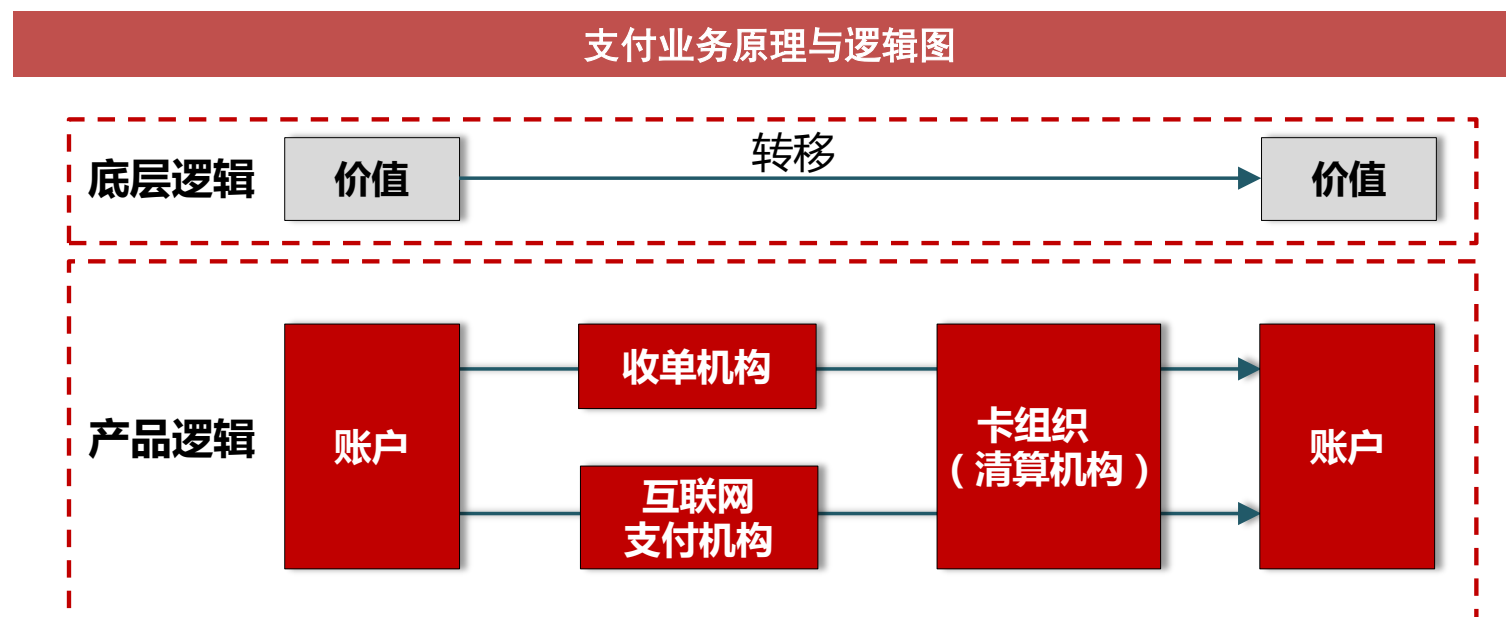
## 目录

---

- 金融科技的本質：科技賦能金融
- 信貸科技：商業模型重塑中
- 理財科技：步入快速成長期
- 支付科技：從TPV驅動到收益驅動
- 科技輸出：穩定增長型行業
- 平台型企業：轉型變革進行時

## 4.1.1 支付业务分类

- 支付的商业模式：核心是“转移的价值量”
  - 卡组织（清算机构）：提供清算支付网络服务
  - 收单机构：为商户提供收单和数据处理服务
  - 互联网支付机构：基于互联网场景的支付机构



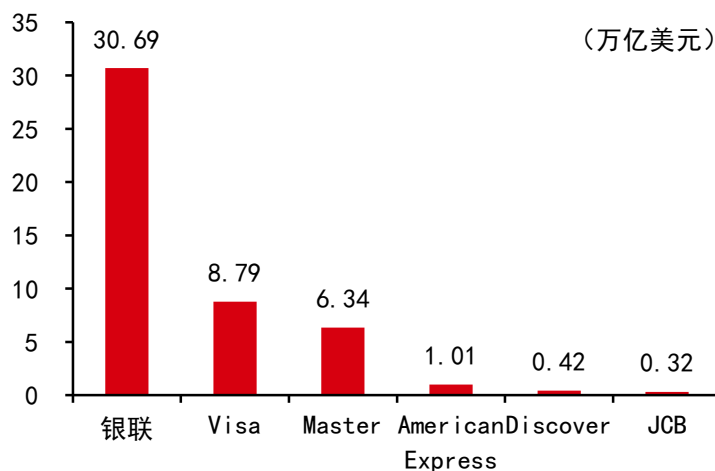


## 4.1.2 清算机构：自然垄断

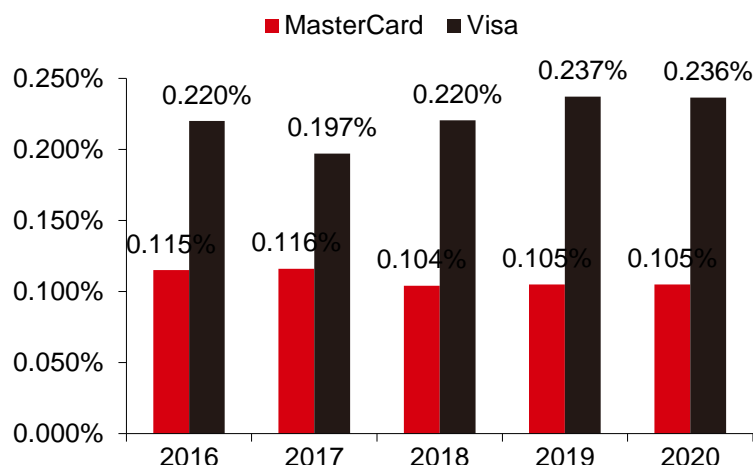
### ■ 清算机构：以清算网络为基础，借先发优势和规模效应实现自然垄断

- 商业模式：基于支付网络的“手续费”，“三方模式”亦赚取基于存量资源的“增值收入”
- 经营特点：费率稳定，盈利增长依赖支付交易规模（TPV）扩张
- 盈利能力：轻资本、高盈利，Master和Visa多年ROA保持14%以上，ROE达到30%+

