

蚂蚁集团 (688688.SH/06688.HK)

公司前景及竞争优势全面解析

合理价值区间: 76.36~95.45 人民币元/股

报告日期

2020-10-27

最近财年财务数据

研发投入 (万元)	10,60,500
研发投入占营业收入比 (%)	8.79
研发投入资本化比率 (%)	0
毛利率 (%)	49.83
销售费用率 (%)	14.96
管理费用率 (%)	7.75
净利率 (%)	14.98
资产负债率 (%)	30.19

发行资料

发行股数: A 股不超过 16.7 亿股, H 股不超过 30.0 亿股 (未考虑超额配售选择权)

发行前股本: 237.8 亿股

所属行业细分领域: 互联网和相关服务

核心技术来源: 自主研发创新

选择的上市标准 (科创板): 预计市值不低于人民币 10 亿元, 最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元

分析师: 刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



gflinuxefeng@gf.com.cn

分析师: 陈福



SAC 执证号: S0260517050001

SFC CE No. BOB667



chenfu@gf.com.cn

分析师: 陈韵扬



SAC 执证号: S0260519080002

SFC CE No. BOX139



chenyunyang@gf.com.cn

分析师: 庞倩倩



SAC 执证号: S0260519010004

SFC CE No. BON635



pangqianqian@gf.com.cn

核心观点 (全文未注释来源的数据, 均来自公司招股意向书):

- 蚂蚁集团为领先的金融科技开放平台, 致力于以科技和创新推动服务业数字化升级, 为消费者及小微企业提供普惠金融服务。
- **公司竞争优势与行业比较分析:** 相比腾讯金融科技、京东数科, 公司在收入体量、生态体系构建、数据完备、金融科技能力上整体而言更具优势; 但公司支付业务的发展未来可能面临微信和新电商的挑战。
- **各项业务前景及竞争分析:** ①**数字支付与商家服务:** 支付宝已经在数字支付领域占据了龙头位置, 但第三方移动支付市场增速逐渐放缓, 未来公司支付业务高速增长的可能性较小。②**微贷科技平台:** 支付宝年度活跃用户超过 10 亿, 公司互联网信贷产品中用户规模最大的为花呗及借呗, 年度活跃用户共约 5 亿, 公司用户渗透率仍有空间。2019 年公司在国内消费贷市场所占份额为 12.5% (市场总规模数据来自人民银行), 仍有较大的提升空间。③**理财科技平台:** 据奥纬咨询, 在理财科技领域公司的市场份额约 48%-51%, 是国内最大的线上理财平台。公司借助其生态体系优势积累了庞大的用户体量和多样化的理财产品, 加之强有力的科技赋能, 竞争优势有望保持 (另两块业务见投资要点)。
- **盈利预测和合理价值:** 预计蚂蚁集团 2020-2022 年实现归母净利润 383、580、710 亿元, 同比增长 126%、52% 与 23%。考虑市场第三方支付需求平稳增长、公司强龙头优势及业务增长有力, 按发行后总股本上限 303.76 亿股计算, 建议给予蚂蚁集团 A 股 2021 年 40-50xPE 估值, 每股合理价值为 76.36-95.45 元/股; 参考 AH 两地估值差异, 给予蚂蚁集团 H 股 2021 年 35-45xPE 估值, 每股合理价值为 77.51-99.65 港元/股。
- **风险提示:** 信贷业务可能面临网贷政策、资金不足、违约率上升的风险。支付业务可能的风险有: 数字货币推广、清算机构运营规则变化; 下游支付用户渗透率较高影响发展空间; 微信和新电商的挑战等。

盈利预测:

货币: 人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	857	1206	1623	2099	2582
增长率 (%)	31%	41%	35%	29%	23%
归母净利润 (百万元)	7	170	383	580	710
增长率 (%)	-90%	2442%	126%	51%	22%
EPS (元/股)	0.04	0.72	1.26	1.91	2.34
每股净资产 (元)	9.67	8.06	15.04	17.32	20.11
ROE (%)	2.0%	10.6%	13.2%	13.1%	13.9%

数据来源: 招股意向书, 广发证券发展研究中心。注: 每股收益预测按 IPO 后总股本上限 303.76 亿股计算 (未考虑超额配售选择权); 人民币兑港元汇率为 1.16。

目录索引

一、投资要点	6
(一) 公司竞争优势与行业分析比较	6
(二) 各项业务前景及竞争分析	8
(三) 盈利预测和合理价值	9
(四) 风险提示	10
二、蚂蚁集团简介	11
(一) 公司发展历程: 从支付到金融科技平台、科技赋能	11
(二) 公司战略	12
(三) 公司业务介绍	12
(四) 公司主要财务指标分析	13
(五) 公司股权结构及重要子公司情况	15
三、支付服务: 蚂蚁大厦的基石和入口	18
(一) 收支分析	18
(二) 行业监管	19
(三) 竞争格局: 目前呈寡头垄断	20
四、微贷服务: 助贷模式实现无边界扩张	23
(一) 业务模式	23
(二) 行业监管	23
(三) 新规新模式	27
五、财富管理业务: 冉冉上升的新星	30
(一) 经营模式	30
(二) 市场竞争	32
六、保险服务: 新蓝海市场待开花结果	33
七、公司价值链拆解	35
(一) 数字支付与商家服务	35
(二) 微贷科技平台	37
(三) 理财科技平台	38
(四) 保险科技平台	39
(五) 蚂蚁链	40
八、竞争优势与行业比较分析	43
(一) 公司整体竞争优势分析	43
(二) 公司可能面临的挑战分析	45
九、各业务前景及竞争分析	46
(一) 数字支付与商家服务业务	46
(二) 微贷科技平台	52
(三) 理财科技业务	57
(四) 保险科技业务	62
(五) 创新业务	67
十、盈利预测及估值分析	71

(一) 数字支付与商家服务.....	71
(二) 微贷科技平台.....	71
(三) 财富管理平台.....	72
(四) 保险科技平台.....	73
十一、风险提示.....	75
(一) 信贷业务可能面临网贷政策、资金不足、违约率上升的风险.....	75
(二) 支付业务可能面临的的风险.....	75
(三) 当前和未来一段时间复杂的环境因素导致海外业务扩张受约束的风险.....	75

图表索引

图 1: 蚂蚁集团发展历程.....	11
图 2: 蚂蚁集团能力体系.....	13
图 3: 蚂蚁集团营业收入(亿元).....	13
图 4: 蚂蚁集团三大分部占营业收入比重及增速.....	13
图 5: 蚂蚁毛利率、净利率与各项费率变化(亿元).....	14
图 6: 蚂蚁集团营业收入、各项费用变化.....	14
图 7: 蚂蚁集团资产规模.....	14
图 8: 蚂蚁集团盈利水平.....	14
图 9: 现金流变化(单位: 亿元).....	15
图 10: 蚂蚁集团股权机构(截至 2020 年 8 月末).....	15
图 11: 蚂蚁集团重要子公司.....	16
图 12: 阿里巴巴集团商业体系.....	17
图 13: 第三方支付牌照类型.....	20
图 14: 第三方支付与银行卡支付同比增速%.....	21
图 15: 人民币跨境收付金额及同比增速(亿元).....	21
图 16: 2019Q1 第三方移动支付交易规模市场份额.....	21
图 17: 2020Q1 第三方移动支付交易规模市场份额.....	21
图 18: 我国居民消费贷款占境内贷款比重.....	23
图 19: 蚂蚁商诚、蚂蚁小微经营情况(亿元).....	25
图 20: 蚂蚁集团发放贷款及垫款余额(亿元).....	25
图 21: 蚂蚁集团消费信贷余额逾期率.....	25
图 22: 消费金融公司及个人银行卡贷款不良率.....	25
图 23: 商业银行不良率%.....	26
图 24: 信用额度审批流程.....	28
图 25: 联合贷款模式下信用额度支用流程.....	28
图 26: 中国消费信贷余额(万亿元).....	29
图 27: 理财科技平台促成的资管规模(十亿元).....	30
图 28: 余额宝规模(亿元).....	31
图 29: 天弘基金经营情况(亿元).....	31
图 30: 基金代销机构(截至 2020 年 8 月末).....	31

图 31: 蚂蚁基金销售经营情况 (亿元)	31
图 32: 蚂蚁基金和天天基金销售收入对比 (亿元)	32
图 33: 金融产品代销规模对比	32
图 34: 保险科技平台促成的保费及分摊金额 (亿元)	33
图 35: 蚂蚁胜信和国泰财险净利润 (亿元)	33
图 36: 互联网保险渗透率 (亿元)	34
图 37: 互联网保险收入结构	34
图 38: 数字支付业务	36
图 39: 微贷科技平台	37
图 40: 理财科技平台	39
图 41: 保险科技平台	40
图 42: 蚂蚁链在融资租赁的应用	41
图 43: 蚂蚁链在供应链金融的应用	42
图 44: 支付宝生态系统	43
图 45: 银行机构电子支付交易规模变化 (万亿元)	46
图 46: 非银机构电子支付交易规模变化 (万亿元)	46
图 47: 银行机构与非银机构电子支付市场份额变化	47
图 48: 银行与非银电子支付交易平均单笔规模变化 (元)	47
图 49: 银行卡收单总额及笔数变化 (万亿元、亿笔)	47
图 50: 第三方移动支付交易规模及增速 (万亿元)	48
图 51: 非银机构互联网支付交易规模变化 (万亿元)	49
图 52: 互联网支付市场份额	49
图 53: 淘宝天猫在网络零售市场交易规模所占份额变化	51
图 54: 支付宝与财付通交易规模份额的变化	52
图 55: 我国消费信贷余额变化 (万亿元)	53
图 56: 中美消费信贷占消费支出总额对比	53
图 57: 互联网消费信贷余额	53
图 58: 全国信用卡贷款余额及增速 (万亿元)	53
图 59: 两家公司信贷科技业务收入及增速对比 (亿元)	56
图 60: 公司促成消费信贷余额市场份额逐渐提升 (万亿元)	57
图 61: 我国个人持有可投资资产规模	57
图 62: 理财管理规模及增速	58
图 63: 互联网理财用户规模及网民渗透率	59
图 64: 互联网理财管理规模及增速	60
图 65: 理财平台营业收入对比 (亿元)	61
图 66: 互联网保险保费收入及增速	63
图 67: 保险科技营业收入对比 (亿元)	65
图 68: 蚂蚁链应用场景	69
图 69: 腾讯金融科技区块链应用场景	69

表 1: 收入对比	6
表 2: 蚂蚁集团和腾讯金融科技的科技业务对比	7
表 3: 蚂蚁集团和腾讯金融科技的区块链能力对比	7
表 4: 蚂蚁集团从阿里巴巴获得收入的主要构成 (亿元)	16
表 5: 支付宝服务收入构成	18
表 6: 支付宝对个人交易及金融服务收费标准	18
表 7: 支付宝对服务商的部分奖励政策举例	19
表 8: 第三方支付牌照发放情况	20
表 9: 支付宝支付规模及金额	22
表 10: 商业银行、消费金融公司与小额贷款公司对比	24
表 11: 网商银行经营情况 (单位: 亿元)	26
表 12: 蚂蚁集团与网商银行的关联交易 (亿元)	26
表 13: 近年蚂蚁商诚小贷、蚂蚁小微小贷、商融商业保理发行 ABS 规模 (亿元)	27
表 14: 蚂蚁集团微贷科技平台分析	28
表 15: 蚂蚁集团保险科技平台	33
表 16: 公司支付业务中商家及平台交易费率测算	36
表 17: 收入对比	43
表 18: 收入对比	44
表 19: 线上购物: 支付宝对比财付通	50
表 20: 其他生态: 支付宝对比财付通	51
表 21: 市场参与者多维对比	55
表 22: 两家公司消费信贷产品数据对比	56
表 23: 产品业务对比	62
表 24: 产品合作伙伴对比	67
表 25: 蚂蚁集团核心技术	67
表 26: 蚂蚁集团和腾讯金融科技的科技业务对比	68
表 27: 蚂蚁集团和腾讯金融科技的区块链能力对比	69
表 28: 蚂蚁支付板块测算 (亿元)	71
表 29: 蚂蚁微贷科技平台收入测算 (亿元)	72
表 30: 蚂蚁财富管理平台收入测算 (亿元)	72
表 31: 蚂蚁保险科技平台收入测算 (亿元)	73
表 32: 可比公司估值表	74

一、投资要点

（一）公司竞争优势与行业分析比较

1. 竞争优势

相比腾讯金融科技、京东数科，公司在收入体量、生态体系构建、数据完备、金融科技能力上整体而言更具优势；但公司支付业务的发展未来可能面临来自微信和新电商的挑战。

（1）公司是国内最大的金融科技平台

公司整体收入是腾讯金融科技收入的1.4倍（支付业务、支付以外金融科技业务收入规模均大致是腾讯金融科技的1.4倍），是京东数科的6.6倍。

表1：收入对比

	支付业务收入	支付业务外收入	金融科技及其他总收入
蚂蚁集团	519亿元	687亿元	1206亿元
腾讯金融科	368亿元	476亿元	844亿元
京东数科			182亿元

数据来源：艾瑞咨询，蚂蚁集团招股意向书，京东数科招股意向书，腾讯控股 2019 年年报，广发证券发展研究中心

（2）相比腾讯、京东，蚂蚁在电商结算领域有优势，集团内丰富的应用场景为公司带来大量用户，但腾信微信结合高频社交应用的支付更加方便

蚂蚁集团：①支付宝的业务最早起步于阿里巴巴集团的交易平台，阿里巴巴在电商行业绝对的领导地位，为支付宝积累了大量的用户，拥有足够的客群可以转化，间接助力其他场景的支付业务的发展。②此外，经过多年发展，蚂蚁集团已借助阿里巴巴集团广泛触达用户和商家，在不同行业覆盖超过10亿用户和超过8000万商家。公司提供全方位的数字支付、数字金融和数字生活服务，成为国内最大的互联网消费+金融生态圈。③多维度支付场景积累高质量洞察及精确用户画像，进而可更为精准营销地各种产品和服务。

腾讯金融科技：腾讯生态与阿里类似，同样覆盖支付、贷款、保险、理财等多元场景，就大部分线上线下金融场景的丰富度来说，支付宝与财付通势均力敌。鉴于腾讯社交属性较强，腾信微信结合高频社交应用的支付更加方便。

京东数科：同样作为金融科技的头部企业，京东数科则未打造出完整的金融服务生态圈，其覆盖的线上线下生活场景少于支付宝和腾讯财付通。

（3）相比腾讯金融科技，蚂蚁集团对科技的重视程度或更高

从发展愿景来看，蚂蚁集团描绘的愿景是构建未来服务业的数字化基础设施，除了希望发展普惠金融、为小微企业提供平等发展机会；还希望通过开放合作，让数字生活触手可及。腾讯金融科技描绘的愿景是以微信和QQ两大平台为基础，致力于连接人与金融的美好，构建金融开放生态，携手合作伙伴为全球用户提供移动支付、财富管理、证券投资、企业金融、民生产品等服务。

从金融科技能力输出情况来看，蚂蚁集团官网有比较全面的科技解决方案展示，金融科技的能力输出较全面，涉及区块链、金融分布式架构、分布式数据库、移动开发、数据资源和数据分析多维度。腾讯金融科技的科技产品主要是腾讯区块链，帮助行业客户定制区块链解决方案。

表2: 蚂蚁集团和腾讯金融科技的科技业务对比

	蚂蚁集团	腾讯金融科技
愿景	蚂蚁集团的愿景是构建未来服务业的数字化基础设施，除了希望发展普惠金融、为小微企业提供平等发展机会；还希望通过开放合作，让数字生活触手可及	腾讯金融科技以微信和 QQ 两大平台为基础，致力于连接人与金融的美好，构建金融开放生态，携手合作伙伴为全球用户提供移动支付、财富管理、证券投资、企业金融、民生产品等服务
主要科技产品和解决方案	蚂蚁集团官网有比较全面的科技解决方案展示，金融科技的能力输出较全面，涉及区块链、金融分布式架构、分布式数据库、移动开发、数据资源和数据分析多维度	腾讯金融科技的科技产品主要是腾讯区块链，帮助行业客户定制区块链解决方案

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

(4) 对比重点科技产品区块链：相比腾讯金融科技，公司在区块链领域更为领先

蚂蚁链的研发成果更多。据蚂蚁集团公司官网介绍从2016到2020年，蚂蚁链连续四年区块链专利申请数和授权数全球第一，累计专利授权数212件。

蚂蚁链的并发处理能力相对更强。从各自官网介绍来看，蚂蚁链每秒的并发处理能力是10万级，腾讯区块链在万级。

从在国家网信办境内区块链信息服务备案清单中的备案项目来看，蚂蚁区块链能力涉及的应用领域相对较广，已从底层区块链平台延伸至医药处方、司法领域。腾讯备案的区块链项目均偏底层基础平台。

从区块链落地情况来看，蚂蚁及腾讯区块链落地场景更丰富。相对来说蚂蚁官网展示的落地场景更为丰富，蚂蚁链目前已落地超过50个区块链应用场景，全方位覆盖金融、政府、银行、医疗、生活、零售、通用服务等众多行业。包括供应链金融、跨境汇款、慈善捐赠和商品溯源。腾讯金融科技介绍的落地案例较少，仅有国税、银行、地铁、出租车领域。

表3: 蚂蚁集团和腾讯金融科技的区块链能力对比

	蚂蚁集团	腾讯金融科技
区块链处理能力	能够支持 10 亿账户规模，同时能够支持每日 10 亿交易量，实现每秒 10 万笔跨链信息处理能力（蚂蚁集团官网介绍）	基于微信红包亿级用户并发、分布式处理经验，提供每秒万级处理能力（腾讯科技官网介绍）
在国家信办备案的区块链项目（括号中为备案主体名称，所属清单批次）	蚂蚁区块链 BaaS 平台（蚂蚁区块链科技，一批）、 阿里云区块链服务（阿里云，二批）、 恒生共享账本 HSL（恒生电子，二批）、 区块链处方平台（蚂蚁区块链科技，三批）、 司法区块链（蚂蚁区块链科技，三批）	腾讯区块链（腾讯，一批）、 腾讯云 TBaaS 区块链服务平台（腾讯，一批）、 BCOS（微众银行，二批）、 链盟区块链底层开源平台（微众银行，二批）、 Weldentity-可用于实体身份认证及管理（微众银行，二批）
支持场景	已落地超过 50 个区块链应用场景，全方位覆盖	已在国税、银行、地铁、出租车领域落地。覆盖

	金融、政府、银行、医疗、生活、零售、通用服务等众多行业。	政府、金融机构、为企业、公益组织。
--	------------------------------	-------------------

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

2.公司可能面临的挑战分析

尽管公司在收入体量、生态体系构建、数据完备、金融科技能力上整体而言相比腾讯金融科技、京东数科更具优势，但公司支付业务的发展未来可能面临来自微信和新电商的挑战。

可能来自微信的挑战：据艾瑞咨询估计，截至2019 Q2支付宝、财付通分别占据了54.2%和39.5%的中国第三方移动支付市场份额，支付宝市占率第一。但微信推出的小程序使用、开发便捷，微信本身使用频次高，未来不排除形成基于微信小程序的交易生态。

可能来自新电商生态的挑战：拼多多目前在月活用户数量上拼多多与淘宝的距离不断拉近，也分得部分淘宝天猫在电商行业的市场份额（淘宝天猫在网络零售市场交易额所占份额由2015年80%下降到2019年62%）。而淘宝天猫平台作为支付宝最重要的流量入口，支付宝的交易规模增长或受到影响。

（二）各项业务前景及竞争分析

1.数字支付与商家服务

支付宝已经在数字支付领域占据了龙头位置，但第三方移动市场增速逐渐放缓，从行业增速上来看未来高增长的可能性较小。

在数字支付业务上，主要竞争对手是腾讯，支付宝与腾讯财付通的市场份额较为稳定，两者稳定在55%与40%左右（数据来源：艾瑞咨询）。

未来支付业务可能会面临腾讯、电商发展带来的一些挑战，如：①拼多多及京东在电商市场的发展对淘宝天猫的影响；②财付通在数字金融领域的创新力度与成效；③微信使用频次高，不排除未来形成基于小程序的交易生态。

2.微贷科技平台

互联网信贷主要针对的是没有银行信用卡的用户，这部分用户约占全国成年人口的75%。截至2020年6月，支付宝年度活跃用户超过10亿，互联网信贷产品中用户规模最大的为蚂蚁集团的花呗及借呗，两者年度活跃用户一共约5亿，用户渗透率仍有空间。2019年公司在国内消费贷市场所占份额为12.5%（市场总规模数据来自人民银行），仍有较大的提升空间。

3.理财科技平台

2013年，互联网财富管理市场规模仅有7726亿元，而到2018年已达到5.66万亿元，2013-2018年复合增长率达48.9%（数据来源：艾瑞咨询）。互联网理财管理市场整体包括较快增长。

蚂蚁集团理财科技平台是中国最大的线上理财平台。截至2020年6月末蚂蚁集团理财科技平台促成的资产管理规模达到了4.1万亿元。已有累计超过5亿用户通过蚂蚁集团理财科技平台进行投资。腾讯理财通注册用户约2亿，京东数科则是披露其

累计为基金公司、证券公司推荐了超过6700万理财产品用户。据奥纬咨询的统计，公司在理财科技领域的市场份额约为48%-51%。

蚂蚁集团借助其生态体系优势积累了难以超越的用户体量和多样化的理财产品，已在行业处于主导地位并与其他公司拉开了较大的距离。目前，互联网财富管理行业处在向智能化过渡的阶段，蚂蚁集团的BASIC战略（区块链Blockchain、人工智能AI、安全Security、物联网Internet of Things、计算力Computing）将为公司智能投顾提供强有力的支持，推动全智能化财富管理的发展。

4. 保险科技平台

根据奥纬咨询数据显示，2019中国保险深度4%（保费收入/GDP），低于美国（11%）、日本（8%）和德国（6%），中国保险行业仍有发展空间。预计在线保费增速将远快于整个行业，预计未来6年年复合增速为36%，保险行业整保费体增速预计为12%。

相比腾讯、京东，蚂蚁集团保险科技产品数量多，覆盖面广。目前蚂蚁集团保险科技平台有超过90家保险机构合作开展业务，合作的保险公司以财险公司居多，平台共提供超过2000款保险产品，数量最多。腾讯微保则采用严选模式，当前与11家保险公司合作共推出22款定制化的产品。京东数科与100多家保险公司合作推出60余款产品。相较于其它两者所处的生态，蚂蚁依赖的支付宝金融消费属性更强，也更容易根据消费场景创新保险产品，鉴于京东数科并未建立完整的生态体系，腾讯微保生态发展较慢，在未来，蚂蚁集团生态场景协同效应的优势有助于其保险业务高速发展并维持其行业领先地位。

5. 蚂蚁链

蚂蚁链作为公司科技业务的重点，已实现50个场景落地。公司相信区块链技术的发展将会在许多领域重塑未来商业的互动、交易和运作方式。通过产品、商业模式与业务的创新投入，与平台参与者分享价值，例如蚂蚁链致力于融合区块链、人工智能和物联网等技术，持续帮助蚂蚁链各方资产上链实现数字化，帮助数字资产在更广阔的范围实现流转，激活数字经济的发展。不同产业上链后，蚂蚁集团可以利用自身的跨链技术，打破产业间的信息壁垒，提高不同产业的协作为日后不同产业间信息和资源的流转提供了无限可能，公司也会不断在其中探索新的业务。

（三）盈利预测和合理价值

预计蚂蚁集团2020-2022年实现营业收入1623、2099、2582亿元，同比增长35%、29%、23%；预计公司2020-2022年实现归母净利润383、580、710亿元，同比增长126%、52%与23%；按总股本上限303.76亿股计算，预计每股收益为1.26元、1.91元、2.34元/股。

根据公司招股说明书，公司在中国及全球范围内暂无直接可比公司，参考科技驱动的大型互联网平台公司阿里巴巴集团及腾讯，根据万德一致预期，阿里巴巴（09988.HK）与腾讯控股（00700.HK）2021年PE估值约为30x；根据彭博数据，海外支付龙头Paypal（PYPL.O）2019年PE估值约为50.6x，按2020年10月23日收盘价计算，PE为95.0x。

考虑市场第三方支付需求平稳增长、公司强龙头优势及业务增长有力，按发行

后总股本上限303.76亿股计算，建议给予蚂蚁集团A股2021年40-50xPE估值，每股合理价值为76.36-95.45元/股；参考AH两地估值差异，给予蚂蚁集团H股2021年35-45xPE估值，每股合理价值为77.51-99.65港元/股。

（四）风险提示

信贷业务可能面临网贷政策、资金不足、违约率上升的风险。

付业务可能面临的风险有：数字货币推广、清算机构运营规则变化的影响；以及下游支付用户渗透率较高影响发展空间；淘宝天猫以外电商兴起影响公司线上支付收入；阿里系以外社交APP有产生交易生态的可能。