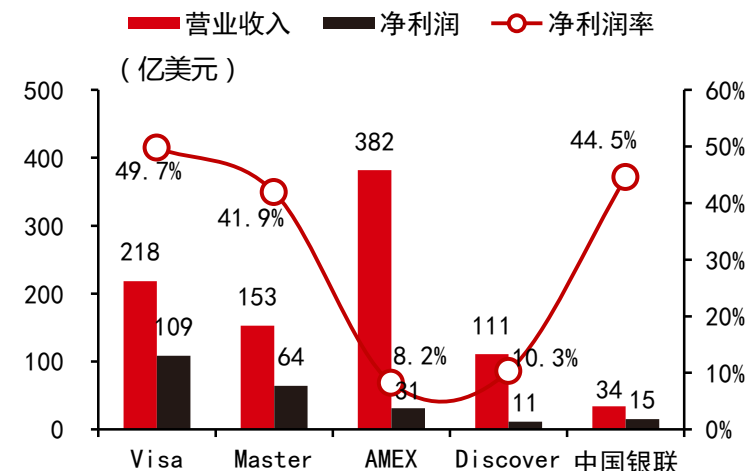
全球主要清算机构的支付交易规模（2020）



清算机构费率水平高度稳定



清算机构呈现“轻资本、高盈利”特点



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

注：Discover的交易额为Discover卡、Dinner卡和Pulse支付网络交易金额的总和

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

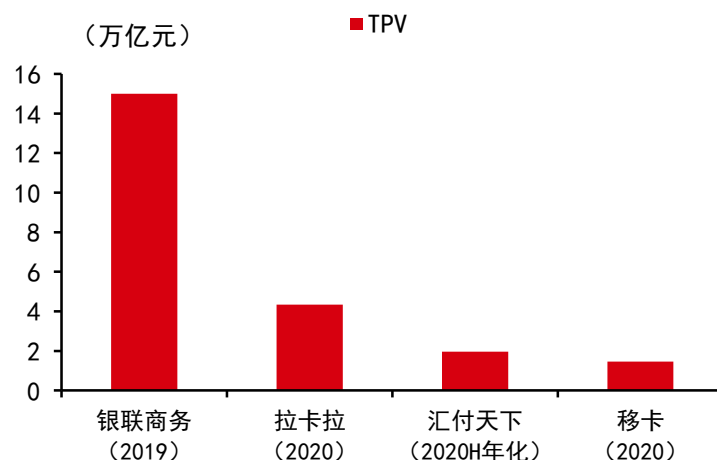
资料来源：各公司财报，中信证券研究部

# 4.1.3 收单机构：深耕B端，垂直发展

## ■ 收单机构：客户粘性与经营效率为关键

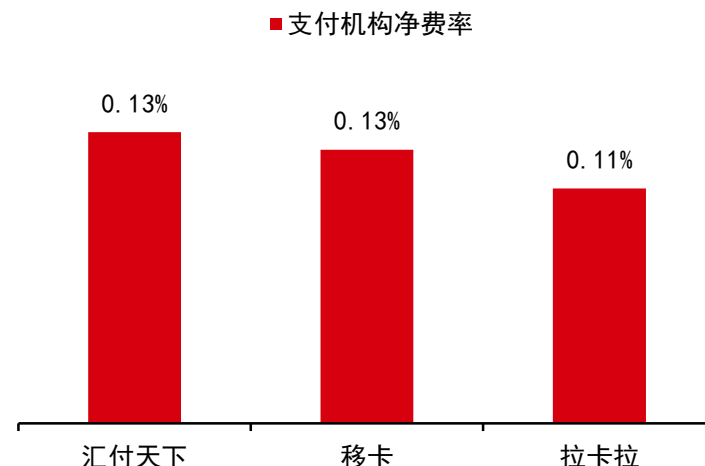
- 商业模式：深耕B端商户，依托收单服务收取交易服务费，亦提供营销管理、资金管理、财税费控等增值服务而收取增值服务费
- 经营特点：市场份额分散，国内费率偏低，监管影响显著
- 盈利能力：显著分化，精细化经营为核心

国内收单机构TPV水平（2020）



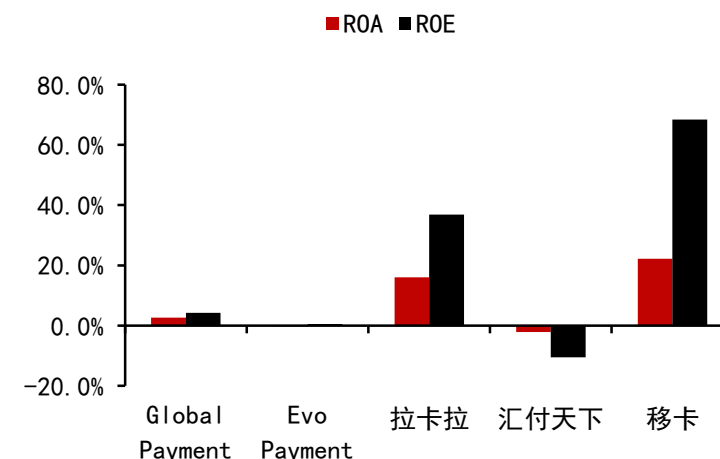
资料来源：各公司官网，各公司财报，中信证券研究部

测算上市国内收单机构净费率水平（2020）



资料来源：各公司财报，中信证券研究部 注：汇付天下由于退市原因，数据仅更新至2020H

收单机构盈利能力呈现分化特点（2020）



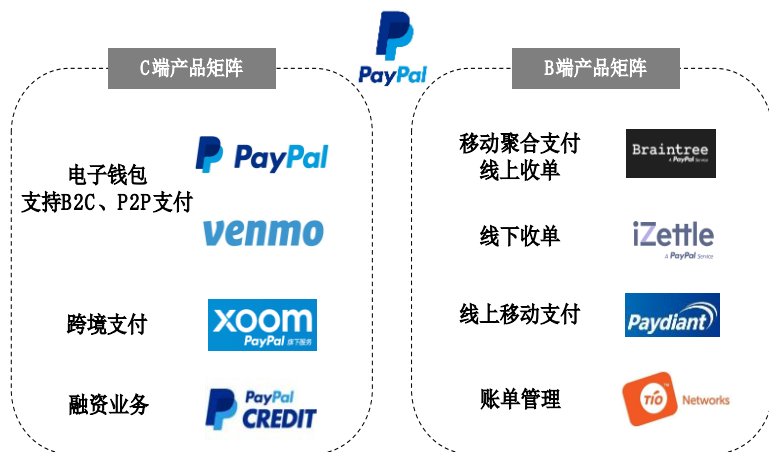
资料来源：各公司财报，中信证券研究部 注：汇付天下由于退市原因，数据为2020H年化

## 4.1.4 支付平台：建设生态

### ■ 支付平台：借助生态系统，强化客户粘性与议价能力

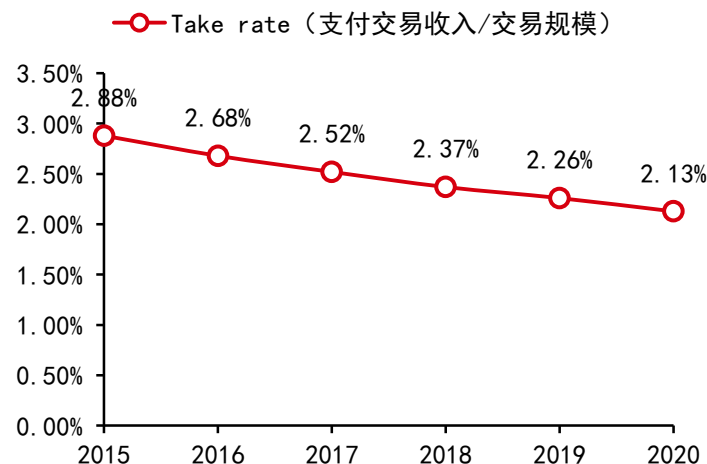
- 商业模式：在B端和C端、线上和线下、境内与跨境打造全面业务生态
- 经营特点：TPV高，费率高
- 盈利能力：支付收入+增值收入

#### Paypal的“Two-sided Platform”全面布局



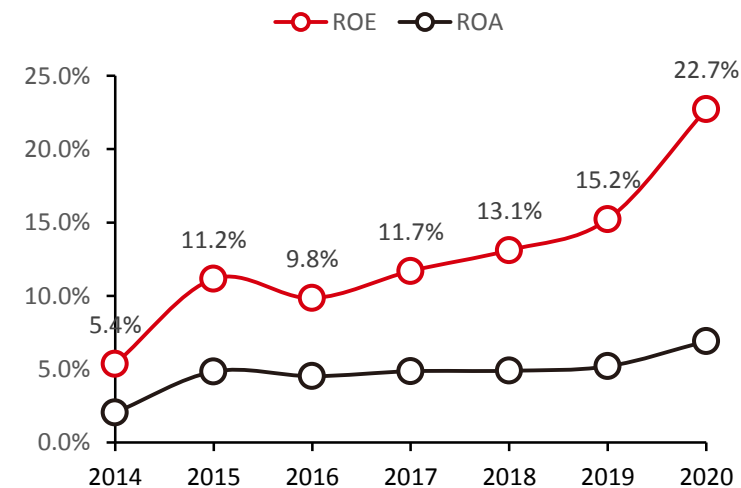
资料来源：PayPal公司官网，中信证券研究部

#### 测算Paypal的Take rate水平



资料来源：PayPal公司财报，中信证券研究部

#### 以Paypal为例，盈利能力持续巩固强化



资料来源：PayPal公司财报，中信证券研究部

## 4.1.5 支付平台：建设生态（续）

- 国内支付平台多孵化于大型电商平台或即时通讯平台，成立之初即分享了流量生态
  - C端用户规模接近10亿量级
  - B端商户规模达到5000万以上
  - 业务涵盖P2P、B2C、B端各项增值服务等

微信支付2C端及2B端产品一览



资料来源：腾讯公司官网，中信证券研究部

国内支付平台C端及B端用户数量比较（2019N）

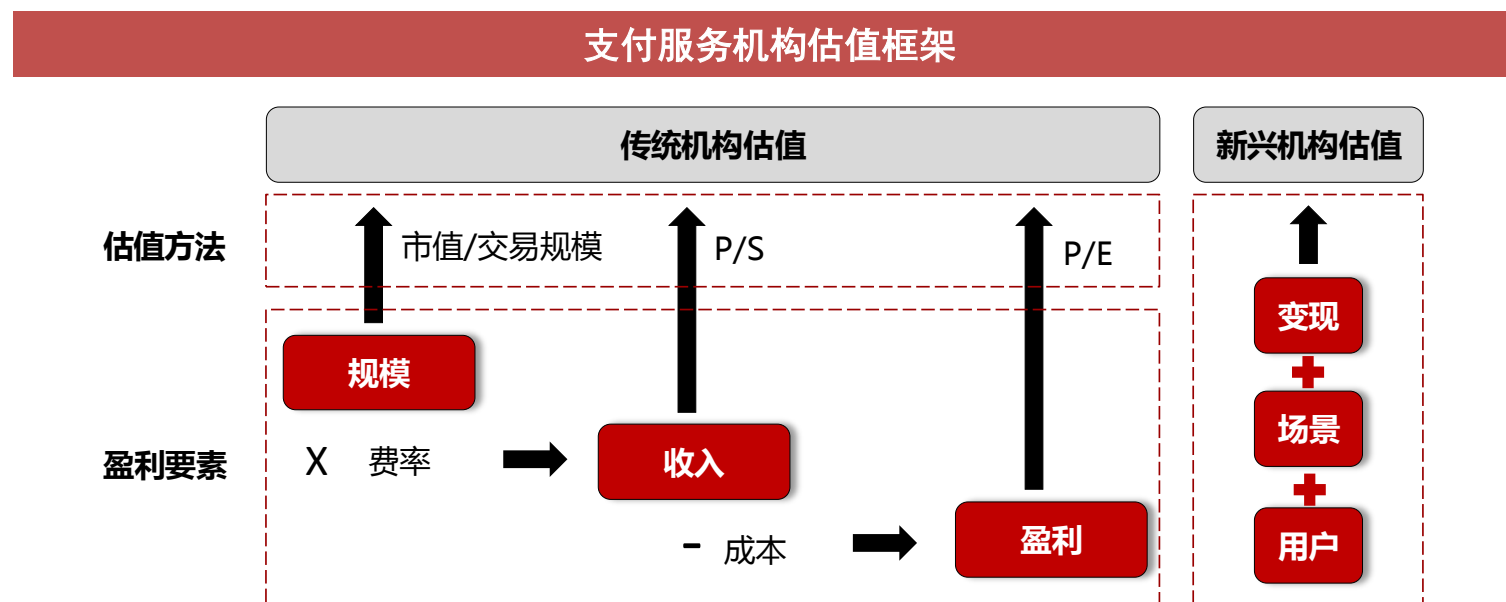
	C端	B端
某集团	用户10亿+	商户8000万+
Tencent 腾讯	商业支付M AU 8亿+	商户M AU 5000万+

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

## 4.2.1 支付业务估值逻辑：客户-交易量-盈利-估值

### ■ 支付机构估值核心逻辑

- (1) 支付交易规模TPV
- (2) 费率水平以及经营成本
- (3) 变现和衍生价值



资料来源：中信证券研究部

## 4.2.2 估值方法：TPV视角 + 盈利视角

### ■ 清算机构

- 清算业务：市值/TPV均值0.05X，PS 均值20X
- 清算+多元业务：多元业务占比低同上，多元业务占比高适用分部估值

### ■ 收单机构

- 收单业务：市值/TPV均值0.01X，PS均值7X
- 收单+多元业务：多元业务占比低同上，多元业务占比高适用分部估值

### ■ 平台机构

- 支付业务：可比公司较少，Paypal公司PS约14X
- 支付+多元业务：多元业务占比低同上，多元业务占比高适用分部估值

## 4.2.3 估值关键：赛道+潜力

### ■ 赛道差异：

- 估值结果排序为平台机构>清算机构>收单机构

### ■ 赛道内部差异来自于增长潜力：

- TPV和费率增长空间大的估值更高（移卡 vs 拉卡拉）
- 具备平台生态的估值更高（PayPal）
- 具备互联网用户效应的估值更高（PayPal）

上市支付机构核心盈利指标及估值比较(单位：亿美元)