当前和未来一段时间复杂的环境因素导致海外业务扩张受约束的风险。

二、蚂蚁集团简介

(一) 公司发展历程：从支付到金融科技平台、科技赋能

蚂蚁集团为领先的金融科技开放平台，致力于以科技和创新推动服务业数字化升级，为消费者及小微企业提供普惠金融服务。蚂蚁集团起步于2004年，在电子商务行业的发展初期，为了解决消费者和商家之间在线上交易中的信任问题，推出了数字支付平台—支付宝。随后从支付与商家服务，逐步拓展到数字金融科技平台、智能科技等创新业务。公司发展历史如下：

公司自2004年推出支付宝——第一个在线担保交易解决方案以来，不断创新地在数字金融领域推出创新产品；

2010年推出基于不同场景的线上保险产品—快捷支付，其中包括线上购物的运费险；

2011年推出二维码支付，打开我国移动支付市场的大门；

2013年推出余额宝——普惠的个人金融理财产品，具有实时赎回等创新功能；

2014-2015年推出面向消费者、小微经营者的无抵押信贷产品：花呗和借呗；

2018-2019年推出蚂蚁链BaaS（Blockchain as a service）及互助产品相互宝。同期，阿里巴巴集团取得公司33%股份。

图1：蚂蚁集团发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（二）公司战略

目的是实现普惠金融。过去的金融是二八定律，八成的资源服务两成的富人，蚂蚁推行的新金融的目的是实现金融普惠。过去的金融最重要的资源是资金，新金融最重要的资源是数据。

技术发展的重点是云库链。过去的技术架构是信息时代的中心化思想，新金融的架构会是数字时代的分布式思想。云计算、分布式数据库和区块链为代表的云库链会成为新金融的核心技术。

落地方式是链接产业、构建生态。通过引导更多的合作伙伴上蚂蚁链，构建生态，在蚂蚁链上沉淀有价值的信息，再通过共享信息的价值实现收益，如凭借在蚂蚁链上的真实贸易，客户如果有较好的信用记录，银行可以提高放款额度，蚂蚁可因提供信息和技术参与分成。

（三）公司业务介绍

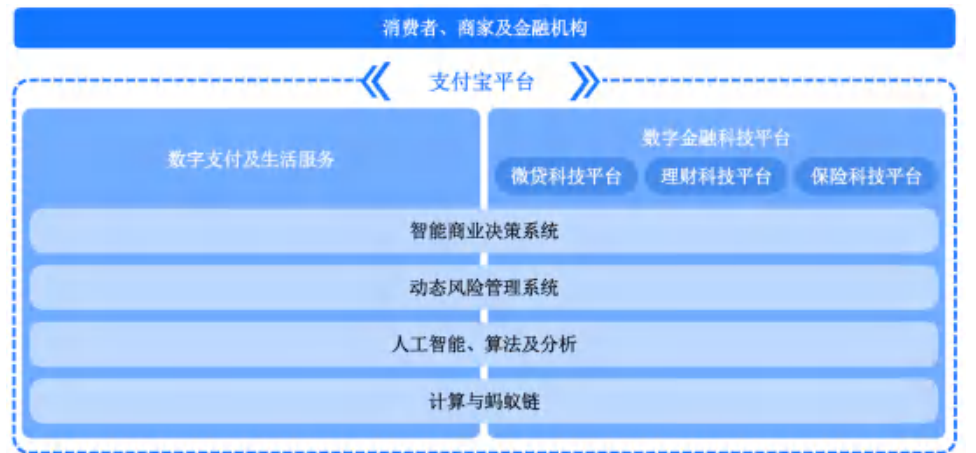
公司业务分三类：数字支付与商家服务、数字金融科技平台（包括微贷、理财和保险）、创新业务及其他（包括蚂蚁链技术服务、金融云技术服务等创新技术服务，及向阿里巴巴集团与网商银行等关联方提供的行政及支持服务）。2019年三项业务的收入占比分别为56%、43%、1%。三项业务介绍：

数字支付与商家服务：①主要收入来自按照交易规模的一定百分比向商家和淘宝网等交易平台收取的交易服务费；②部分来自金融交易及个人交易费用（例如转账、信用卡还款）；③目前也开始从商家服务取得一定收入，帮助商家提升客户触达和用户运营能力，预期商家服务收入会继续增长。**该业务增长的驱动因素：**一是消费者、商家、合作伙伴的数量增长，交易日趋丰富；二是相应带来交易规模及商家使用增值服务数量的提升。

数字金融科技平台：包括微贷科技平台、理财科技平台、保险科技平台。该业务收入的主要来源为公司向金融机构合作伙伴提供技术支持、客户触达及风险管理方案，基于平台助力金融机构达成交易，按照交易规模收取相应技术服务费（公司不承担信用信贷、理财产品兑付等风险）。该业务收入中还包括控股子公司直接提供部分数字化的信贷、资产管理及保险等服务取得的净收入。随着公司不断推动开放、合作的平台，自营业务收入占比逐年下降，19年在总营收中占比为8.52%。

创新业务及其他：包含蚂蚁链技术服务、金融云技术服务等多项创新技术服务，以及向阿里巴巴集团及网商银行等关联方提供行政及支持服务。

图2: 蚂蚁集团能力体系

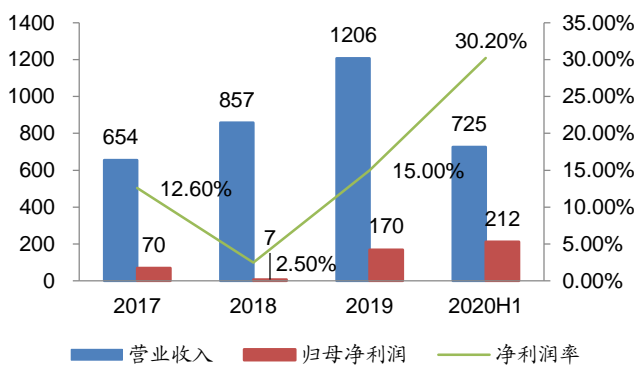


数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

(四) 公司主要财务指标分析

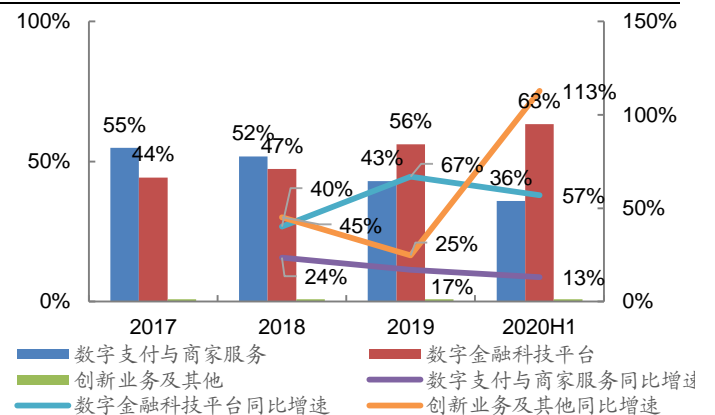
2020H1公司实现营业收入725亿元, 同比增长38% (2018、2019年增速分别为31%、41%), 数字支付与商家服务、数字金融科技平台、创新业务及其他在收入占比分别为36%、63%、1%。经历2018、2019、2020H1三个报告期, 数字支付与商家服务收入增速从24%降至13%; 数字金融科技平台的收入增速从40%提升至57%; 占比较小的创新业务及其他在2020H1实现高速增长, 同比增长113%。

图3: 蚂蚁集团营业收入 (亿元)



数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

图4: 蚂蚁集团三大分部占营业收入比重及增速



数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

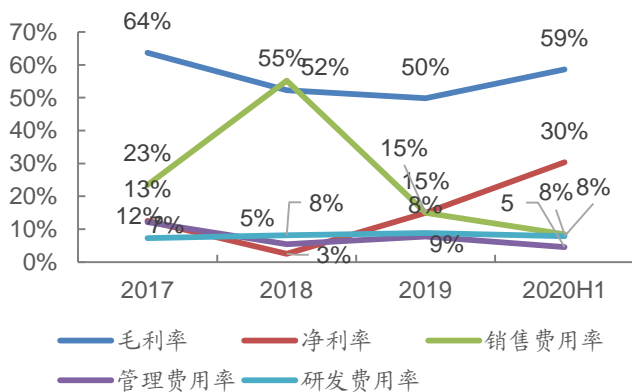
成本分析: 公司营业成本包括交易成本、服务成本、运维成本, 据各期已披露的报告, 交易成本在营业成本中的占比均超过75%, 故交易机构向公司收取的交易费率变动会导致毛利率发生较大波动, 如毛利率从2017年的64%降至2018年的52%, 主要是由于当年金融机构根据市场费率续签协议, 向公司收取的交易费率上涨所致。此外, 平台汇聚的资金规模增加可改善毛利率, 如2020H1毛利率同比增长12.13pct, 主要原因为数字金融科技平台业务规模的强劲增长, 使得实时可留存在公司的资金

量增加，增强了公司运营效率。

2020H1，管理费用率、销售费用率、研发费用率在收入中分别为8.4%、4.5%、7.9%。研发费用逐年快速增长；销售费用在2018年大幅增加，随后减少，主要因为公司2018年在推广及广告费用主动增加投入，以带动用户活跃度及交易活动提升。

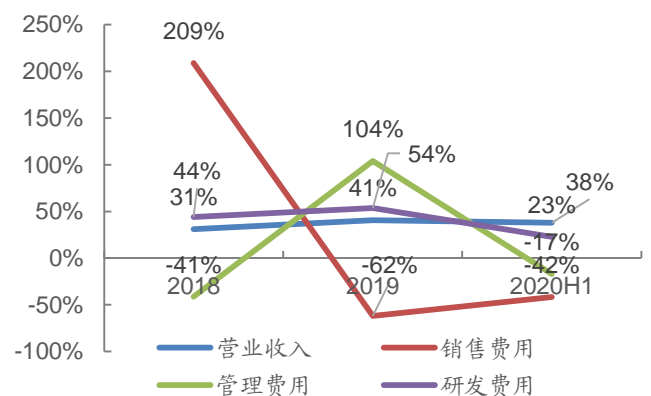
毛利率及费用率的大幅波动导致净利率的波动幅度也较大，但由于费用率近年来整体有所下降，销售净利率整体呈提升趋势，由2017年的12.5%提升至2020H1的30%。

图5：蚂蚁毛利率、净利率与各项费率变化（亿元）



数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

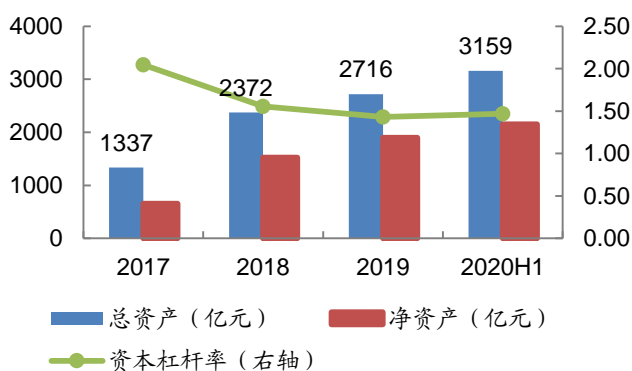
图6：蚂蚁集团营业收入、各项费用同比增速



数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

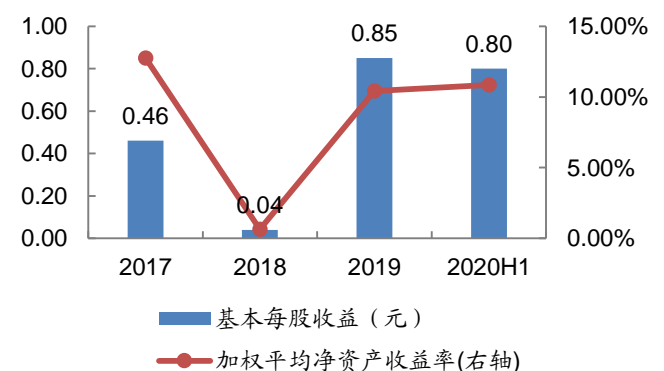
盈利能力：2018-2020上半年公司整体杠杆率维持在1.5x左右水平，盈利能力除2018年增加成本投入拖累利润表现外，2017年与2019年公司ROE水平分别为12.7%与10.4%。而2020上半年受益数字金融科技平台收入快速增长及毛利率回升，年化ROE达21.7%，反映公司较强的业绩成长性。

图7：蚂蚁集团资产规模



数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心（杠杆率按总资产除净资产比例计算）

图8：蚂蚁集团盈利水平

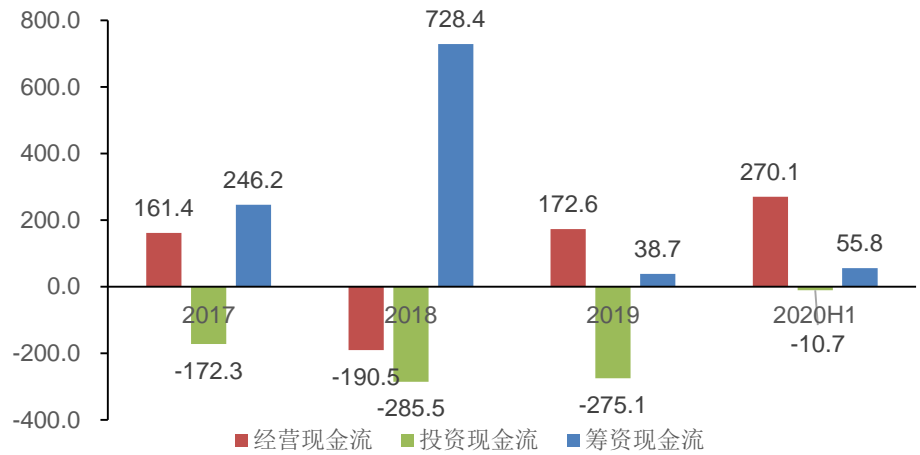


数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

现金流情况：公司经营活动产生的现金流除2018年投入大量营销费用外，其余期间均为正，表明公司目前现金流质量较高；同时公司投资现金流持续为负，并且数额较大，表明公司管理层对公司未来发展有较强的信心，持续投资扩展公司的

生态和业务。

图9: 现金流变化 (单位: 亿元)



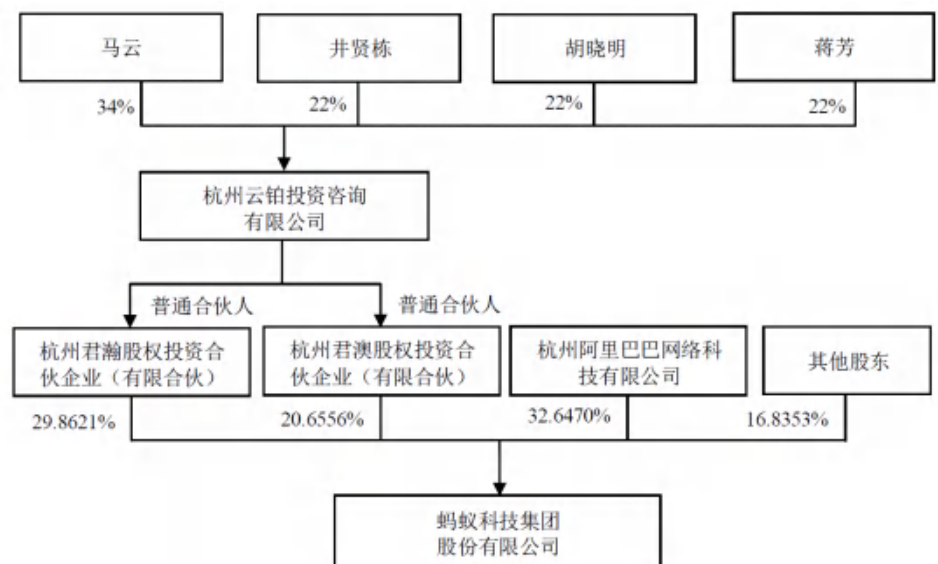
数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

(五) 公司股权结构及重要子公司情况

1. 股权结构

截至2020年8月末, 蚂蚁集团前三大股东分别为阿里巴巴 (32.647%)、杭州君瀚 (持股约29.862%)、杭州君澳 (持股20.656%), 实控人为马云。而除杭州君瀚、杭州君澳及杭州阿里巴巴外, 公司无其他持股5%以上股份或表决权的主要股东。

图10: 蚂蚁集团股权机构 (截至2020年8月末)

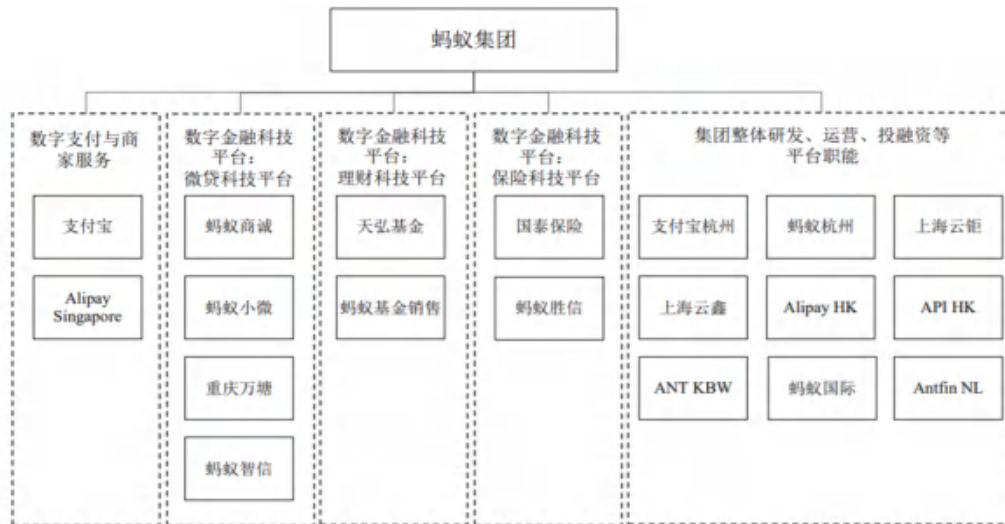


数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

2. 重要子公司

公司有重要子公司有20家，其中境内、境外分别有14家、6家。这些子公司2020年H1净利润合计占公司合并报表净利润的88.45%。境内子公司中，除天弘基金公司持股51%、蚂蚁基金销售公司持股68.8%、国泰财产保险公司持股51%外，其余11家公司为蚂蚁集团的全资子公司。按照子公司职能板块，可以分为数字支付、微贷科技平台、保险科技平台、理财科技平台、研发运营等平台职能五类。

图11: 蚂蚁集团重要子公司



数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

3. 公司在阿里巴巴生态中定位

蚂蚁集团为阿里生态的重要构成，支付诞生于为阿里巴巴的交易平台提供支付服务，获得了良好的互联网用户基础，成长至今蚂蚁集团覆盖超过10亿用户和超过8000万的商家，已成为独立运营但仍深度协作的强大金融科技平台。阿里集团为蚂蚁集团提供丰富的应用场景，而蚂蚁集团则向阿里各个交易与服务平台提供技术服务，并向其商家及客户提供信贷、保险、理财等延伸服务。2017年以来阿里巴巴稳定为蚂蚁集团的第一大客户。

表4: 蚂蚁集团从阿里巴巴获得收入的主要构成(亿元)

关联方	经常性关联交易内容	2017	2018	2019	2020H1
阿里巴巴	支付处理和担保交易服务收入	56.3	75.66	92.36	40.44
	行政支持和服务收入	0.70	2.08	1.30	0.67
	交易平台软件技术服务费及其他服务收入	1.15	0.75	4.06	3.60
	其他	0	0	0	0.70
	合计占蚂蚁集团营业收入比重	8.89%	9.16%	8.10%	6.16%

数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

此外，蚂蚁与阿里联合投资多个平台，包括饿了么、美年大健康等，构成多元的阿里生态。2017年4月和8月先后两次与阿里巴巴联合认购饿了么优先股，投资总额为11.91亿元；2019年1月与阿里巴巴以对价67亿元购入美年大健康新增及现有股权。

图12: 阿里巴巴集团商业体系

核心商业				数字媒体及娱乐	
零售商业				优酷	
—— 中国 ——				UC	
天猫			淘宝	阿里巴巴影业集团	
FRESHIPPO	银泰百货		阿里健康	大麦	
—— 跨境及全球 ——				阿里音乐	
AliExpress	Lazada	天猫国际	考拉海购	阿里巴巴·大学	
批发商家					
—— 中国 ——		—— 跨境及全球 ——		创新业务	
1688	零售通	Alibaba.com		高德地图	
生活服务				Ding Talk	
饿了么	口碑	Fliggy		天猫精灵	

数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

三、支付服务：蚂蚁大厦的基石和入口

(一) 收支分析

1. 收入分析

支付宝为蚂蚁集团的支付主体，提供服务的对象包括个人消费者与商家。支付业务可分为三类，分别是商业交易、金融交易和个人交易，与商家服务。

表5：支付宝服务收入构成

主要业务类型		收费模式
商业交易	国内	按交易规模的一定百分比向商家和交易平台收取交易服务费（如扫码付，费率在0.6%-1.0%）
	跨境	
金融交易和个人交易（转账、汇款、信用卡还款等）		按交易规模的一定百分比收取交易服务费（收费项目主要为电脑端转账到支付宝，及资金转账、提现、还款到银行卡，费率为0.1%）
商家服务		按次收费（如身份验证，每次0.4元-1元）或年费等模式

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

根据支付宝官网，商业交易部分主要为按交易规模向商家和交易平台收取交易服务费，费率在0.0%-1.0%不等，根据行业有差异，其中大部分行业费率为0.6%，少部分非营利性机构、民生服务行业等为免费或较低优惠费率，另有部分特殊行业费率较高，如游戏相关行业费率达1.0%。

金融交易和个人交易则对部分场景及不同发起端收费：使用支付宝APP可获得免费率或免费额度；对于不涉及银行卡的服务亦不收费。

表6：支付宝对个人交易及金融服务收费标准

场景	服务	发起端	收费标准（金额部分均按人民币计算）
支付	支付与生活缴费		包括红包支付、网络购物支付、扫码支付、水电燃气等生活缴费、交通罚款缴纳等均为免费
转账	转账到支付宝账户	电脑端	费率均为0.1%，最低0.5元，10元封顶
		“支付宝”App	免费
	转账到银行卡	电脑端	同一身份证下的所有支付宝实名账户终身共享2万元免费额度；超出的金额，费率均为0.1%，最低0.1元
		“支付宝”App	
提现	提现到银行卡	电脑端	同一身份证下的所有支付宝实名账户终身共享2万元免费额度；超出的金额，费率均为0.1%，最低0.1元
		“支付宝”App	
信用卡还款	信用卡还款	电脑端	费率均为0.1%，最低0.1元
		“支付宝”App	支付宝实名个人用户每人每月有2000元免费还款额度；超出的金额，费率均为0.1%，最低0.1元

数据来源：支付宝官网，广发证券发展研究中心

商家服务部分则大多为免费服务，一类为支付配套功能（如资金预授权、刷脸付等），服务本身不收费。另一类为帮助商家营销推广、管理客户会员等，部分为免费服务（如现金红包、商户优惠券等），部分为有偿服务，如客户身份验证、芝麻GO等，采用按次收费等方式。

对比支付宝与微信支付的收费标准，在商业服务及个人金融服务的收费项目与费率上差异不大。营销活动包括：（1）给予定期或一次性免费额度；（2）给予限期费率优惠，如支付宝在2017年对商户推出限期优惠费率0.55%，及对部分满足条件商户进行限期内费用返还等（按每笔有效交易金额0.2%进行返还，累计返还金额不超过人民币1000元）。

2.成本分析

（1）服务成本：服务成本为支付宝向支持及完成各类交易的ISV及其他合作服务商等支付的成本。支付宝对服务商有不同的返佣、付费等奖励政策。

表7：支付宝对服务商的部分奖励政策举例

职能	举例	内容	奖励细则
支付经营服务（帮助商家接入支付并提供经营服务）	当面付基础奖励	服务商帮助商家接入支付宝支付解决方案，申请通过后服务商获得奖励和官方支持	奖励金额=有效交易金额*基础协作费率（商户签约费率-0.2%），如相减后费率低于万五，则基础业务协作费率按照万五计算
开发运营服务（对没有开发或运营能力的商家提供小程序等代开发或代运营等）	扫码点餐激励（直连）	对小程序点餐和H5页面点餐笔数进行激励	基础奖励=服务商服务的客户在当月累计发生的点餐有效交易笔数*0.1元*系数，单个客户主体，服务商可基于此政策获得的奖励封顶值为15万元/月
推广	花呗分期业务推广奖励	服务商通过推荐商户使用花呗分期产品，提升分期交易额和动销，可获得花呗分期基础奖励和“丰登计划”额外激励	基础返佣=花呗分期有效交易金额*对应期数返佣比例； 收钱码商户推广协作费=新增分期动销商户数*单价