	TPV (2020 )	Take rate (2020)	毛利润率 (2020)	净利润率 (2020)	ROE (2020)	P/E TTM	P/S TTM	市值/支付 规模
清算机构								
Visa	87,920	0.25%	64.46%	49.74%	24.87%	41.89	20.7	0.05
Master	63,370	0.24%	52.80%	41.90%	104.38%	59.97	24.9	0.06
AXP	10,106	3.78%	11.90%	10.00%	13.61%	23.69	3.8	0.12
Discover	4,170	2.66%	12.94%	19.16%	0.99%	11.56	3.8	0.07
中位水平						~35X	~12X	~0.07X
收单机构								
Global Pay	未公布	-	12.04%	8.15%	2.12%	109.57	8.6	-
Square	1,123	8.46%	28.78%	28.78%	2.24%	525.71	11.7	0.99
Evo Payments	未公布	-	3.36%	3.36%	-0.95%	-289.49	5.4	-
汇付天下	退市	-	退市	退市	退市	退市	-	-
拉卡拉	6,646	0.13%	40.66%	40.66%	16.97%	29.33	4.9	0.01
移卡	2,235	0.16%	32.43%	32.43%	19.22%	55.72	10.5	0.02
中位水平						~30X	~7X	~0.02X
平台机构								
Paypal	9,361	2.29%	15.33%	19.59%	22.77%	74.15	14.3	0.33
中位水平						~70X	~14X	~0.3X

## 4.3.1 监管思路

### ■ 定位：金融基础设施，回归本源

- “支付+”业务模式监管升级（包括，支付+信贷、支付+财富业务模式）
- 明确支付领域垄断行为认定

### ■ 强化监管：《非银支付机构条例》落地在即

- 支付牌照重分类：储值账户运营与支付交易处理，严格准入与经营标准
- 强化支付业务信息保护与信息隔离

近半年来第三方支付相关监管文件或表态梳理

日期	监管部门	文件或会议	政策表述
2020年12月26日	人民银行、银保监会、证监会、外汇局	金融管理部门答记者问	回归支付本源，提升交易透明度，严禁不正当竞争
2021年1月20日	人民银行	《非银行支付机构条例（征求意见稿）》	1) 牌照类型调整为储值账户运营与支付交易处理两类；2) 关于客户信息收集、储值账户运营机构的利息收益、变相清算等监管要求进一步严格；3) 明确并细化支付领域反垄断监管
2021年4月12日	人民银行、银保监会、证监会、外汇局	金融管理部门记者问	纠正支付业务不正当竞争行为，在支付方式上给消费者更多选择权，断开支付业务与其他金融产品的不当连接，纠正在支付链路中嵌套信贷业务等违规行为
2021年4月29日	人民银行、银保监会、证监会、外汇局	联合约谈部分从事金融业务的网络平台企业	支付回归本源，断开支付工具和其他金融产品的不当连接，严控非银行支付账户向对公领域扩张，提高交易透明度，纠正不正当竞争行为

资料来源：中国人民银行，银保监会，中信证券研究部



## 4.3.2 行业展望

### ■ 清算机构：国际化+多元化

- 借国际化复制，强化传统模式推进
- 升级商业模式，拓展多元化轻资产业务

### ■ 收单机构：市场份额集中

- 先发优势叠加规模效应，头部企业市场地位有望夯实
- 夯实护城河：深耕垂直领域，改善支付体验、抢占商户客群

### ■ 支付平台：延展客户边界，强化生态建设

- 强化B端客户综合性业务
- 完善生态，精细化定价管理，强化盈利能力

# CONTENTS

## 目录

---

- 金融科技的本質：科技賦能金融
- 信貸科技：商業模型重塑中
- 理財科技：步入快速成長期
- 支付科技：從TPV驅動到收益驅動
- 科技輸出：穩定增長型行業
- 平台型企業：轉型變革進行時

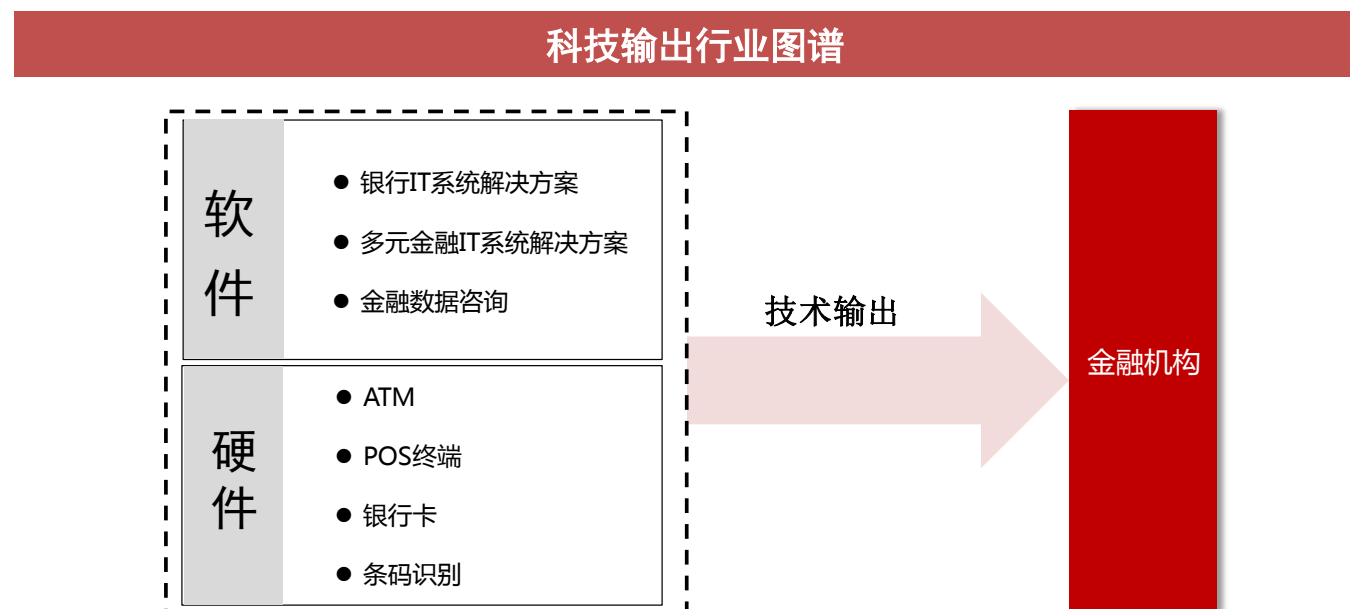
## 5.1.1 科技输出业务分类

### ■ 金融软件服务企业

- 银行、金融机构IT系统解决方案
- 金融数据咨询服务商

### ■ 金融硬件服务企业：支付机具以及卡片生产商

- 金融机具、金融卡片等

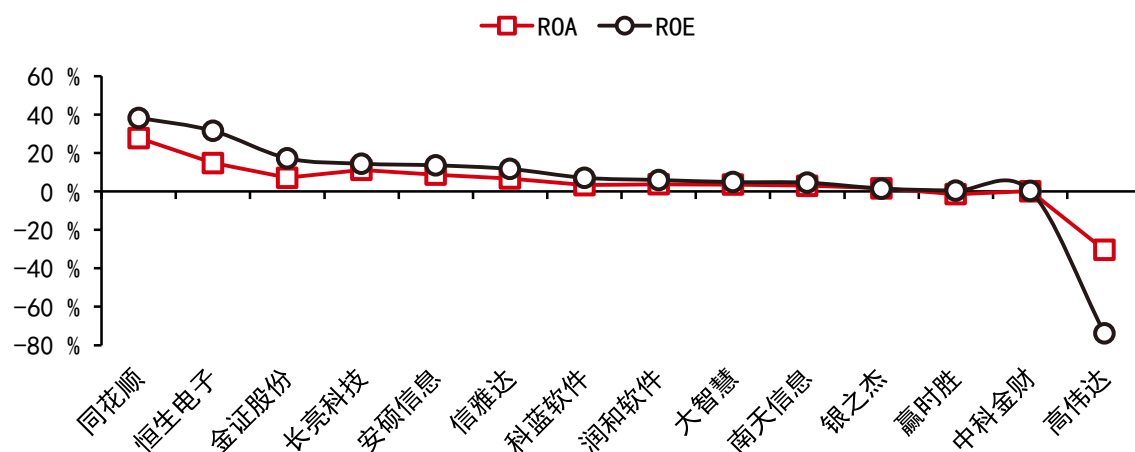


## 5.1.2 软件服务商：技术优势与下游需求为关键

### ■ 盈利分析：高毛利带来高盈利水平

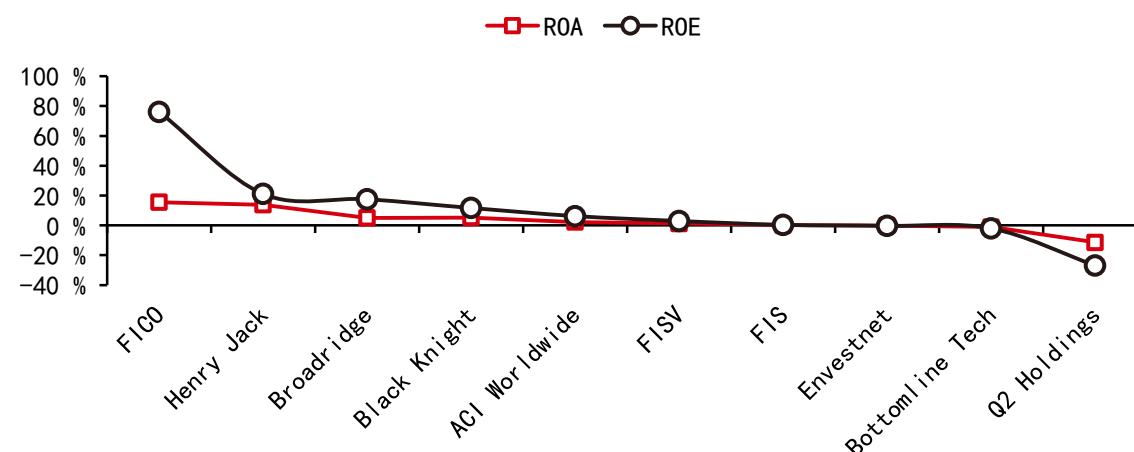
- 高毛利业务。美国的服务商利润率总体在40-60%，国内服务商多在20-80%区间
- 头部公司盈利表现突出。国内同花顺、恒生电子ROE在20%以上，美国FICO等在30%以上