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

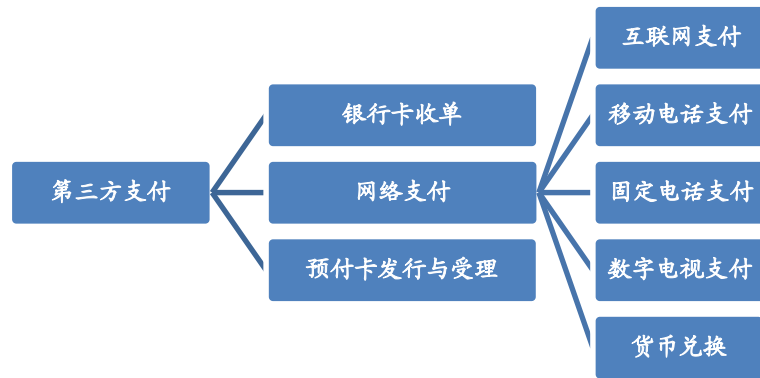
（2）交易成本：支付宝需支付清算费用及向银行支付交易费用，承担交易成本。根据2017年央行下发《关于将非银行支付机构网络支付业务由直连模式迁移至网联平台处理的通知》，2018年6月30日以后，在线支付服务提供商需要通过网联或银联处理所有涉及银行账户的移动和互联网支付。此外，支付宝还需向银行支付通道费、快捷支付手续费等服务费用。

（二）行业监管

第三方支付为央行监管的牌照类经营业务，近年牌照发放明显收紧。数字支付业务的主要监管机构为央行。2010年6月，央行发布《非金融机构支付服务管理办法》，要求包括第三方支付在内的非金融机构须在2011年9月1日前申领《支付业务许可证》，我国第三方支付行业正式进入牌照监管时代。

2011年至2015年，央行共发放271张支付牌照，并呈逐年减少。至2019年末因机构合并或续展未通过，现存第三方支付牌照共238张。按照第三方支付牌照不同业务覆盖范围，可以分为银行卡收单、网络支付和预付卡发行与受理三类。其中，支付宝拥有互联网支付、移动电话支付、预付卡发行与受理（限于线上实名支付账户充值）及银行卡收单四个牌照。

图13: 第三方支付牌照类型



数据来源：广发证券发展研究中心

表8: 第三方支付牌照发放情况

发放批次	发放时间	发票数量(张)	年度发牌数量(张)
1	2011/5/18	27	101
2	2011/8/31	13	
3	2011/12/22	61	
4	2012/6/27	95	96
5	2012/7/20	1	
6	2013/1/6	26	53
7	2013/7/6	27	
8	2014/7/10	19	
9	2015/3/26	1	2
10	2015/12/8	1	
合计		271	271

数据来源：央行，广发证券发展研究中心

(三) 竞争格局：目前呈寡头垄断

我们认为，第三方支付的增长来自三方面：（1）经济增长下，市场整体交易结算需求的增长；（2）渗透率提升，即第三方支付交易笔数挤占传统现金支付、银行卡支付、票据支付等支付手段，提升市场份额；（3）跨境及境外市场拓展。从前两者看，2012年以来第三方支付实现爆发增长，规模大增。根据Wind，2012年银行卡支付金额为346.2万亿元，2019年银行卡支付金额为886.4万亿元；2012与2019年第三方支付规模分别为3.8万亿元与226.2万亿元，银行卡支付规模vs第三方支付规模分别为91:1与4:1。

境外市场从绝对额看与境内市场差异仍较大，但随着跨境电商活跃及中国居民境外旅游需求增长，境外第三方支付市场具备拓展潜力。根据Wind数据，2018年国内第三方支付机构跨境互联网交易金额超过4900亿元，同比增长55%。

图14: 第三方支付与银行卡支付同比增速%

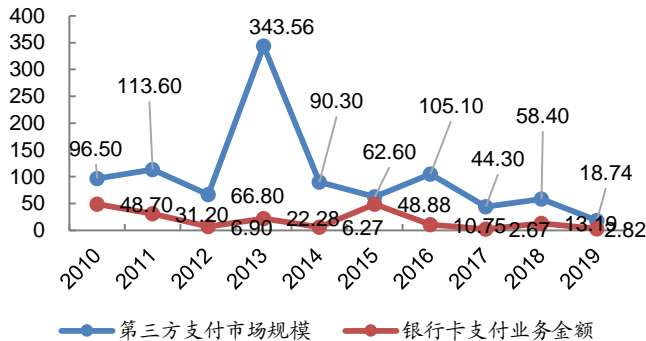
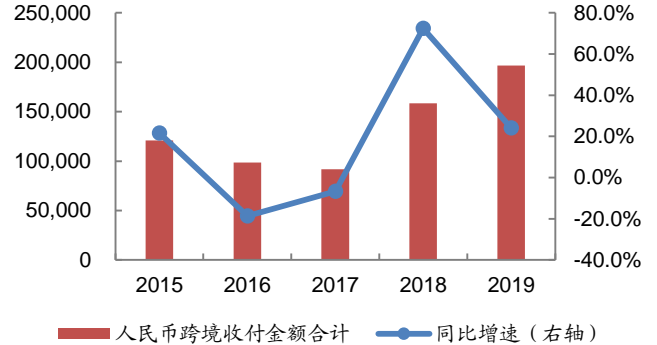


图15: 人民币跨境收付金额及同比增速 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

支付宝在第三方支付行业占据龙头地位，并与主要竞争对手微信支付形成双寡头格局。根据艾瑞咨询数据，2020Q1，支付宝在第三方移动支付市场中，交易规模份额达到55.4%，约为29.5万亿元，领先于微信支付的38.8%，两者合计交易份额占市场的94.2%，形成了稳定的双寡头格局。

图16: 2019Q1第三方移动支付交易规模市场份额

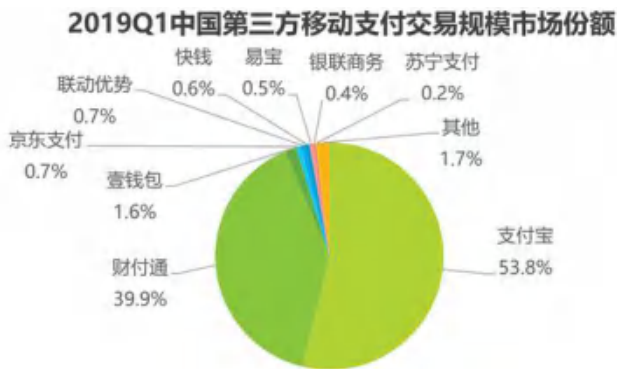
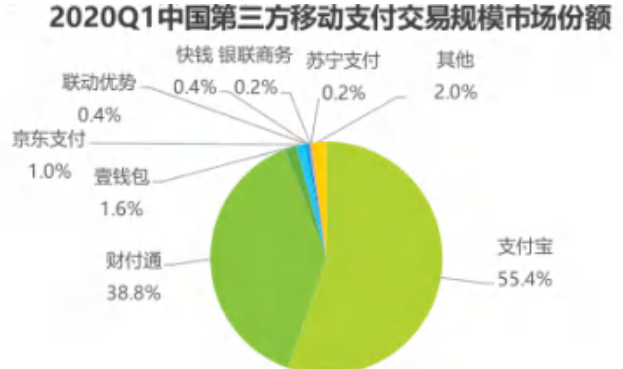


图17: 2020Q1第三方移动支付交易规模市场份额



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

对比腾讯财付通与蚂蚁支付宝，两者各具优势：财付通借助微信的强社交属性，具有更强的月活跃用户数及更高日均支付笔数，而支付宝背靠阿里巴巴集团的商业体系，具有更强的月活跃商户数。

根据蚂蚁集团招股意向书，2020上半年年支付宝APP月度活跃用户数为7.11亿人次，月活跃商户超过8000万。而根据腾讯控股2020半年报，上半年微信及WeChat月活跃账户数超过12亿，2019年月活跃商户超过5000万，日均商业支付笔数超过10亿笔。根据2019年财付通和支付宝官方公布的风险处理公告，推算出2019年财付通总交易笔数约为5500亿笔，日均15亿笔；支付宝总交易笔数约为2300亿笔，日均6.3

亿笔。

表9: 支付宝支付规模及金额

		2017	2018	2019	2020H1
A	支付规模(万亿元)	68.5	90.8	111.1	118.0
B	收入(亿元)	358.9	443.61	519.05	-
C=A/B	平均费率	0.052%	0.049%	0.047%	-
D	支付笔数(亿)*	-	1975(日均 5.4亿笔)	2300(日均 6.3亿笔)	-
E=A/D	平均每笔金额(元)	-	460	483	-
F	APP月度活跃用户数(亿)	4.99	6.18	6.59	7.11

数据来源: 公司招股意向书, 公司官网“年度风险事件及客户投诉处理情况”, 广发证券发展研究中心

四、微贷服务：助贷模式实现无边界扩张

（一）业务模式

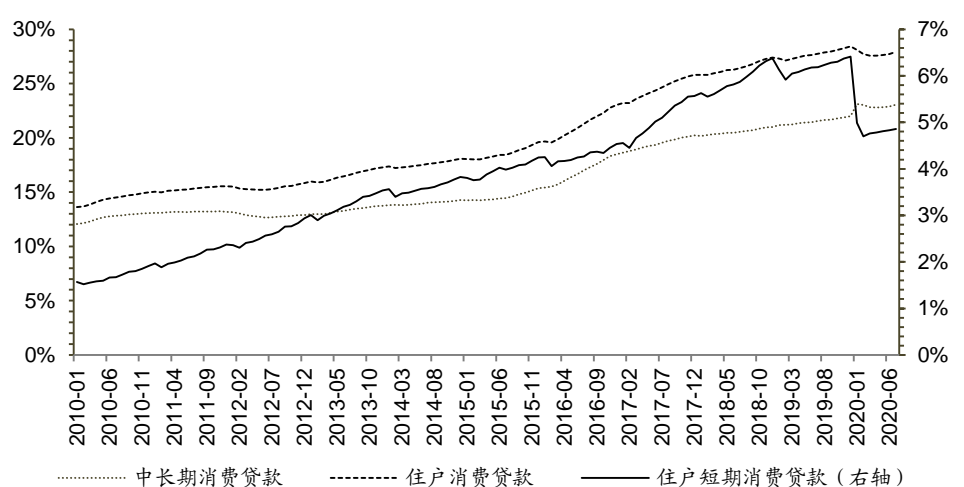
公司微贷服务主要为小额贷款公司及银行业务，**花呗与借呗为2C业务**。花呗为虚拟信用卡，符合条件支付宝用户在购买商品时可使用花呗信用额度，额度内有40天免息期，免息期后分期费率按3/6/12个月分期数收取2.3%/4.5%/7.5%不等服务费。**借呗**为无抵押消费贷，合格用户可获得信贷额度并提现至支付宝账户或借记卡账户。可免罚息提前还款，可循环支用。根据2017年中金借呗第五期消费贷款ABS说明书披露，截至2016年末，借呗授信额度在1千-30万，按日计息，日利率为2‰-6‰，逾期罚息按基础利率1.5倍收取。**网商银行为2B业务**，其发展战略为**服务小微及服务农村市场**，包括向小微客户提供小额短期纯信用贷款及金融服务，协同地方政府建立区域授信模型等。

根据公司招股意向书披露，至2020上半年末，由微贷科技平台促成的信贷余额达2.15万亿元，其中消费信贷1.73万亿，小微经营贷约4217亿。均排名行业第一。2019H1-2020H1期间，公司约有5亿用户通过微贷科技平台获得消费信贷，占当期支付宝月活跃用户数7.11亿人次的约70%；有2000万小微经营者通过平台获得贷款，占当期支付宝月活跃商家数8000万的约25%。

（二）行业监管

消费金融市场具备增长空间。根据清华大学发布《中国消费金融研究2018》，2017年以来随着房地产政策调整，房住不炒方针下，主要由房贷或车贷构成的居民中长期消费贷款比重在境内贷款比重已趋于平稳，而反应中国消费金融市场发展趋势的短期贷款占境内贷款比重从2010年初1.7%攀升至2019年末疫情前高点6.4%，总额从6700亿增至9.9万亿。有力的需求增长带动更多金融机构参与到消费金融市场。

图18：我国居民消费贷款占境内贷款比重



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

近年参与消费金融市场的金融主体包括传统银行、小额贷款公司、消费金融公司、P2P等，由于参与主体多且监管机构不统一，经营模式有所差异。对比小贷公司与消费金融公司，消费金融公司获取资金的渠道更丰富，但明确资金用途；而小额贷款公司融资渠道受限，但具体执行受各地金融主管差异较大，在2017年“现金贷新规”下发前，多通过资产证券化方式进行贷款转让。

表10: 商业银行、消费金融公司与小额贷款公司对比

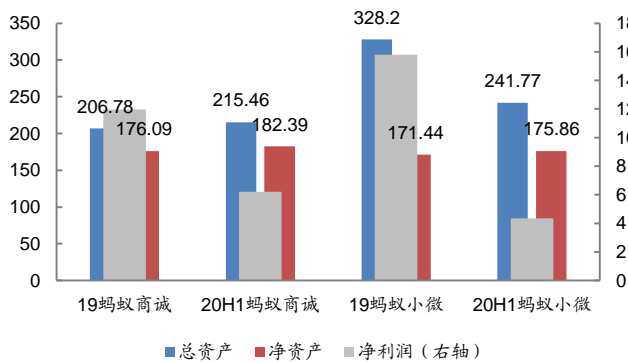
	商业银行	消费金融公司 ⁽²⁾	小额贷款公司
监管机构	银保监会	银保监会	向省级政府主管部门提出正式申请，经批准后，到当地工商行政管理部门申请办理注册登记手续并领取营业执照 ⁽¹⁾
资金来源	吸收公众存款、发行金融债券、同业拆借等	不吸收公众存款，可接受股东存款、向境内金融机构借款、经批准发行金融债、境内同业拆借等	主要资金来源为股东缴纳的资本金、捐赠资金，以及来自不超过两个银行业金融机构的融入资金。 ⁽¹⁾ (重庆地区：可通过银行业金融机构、通过金融资产交易平台开展回购方式的资产转让业务、向主要股东定向借款、小额贷款公司同业资金借款等方式融资) ⁽³⁾
杠杆限制	资本充足率不低于银保监会有关监管要求	资本充足率不低于银保监会有关监管要求；同业拆入资金余额不高于资本净额的100%；资产损失准备充足率不低于100%；投资余额不高于资本净额的20%。	从银行业金融机构获得融入资金的余额，不得超过资本净额的50% ⁽¹⁾ （注：各地监管存在差异） (重庆地区：以银行业金融机构融资和回购方式开办资产转让业务的，两项融资余额之和不得超过公司资本净额的100%；主要股东定向借款的，融资余额不得超过公司资本净额的100%；开办同业资金借款业务的，借入资金余额不得超过公司资本净额的30%。 ⁽³⁾
贷款限额	单户用于消费的个人信用贷款授信额度应当不超过人民币20万元，到期一次性还本的，授信期限不超过一年 ⁽⁵⁾	借款人贷款余额最高不得超过人民币20万元	同一借款人的贷款余额不得超过小额贷款公司资本净额的5% ⁽¹⁾
利率上限	民间借贷利率的司法保护上限修订为全国银行间同业拆借中心每月20日发布的一年期贷款市场报价利率（LPR）的4倍 ⁽⁴⁾		
资金用途限制	贷款资金不得用于购房及偿还住房抵押贷款；股票、债券、期货、金融衍生品和资产管理产品等投资；固定资产、股本权益性投资；及法律法规禁止的其他用途 ⁽⁵⁾	消费贷款为以消费（不包括购买房屋和汽车）为目的的贷款	应坚持“小额、分散”的原则，鼓励小额贷款公司面向农户和微型企业提供信贷服务 ⁽¹⁾

数据来源：央行，银保监会，重庆市金融监督局，最高人民法院，广发证券发展研究中心

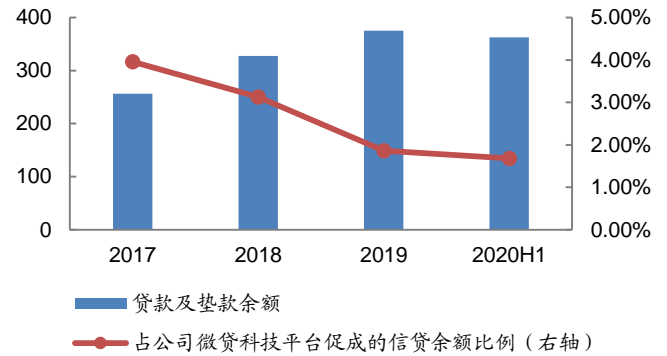
注：（1）根据2008年央行《关于小额贷款公司试点的指导意见》；（2）根据2013年银保监会《消费金融公司试点管理办法》；（3）根据2012年重庆市金融监督局《重庆市小额贷款公司融资监管暂行办法》；（4）根据2020年8月最高人民法院发布《关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》；（5）根据2020年7月银保监会《商业银行互联网贷款管理暂行办法》

花呗与借呗主体分别为重庆蚂蚁商诚小额贷款有限公司及蚂蚁小微小额贷款有

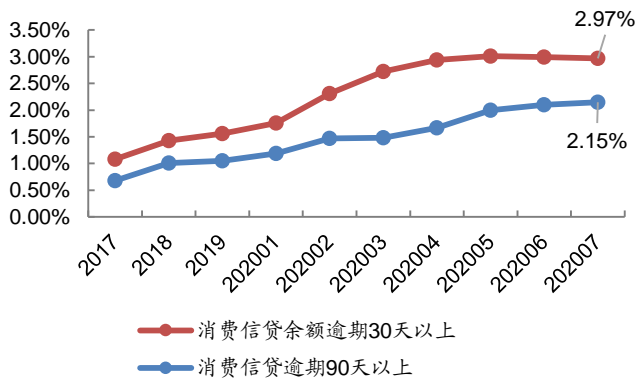
限公司，均属重庆市小额贷款公司。截至2020年6月末，蚂蚁商诚、蚂蚁小微、商融保理发放的自营贷款余额（按蚂蚁集团计入资产负债表发放贷款和垫款科目余额计算）约为362.42亿元。其从事发放小额贷款业务及其转让业务，在蚂蚁集团报表上反映为利息净收入及贷款转让损益。

图19: 蚂蚁商诚、蚂蚁小微经营情况 (亿元)


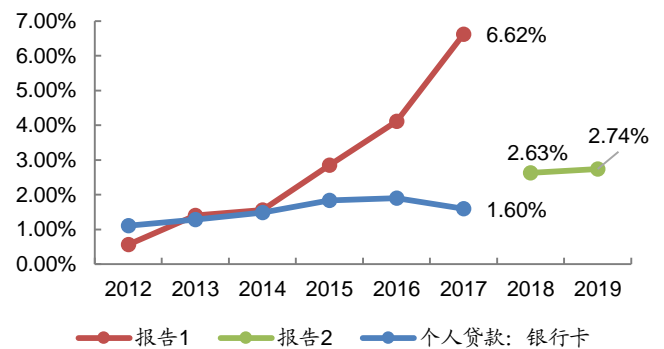
数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心
注: 净利润指归母净利润

图20: 蚂蚁集团发放贷款及垫款余额 (亿元)


数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

图21: 蚂蚁集团消费信贷余额逾期率


数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

图22: 消费金融公司及个人银行卡贷款不良率


数据来源: 银保监会, 广发证券发展研究中心

注: 报告1为清华大学中国与世界经济研究中心《中国消费金融研究2018》披露消费金融公司不良率; 报告2为中国银行业协会《2020中国消费金融公司发展报告》披露消费金融公司不良率

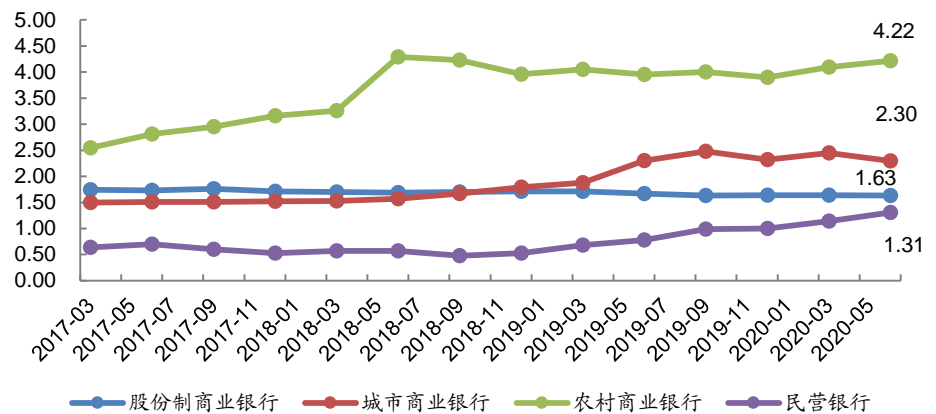
网商银行为主要服务中小微客户（向小微客户发放短期小额纯信用小额贷款及其他综合金融服务），及服务农村市场客户（协同各地区政府建立区域专属授信模型，为农户提供纯信用贷款，支持农户生产经营）。根据年报披露，截至2019年末网商银行累计服务小微企业及小微经营客户2087万户，户均余额3.1万元。期末发放贷款及垫款余额约700亿元。

表11: 网商银行经营情况 (单位: 亿元)

	总资产	净资产	发放贷款余额	资本充足率	不良贷款率
2015	302.45	39.31	4.13	18.51%	0.18%
2016	615.22	42.47	328.91	11.07%	未披露
2017	781.71	46.71	316.36	13.51%	1.23%
2018	958.64	53.65	476.89	12.10%	1.30%
2019	1395.53	105.18	700.30	16.40%	1.30%
	营业收入	手续费及佣金净收入	利息净收入	资产减值损失	净利润
2015	2.53	-1.66	2.00	-1.27	-0.69
2016	26.37	-12.85	24.05	-9.67	3.16
2017	42.76	5.65	37.03	-4.23	4.04
2018	62.84	16.35	46.23	-1.60	6.71
2019	66.28	13.94	51.97	-16.54	12.56

数据来源: 网商银行年报, 广发证券发展研究中心

图23: 商业银行不良率%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

蚂蚁集团持股网商银行30%股权, 为网商银行发起人。2017-2020上半年, 网商银行均为蚂蚁集团第二大客户。近年收入占比呈上升, 至2020上半年末蚂蚁集团与网商银行关联交易中获取的收入占总收入比例提升至6.16%。

表12: 蚂蚁集团与网商银行的关联交易 (亿元)

经常性关联交易	蚂蚁集团获得收入	2017	2018	2019	2020H1
蚂蚁集团为网商银行的余额宝品牌基金代销等业务提供技术服务	技术服务收入	6.82	29.71	57.55	41.63
蚂蚁集团和网商银行互相提供支付服务	支付服务收入	0.65	1.08	3.28	1.74
蚂蚁集团和网商银行互相向对方提供特定行政及支持性服务	行政和支持服务收入	9.9	13.73	2.43	1.31

其他关联交易，包括蚂蚁集团在网商银行存款取得利息收入，并向网商银行提供数据库软件技术服务等服务	其他	0.28	0.8	0.99	0.37
合计占蚂蚁集团营业收入占比		2.67%	5.20%	5.25%	6.16%

数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

（三）新规新模式

2017年新规《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》后，要求“以信贷资产转让、资产证券化等名义融入的资金应与表内融资合并计算，合并后的融资总额与资本净额的比例暂按当地现行比例规定执行”。因此，一方面强化两家小额贷款公司资本实力，2018年以来两家小贷公司资本金从合计38亿元增至合计160亿元（其中蚂蚁商诚从18.09亿元增至40亿元，蚂蚁小微从20亿元增至120亿元）；另一方面转变运营模式为与金融机构合作的联合贷及助贷，通过承担和筛选引流、资质评估等方式，获取除息差外的服务费等。根据万得统计，截至2020年8月末，蚂蚁相关ABS存量余额约为670亿元，已较2017年体量大幅萎缩。

表13：近年蚂蚁商诚小贷、蚂蚁小微小贷、商融商业保理发行ABS规模（亿元）

	蚂蚁商诚小贷	蚂蚁小微小贷	商融商业保理	合计
2014	25	0	0	25
2015	60	0	0	60
2016	185	375	102.8	662.8
2017	1656.41	1434	30	3120.41
2018	555	1169	1.2	1725.2
2019	125	1053	2	1180
2020年1-8月	88.6	180	1.1	269.7

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2020年7月，银保监会下发《商业银行互联网贷款管理暂行办法》，明确商业银行互联网贷款业务经营及与合作机构双方的经营责任与风险管理。新规明确合作机构可与商业银行在营销获客、共同出资发放贷款、支付结算、风险分担、信息科技、逾期清收等方面开展合作。新规下蚂蚁集团与网商银行的信贷模式转为联合贷款模式，主要为金融机构提供客户引流、分析、风险评估、支付等服务。