A股金融IT服务商股东回报水平（2020）



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

美股金融IT服务商股东回报水平（2020）



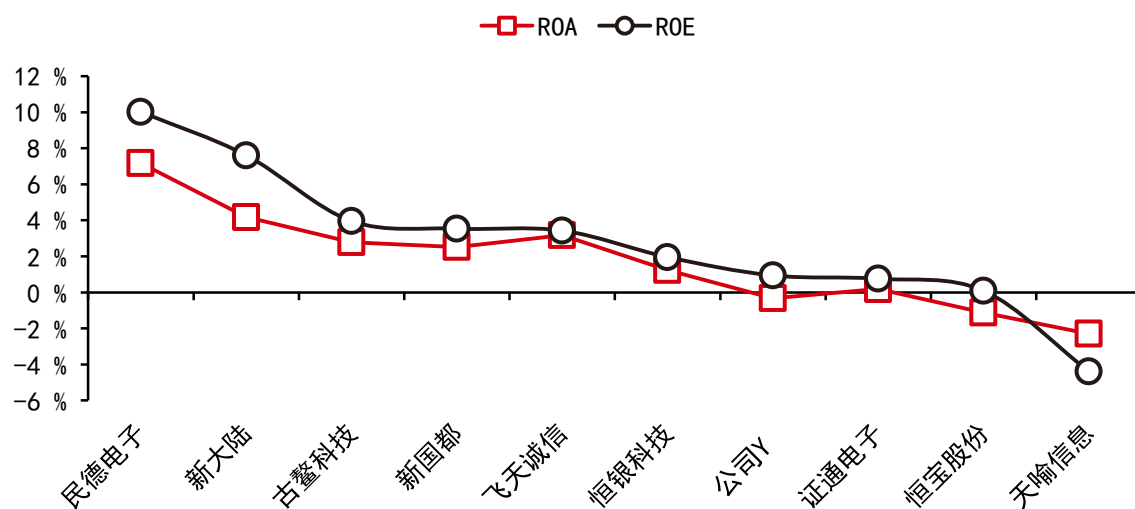
资料来源：各公司财报，中信证券研究部

## 5.1.3 硬件供应商：稳定型行业

### ■ 盈利分析：股东回报不高，分化明显

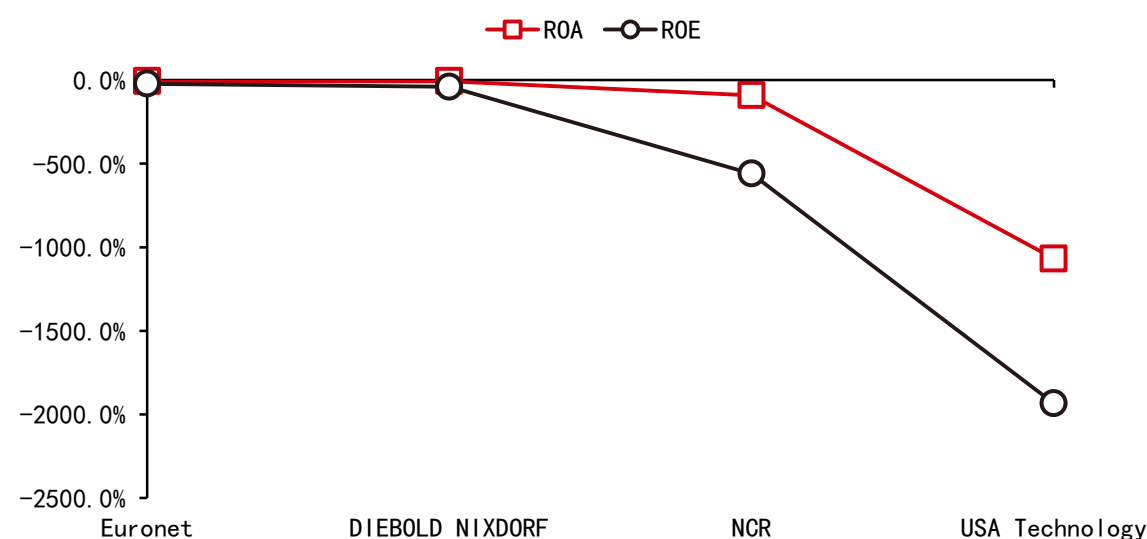
- A股中民德电子、新大陆ROE在5%~10%。

A股硬件商股东回报水平（2020）



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

美股硬件商股东回报水平（2020）



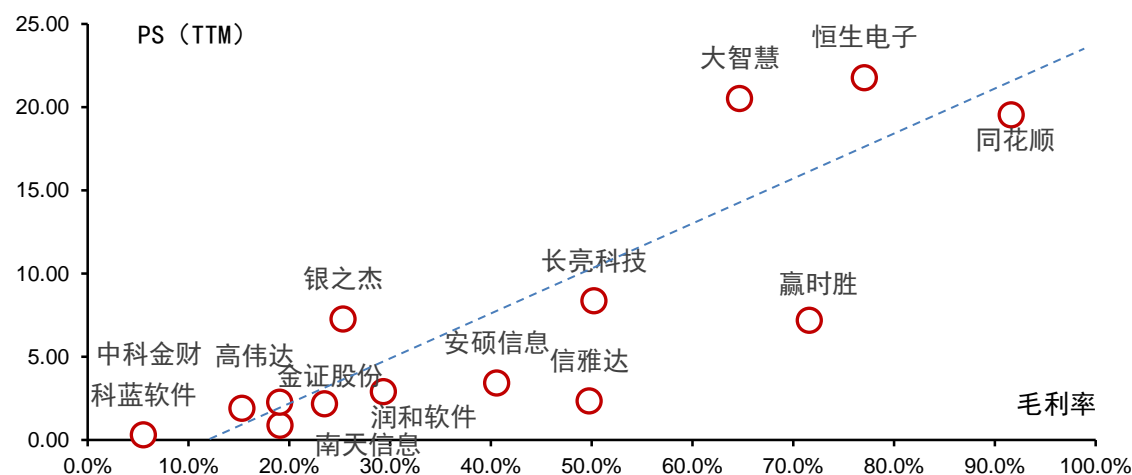
资料来源：各公司财报，中信证券研究部 注：USA Technology根据中报数据进行年化

## 5.2 科技输出类企业估值逻辑

### ■ 科技输出类企业：适用于“P/S-毛利率”估值体系

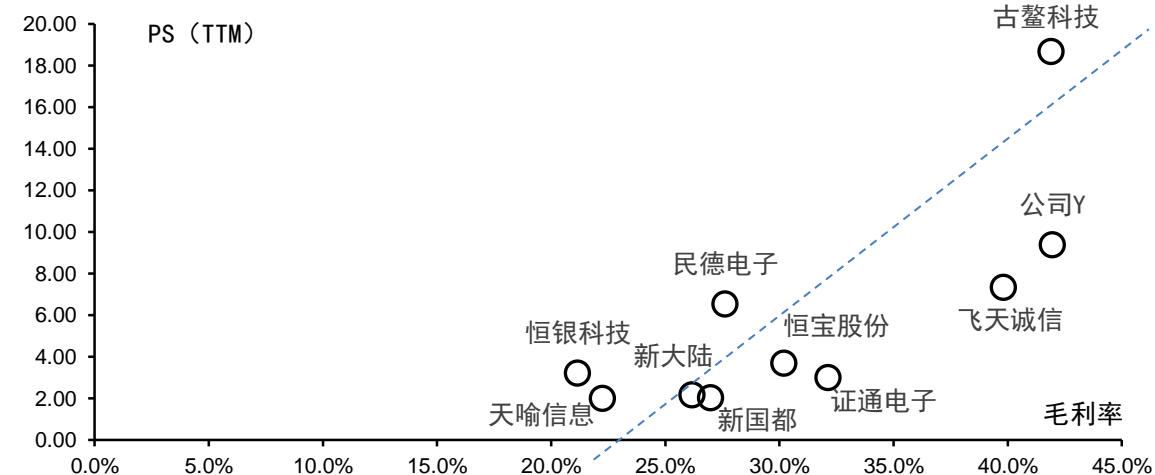
- 软件企业：同花顺、恒生电子等高毛利率企业，市销率在20X-25X区间；
- 硬件企业：市销率中枢约为4-6 X

A股金融IT服务商市销率与毛利率



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部  
 注：股价及估值截至2021年4月30日

A股金融硬件商市销率与毛利率



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部  
 注：股价及估值截至2021年4月30日

# CONTENTS

## 目录

---

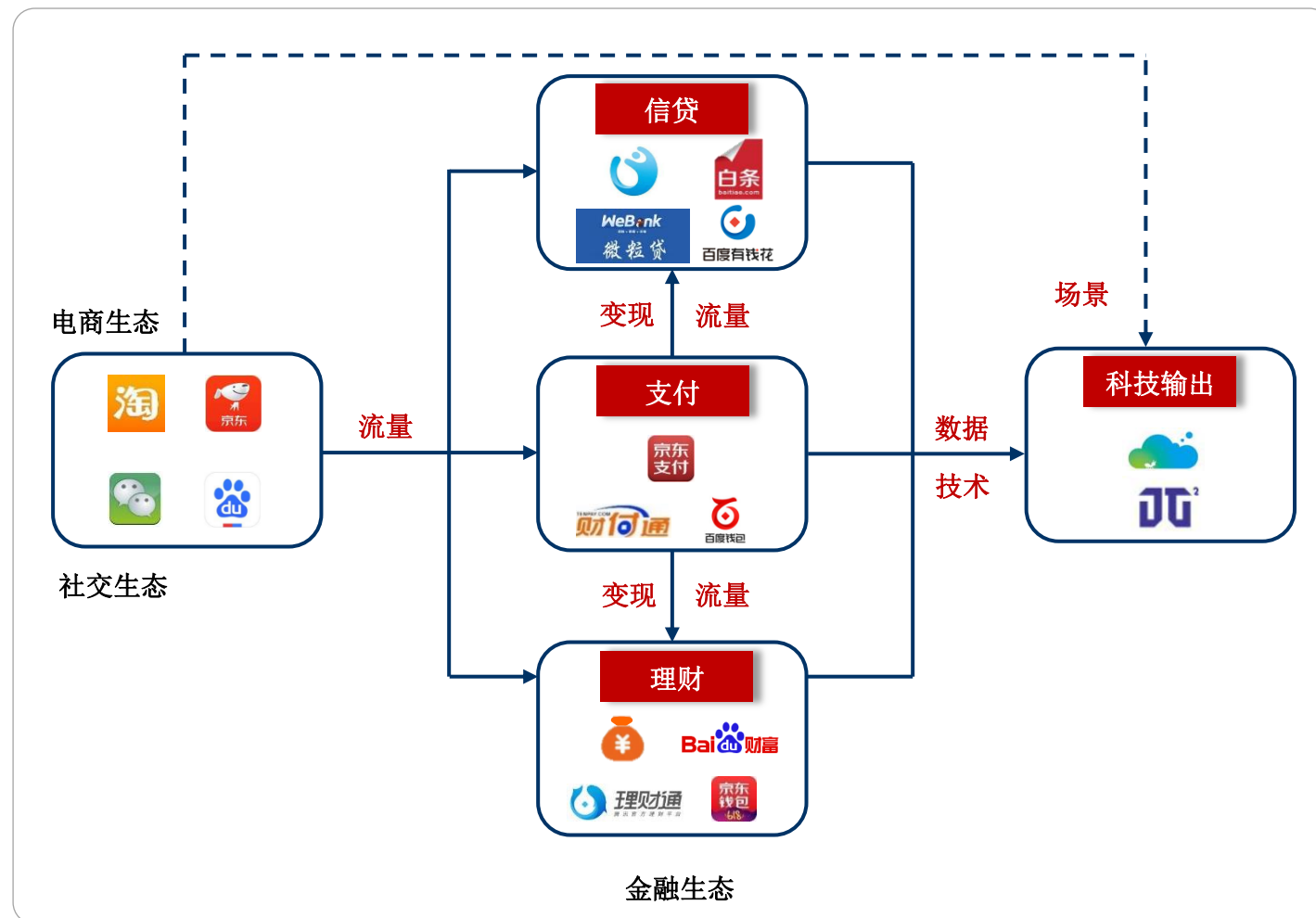
- 金融科技的本質：科技賦能金融
- 信貸科技：商業模型重塑中
- 理財科技：步入快速成長期
- 支付科技：從TPV驅動到收益驅動
- 科技輸出：穩定增長型行業
- 平台型企業：轉型變革進行時

## 6.1 平台型金融科技企业的典型模式

### ■ 传统“获客-引流-变现”的商业逻辑：

- **场景引流：**支付场景入口，向融资和理财业务延伸；
- **数据沉淀：**电商、社交业务积累客户行为数据，作为金融风控和定价的基础；
- **技术迭代：**发挥互联网企业技术优势，不断产品创新

平台型企业的金融科技历史发展脉络

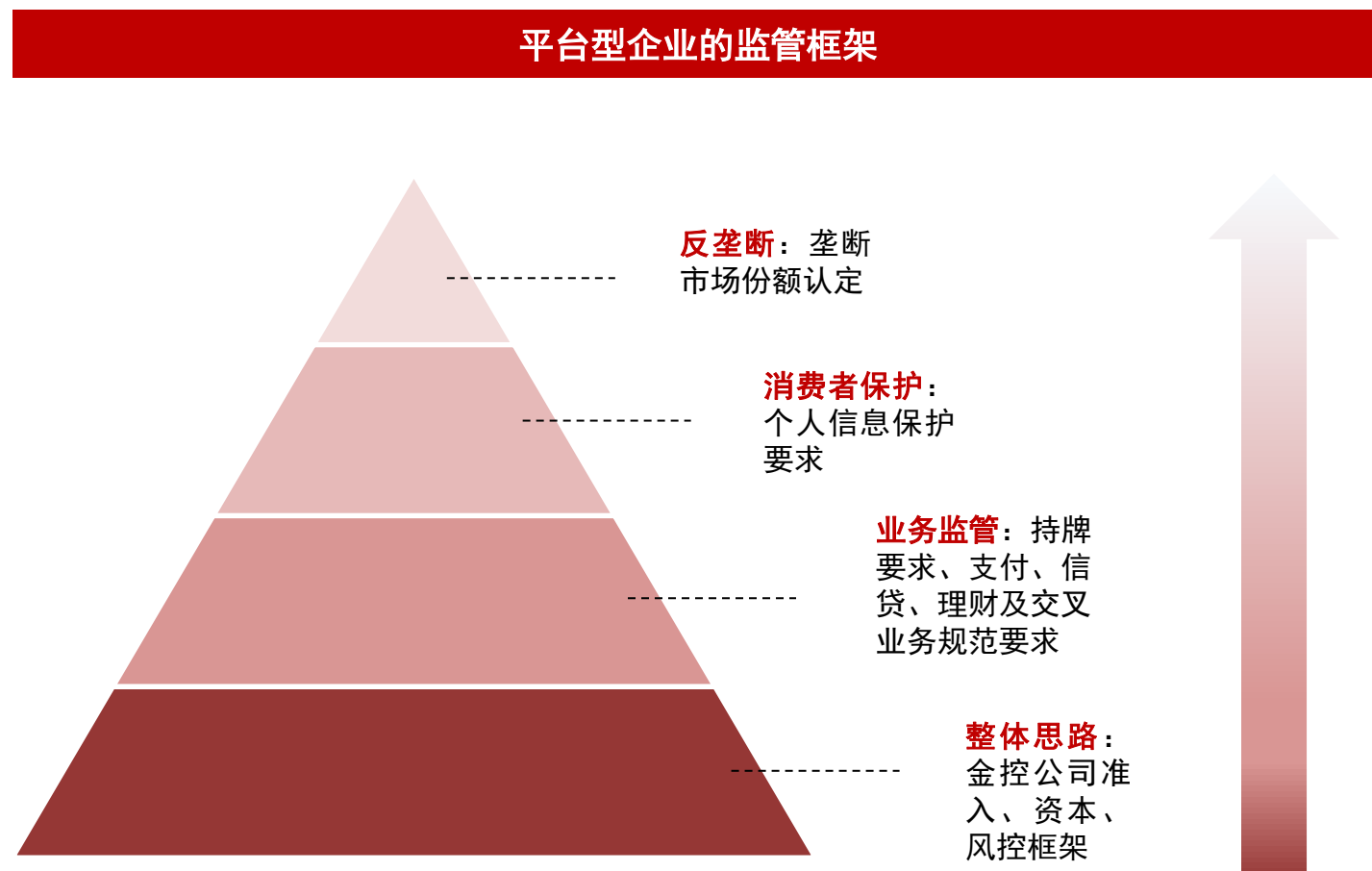


资料来源：中信证券研究部绘制  
注：logo来自各公司官网



### ■ 平台型企业的监管新框架

- **整体思路：**金融业务纳入金控公司框架，健全风险隔离，规范关联交易
- **业务监管：**持牌经营，支付回归本源，信贷杠杆约束，理财流动性风险管控
- **消费者保护：**突出个人信息保护
- **反垄断监管：**市场份额认定