图24: 信用额度审批流程

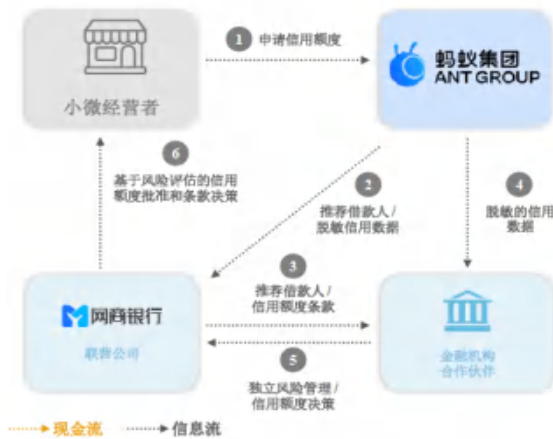


图25: 联合贷款模式下信用额度支用流程



数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

新模式下蚂蚁集团收取稳定的技术服务费, 在有效高质的风控体系下, 通过不断丰富合作伙伴群体, 蚂蚁集团可不断连接资金方与借款需求。从公司招股意向书披露数据, 公司2018年至2020上半年促成信贷余额实现年化复合增速高达65%。

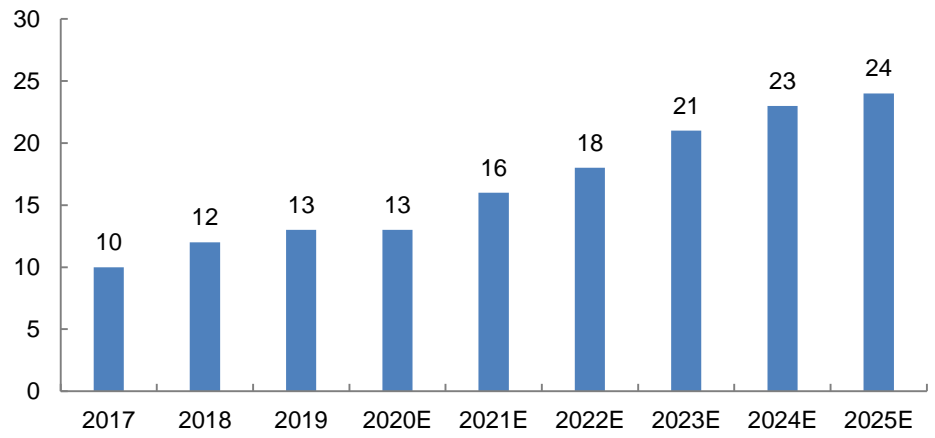
表14: 蚂蚁集团微贷科技平台分析

	科目 (亿元)	2017	2018	2019	2020H1
A	中国消费信贷余额	100000	120000	130000	-
B	公司微贷科技平台促成的信贷余额	6475	10456	20138	21537
	同比增速	-	61%	93%	55%
C=A/B	占比	6.48%	8.71%	15.49%	-
D	-其中: 贷款余额	256	327	375	362
E	-当期发行资产证券化信贷规模	3121	1725	1180	269
F=B-D-E	计算助贷或联合贷款余额	3098	8404	18583	20906
G=F/B	占比	48%	80%	92%	97%
H	微贷科技平台收入	161.87	224.21	418.85	285.86
	同比增速	-	39%	87%	59%
$I_2=H_2*2/(B_2+B_1)$	加权平均费率	-	2.65%	2.74%	1.37%

数据来源: Wind, 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

按公司招股意向书引用的奥纬咨询的数据披露中国消费贷款余额计算, 公司微贷科技平台促成的信贷余额占中国消费信贷市场比例已从2017年6.5%提升至2019年末15.5%, 加权平均费率约为2.5%以上。扣除报表披露贷款及垫款余额与万得统计发行ABS余额, 目前公司通过助贷或联合贷款模式参与信贷业务的比重已超过90%。

图26: 中国消费信贷余额 (万亿元)



数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

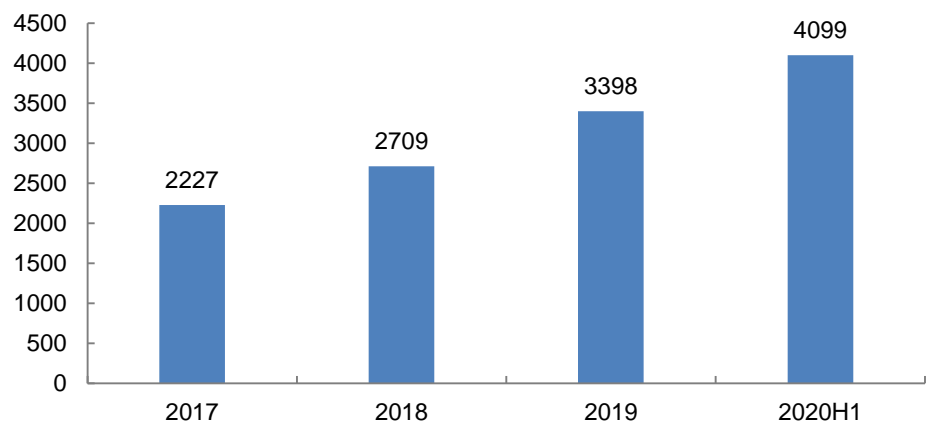
五、财富管理业务：冉冉上升的新星

蚂蚁集团的财富管理业务最初由支付业务衍生而来，2013年推出“余额宝”，正式迈向财富管理领域，首创1元起存的理财。叠加流量效应，余额宝成为爆款产品，成功激活用户理财意识。随后于2014年推出“招财宝”、2015年引入一站式理财、2016年推出“轻定投”和“慧定投”业务。

目前，蚂蚁集团的财富管理业务主要以“蚂蚁财富”为载体（入口包括支付宝APP与蚂蚁财富APP），集合了理财投资、股票查询、财经新闻、投资讨论四大核心功能，提供的金融产品包括公募基金、定期产品、银行定期存款、黄金等。2019年子公司蚂蚁（杭州）基金销售获得公募基金投顾业务试点资格。

截至2020年6月末，蚂蚁集团理财科技平台促成的资产管理规模达4.1万亿元，累计超过5亿用户通过蚂蚁集团理财科技平台进行投资。

图27：理财科技平台促成的资管规模（十亿元）



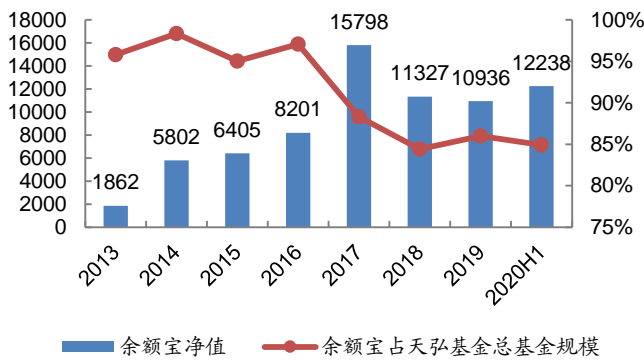
数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

（一）经营模式

公司理财板块主要经营模式包括金融产品销售、买方投顾业务，及相关金融科技技术输出。收入包括基金代销渠道费、基金投顾管理费，控股子公司天弘基金的管理费收入等。

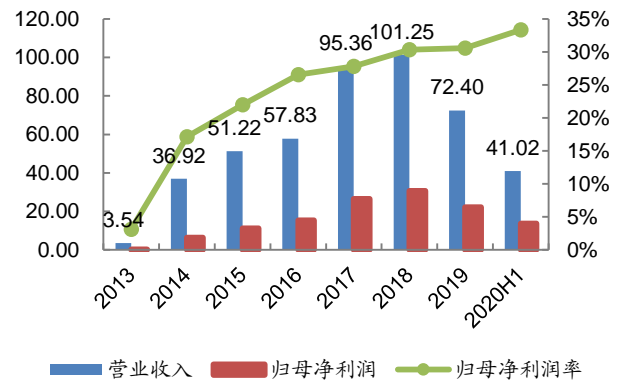
天弘基金下的余额宝当前是全球最大的货币基金产品。余额宝自开放以来规模不断上升，但2017年下半年开始，随着货币基金监管加码，央行、证监会联合出台流动性风险管理、销售、T+0赎回等多个业务规则，余额宝在2018年Q1达到1.69万亿元高点后规模开始下降。自2018年4月余额宝向其它基金公司开放申购，规模再次回升。截至2020年6月末，蚂蚁集团已经与24家第三方公募基金管理公司开展余额宝品牌下的货币市场基金合作，期末余额宝规模为1.22万亿元。

图28: 余额宝规模 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

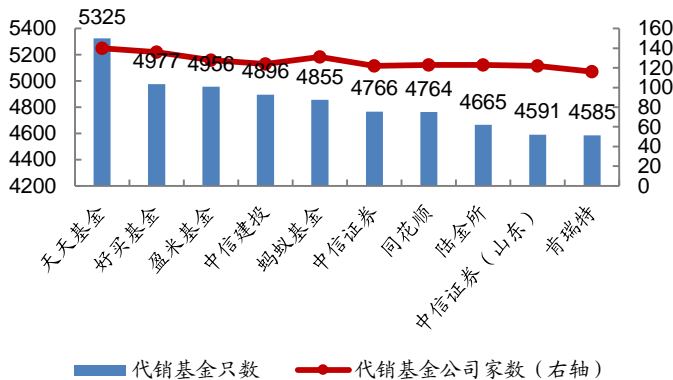
图29: 天弘基金经营情况 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

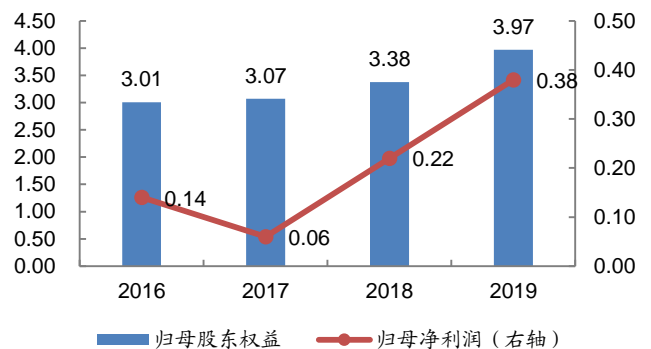
子公司蚂蚁(杭州)基金销售公司是蚂蚁集团的基金销售机构,截至2020年6月末,平台合作超过130家基金公司的4855只基金。在所有代销机构中排名第五,在第三方销售平台中排名第四。主要竞争对手为第三方基金销售机构天天基金、好买基金和盈米基金。

图30: 基金代销机构 (截至2020年8月末)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 蚂蚁基金销售经营情况 (亿元)



数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

蚂蚁集团在金融产品销售近年推出多项创新举措。(1) 上线“财富号”促进基金销售,运用平台化思路,与金融机构开展广泛和深入的合作,打造协作生态圈。2017年6月蚂蚁集团创新建设面向金融机构的自运营平台,以“财富号”的形式呈现,使各基金公司可以建设自己的品牌专区,不仅能为产品引流,还强化了与基金公司的合作,并且给予基金客户专业指导和良好的服务体验。根据2019年6月蚂蚁财富财富伙伴大会披露,成立四年的蚂蚁财富平台上已经接入了近5000只公募基金,上线两年的财富号则吸引了80家基金公司入驻,与2018年同期相比,蚂蚁财富平台的非货币基金理财用户数增长超100%。(2) 打造“金选专区”,优选管理人和基金,帮助用户选基金、做决策。2020年7月蚂蚁集团上线“金选专区”,选择头部基金经理、绩优基金等,为用户提供决策参考,全面提升基金销售配套服务水平。

此外,蚂蚁财富积极探索开展买方投顾业务,与资管巨头Vanguard合作推出基

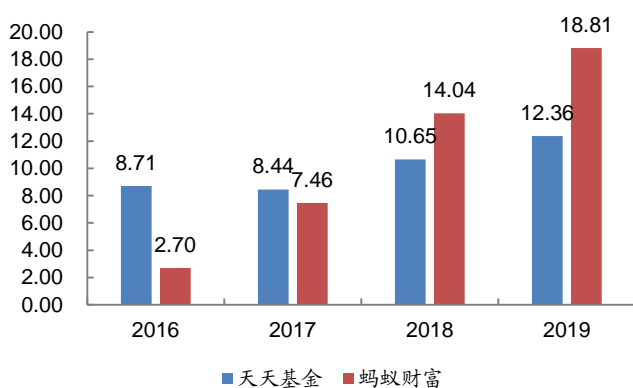
金投顾“帮你投”，向客户提供全权委托的智能理财服务。“帮你投”目前投资门槛为800元，管理费率为0.5%/年，利用人工智能算法从6000多只公募基金中推荐给客户合适的投资组合，初始的投资组合共有10种，风险从低到高，配置不同比例的股票类基金和固收类基金，预期收益率从2.5%到11%，其中股票类基金主要配置低费率指数型基金，相比传统机构产品费率固定，风险与收益率选择相对更多。根据蚂蚁集团招股意向书，“帮你投”推出后的100天内吸引了约20万名新客户，合计投资额达22亿元，人均投资额1.1万元。

（二）市场竞争

根据万得统计，截至2020年8月末，共有基金代销机构超过460家，涵盖独立基金销售机构、银行、证券、期货、保险等主体。蚂蚁财富与天天基金均拥有较强的移动端导流入口。从代销基金只数和家数看天天基金均位居行业第一，但从收入看，近年蚂蚁财富已呈领先态势。

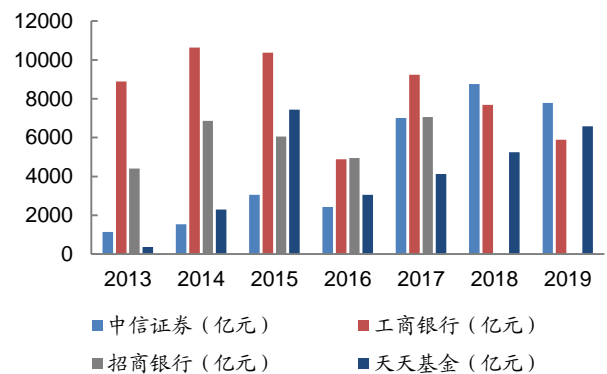
对比传统金融机构，银证占据了主要高净值客户市场，在户均资产规模上存在优势，但随着互联网流量平台的介入，传统金融机构面临获客和费率两方面的压力，基金销售规模已经被互联网平台赶超。由于蚂蚁未披露代销数据，对比天天基金、中信证券、工商银行、招商银行的基金销售金额亦可窥见。

图32: 蚂蚁基金和天天基金销售收入对比 (亿元)



数据来源：东方财富年报，公司招股意向书，广发证券发展研究中心（注：天天基金销售收入取东方财富金融电子商务服务收入；蚂蚁财富收入取蚂蚁（杭州）基金销售公司总收入）

图33: 金融产品代销规模对比



数据来源：上述各公司年报，广发证券发展研究中心

六、保险服务：新蓝海市场待开花结果

蚂蚁集团保险科技平台主要包括蚂蚁胜信、国泰财险等。蚂蚁胜信为公司全资子公司，为保险业务提供技术服务。支付宝保险平台服务协议由蚂蚁胜信与平台用户签订，客户可在平台上进行保险产品购买、理赔报案，及参与保险机构提供的增值服务和其他活动。此外蚂蚁集团持股国泰财险51%股权，持股信美人寿相互保险34.5%股权。

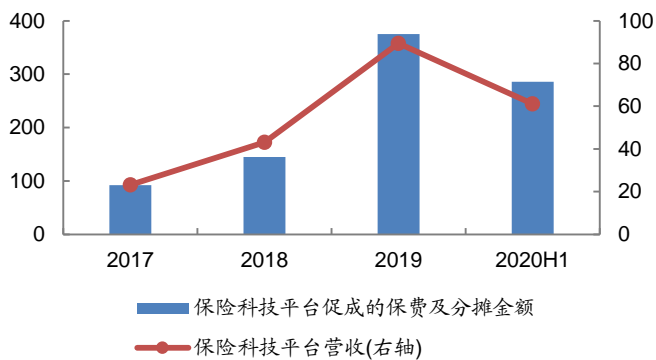
截至2020年6月止12个月期间，公司平台促成保费及分摊金额为518亿元（包括相互宝分摊金额、金融机构合作伙伴、公司控股的金融机构子公司的相应保费规模），主要收入来自于（1）保险公司合作伙伴基于平台促成的保费及分摊金额，向公司支付技术服务费；（2）相互宝分摊费用；（3）国泰财险提供保险服务获得保费收入等。

表15：蚂蚁集团保险科技平台

	特色产品	收入模式	驱动因素	规模
线上产品合作开发及代销	好医保、全民保等	按保费的一定百分比获得技术服务费	保费及分摊金额增长	-
网络互助计划	相互宝	按收取用户分摊金额的百分比获得技术服务费	分摊金额增长	2019年会员人均分摊29元； 2020年6月末会员人数超过1亿
提供保险服务	国泰财险	保费收入	保险产品销售规模	2019年已赚保费为48亿元

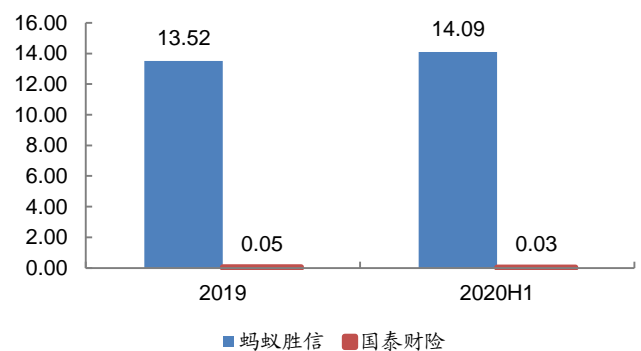
数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

图34：保险科技平台促成的保费及分摊金额（亿元）



数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

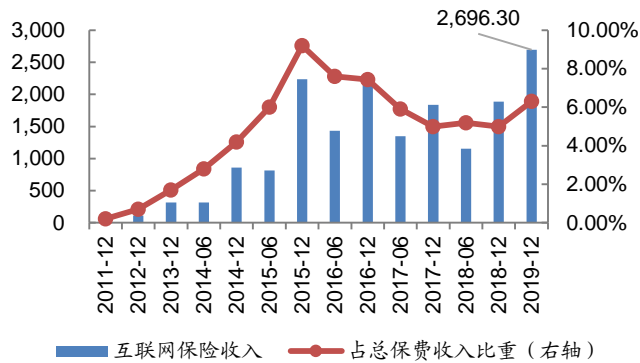
图35：蚂蚁胜信和国泰财险净利润（亿元）



数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

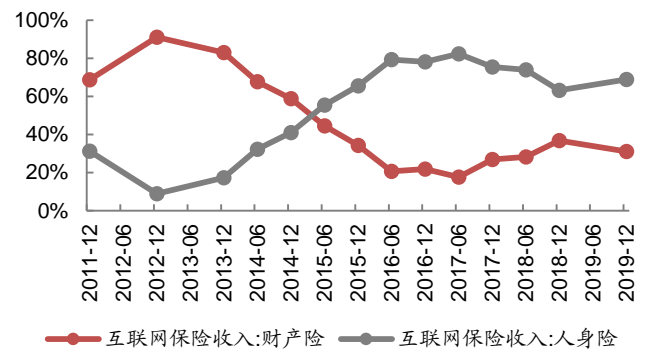
根据保险业协会数据统计，近年全行业互联网保险收入占总保费收入占比基本平稳在5%-6%区间，整体互联网保费收入在2000-3000亿规模水平。从产品结构看，近年人身险占比较高。

图36: 互联网保险渗透率 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图37: 互联网保险收入结构



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司于2018年10月推出互助计划“相互宝”，通过低门槛与后付费模式，快速沉积客户群体。相互宝涵盖100种大病，60岁以下会员只要满足芝麻分在650分以上，即可零付费加入互助计划，可通过申请一次性领取最高30万元的互助金（40-59年龄段会员一次性最高领取10万元）。互助审核由平台完成，互助金额由会员承担。

通过相互宝模式成功在短期快速获得大体量客户，为后续变现提供基础。由于进入门槛极低，相互宝在推出短时间内快速获取了大量会员，2018年末互助宝推出两个月内已积累2700万会员，至2020上半年参与会员已超1亿人。相互宝模式下，平台通过在互助金基础上收取一定比例的管理费覆盖日常运营成本，庞大体量的会员沉淀为平台推广保险产品及管理健康服务提供了良好的客户基础。

七、公司价值链拆解

公司在数字支付与商家服务、数字金融科技平台主要承担交易平台功能，并提供相应技术支持。资金从消费者经由公司平台到公司合作伙伴。公司平台沉淀消费者信息及交易信息。公司在整个交易过程中根据平台促成的交易规模或贷款余额利息收取技术服务费。

（一）数字支付与商家服务

1.过程中公司收入的测算

2019年数字支付与商家服务业务收入为519.0亿元。数字支付与商家服务收入有三块：①主要来自**商业交易技术服务费**：按照交易规模的一定百分比向商家和淘宝网等交易平台收取的交易服务费；②部分来自金融交易及个人交易技术服务费（例如转账、信用卡还款）；③目前也开始从商家数字化服务取得一定收入。

2.资金流

商业交易：出资方为消费者，经由支付宝、网联或银联、流向商家和交易平台。中间如有如下参与方参与，支付宝向其支付一定费用。这些参与方包括：发卡行（若资金来源为某银行）、其他收单方（若商家与其他收单方签约，资金先由收单方收取）、支付宝服务商（比如用户点餐使用的小程序）。

金融交易及个人交易：出资方为个人，资金经由支付宝，流向个人或银行等。

3.信息流

商业交易：在有收单方的情况下，用户通过扫码将交易信息传递给收单方，收单方将交易信息经由清算机构与支付宝进行确认，支付宝收到交易信息并确认后，其确认信息再经由清算机构传达给收单方，最终收单方向商家传达确认收单的信息。

金融交易及个人交易：信息流由交易的A方经由支付宝传递到交易的B方。

4.分成过程

商业交易：整个数字支付过程的分成主要由支付宝或者其他收单方进行。如果商户没有签约其他收单公司，各方的分成由支付宝在交易过程中按照交易规模的百分比统一收取，再由支付宝分成给其服务商（据官网显示，费率多数为0.6%，最多1%）、清算机构网联或银联、如用户使用银行卡支付，也要向发卡行分成。如果商户签约了收单公司，便由收单方统一收取所有费用，再按照约定的比例向支付宝及其服务商、清算机构、发卡行等分成。因为支付宝最终获得的净费率是固定的，所以参与方越多，商家需要支付的总费率越高。与支付宝合作的收单方主要有美团、拉卡拉、汇付天下等，同时支付宝也推出了自营的收单服务，包括蜻蜓系列，支付宝R0等。

5.交易费率测算

（1）公司支付业务中商业交易净费率测算结果在0.16%-0.27%

蚂蚁集团数字支付业务包括移动支付及互联网支付，2019年我国非银移动支付及互联网支付规模约232万亿元。其中大部分为账户间转账及信用卡还款等非商家交易规模；数字支付业务的主要收入来源为在向商家交易规模收取百分比的服务费，商家交易规模占总移动支付规模约15%-25%（来源：艾瑞咨询），因互联网

支付总体规模较小，所以加入互联网支付后，推测商家交易规模占总体的比例变化不大。据此，推算出2019年全行业商家交易总规模可能在34.8万亿元-58万亿元。

2019年支付宝交易规模占第三方移动支付总规模的55%（来源：艾瑞咨询），据此算出支付宝商家交易规模约在19.1-31.9万亿元。

2019年公司支付宝数字支付与商家服务业务收入为519亿元，公司招股意向书注明主要来自商家交易，假设全部来自商家交易，则公司面向商家收取的费率在0.16%-0.27%（519亿元/19.1万亿元-519亿元/31.9万亿元，由于公司支付业务收入中还有个人交易部分，所以商家交易费率最高在这个区间）。该费率与支付宝、微信支付官网披露的费率（0.6%-1.0%）有一定差距，其中的原因可能为在推广数字支付的过程中有一定的优惠政策，支付宝与微信支付收取0.6%-1.0%的费率后，需要向清算机构、银行卡、收单方、第三方服务商分成，最终净费率低于官方费率。

表16: 公司支付业务中商家及平台交易费率测算

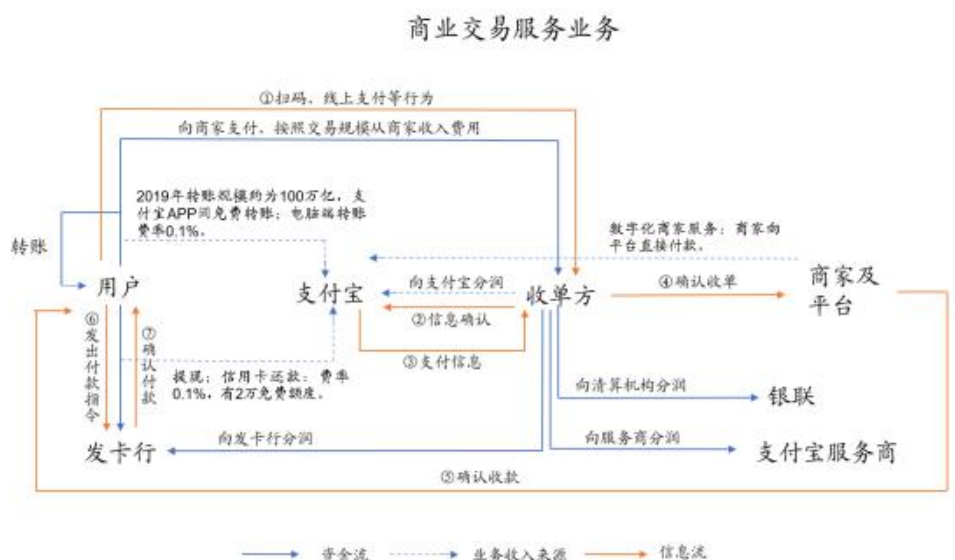
行业商家交易占总交易规模的比例假设	15%	20%	25%
公司支付业务中商家及平台交易费率测算:	0.27%	0.20%	0.16%

数据来源：艾瑞咨询，蚂蚁集团招股意向书，广发证券发展研究中心

注：据艾瑞咨询、公司招股意向书数据测算而来

(2) 金融交易和个人交易部分费率为0.1%（公司官网数据）

图38: 数字支付业务



数据来源：支付宝官网、广发证券发展研究中心

注：下图是假定有第三方收单、用户使用了银行卡付款的情况

(二) 微贷科技平台

1. 信息流

银行通过审核来自公司收集、积累的脱敏后的用户数据来决策授信额度及是否放贷，再由平台将信息传达给用户。同时，公司的微贷科技平台会利用积累的客户洞察及AI技术协助银行选择授信额度，进行风险控制。

2. 资金流

出资方主要为第三方金融公司，经由微贷科技平台，流转至消费者。截至2020年6月30日，公司平台促成的消费信贷余额总计为17320亿元，其中98%的信贷余额均由金融机构合作伙伴实际进行贷款发放，或已经完成证券化。证券化的含义是公司的子公司为了帮助拓展新客户群、实现产品创新，会全流程参与一些单款项目，进行少量出资，后续贷款的绝大部分被以资产证券化的形式转让给银行及其他投资者。

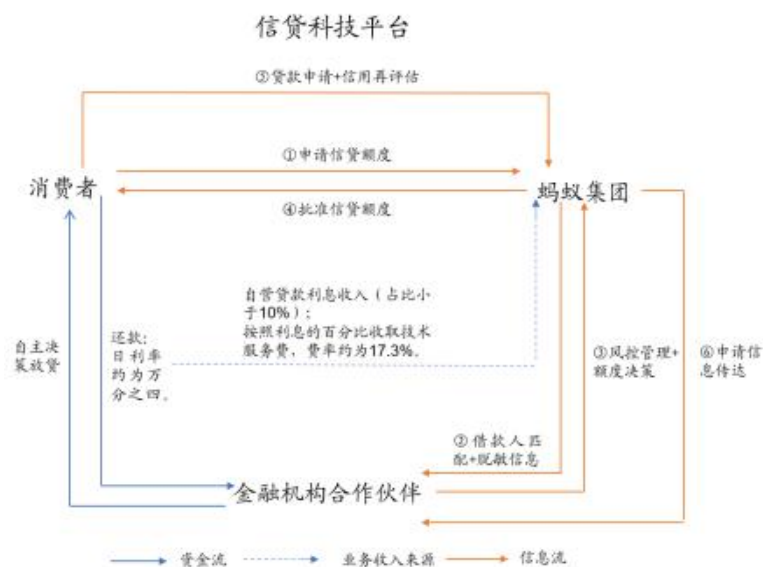
3. 过程中公司的收入测算

公司信贷科技业务主要收入来自两方：自营微贷利息净收入；按照金融机构等合作伙伴所获利息收入的一定百分比收取技术服务费，该利息收入是指从平台促成的贷款余额中获得的。

微贷科技平台收入大部分来自技术服务费。2019年自营微贷利息净收入为32.6亿元；从合作伙伴收取的技术服务费为386.2亿元。

蚂蚁集团收取的技术服务费率约为17.3%。测算过程是：以2019与2018年的信贷余额（来源：公司招股意向书）均值15297亿元为基准，使用万分之四的日利率，计算出总的利息收入为2233.4亿元，由此测算出技术服务费用率为17.3%，实际费率高于此数（这是由于信贷平台的日利率约为万分之四或以下，本文假设所有信贷均为万分之四的日利率，得出合作伙伴的利息收入相对高估，所以以此估测出的信贷科技业务的技术服务费率对真实费率有一定低估）。

图39：微贷科技平台



数据来源：公司招股意向书、广发证券发展研究中心

（三）理财科技平台

1.信息流

对投资者端，公司主要在投资者选定购买特定的理财产品时进行基于投资者数据的个性化的风险提示。在风险得到投资者确认后，向资管合作伙伴发出购买份额的申请等。此外，该平台为投资者与资管之间提供了卓越的交流平台，同业也向资管合作伙伴提供合规、风控的内容制作与高效投资者沟通。

2.资金流

资金从投资者，经由理财科技平台，流向公司子公司天弘基金、或其他第三方金融合作伙伴（截至2020年6月30日公司平台促成的资产管理规模，约33%由天弘基金管理）。

3.过程中公司的收入测算

公司理财科技平台收入主要由两部分构成：天弘基金直接从事资产管理业务产生的收入；从平台为天弘基金和资管合作伙伴促成的资管规模中按百分比收入技术服务费（公司招股意向书中披露，对子公司和对外的费率相若）。

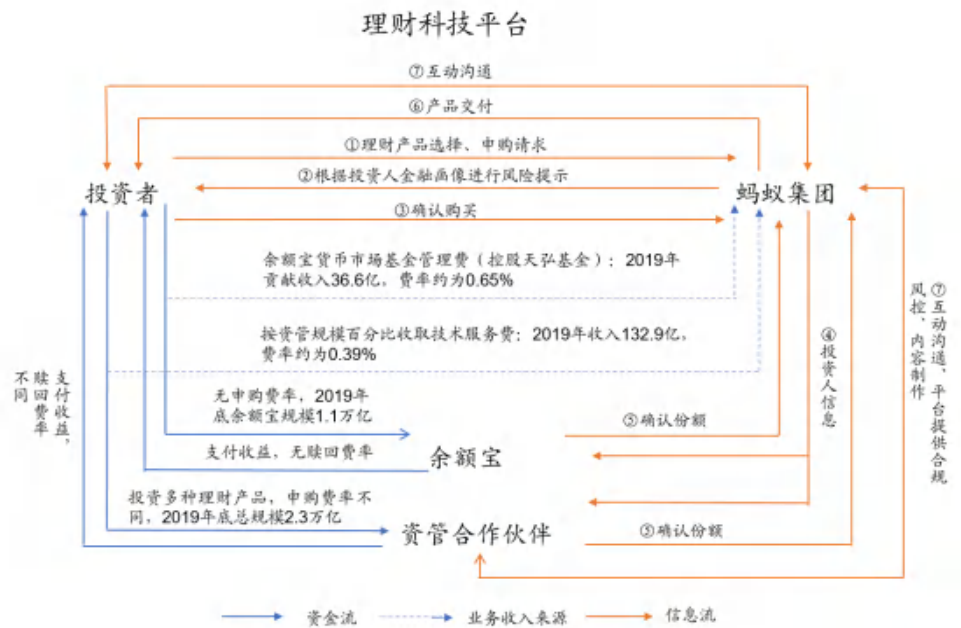
理财科技平台收入大部分来自技术服务费。2019年理财科技平台收入169.5亿元；其中自营资管服务收入为36.6亿元，占22%；技术服务费为147.9亿元，占78%。

技术服务费收入大部分来自合作伙伴。截至2020年6月30日公司平台促成的资产管理规模，约33%由天弘基金管理。

天弘基金管理费率约为0.65%。（由2019年天弘基金营收除以2019年底和2018年底余额宝规模均值得出）（来源：公司招股意向书、天弘余额宝年度报告、Wind）。

公司收取的技术服务费率约为促成规模的0.39%。除自营资管服务收入外，技术服务费2019年收入132.9亿元（由理财科技业务总收入减自营资管收入得出）。2019年度平台促成资管规模3.4万亿元。据此估算。

图40: 理财科技平台



数据来源：公司招股意向书、广发证券发展研究中心

（四）保险科技平台

1. 信息流

公司主要在筛选及理赔审核两个渠道为保险公司赋能。通过AI与大数据分析，在用户选择产品之后，筛选合适的投保人；同时在投保人上传了匹配材料后，迅速、准确的验证证明材料的真伪。

2. 资金流

资金从投保人，经由保险科技平台，流向合作保险公司、或公司子公司。

3. 过程中公司收入测算

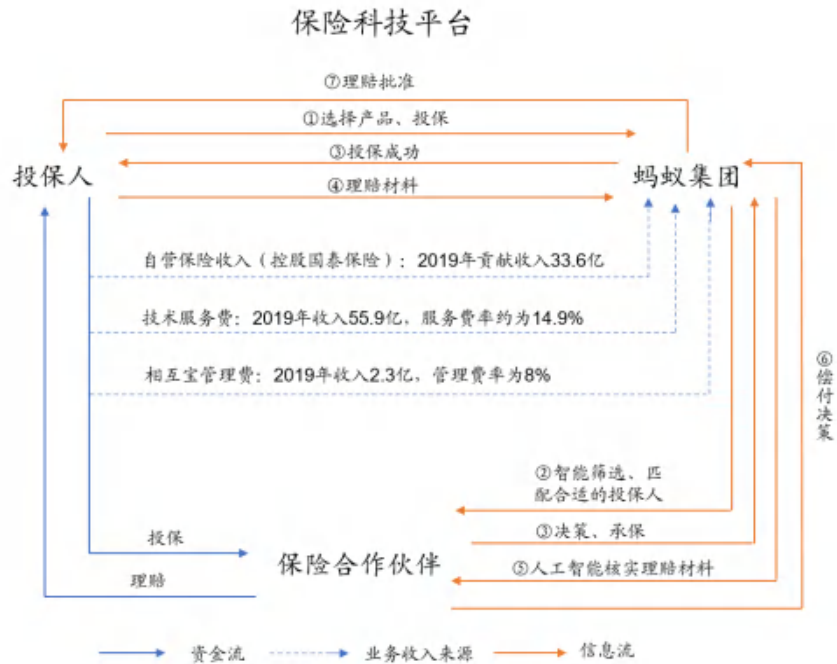
公司保险科技平台业务收入主要由两部分构成：子公司国泰保险直接向第三方收取的保费收入（公司持股比例51%）；按平台促成的保险及相互宝分摊金额的一定百分比收取的技术服务费，该保险及相互宝金额由子公司国泰保险及保险合作伙伴承保（公司招股意向书中披露，对子公司收取的费率相若）。

从收入来源看，收入大部分来自技术服务费，技术服务费率为14.9%。2019年保险科技平台收入89.5亿元；其中自营保险净收入，即子公司国泰保险直接向第三方收取的保费收入为33.6亿元；其余55.9亿元为技术服务费，当年促成的保费及分摊金额为375亿元，据此测算技术服务费率为14.9%。

保费及相互宝分摊金额中，主要为保费，相互宝分摊金额仅占8%。测算过程：2019年，保险科技平台促成的保费及分摊金额为375亿元。其中，从相互宝的分摊金额大致29亿元（相互宝app显示2019年11月用户已超1亿人，按1亿人算，招股意向书披露2019年人均分摊金额29元），其余346亿元为保费金额。

承保方主要是合作伙伴，因此技术服务费收入来源主要是外部。截至2020年6月30日止12个月期间，子公司和合作保险公司承保占比分别为约9%、91%。

图41：保险科技平台



数据来源：广发证券发展研究中心

（五）蚂蚁链

1. 蚂蚁链在融资租赁场景下的应用

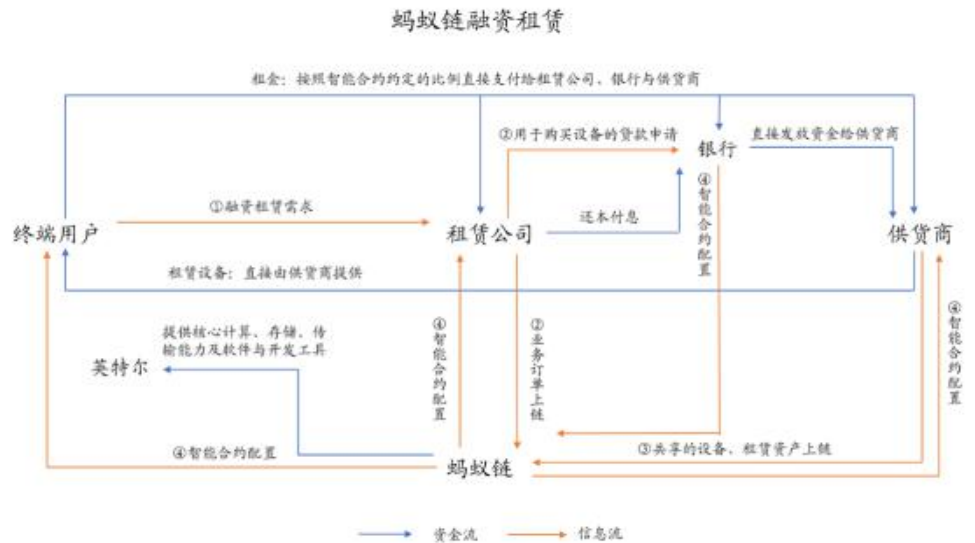
蚂蚁链在融资租赁场景上的应用。 租赁企业通过蚂蚁区块链将业务订单上链，设备厂商将其共享的设备、资产上链，资产的真实性和完整性因此得到了保障，从而实现了中小租赁企业的增信。

蚂蚁链重构交易过程。 租赁公司从银行的贷款直接发给供货商，供货商直接将货物发到终端用户，用户通过在链上的智能合约，直接将租金按比例分配给租赁公司、银行、供货商。

降低整个产业的交易成本和风险。 租赁公司由原来的重资产变为轻资产，垫资风险降低；终端用户从厂商可以拿到更低的价格，整个产业链的效率大大提高。

从资金流、信息流来看，终端用户发出租赁需求之后，租赁公司向银行申请贷款，同时将业务订单上链。供货商也将其租赁资产上链，在租赁信息完备之后，四方按照蚂蚁链智能合约的事先约定分成比例进行分配。

图42: 蚂蚁链在融资租赁的应用



数据来源: 广发证券发展研究中心

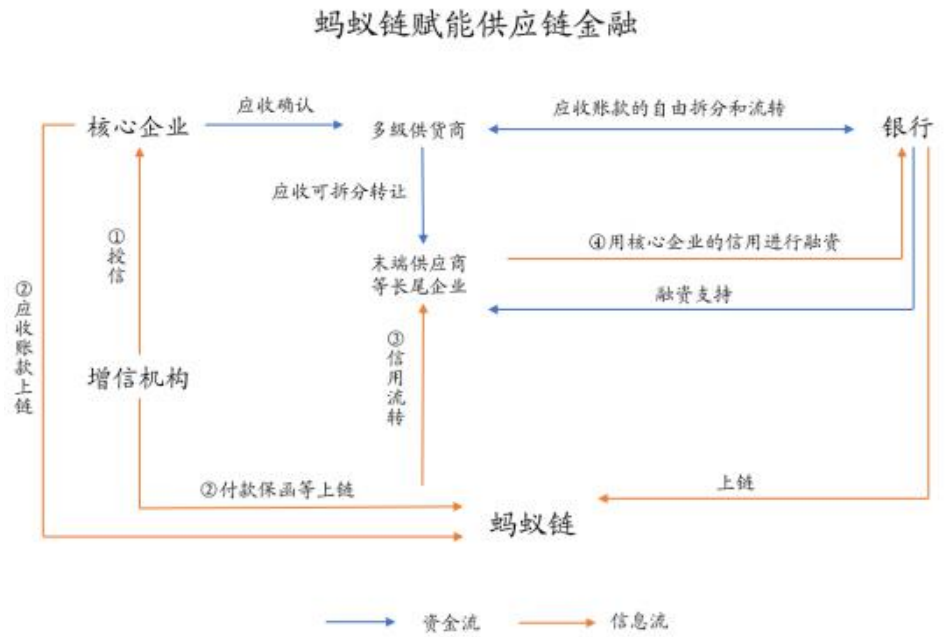
2. 蚂蚁链在金融领域的应用

蚂蚁链赋能供应链金融: 通过公司的区块链平台创建应收账款的数字化记录后, 银行可以便利地跟踪小微供应商的应收账款并验证其真实性。这极大地提升了供应链金融业务过程中的信任度和透明度, 使小微供应商 (尤其是其中那些信誉良好的大型企业供应商) 更加容易地从银行获得了贷款, 同时, 与公司合作的银行也可以减少不必要的管理成本, 并有效降低信用风险。区块链平台的搭建能够打破各层级之间的交易壁垒, 从而实现与核心企业没有直接交易的远端企业的信用传递, 将其纳入供应链金融的服务范畴中。各级供应商可以根据实际的资金需求进行融资, 提高资金使用效率, 降低小微企业的实际用款成本。

从信息流来看, 增信机构对核心企业增信后, 将付款保函等上链, 同时核心企业将整个应收账款信息上链, 这样核心企业的高信用就可以流转 to 末端供应商, 从而为这些小企业提供融资机会。

从资金流来看, 蚂蚁链实现了应收凭证的自由拆分和转让, 各级供应商可以将链上的应收账款转让给银行等出资方, 提前获得现金收益; 之后应收账款确认到账后直接将款项付给银行, 利用核心企业与整个供应链的信用, 增强了各级参与者的资金流动性, 大大降低了供应链风险。

图43: 蚂蚁链在供应链金融的应用



数据来源: 广发证券发展研究中心

八、竞争优势与行业比较分析

(一) 公司整体竞争优势分析

相比腾讯金融科技、京东数科，公司在收入体量、生态体系构建、数据完备、金融科技能力上整体而言更具优势。

1. 公司整体收入是腾讯金融科技收入的1.4倍

据腾讯控股2019年年报，其金融科技及企业服务收入为1014亿元，包括金融科技及云服务产生的收入，公司年报披露2019年云服务收入170亿元，推算其金融科技业务收入为844亿元。按2019年支付宝、腾讯财付通交易易份额54%、39%（数据来源：艾瑞咨询）估算腾讯支付收入约为375亿元（蚂蚁支付业务收入519亿*39%/54%）。则腾讯财富管理及其他金融科技服务收入的佣金收入约为469亿元，蚂蚁支付以外收入为687亿元，前者规模是后者的68%。

表17: 收入对比

	支付业务收入	支付业务外收入	金融科技及其他总收入
蚂蚁集团	519亿元	687亿元	1206亿元
腾讯金融科	375亿元	469亿元	844亿元
京东数科			182亿元

数据来源：艾瑞咨询，蚂蚁集团招股意向书，京东数科招股意向书，腾讯控股2019年年报，广发证券发展研究中心

2. 相比腾讯、京东，蚂蚁在电商结算领域有优势，集团内丰富的应用场景为公司带来大量用户

图44: 支付宝生态系统



数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

公司以支付为基石，全面覆盖金融需求。①支付宝的业务最早起步于阿里巴巴

集团的交易平台，主要为在阿里巴巴集团的交易平台上的消费者和商家提供数字支付及商家服务。阿里巴巴在电商行业绝对的领导地位，为支付宝积累了大量的用户，拥有足够的客群可以转化，间接助力其他场景的支付业务的发展。②此外，经过多年发展，蚂蚁集团借助阿里巴巴集团广泛触达用户和商家，在不同行业覆盖超过10亿用户和超过8000万商家。提供全方位的数字支付、数字金融和数字生活服务，成为国内最大的互联网消费+金融生态圈。

腾信微信结合高频社交应用的支付更加方便。与支付宝相似生态的腾讯财付通，同样覆盖支付、贷款、保险、理财等多元场景，就大部分线上线下金融场景的丰富度来说，支付宝与财付通势均力敌。鉴于腾讯社交属性较强，腾信微信结合高频社交应用的支付更加方便。

京东数科：同样作为金融科技的头部企业，京东数科则未打造出完整的金融服务生态圈，其覆盖的线上线下生活场景少于支付宝和腾讯财付通。

3.公司积累多维信息数据打造数据战车

多维度支付场景积累高质量洞察及精确用户画像，支付宝的生态体系除数字金融外，几乎囊括了个人生活中所有可能的支付场景。公交、地铁、打车等出行领域；外卖、餐饮、电影等本地生活领域及便民服务等多维度的支付场景。支付宝获得的线上消费数据广度和量级都远超其他竞争对手，可提供更精准完整的数据画像，进而可更为精准营销地各种产品和服务。

网络效应强化份额优势：支付宝在交易规模的领先在网络效应下被放大和强化，随着用户数量的增多，信息的价值呈加速增长的趋势，所以支付宝在数据的广度和精度等价值维度的领先要更加突出，这也是支付宝能在数字金融业务飞速发展成龙头企业的基石之一。用户数量、交易量的上升是支付宝所有业务增长的核心驱动之一。

业务与数据闭环发展：蚂蚁集团的业务和数据形成了良性的闭环。蚂蚁集团所有业务均依托支付宝平台，公司在为客户提供科技服务的同时，客户与消费者、投资者之间的数据可以反过来为整个金融科技的平台提供支撑，暨所有的业务在提供收入的同时也提供了有效的数据。

4.区块链专利数全球第一，以区块链为代表的基础设施与技术是核心科技优势

相比京东数科，研发投入显著领先：蚂蚁集团不断加大金融技术创新投入，根据招股意向书披露，2019年公司研发费用为106亿元，同比大幅增长53.6%，占总营业收入比重达到8.8%。京东数科2019年研发费用为26亿元，占营业收入的比例分别为14.1%。截至2020年6月30日，蚂蚁集团技术人员共10646人，合计占员工总数比例约为64%；京东数科共有研发人员及专业人员6969人，占员工总数的比例约为70%。

表18: 收入对比

	2019年研发费用	2019年研发费用率	2020年中研发人员数量	研发人员数量占比
蚂蚁集团	106亿元	8.8%	10646名	64%
京东数科	26亿元	14.1%	6969名	70%

数据来源：蚂蚁集团招股意向书，京东数科招股意向书，广发证券发展研究中心

截至 2020年7月31日，公司在全球四十个国家或地区拥有专利或专利申请，共计 26279项，其中6382项已经获得授权，当中40.17%布局在中国大陆，59.83%布局在境外。蚂蚁集团在区块链领域连续四年专利申请全球第一，累计专利授权数212件，位居全球第一。

公司技术体系完备。蚂蚁集团的技术体系是从数字支付与商家服务业务出发，构建稳健且兼具可扩展性的数字基础设施，扩展到提供综合、广泛的数字金融科技平台，蚂蚁集团的技术体系更加领先，技术覆盖面更广泛。公司的核心技术能力包括人工智能、风险管理、安全、区块链、计算及技术基础设施等，这些能力全面贯穿公司的业务运营，安全高效地支持海量业务，服务超过十亿消费者和数千万小微经营者，并助力众多合作伙伴高效地提供产品和服务。展示了其在区块链、人工智能和云计算等方面技术研发的超前性与应用的广泛性。

就目前形势来看，现有的IT基础建设及技术可以满足现在的数字支付处理量和交易量，未来，区块链具体趋势尚不明确，蚂蚁集团专注的区块链技术的变现环境还需观察，但蚂蚁集团持续投入区块链核心技术的研发，是在为未来数字经济时代打造信任基础设施做准备。

（二）公司可能面临的挑战分析

尽管公司在收入体量、生态体系构建、数据完备、金融科技能力上整体而言相比腾讯金融科技、京东数科更具优势，但公司支付业务的发展未来可能面临来自微信和新电商的挑战。

可能来自微信的挑战：据艾瑞咨询估计，截至2019 Q2，支付宝、财付通分别占据了54.2%和39.5%的中国第三方移动支付市场份额，支付宝市占率第一。但微信推出的小程序使用、开发便捷，微信本身使用频次高，未来不排除形成基于微信小程序的交易生态。

可能来自新电商生态的挑战：近年来，拼多多成为发展最快的互联网企业之一。同淘宝一样，拼多多是以C2C模式为主，针对的是低端消费者，目前在月活用户数量上拼多多与淘宝的距离不断拉近，也分得部分淘宝天猫在电商行业的市场份额（淘宝天猫在网络零售市场交易额所占份额由2015年80%下降到2019年62%）。而淘宝天猫平台作为支付宝最重要的流量入口，支付宝的交易规模增长或受到影响。