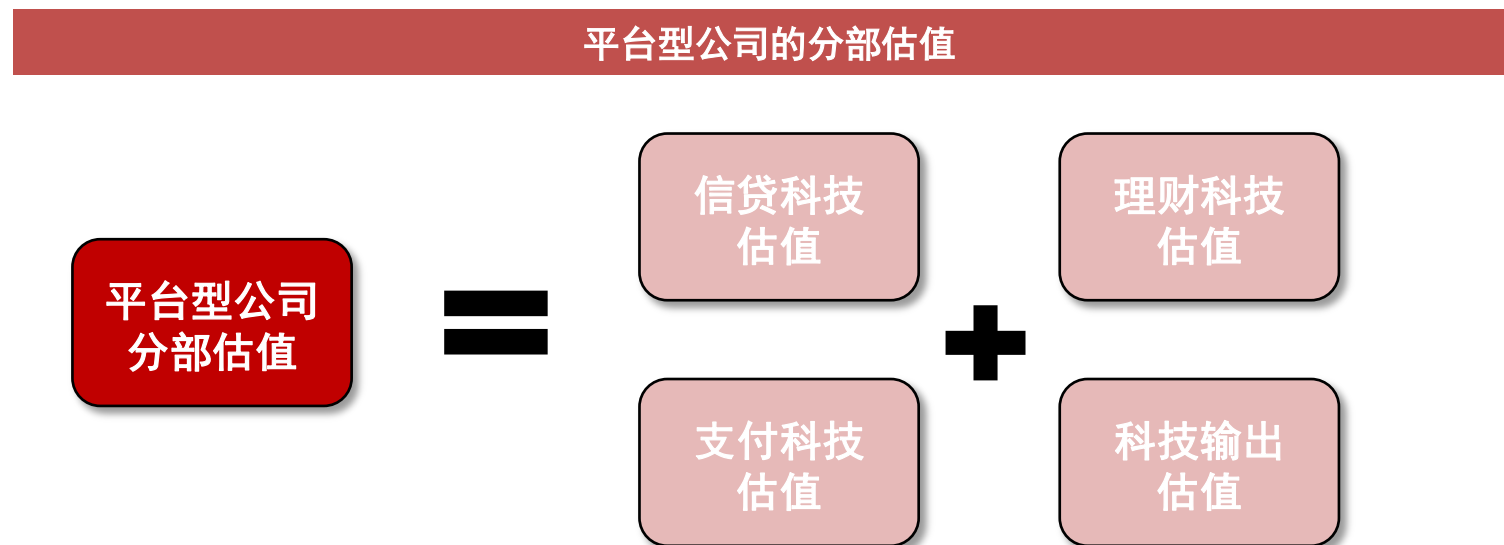


资料来源：中信证券研究部绘制

## 6.3.1 平台型公司估值方法之一：分部估值

### ■ 基于商业逻辑的分部估值

- 信贷科技业务：市值/发放贷款规模，参考区间0.05X-0.1X
- 理财科技业务：成长期可适用PE或PS，参考渠道型机构40-50X
- 支付科技业务：市销率，参考区间5-15X
- 科技输出业务：市销率，参考区间20X-25X



资料来源：中信证券研究部绘制

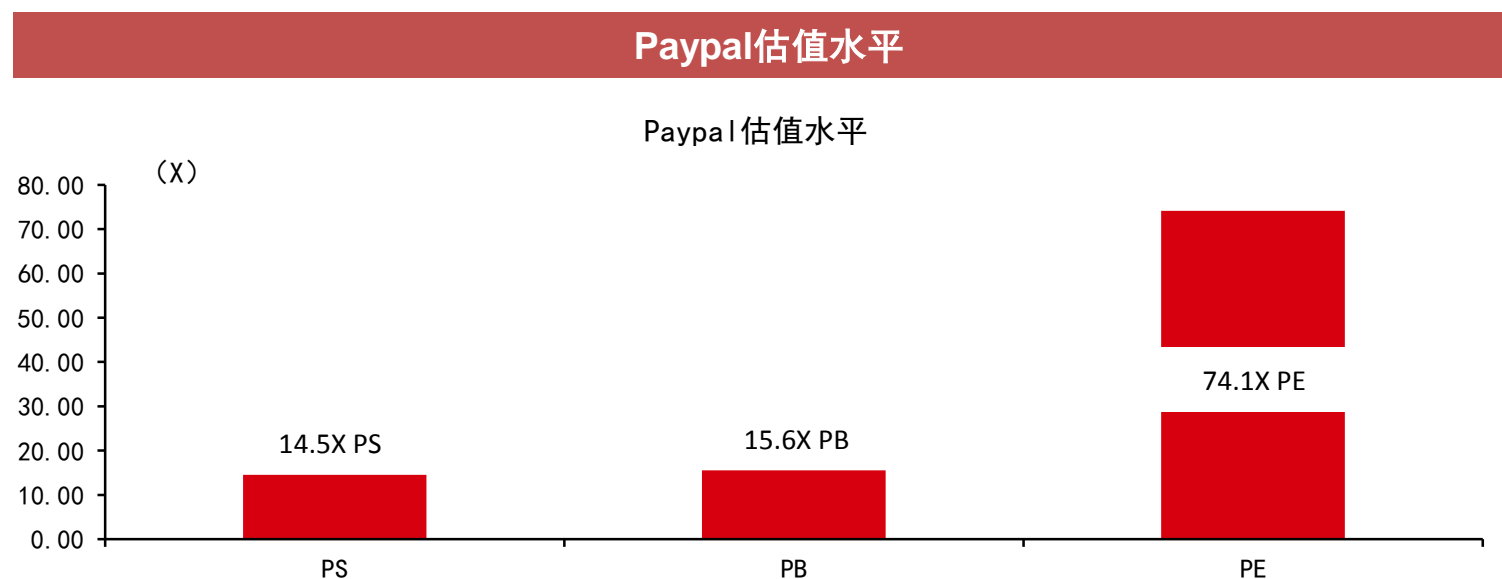
## 6.3.2 平台型公司估值方法之二：整体估值

### ■ 基于合并报表的总体估值：

- 将公司经营成果看成一个平台或整体，适用PS或PE方法

### ■ 可比公司稀缺，需与样本估值公司比较：

- 业务与收入结构
- 费率与定价环境
- 客户基础与增长潜力



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：截至2021年4月23日成交价

### 6.3.3 一个思考：溢价如何产生？

#### ■ 估值溢价核心：（用户 + 科技）& 边界

- 用户：规模效应、客户粘性
- 科技：扩大边界、降低成本、提升盈利
- 边界：上述能力能够使用的范围



资料来源：中信证券研究部绘制

## 6.4 平台型企业前景展望：转型

### ■ 组织架构

- 集团：申请金融控股公司牌照
- 子公司：申请子行业牌照，尤其是消金牌照、征信牌照等

### ■ 业务模式

- 细分业务：遵循融资、支付、财富管理、保险等金融业务准则
- 风险隔离：交叉业务监管从严

### ■ 商业模式升级

- 传统模式受限：“获客-引流-变现”模式受到约束
- 转型纵深模式：强化支付平台、财富管理平台、数据平台建设

### ■ 核心竞争力

- 规模效应、客户粘性、技术实力

# 感谢您的信任与支持！

## THANK YOU

肖斐斐（首席银行分析师）

执业证书编号：S1010510120057

彭 博

执业证书编号：S1010519060001

周基明

执业证书编号：S101051030001

# 免责声明

证券研究报告 2021年5月13日

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准	股票评级	评级	说明
		买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
		强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

### 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

### 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalamal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

### 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

### 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬可能不与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2018版权所有。保留一切权利。