九、各业务前景及竞争分析

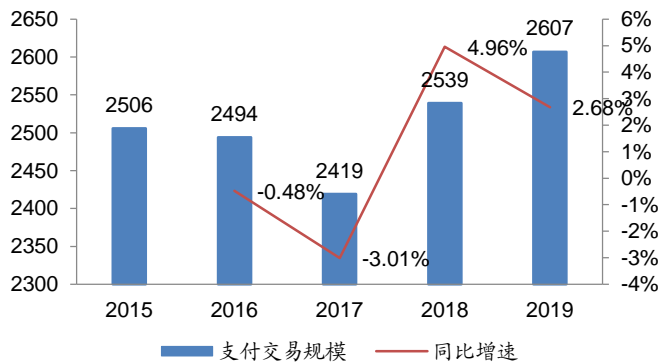
(一) 数字支付与商家服务业务

数字支付与商家服务业务是蚂蚁集团重要收入来源、流量入口，所属非银支付交易市场，整个电子支付包括银行机构电子支付和非银机构。银行机构电子支付包括网上银行、电话银行、手机银行、ATM、POS（银行卡收单）等；非银机构电子支付包括移动支付，如支付宝、财付通（包括微信支付及QQ钱包）；互联网支付，如银联商务、支付宝等。

1. 电子支付市场概况

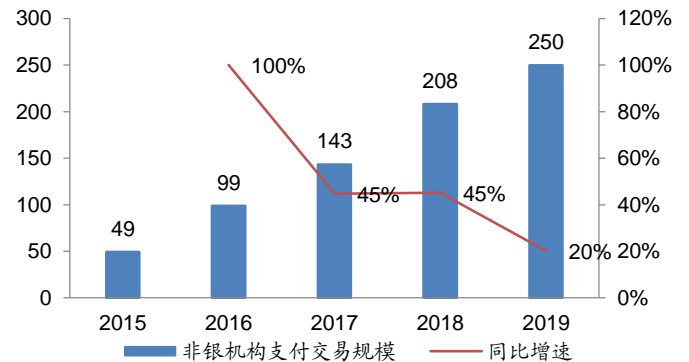
发展趋势：银行机构仍为主导，非银机构发展迅猛。银行机构目前在我国电子支付市场中仍处于主导地位。2019年，银行机构处理电子支付交易量为2607万亿，同比增速2.7%，同年非银机构处理的支付交易规模为250亿元，同比增速20%（来源：中国支付清算协会），非银机构支付交易规模2015-2019复合增长率约50.3%，远高于银行机构同期复合增长率1.0%，尽管非银机构支付交易规模2019年增速有所下降，但未来几年第三方支付市场规模仍有望保持较快增长，市场份额不断上升（数据来源：中国支付清算协会）。

图45：银行机构电子支付交易规模变化（万亿元）



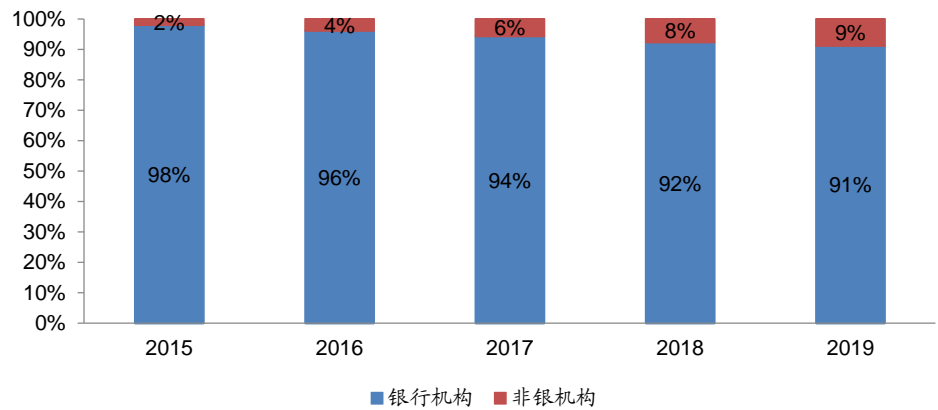
数据来源：中国支付清算协会，广发证券发展研究中心

图46：非银机构电子支付交易规模变化（万亿元）



数据来源：中国支付清算协会，广发证券发展研究中心

图47: 银行机构与非银机构电子支付市场份额变化

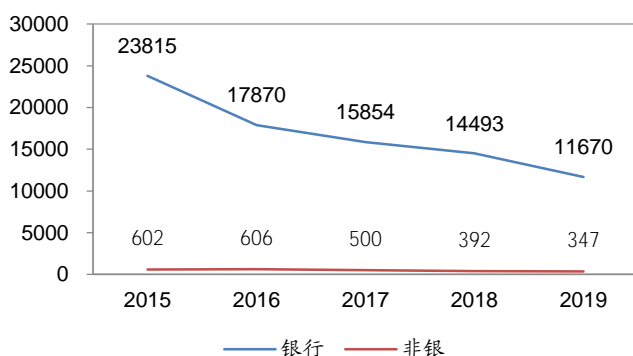


数据来源: 中国支付清算协会, 广发证券发展研究中心

交易场景: ①非银支付交易与银行机构场景侧重不同。银行机构的电子支付平均金额相对较大, 2019年, 平均每笔支付金额为1.2万元, 非银机构单笔支付金额为347元(数据来源: 中国支付清算协会), 其中支付宝每笔交易规模小于600元, (由公司披露2018收到交易投诉数量及占比得到2018年总交易笔数, 以截至到2020 H1的12个月内交易总规模作为基准, 得到2018年支付宝平均单笔交易规模的最大值)。使用场景方面, 银行机构以大额消费、大额转账为主, 而非银支付主要覆盖小微支付交易。尽管银行机构近年来增速相对较低, 但是未来在大额消费及转账领域非银支付可能不易挑战银行机构。

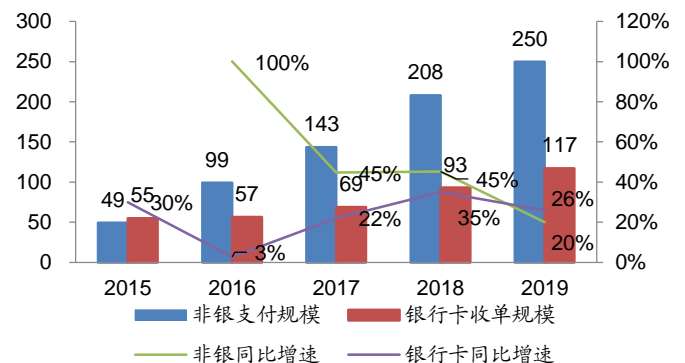
②银行卡收单增速平稳, 未来对非银支付发展的影响可能较小。银行卡收单市场依托银行卡消费的增长而上升, 我国银行卡消费总额2016-2019年复合增速19.7%, 低于非银37.1%的增速水平。2019年银行卡收单交易规模同比增长26%, 略超非银支付规模, 二者增速水平逐步收敛, 未来银行卡收单对非银支付的影响可能较小(数据来源: 中国支付清算协会)。

图48: 银行、非银电子支付交易平均单笔规模变化(元)



数据来源: 中国支付清算协会, 广发证券发展研究中心

图49: 银行卡收单总额及笔数变化(万亿元、亿笔)



数据来源: 中国支付清算协会, 广发证券发展研究中心

2. 非银机构支付交易市场概况

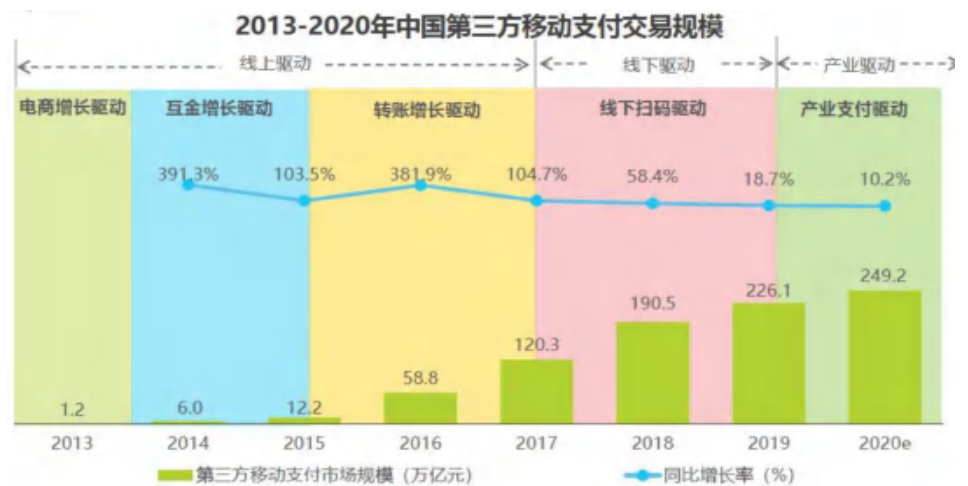
非银支付交易市场主要参与者有: 移动支付, 如微信财付通、支付宝; 互联网支

付，如支付宝、银联商务；其中移动支付占据了大部分的市场份额，根据艾瑞咨询估计，2019年移动支付约占总非银支付市场90%，互联网支付约占10%（数据来源：艾瑞咨询）。

(1) 移动支付市场增速放缓，未来内生的长期增长驱动较少

伴随着我国4G等移动互联网基础设施及智能手机市场的快速发展，第三方移动支付市场在2013-2019年整体保持了较快的增长，年复合增长率达到140%（数据来源：艾瑞咨询）。但近年来移动支付市场发展速度迅速下降。据公司招股意向书披露，支付宝年度活跃用户超过10亿，微信则更高，移动支付市场对用户人数的渗透难有大的提升。未来移动支付市场依靠用户渗透率带来增长较难，未来可能依靠用户交易频次、笔数的增长来驱动。

图50: 第三方移动支付交易规模及增速（万亿元）

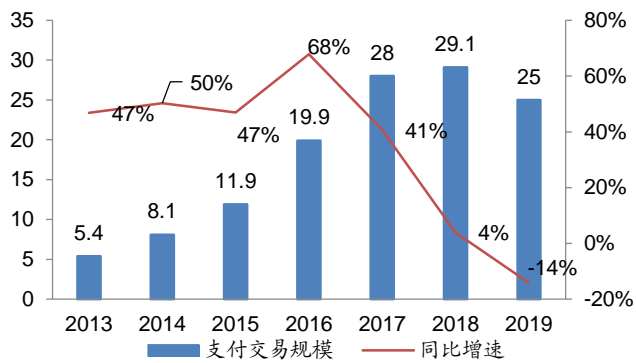


数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

(2) 互联网支付板块较难成为公司支付业务的主要驱动。互联网支付难以为公司的支付业务提供有效的增长。据艾瑞咨询估计，2019年互联网支付交易规模中，支付宝占35%（数据来源：艾瑞咨询），其余参与者有银联商务、微信财付通、京东支付、苏宁支付、快钱等。其中，京东支付，苏宁支付等有自身依靠的电商平台作为基本盘，份额有一定的下限。为支付宝留下的可以进行有效竞争的市场空间较小。且互联网支付市场规模较小，约为移动支付的九分之一，目前也没有明显的上升趋势，能提供给公司的可能增长比较有限。

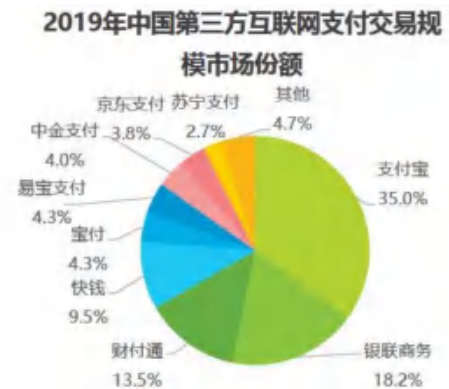
图51: 非银机构互联网支付交易规模变化(万亿元)

图52: 互联网支付市场份额



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

注: 互联网支付是指用户通过电脑设备发出支付交易指令



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

注: 财付通包括微信支付与QQ钱包, 下文统称财付通为腾讯财付通

3. 未来数字货币可能带来挑战

数字货币对未来移动支付市场的影响短期难构成威胁, 长期可能对移动支付形成挑战。数字货币相比支付宝、腾讯财付通等移动支付最大的区别来自于两点: **松耦合**, 央行推出的数字货币非强制绑定银行卡, 可以不与银行卡关联独立使用, 这点相较于移动支付必须绑定银行卡更加灵活; **双离线**, 用户不需要联网也可以直接使用支付功能。数字货币若大规模推广对移动支付市场可能会形成挑战, 主要因为三点原因:

①支付场景层面, 支付宝与微信支付不能互通, 无论对商家还是消费者都会造成一定的不便, 并且有些商家需要同支付宝或者微信签订排他性的协议, 只能使用一方支付。而数字货币具有无限法偿, 同纸币一样, 所有商家都必须无条件接受, 对于商家或者用户的方便性来讲有很大的提升。

②技术层面, 数字货币的双离线技术, 使用起来相比扫码支付方便, 用户体验更高, 效率也更高。

③数据与监管层面, 使用数字货币为央行等监管机构对移动支付交易数据监管提供了便利, 提升了效率, 交易数据可以直接达到银行与央行, 同时也避免了结算和数据流转的工作量。

尽管数字货币相比现有的移动支付体系有多方面的优势, 但是短期来看影响有限, 数字货币的推广涉及大量的硬件改造以及系统建设打通, 需要所有收款方, 包括商家, 公共设施, 线上等众多场景的基础设施的改造, 这样庞大的工程难以在短期内完成。

4. 竞争优劣: 支付宝对比腾讯财付通

(1) 多维生态对比

①线上购物生态对比: 支付宝优势突出: 从大三购物平台GMV、MAU来看, 淘宝天猫的两项数据大致相当于京东与拼多多的和; 人均消费金额淘宝天猫优势明显。支付宝支付可以用于淘宝与天猫、拼多多; 微信支付可以用于拼多多、京东; 京东只能用于京东购物。从数据来看, 支付宝对财付通的优势在该领域突出, 并且支付宝

培养了消费者线上支付的习惯，消费者在其他线上平台付款时，支付宝也有天然的优势。

表19：线上购物：支付宝对比财付通

相关购物平台数据	购物平台MAU	购物平台GMV	人均消费金额	商品品类
支付宝	2019年淘宝天猫MAU为8.46亿元	2019年淘宝天猫GMV同比增加8620亿元	2019年淘宝天猫人均消费金额9076元	品类齐全，覆盖各个消费阶层
财付通	2019年3月京东MAU为3.87亿；拼多多为4.87亿元	2019年京东GMV同比增加3900亿；拼多多同比增加5350亿元	2019年京东人均消费金额5761元；拼多多为1720元	京东以3C数码起家，拼多多主打下沉市场

数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

注：MAU为月度活跃用户，GMV为年总成交额

②线下商家生态对比：支付宝合作商户覆盖面更广：据腾讯披露，2019年度财付通线下月活跃商户达5000万（数据来源：腾讯控股年报）；支付宝APP月度活跃商家超过8000万，从商家数量来看，支付宝有一定优势。此外，两者支付费率大体相当，均为0.6%-1.0%（数据来源：公司招股意向书，微信支付官网），但存在许多减免或者优惠的活动，真实费率两者都要低一些。

③个人应用生态对比：微信更丰富，涉及更深入：个人应用领域主要包括账户间转账和信用卡还款。个人应用板块占数字支付整体收入较低，但是对形成用户生态有比较关键的作用。财付通有国民APP微信作为支撑，构建用户间交易、转账、红包等的生态相比支付宝有一定优势。

④生活服务生态对比：势均力敌：支付宝的优势生态集中在出行和数字金融领域，微信的优势生态集中在外卖餐饮与娱乐体系。

表20: 其他生态: 支付宝对比财付通

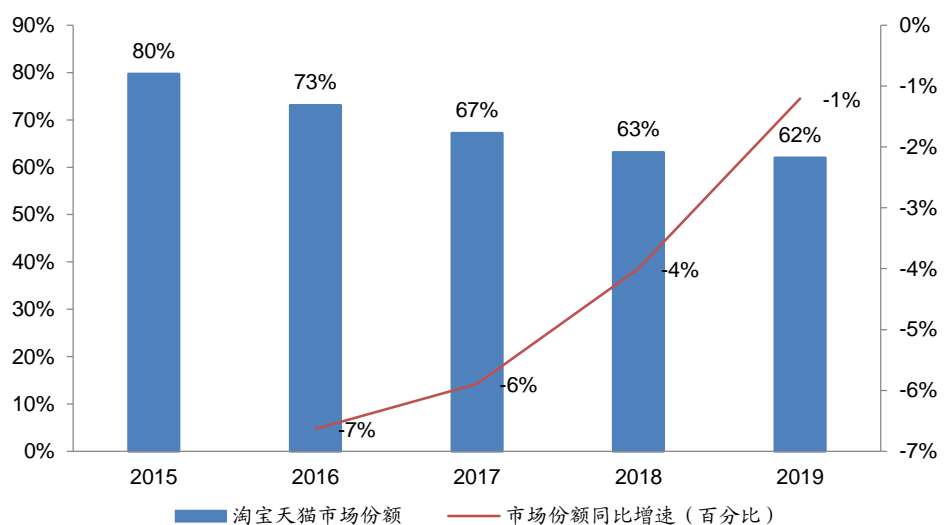
生态领域	出行	外卖与餐饮	娱乐及网购	数字金融
支付宝	飞猪: 在线旅行市场重要公司	饿了么: 占外卖市场份额约 27%	淘票票	年度活跃用户 7.29 亿, 2019 年促成资管规模 4.1 万亿元, 信贷余额 2.2 万亿元, 保费及分摊金额 518 亿
	哈罗: 月活超 4800 万	口碑	淘宝天猫: 市占率 62%	
微信	在线旅行生态布局没有独家平台	美团外卖: 占外卖市场份额约 65%	猫眼电影、腾讯系游戏	用户超 1.5 亿, 2019 年资金保有量超过 8000 亿元
	摩拜: 月活超 2800 万	美团点评	京东拼多多: 市占率小于 38%	

数据来源: Trustdata, 易观, 理财通官网, 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

(2) 支付宝可能面临的挑战

①**淘宝天猫交易规模市场份额有所下降:** 蚂蚁集团支付业务竞争优势主要体现在线上购物平台积累大量的存量用户以及数字金融领域持续的全面领先。前者很大程度上奠定了支付宝用户的基本盘, 但随着拼多多的崛起, 拼多多与京东通过微信支付生态相结合, 相互间形成了良好的生态和流量共享, 拼多多的崛起会逐渐降低支付宝在线上购物领域对财付通的优势。通过统计局关于全国网络零售市场规模与阿里巴巴年报披露的自身交易规模测算, 淘宝天猫在网络零售市场交易额所占份额由2015年80%下降到2019年62%, 支付宝在电商支付领域的优势相应会受到影响(数据来源: 国家统计局, 阿里巴巴集团年报)。

图53: 淘宝天猫在网络零售市场交易规模所占份额变化



数据来源: 国家统计局, 阿里巴巴集团年报, 广发证券发展研究中心

②**微信使用频次高, 不排除未来形成基于小程序的交易生态:** 微信推出的小程

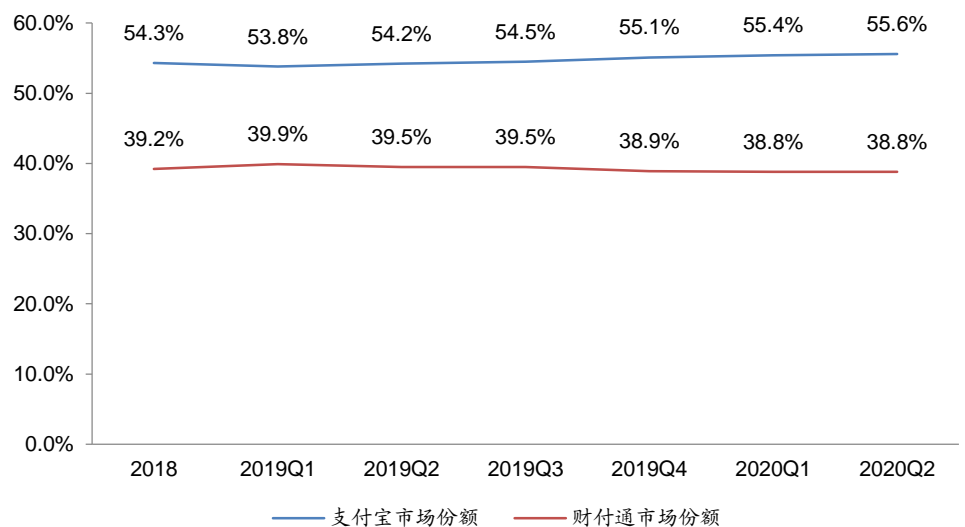
序使用、开发便捷，微信本身使用频次高，未来不排除形成基于微信小程序的交易生态。

(3) 支付宝发展前景

支付宝已经在数字支付领域占据了龙头位置，但第三方移动支付市场增速逐渐放缓，从行业增速上来看未来高增长的可能性较小。

在数字支付业务上，主要竞争对手是腾讯，支付宝与腾讯财付通的市场份额较为稳定，两者稳定在55%与40%左右（数据来源：艾瑞咨询）。

图54：支付宝与财付通交易规模份额的变化



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

未来支付业务可能会面临腾讯、电商发展带来的一些挑战，如：①拼多多及京东在电商市场的发展对淘宝天猫的影响；②财付通在数字金融领域的创新力度与成效；③微信使用频次高，不排除未来形成基于小程序的交易生态。

(二) 微贷科技平台

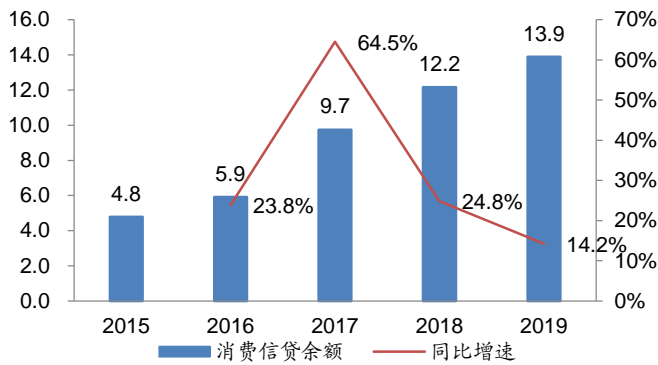
蚂蚁集团微贷科技平台的两个主要产品与服务分别为To C的花呗与借呗及To B的对小微经营者的信贷服务。两者分别属于消费信贷市场与小微经营者信贷市场。

1. 消费信贷市场概况

(1) 市场总体增速放缓，渗透率趋于稳定：

消费信贷市场增速放缓。据央行数据，我国消费信贷余额由2015年4.8万亿元增长至2019年13.9万亿元，复合增速达30.4%，但2017年增速出现拐点，近两年增速有大幅下降的趋势，2019年同比增速为14.2%（数据来源：中国人民银行）。与美国相比，2019年我国消费信贷余额在个人消费总支出中占比36.0%，超过了同期美国的31.6%（数据来源：中国人民银行，美联储，Wind）。

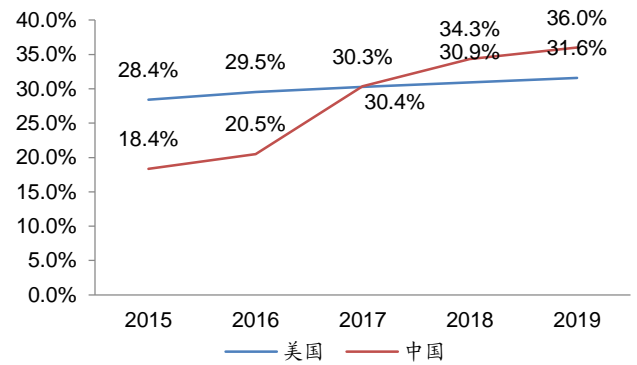
图55: 我国消费信贷余额变化(万亿元)



数据来源: 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

注: 所有消费信贷余额均不包括个人住房贷款

图56: 中美消费信贷占消费支出总额对比



数据来源: 中国人民银行, 美联储, Wind, 广发证券发展研究中心

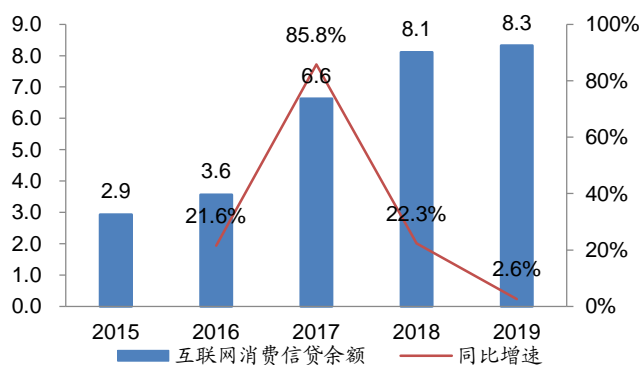
注: 渗透率=消费信贷余额/全国个人消费支出

(2) 互联网消费信贷市场概况

互联网消费信贷市场是整体消费信贷市场的子板块, 花呗、借呗、白条等产品均属于互联网消费信贷的范畴。

①互联网信贷市场面临的挑战在于: 近两年规模增速低于信用卡余额增速, 政策变动会带来不确定性。我国消费信贷市场目前以信用卡及互联网信贷两方参与者为主。据央行披露, 截至2019年, 全国信用卡贷款余额约7.6万亿元, 同期全国消费信贷总余额约13.9万亿元, 信用卡占比约54.7%, 估测互联网信贷占比约为45.3%(数据来源: 中国人民银行)。此外, 互联网消费信贷余额增速近两年较低, 复合增速为12.1%, 低于近两年信用卡余额的复合增速16.5%。

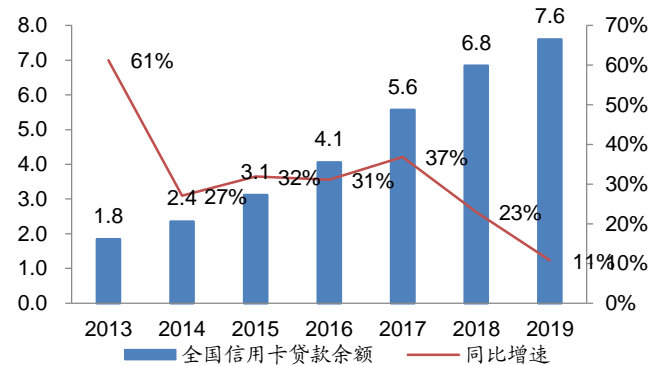
图57: 互联网消费信贷余额(万亿元)



数据来源: 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

注: 由全国总消费信贷余额减信用卡贷款余额估测

图58: 全国信用卡贷款余额及增速(万亿元)



数据来源: 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

a.互联网消费信贷市场份额下降是“提质”过程, 但未来仍面临政策的不确定性。互联网消费信贷市场发展路径不规范, 如2018年出现大量P2P暴雷事件、产品同质化严重等, 近两年市场份额的下降与清退不规范参与者相关。经过清退的阵痛

之后，市场内参与者的产品、技术、商业模式更加成熟、规范、高质。蚂蚁集团在这个过程中，占全国总消费信贷市场份额由2017年的5.3%增长到2019年的12.5%（市场总规模来自人民银行），增长幅度达7.2个百分点。“提质”过程筛选出了真正在合规风控、合作伙伴、科技方面有竞争力的企业，但未来仍面临有政策的不确定性。

②公司互联网消费信贷的机遇体现在：科技赋能可提高效率，触达长尾用户。

a.金融科技赋能传统消费信贷，提高运营效率。金融科技的发展首先将银行等传统金融机构实现了线上业务转型，打破传统营业网点对办理业务时间、空间上的限制，同时降低运营成本。例如各银行推出的手机、网上银行，可以快捷、便利在任何时间和地点服务用户，信用卡可以通过网上银行随时查看记录、还款。此外，互联网信息更加透明，为普通消费者提供多样选择，避免信息不对称，加剧了银行间在消费信贷领域的竞争。这两点改变在消费信贷方面表现为对利率的降低作用。更低的信贷利率暨吸引更多的消费者进入。

b.金融科技公司崛起，发掘长尾用户：对于蚂蚁集团、京东数科技等提供互联网消费信贷产品的公司来说，他们作为科技服务提供商，与大量传统金融机构合作，将其本身在支付宝、京东金融等平台的用户流量、用户洞察变现，实现对银行较少接触的长尾用户的初级金融画像的描绘，从而将信贷业务精准匹配平台上的大量长尾用户。金融科技公司有大量的长尾用户可以发掘，这部分潜在的增量用户是未来消费信贷发展的主要驱动。

2.小微经营者现金贷市场概况

增速相对消费贷较快，发展势头良好：小微经营者对中国经济的重要性与日俱增，中国小微经营者，特别是缺乏信用记录的小微经营者仍未被金融机构充分服务。单笔金额低于50万元的小微经营者信贷余额预计将从2019年的6万亿元增长至2025年的26万亿元，期间年均复合增长率达到27.7%。（来源：公司招股意向书）

3.互联网消费信贷市场竞争格局

（1）多方参与竞争

互联网消费信贷市场参与者众多，主要有大型商业银行、互联网巨头及一些中小型网贷机构三方参与。

表21: 市场参与者多维对比

	贷款规模	表内贷款	利率	收入模式	生态体系
蚂蚁集团	2019: 信贷与小微经营贷款共2万亿元	表内贷款占2.0%以下	日息不超过万分之四	科技服务费	支付宝、阿里巴巴
京东数科	2019: 金条规模4589亿元	金条: 表内贷款4%	白条日息万分之五, 金条万分之1.9	科技服务费	京东集团
微粒贷	未披露	未披露	日息万分之五	利息收入	腾讯
陆金所	2019: 3736亿元	表内贷款占2.8%	年化28%左右	贷后管理费、贷款撮合费	中国平安

数据来源: 各公司官网, 蚂蚁集团招股意向书, 京东数科招股意向书, 陆金所招股意向书, 广发证券发展研究中心

(2) 相比银行互联网巨头更有数据优势

①银行短板促成合作: 综合来看, 消费信贷领域, 银行的主要客户还是贷款额度为1万元以上的高净值客户。一方面, 因为银行拥有的长尾客户的信息有限, 难以对其金融画像有清晰的了解; 另一方面, 银行系消费信贷缺少有效的手段触达银行本身客户之外的用户, 用户规模、群体突破困难。针对这两个痛点, 信贷科技服务公司均有相似的解决方案: 通过本身支付、电商等生态体系积累对长尾客户的洞察, 通过AI风控等技术为银行放贷提供脱敏信息和参考建议; 同时, 不同互联网巨头通过自身在互联网产业的积累, 在效率和广度上相比银行都具有优势, 暨在获客环节, 互联网公司对低净值、不需要人工服务、缺少银行信用积累的用户获客效率较高, 且这个群体是传统银行机构难以触达的。

②互联网巨头有高生态壁垒: 互联网巨头创新的信贷科技服务有极高的生态壁垒。蚂蚁集团、京东数科、微众银行分别独家享受支付宝、京东金融、微信支付的庞大生态。**生态体系是互联网信贷技术的核心竞争力:**

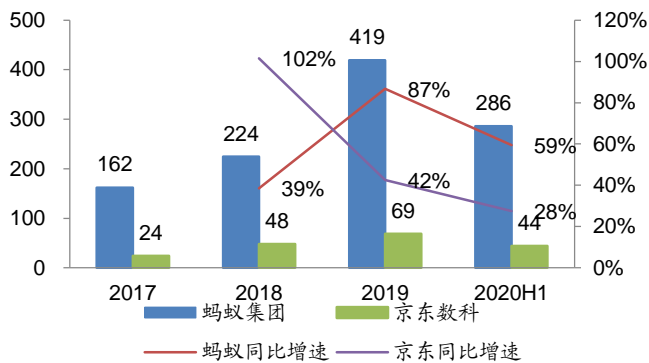
a.多维覆盖的生态为信贷产品提供快速、高效的应用场景: 在电商平台、线下扫码支付、打车、外卖等领域均可能成为信贷产品的使用场景, 用户可以在支付界面选择使用花呗、京东白条等信贷产品进行支付, 在多种场景下提供便捷的信贷服务在提升客户体验的同时大大增加了用户的粘性和留存率。

b.独家生态提高议价能力: 银行等传统金融机构是否与金融科技服务商进行合作很大程度上取决于该服务商生态环境, 暨获客能力、金融画像描绘精准度等。互联网巨头构造的独家生态, 一方面通过流量优势来证明本身的获客能力; 另一方面独家生态意味着生态系统内有大量高质量的粘性客户, 比如在打车、外卖、电商、理财等领域均使用支付宝的用户, 这部分客户的金融画像相对准确, 可以成为银行低违约率、高借贷频率的客户。

(3) 公司竞争优劣：蚂蚁集团对比京东数科

①生态层面：蚂蚁集团维度更加丰富。从生态层面来看，蚂蚁集团与京东数科在消费信贷业务的起源均是电商，二者从各自的电商平台出发，首先为电商平台合适的消费者提供服务，再逐渐扩展到其他应用场景。不同点是，在支付业务提到，蚂蚁集团生态布局涉及众多生活领域，除电商外还有打车、外卖、线下购物等等，所以花呗相比京东白条，使用场景更加丰富。丰富的场景应用对描绘更精确的金融画像有很大的促进。

图59: 两家公司信贷科技业务收入及增速对比 (亿元)



数据来源：蚂蚁集团招股意向书，京东数科招股意向书，广发证券发展研究中心

注：假设京东数科 2019 H1 收入为 2019 年的一半，京东数科 2020 H1 增速由该假设算出，京东数科收入为白条与金条之和

表22: 两家公司消费信贷产品数据对比

	年度活跃用户	利率
花呗与借呗	共超过 5 亿用户	日息万分之四或以下
京东白条	5545 万人	日息万分之五
京东金条	1424 万户	日息万分之 1.9 或月息 0.39%-1.13%

数据来源：蚂蚁集团招股意向书，京东数科招股意向书，京东金融，广发证券发展研究中心

注：年度活跃用户为 2020 H1 的数据

②规模层面：从收入规模来看，2019年底，蚂蚁集团信贷科技业务收入为419亿元，同期京东数科收入69亿元。从增速来看，2017-2019年蚂蚁集团信贷科技业务复合增速为60.8%，京东数科为69.6%。蚂蚁集团收入规模优势较大，但2017-2019年增速略低于京东数科。从用户角度来看，京东数科用户规模远小于蚂蚁集团，只有后者的约14%，其收入约为蚂蚁集团的16.5%（来源：公司招股意向书，京东数科招股意向书）。从利率来看，花呗利率相较白条较低，借呗相比白条较高。因为花呗与白条属于不同的生态，用于不同的购物场景，所以竞争关系相较金条与借呗较弱；但金条与借呗同属现金借贷，利率较高的借呗容易丧失竞争力。此外，据京东数科招股意向书披露，2017-2020H1京东金条促成的贷款规模复合增长率为110.38%。目前来看，花呗相对白条的优势会继续保持或稍有扩大，而借呗相对金条的优势有逐渐降低的趋势。

③科技服务层面，收入模式不同。借呗与金条的收入模式类似，暨从促成的信贷规模中按百分比向金融机构收取技术服务费。但白条与花呗的收入模式差异较大，蚂蚁花呗收入模式与借呗和金条类似，来自金融机构的技术服务费；白条的收入是来自服务的商家的技术服务费。京东数科通过技术服务为商家和消费者提供赊销中介的服务，并且不占用自有资金。消费者成功赊销产品后，京东数科从消费者向商家支付的本金及利息中收取技术服务费。双方的收入模式服务的对象不完全相同。

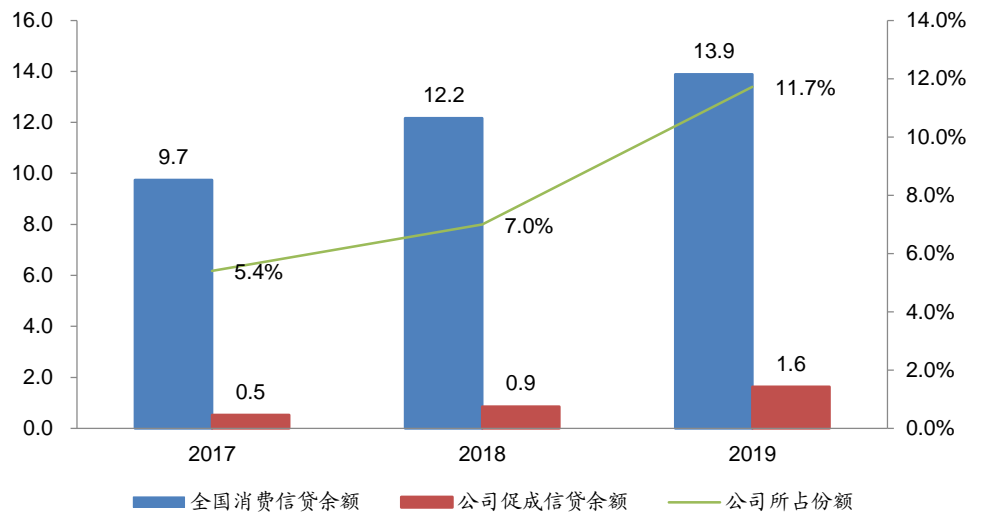
④从发展路径来看，蚂蚁集团较难复制。从发展路径来看，支付宝的信贷科技从开始的为线上购物提供支持到现在线上线下多生态共享，已经形成了很高的用户

壁垒，其他竞争者难以模仿；京东数科在金条领域的优势是基于其较低的利率，但现金贷款用户对利率比较敏感，如果有利率更低的产品用户流失会比较严重。所以京东数科信贷产品的壁垒较低，受其他竞争者挑战的可能较高。

(4) 公司消费贷从用户渗透率、市场份额看仍有较大空间

前文提到，互联网信贷主要针对的是没有银行信用卡的用户，这部分用户约占全国成年人口的75%。截至2020年6月，支付宝年度活跃用户超过10亿，公司互联网信贷产品中用户规模最大的为蚂蚁集团的花呗及借呗，两者年度活跃用户一共约5亿，用户渗透率仍有空间。2019年公司在国内消费贷市场所占份额为11.7%，仍有较大的提升空间。

图60: 公司促成消费信贷余额市场份额逐渐提升 (万亿元)



数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

注：公司促成的消费信贷余额扣除了小微经营者。计算方式为：将2020 H1 者贷款余额占比假定为每个时期小微经营者贷款的占比估测

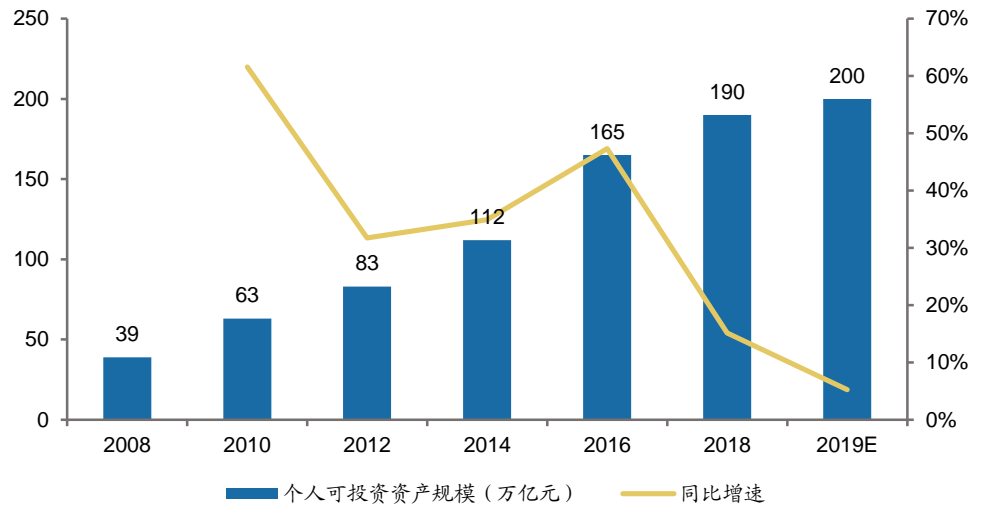
(三) 理财科技业务

1. 市场概况

(1) 我国个人投资需求旺盛，但因监管趋严、科技赋能不足理财规模有所下降

个人可投资金融资产持续增长。过去十多年间，中国个人可投资金融资产规模从2008年39万亿元增长到2018年190万亿元(数据来源：2019中国私人财富报告)，虽然2018年受宏观经济影响增速放缓至15%，但整体仍然保持着持续增长态势。展望未来，随着中国经济发展企稳，预计2023年中国个人可投资金融资产规模将达到243万亿元(数据来源：艾瑞咨询)，2019-2023年复合增长率约为5.0%。居民财富的持续积累，带动财富管理市场需求的不断扩大，从而为行业发展注入了发展动力。

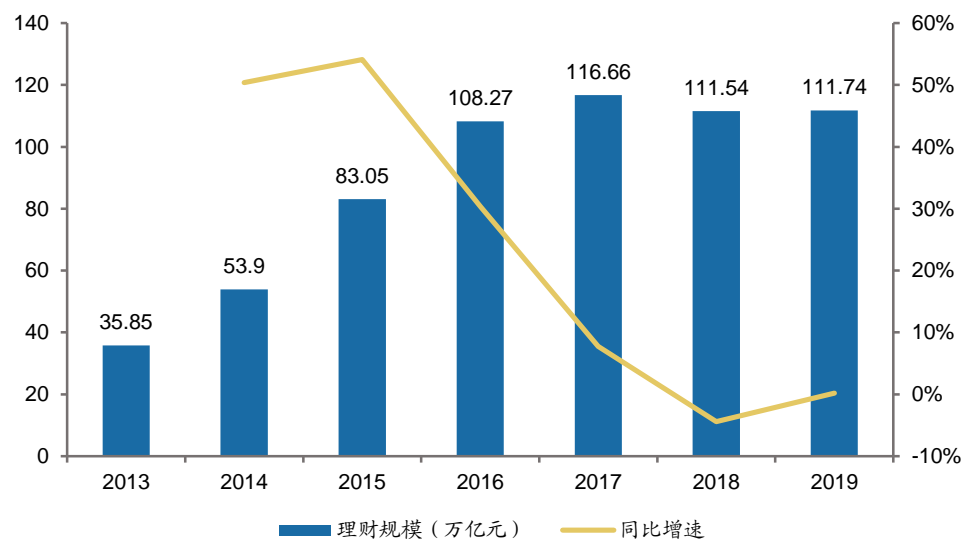
图61: 我国个人持有可投资资产规模



数据来源：《2019 中国私人财富报告》，广发证券发展研究中心

从理财规模来看，我国理财行业呈先增后减的两个发展阶段。其中，2013年至2017年为迅猛发展阶段，从2013年的35.85万亿元增长到2017年的116.7万亿元，四年来增长了2.3倍，2013-2017年复合增长率高达34.6%。随着“资管新规”出台，银行理财产品、信托、券商资管、基金等，受“打破刚兑、去通道”的影响，2018年起，我国理财总规模进入下行趋稳阶段，2018年理财总规模下降为111.5万亿元，同比下降4.39%，2019年资管总规模为111.7万亿元，同比小幅增长0.18%。（整段数据来源：银行业理财登记托管中心，中国证券投资基金业协会，中国银行保险业监督管理委员会，中国信托业协会）

图62: 理财管理规模及增速



数据来源：银行业理财登记托管中心，中国证券投资基金业协会，中国银行保险业监督管理委员会，中国信托业协会，广发证券发展研究中心

理财规模下降原因有以下几点：政策监管趋严：在严金融监管时代，中国人民

银行、银保监会（原银监会和保监会）、证监会和外管局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》；“一行两会”（原“一行三会”）等金融监管机构针对银行、证券、基金、保险出台一系列监管政策，在推动资产管理行业不断规范的同时，正本清源、优胜劣汰的效应也逐渐显现。

科技化程度低制约发展：目前我国理财线上化水平较低，尤其是除银行理财产品和公募基金产品外的其他理财产品。传统线下销售面临市场触达难、获客成本高、运营效率低下、客户体验差等问题，长期制约理财业务进一步发展。要通过加快传统金融机构的信息系统建设，及其与互联网金融平台的全方位深入合作，不断推动理财产品线上化，有效促进理财业务转型升级。

（2）互联网理财用户快速增长

互联网理财获得网民信任，用户规模增长迅速。2014年左右，蚂蚁财富余额宝、腾讯理财通等新型理财方式的诞生使中国互联网理财市场快速成长，使其触达了数以亿计的理财新用户，国民的理财意识整体得到巨大提升。随后，传统金融机构、互联网金融企业纷纷推出宝宝类产品，同时基金电商、互联网保险也相继发展，使得互联网理财人数快速增长。截至2018年，中国的互联网理财人数已经达到5.3亿（数据来源：艾瑞咨询），经过前期的市场教育，网民对互联网金融已建立了信任，对互联网理财认可度逐渐提高，推动了行业的发展。

图63：互联网理财用户规模及网民渗透率



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

2013年，互联网财富管理市场规模仅有7726亿元，而到2018年已达到5.66万亿元，2013-2018年复合增长率达48.9%，2018年增速下滑是由于2017年以来，随着互联网金融监管不断强化，以欺诈为目的或技术水平不达标的机构逐步被市场清退（数据来源：艾瑞咨询）。

图64：互联网理财管理规模及增速



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

未来技术水平较高的互联网理财平台会更多的发展机会，同时平台与传统金融机构的合作更加频繁，进行多样化的合作创新，带动了财富管理行业的转型升级。双方合作的优势也逐渐展现出来：

①**有效提升金融可得性，服务更多长尾用户：**互联网理财通常门槛较低，大多数产品为100元起投，很多产品的门槛会低至1元，给众多储蓄较少的用户提供了参与理财业务的机会。同时，大多数互联网理财产品提现周期较短、手续较少、操作方便，也给资金丰厚的用户更多元的资产配置选择，提高了不同资金状况用户的金融获得度。投资者选择更便利。

②**投资者选择更便利：**由于用户信息筛选能力有限，且本身金融和理财知识水平不足，传统理财服务市场的理财顾问为用户提供的帮助有限，而互联网理财引入的智能投顾则可以解决专业工作人员少，咨询费用较为高昂等问题。智能投顾是利用大数据技术归纳专业理财顾问的个人经验与理财模式、各类理财产品的特点，通过智能算法综合评估用户的风险偏好、投资目标、财务状况等基本信息，并结合现代投资组合理论为用户提供专业化、个性化、快捷化的理财方案。

③**产品销售更精准：**互联网平台相较于传统业务积累和整合了更多的数据，包括各类金融交易、客户信息、市场分析等。同时互联网理财产品常常与人工智能等技术进行结合，智能化技术能够处理海量数据并从中归纳描述、还原用户画像，进行用户和产品的归类、匹配，帮助销售机构把不同的产品匹配给更适合的人，同时降低运营成本。

2. 竞争优劣：蚂蚁集团、京东数科、腾讯理财通三方对比

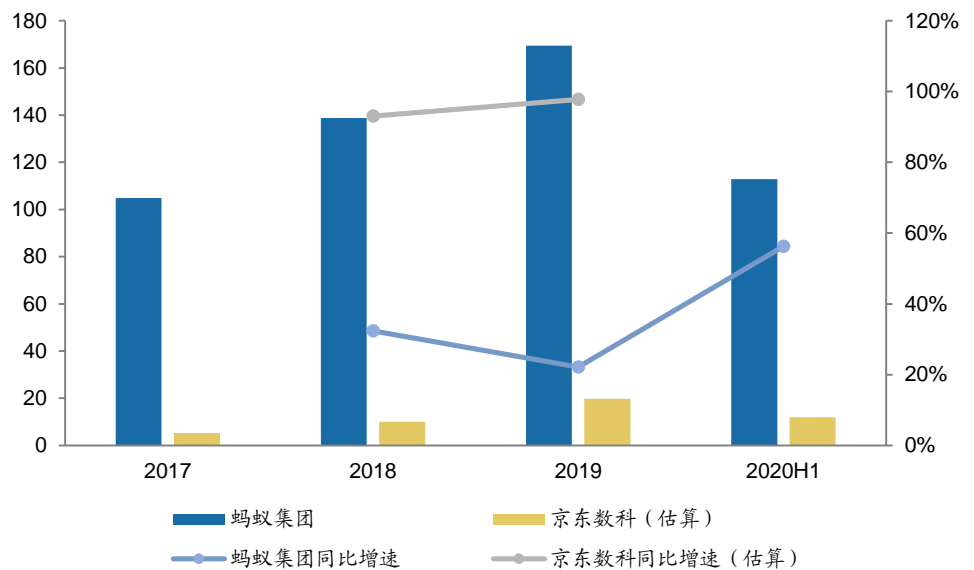
(1) 资管规模、收入、用户规模对比

①**资管规模：**蚂蚁集团理财科技平台是中国最大的线上理财平台。2017年蚂蚁集团理财科技平台促成的资产管理规模累计达到2.2万亿元，到2019年，资管规模达到3.4万亿元。截至2020年6月末蚂蚁集团理财科技平台促成的资产管理规模达到了

4.1万亿元。腾讯理财通于2014年在微信上线，截至2019年末，腾讯官方理财平台理财通资金保有量约0.9万亿元（数据来源：腾讯年报），京东数科尚未披露其理财平台管理规模。按照奥纬咨询的统计，公司在理财科技领域的市场份额约为48%-51%（数据来源：奥纬咨询）。

②收入：蚂蚁集团远远领先于京东数科。2017年，蚂蚁集团理财科技平台收入为104.9亿元，2019年理财科技平台收入为169.5亿元，同比增长22.1%，较2017年增长61.6%。截至2020年上半年，理财科技平台收入为112.83亿元，同比增长56.3%，占营业收入比例15.6%。根据京东数科招股意向书数据，估算出2017年、2018年、2019年及2020上半年京东数科理财平台收入的上限分别为5.2亿元、10.0亿元、19.8亿元及11.9亿元（金融机构数字化解决方案收入减去京东金条、信用卡科技服务、保险收入）（数据来源：京东数科招股意向书）。

图65：理财平台营业收入对比（亿元）



数据来源：蚂蚁集团招股意向书，京东数科招股意向书，广发证券发展研究中心

③用户规模：截至2020年6月末，已有累计超过5亿用户通过蚂蚁集团理财科技平台进行投资。腾讯理财通注册用户约2亿（数据来源：腾讯年报），京东数科则是披露其累计为基金公司、证券公司推荐了超过6700万理财产品用户（数据来源：京东数科招股意向书）。蚂蚁集团理财平台用户规模同样领先于其他两家。

（2）产品业务对比

蚂蚁集团产品种类丰富，数量取胜。2013年，蚂蚁集团率先推出第一支宝宝类产品余额宝。目前，余额宝是全球最大的货币基金产品。蚂蚁集团与全球最大的投资管理机构之一Vanguard合作，向消费者提供全权委托的智能理财服务“帮你投”。截至目前，平台提供超过6000种理财产品。京东金融、理财通都是相同的路线，从余额增值服务到基金、保险等理财产品。京东金融提供智能投顾服务京东智投，对标“帮你投”。腾讯理财通在业务模式上遵循“严选+运营”的原则。与蚂蚁集团、京东数科不同的是，理财通建立会员体系进行用户分层，将用户划分为普通用户、白银用户、黄金用户和铂金用户，提供不同的服务。

表23: 产品业务对比

	产品数量	智能投顾
蚂蚁集团	>6000款理财产品	与Vanguard合作, 提供智能理财服务“帮你投”
京东数科	未披露	京东智投
腾讯	>1000款理财产品, 将用户划分为普通用户、白银用户、黄金用户和铂金用户, 提供不同的服务。	未披露

数据来源: 公司招股意向书, 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

(3) 合作伙伴对比

开放平台, 拓展合作机构版图。在发展早期, 蚂蚁集团的理财业务主要依托旗下天弘基金等自有平台。随后, 他们开始陆续开放合作更多的金融机构, 蚂蚁集团理财科技平台于2018年引入第三方公募基金管理公司, 逐步开放其他金融机构入驻, 实现理财产品信息、用户信息的整合, 借助生态场景带来的流量优势为金融机构的理财产品引流, 代销公募基金、理财型保险、贵金属等产品, 目前蚂蚁集团合作的外部资产管理机构数量约117家。京东数科未披露其合作资产管理公司数量。鉴于理财通采用严选模式, 其合作基金公司数量相对较少, 约为40家。

总体来看, 蚂蚁集团借助其生态体系优势积累了难以超越的用户体量和多样化的理财产品, 已在行业处于主导地位并与其他公司拉开了较大的距离。目前, 互联网财富管理行业处在向智能化过渡的阶段, 蚂蚁集团的BASIC战略(区块链Blockchain、人工智能AI、安全Security、物联网Internet of Things、计算力Computing)将为公司智能投顾提供强有力的支持, 推动全智能化财富管理的发展。

(四) 保险科技业务

1. 互联网保险市场概况

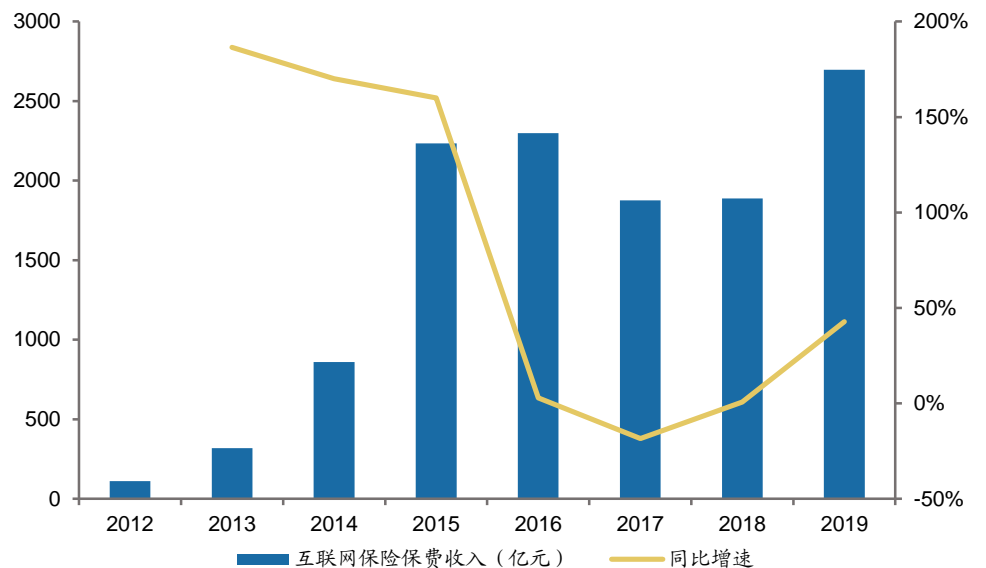
(1) 国内保险行业处于初期阶段, 互联网保险业务发展前景广阔

互联网保险行业发展前景良好: 公司看到其中存在较大的市场机遇。根据奥纬咨询数据显示, 就保费深度(保费收入/GDP)来看, 2019年, 中国仅为4%, 低于美国(11%)、日本(8%)和德国(6%) (数据来源: 奥纬咨询)。这也就意味着, 中国互联网保险未来仍有想象空间。2019年中国保险保费规模达4.3万亿元, 预计到2021年将达到5万亿元, 2025年将攀升至8.6万亿元(数据来源: 新浪财经里的报道Oliver Wyman数据), 年复合增速为12%; 其中, 2019年中国在线保费规模达到近0.3万亿元, 在数字化技术的驱动下, 预计在2025年可达到1.9万亿元的规模, 年复合增速为36%, 预计增速远高于整个保险行业。

互联网保险在2012-2015年的4年间经历了爆发式的增长, 保费收入增长近20倍,

据艾瑞咨询估计，互联网保险渗透率于2015年达到了9.2%。然而从2016年开始，互联网保险保费规模增长陷入停滞并开始减少，渗透率连年下滑，到了2018年渗透率仅有5%，其主要原因是受保险业政策影响，给互联网保险行业发展带来了短期阵痛，但从长远发展来看，政策调整后的互联网保险行业能够更加健康的发展。（数据来源：艾瑞咨询）

图66：互联网保险保费收入及增速



数据来源：艾瑞咨询，中国保险行业协会，广发证券发展研究中心

（2）相比传统保险渠道，互联网平台具备多重优势

目前，传统的中介渠道一直是保险销售的最主要渠道，中介渠道主要包括专业代理（保险专业代理机构、保险经纪机构）、兼业代理（银行邮政渠道）和营销员渠道。由于传统保险产品的销售都强依赖于保险销售的渠道，导致保险销售的渠道方过于强势，渠道成本高昂。根据各保险公司2019年年报数据显示，中国人寿佣金支出占其收入的11%，中国平安佣金支出占其收入的10%，太平洋保险佣金支出占其收入的11%（数据来源：保险公司2019年年报）。近年来，传统中介渠道竞争愈发激烈、成本较高、代理人队伍逐渐饱和，银邮渠道受政策影响且服务较差，传统中介营销渠道增长乏力，为互联网渠道等提供了发展机会，促进了保险公司与蚂蚁集团等金融科技公司的合作。

①科技赋能保险行业，助力降低成本：对于保险公司来说，借助保险科技平台销售保险产品属于直接销售，省去了保险销售中介的参与，大大降低了营销成本。根据蚂蚁集团招股意向书数据，估算出蚂蚁集团科技平台向保险公司收取的技术服务费率为14.9%，尽管较保险公司支出佣金费率高出约4个百分点，但公司为保险合作伙伴提供销售平台的同时，更为合作伙伴提供了更多增值服务，使保险合作伙伴能够实质性地降低成本：

a.蚂蚁集团保险科技平台推出智能核保系统，利用科技赋能健康险领域，推出交互式智能咨询，系统将自动识别其所咨询的疾病，并匹配专业核保结果，并将健康告知结构标准化。

b.针对通过上传医疗记录来申请理赔的投保人，保险科技平台利用光学字符识别(OCR)和自然语言处理(NLP)技术来快速准确地评估其上传病历的真实性。当用户的健康信息告知不符合参保条件时，系统将通过问答交互的方式进一步判断用户是否满足理赔条件，这一模式简化了重新审核的流程。

通过这些高度自动化的程序，公司帮助保险合作伙伴为以前难以触达的客户提供服务，并且能更有效地发现理赔欺诈，降低理赔纠纷，并通过减少人工介入来降低他们的运营费用，为合作的保险公司提高了效率和节约了成本。

②利用互联网属性拓展业务，转化潜在用户：利用数据优势优化产品设计。传统的保险销售模式下，客户的信息数据往往无法得到精确地导入和储存，使得保险公司在许多时候无法知晓市场上真正的需求情况。而蚂蚁集团保险科技平台的客户的各类信息可以在第一时间准确地被导入系统，减少了信息流失和错误的概率。在设计保险产品时，保险公司往往需要大量的数据演算，保险科技平台的销售数据和客户信息会使得保险公司更加针对市场需求设计出最优的保险产品，使得供给与需求更加匹配。

主打性价比产品，旨在吸引大众流量。目前，在蚂蚁保险的平台下，产品的最高定价为不超过500元/年，这也迎合了大众流量对于性价比产品的期待。通过低价获得保障的思路与相互宝相同，两者形成协同作用：相互宝参与人群主要是中低收入人群，商业保险渗透率低，向他们提供性价比高的产品顺应其获得更多保障的需求。

目前，互联网保险业务竞争格局相对分散，并没有形成明显的巨头集中效应，这使得蚂蚁集团保险科技平台的作用得以最大限度的发挥，更容易获得大量的合作伙伴，未来将保持高增长。

2.竞争优劣：蚂蚁集团、京东数科、腾讯微保三方对比

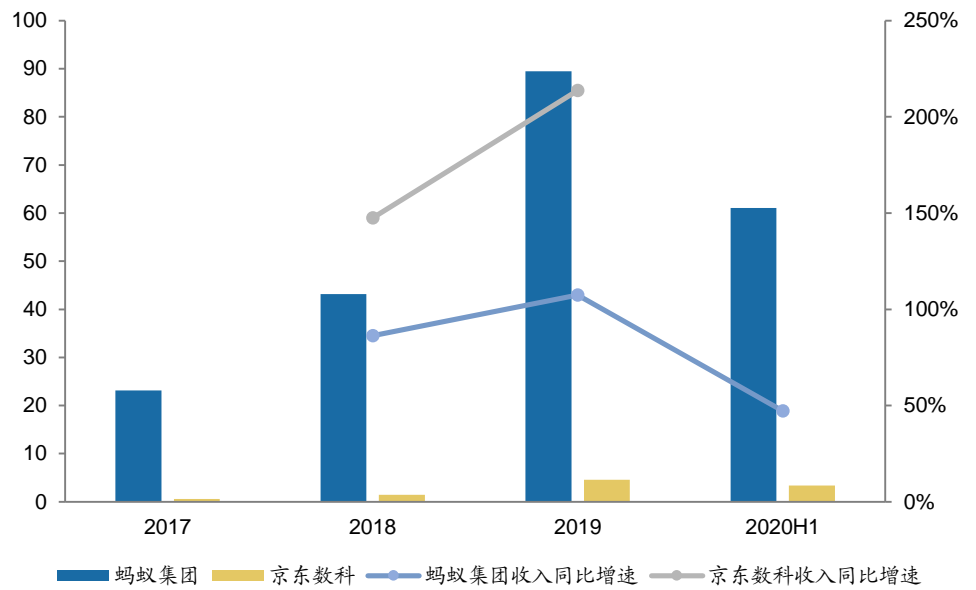
(1) 收入规模对比

保险业务收入方面，蚂蚁集团增速强劲。2017年保险科技平台收入为23.15亿元，仅占蚂蚁集团营业收入的3.54%；2019年保险科技平台收入达到89.47亿元，同比增长107%，较2017年增长286%，增速强劲。2020年上半年保险科技平台收入为61.04亿元，同比增长47%，占营业收入比例8.42%。

京东数科于2015年上线保险科技平台。2019年平台获取的收入为4.58亿元，同比增长213.7%，占营业收入比例1.8%。2020年上半年平台收入为3.35亿元，占营业收入比例3.2%。**对比蚂蚁集团保险科技平台，京东数科保险科技业务规模较小，发展相对较慢**（数据来源：京东数科招股意向书）。

微保(WeSure)是腾讯旗下保险代理平台，于2017年11月28日正式上线产品。到2019年11月28日两周年时，微保宣布已为超过2500万用户提供了保险服务，微保用户人均保费超过1000元（数据来源：凤凰财经），根据上述公开数据进行估算微保运行2年，已经录得保费超过250亿元。截至目前，微保未披露其保费收入。

图67: 保险科技营业收入对比 (亿元)



数据来源: 蚂蚁集团招股意向书, 京东数科招股意向书, 广发证券发展研究中心

(2) 用户规模对比

蚂蚁集团保险用户数量遥遥领先。目前, 支付宝已拥有超10亿名年度活跃用户, 截至2020年6月3日止12个月期间, 超过 5.7 亿支付宝用户通过公司平台投保或受保 (包含其电商平台退货运费险用户), 其中相互宝已拥有超过1亿用户。为普及保险产品, 蚂蚁集团提供简单、易懂、多媒介的教育内容, 一方面, 有助于用户在公司平台上找到合适的产品, 提升公司消费者群体的保险意识; 另一方面, 通过内容扩大流量, 提高用户活跃度和粘性。截至2020年6月末, 京东数科累计为保险公司推荐了超过4500万保险用户 (数据来源: 京东数科招股意向书)。截至2019年11月末, 微保拥有超过5500万注册用户, 其中2500万用户已使用其保险服务 (数据来源: 凤凰财经)。

(3) 平台生态对比

蚂蚁集团: 利用多场景化, 创新保险产品。目前, 支付宝的生态体系几乎囊括了个人生活中从线上购物到线下生活服务所有可能的数字生活场景: 公交、地铁、打车等出行领域; 外卖、餐饮、电影等本地生活领域及便民服务等。一方面, 蚂蚁集团根据多维度消费场景创新保险产品, 使保险产品融入到用户的生活场景中, 比如根据电商交易场景推出的订单险、运费险, 根据在线旅游场景推出的出行保障险等。

蚂蚁集团: 利用流量及生态优势, 精确客户画像, 提升客户转化率。公司在支付宝开展多维度的支付场景的同时, 为蚂蚁集团积累了庞大的交易数据及用户基础, 有助于绘制出精准的客户画像, 为合作的保险公司精准锁定客户、实现智能化保险推荐、协助保险产品定价。值得注意的是, 蚂蚁保险开放了“健康金”模块, 用户使用支付宝其他业务 (例如到店付款/收款码收款、购买理财等) 后能够获得健康金换取免费的保障额度, 从支付宝平台其他业务向平台保险业务引流, 让用户体验商业保险的流程和服务后, 进行后续转化。

京东数科：线上线下相结合，但用户数据及流量有限。与蚂蚁集团不同的是，京东数科的4500万的保险用户既有来自传统的线下渠道，也有线上渠道。其中，线下渠道主要是以鼎鼎保代(京东数科100%控股全资子公司)为代表的保险代理公司，该公司是保险金融一站式服务平台，线下渠道已在全国开设了26家省级保险代理分公司，建立了120家分支机构。线上渠道主要是京东生态与京东金融APP。鉴于京东数科目前覆盖的数字生活业务极为有限，其用户数据来源仅为线上京东购物平台的电商数据和京东金融的数据，尽管京东数科着力搭建线下渠道，但其获取的用户数据及流量与其线上获取的难以互补，进而难以有效整合利用其流量数据，描绘全面精准的用户画像，**保险业务获客转化能力有限。**

微保：依靠微信，生态主打“流量”+“社交”。截至今年上半年，微信月活用户超12亿。2017年腾讯正式在其微信钱包服务中推出微保，微保坐拥微信社交平台的庞大用户客群，在获客上具有得天独厚的优势，依托腾讯社交，互联网保险产品可以通过用户朋友圈的推荐广泛传播，社交链条能增加用户之间信任感因此提升产品销售效率。同支付宝一样，通过微信支付、微信步数等积累的用户数据，可用于微保产品的精准营销。但值得注意的是，腾讯没有在微信支付中过多的推广保险业务，甚至将保险服务从微信支付界面移除，微保保险现在需要通过小程序或者公众号进入。目前，微保小程序月活用户超3000万(数据来源：新浪科技)，但相较支付宝界面直观的保险选项，腾讯微保在客户的转化方面可能处于劣势地位。

(4) 客群定位对比

蚂蚁集团与京东数科保险平台主打性价比模式。旗下产品最高定价为不超过500元/年。蚂蚁集团保险平台推出的“相互宝”，采用低门槛与后付费模式，快速沉积客户群体。60岁以下会员只要满足芝麻分在650分以上，即可零付费加入互助计划，可通过申请一次性领取最高30万元的互助金。平台显示，2019年相互宝人均分摊金额29元。与蚂蚁集团、京东数科不同的是，腾讯微保推出的产品更多面向精英人士、小众群体，平台走精品商城路线(即每一个险种推出2到3款高性价比产品)，其推出的产品包括“航空险”、“车险”等。

(5) 产品合作伙伴对比

蚂蚁集团保险科技产品数量多，覆盖面广。蚂蚁集团、京东数科、微信保险平台产品均覆盖健康、意外、人寿等传统险种，蚂蚁保险平台还拥有乐业险、公益险等新型险种，依旧保持着蚂蚁多场景化与个性化兼具的风格。目前蚂蚁集团保险科技平台有超过90家保险机构合作开展业务，合作的保险公司以财险公司居多，平台共提供超过2000款保险产品，数量最多。腾讯微保则采用严选模式，当前与11家保险公司合作共推出22款定制化的产品。京东数科与100多家保险公司合作推出60余款产品(数据来源：京东招股意向书)。

表24: 产品合作伙伴对比

	产品数量	产品种类	合作伙伴
蚂蚁集团	>2000款保险产品	健康、意外、财产、人寿等传统险种，还拥有乐业险、公益险等新型险种	>90家保险机构，财险公司居多
京东数科	>60款保险产品	健康、意外、财产、人寿等传统险种	>100家保险公司，以寿险机构为主
腾讯	22款保险产品	健康、意外、人寿、出行、车险	11家保险公司健康险仅与大公司合作（如泰康在线）

数据来源：蚂蚁集团招股意向书，京东数科招股说明书，京东金融APP，微保小程序，广发证券发展研究中心

总体来看，蚂蚁保险凭借支付宝庞大的用户基础和先发优势，在用户流量方面远超腾讯微保和京东数科保险科技；在保险产品上，相较于其它两者所处的生态，蚂蚁依赖的支付宝金融消费属性更强，也更容易根据消费场景创新保险产品。鉴于京东数科并未建立完整的生态体系，腾讯微保生态发展较慢，在未来，蚂蚁集团生态场景协同效应的优势有助于其保险业务高速发展并维持其行业领先地位。

（五）创新业务

1. 公司核心技术

蚂蚁集团的核心技术包括人工智能、风控、安全、区块链、计算及技术基础设施等，这些服务贯穿公司所有的业务运营，助力公司服务超过十亿的消费者和两千多万的小微经营者。

表25: 蚂蚁集团核心技术

技术	主要应用
人工智能	通过分析消费者与商家特征，借助海量消费者和商家来绘制准确的客户画像，为智能决策提供基础，实现智能风控、智能投顾、智能理赔，以及客户定制服务。
风险管理	公司将专家分析决策经验与人工智能技术结合打造出智能风控系统 AlphaRisk，以先进的风险计算架构为基础，通过风控模型的自学习、自进化分析过程，实现海量支付的实时风控。
安全	公司的安全切面防御体系将安全能力系统化的融入技术基础设施与应用服务内部，同时保持安全响应能力与复杂业务逻辑的结构，在业务高速演进的同时，可以独立、高效、精确的在应用内部直接检测和阻断各种复杂攻击，并支持业务透视以完成全方位安全治理工作。
区块链	基于区块链技术连接产业生态，实现资产全线路可信流转，通过价值流转平台促进产业发展。
计算与技术基础设施	公司研发了一系列 SOFAShield（可伸缩的开放金融分布式架构栈）的中间件技术，用来实现高性能和高可靠的金融分布式架构，并经过了历年“双十一”的交易峰值验证。此外，为了应对海量交易，公司自主研发了具有高可靠性、可扩展性和高成本效益的分布式数据库 OceanBase。

数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

2.创新业务发展情况

公司创新业务主要包含蚂蚁链技术服务、金融云技术服务等多项创新技术服务；以及向阿里巴巴集团及网商银行等关联方提供行政及支持服务。2019年开始，公司从蚂蚁链取得收入。

2020年7月蚂蚁区块链升级为“蚂蚁链”，联合跨境贸易平台、国内外银行、供应链服务商等建立数字化国际贸易和金融服务平台，提供安全便捷的交易功能，高效的数字化订单管理及智能普惠的金融服务。

由于公司的蚂蚁链技术服务、金融云技术服务等涉及的相关技术均属于业内较为创新的技术应用，且行业整体对该等新技术的商业化模式（包括具体服务对象、服务内容、收入模式等）仍在探索早期。

3.创新业务竞争分析

（1）相比腾讯金融科技，蚂蚁集团对科技的重视程度或更高

从发展愿景来看，蚂蚁集团描绘的愿景是构建未来服务业的数字化基础设施，除了希望发展普惠金融、为小微企业提供平等发展机会；还希望通过开放合作，让数字生活触手可及。腾讯金融科技描绘的愿景是以微信和QQ两大平台为基础，致力于连接人与金融的美好，构建金融开放生态，携手合作伙伴为全球用户提供移动支付、财富管理、证券投资、企业金融、民生产品等服务。

从金融科技能力输出情况来看，蚂蚁集团官网有比较全面的科技解决方案展示，金融科技的能力输出较全面，涉及区块链、金融分布式架构、分布式数据库、移动开发、数据资源和数据分析多维度。腾讯金融科技的科技产品主要是腾讯区块链，帮助行业客户定制区块链解决方案。

表26: 蚂蚁集团和腾讯金融科技的科技业务对比

	蚂蚁集团	腾讯金融科技
愿景	蚂蚁集团的愿景是构建未来服务业的数字化基础设施，除了希望发展普惠金融、为小微企业提供平等发展机会；还希望通过开放合作，让数字生活触手可及	腾讯金融科技以微信和QQ两大平台为基础，致力于连接人与金融的美好，构建金融开放生态，携手合作伙伴为全球用户提供移动支付、财富管理、证券投资、企业金融、民生产品等服务
主要科技产品和解决方案	蚂蚁集团官网有比较全面的科技解决方案展示，金融科技的能力输出较全面，涉及区块链、金融分布式架构、分布式数据库、移动开发、数据资源和数据分析多维度	腾讯金融科技的科技产品主要是腾讯区块链，帮助行业客户定制区块链解决方案

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（2）对比重点科技产品区块链：相比腾讯金融科技，公司在区块链领域更为领先

蚂蚁链的研发成果更多。据蚂蚁集团公司官网介绍从2016到2020年，蚂蚁链连续四年区块链专利申请数和授权数全球第一。

蚂蚁链的并发处理能力相对更强。从各自官网介绍来看，蚂蚁链每秒的并发处理能力是10万级，腾讯区块链在万级。

从在国家网信办境内区块链信息服务备案清单中的备案项目来看，蚂蚁区块链能力涉及的应用领域相对较广，已从底层区块链平台延伸至医药处方、司法领域。腾讯备案的区块链项目均偏底层基础平台。

从区块链落地情况来看，蚂蚁及腾讯区块链落地场景更丰富。相对来说蚂蚁官网展示的落地场景更为丰富，蚂蚁链目前已落地超过 50 个区块链应用场景，全方位覆盖金融、政府、银行、医疗、生活、零售、通用服务等众多行业。包括供应链金融、跨境汇款、慈善捐赠和商品溯源。腾讯金融科技介绍的落地案例较少，仅有国税、银行、地铁、出租车领域。

表27: 蚂蚁集团和腾讯金融科技的区块链能力对比

	蚂蚁集团	腾讯金融科技
区块链处理能力	能够支持 10 亿账户规模，同时能够支持每日 10 亿交易量，实现每秒 10 万笔跨链信息处理能力（蚂蚁集团官网介绍）	基于微信红包亿级用户并发、分布式处理经验，提供每秒万级处理能力（腾讯科技官网介绍）
在国家信办备案的区块链项目（括号中为备案主体名称，所属清单批次）	蚂蚁区块链 BaaS 平台（蚂蚁区块链科技，一批）、 阿里云区块链服务（阿里云，二批）、 恒生共享账本 HSL（恒生电子，二批）、 区块链处方平台（蚂蚁区块链科技，三批）、 司法区块链（蚂蚁区块链科技，三批）	腾讯区块链（腾讯，一批）、 腾讯云 TBaaS 区块链服务平台（腾讯，一批）、 BCOS（微众银行，二批）、 链盟区块链底层开源平台（微众银行，二批）、 Weldentity-可用于实体身份认证及管理（微众银行，二批）
支持场景	已落地超过 50 个区块链应用场景，全方位覆盖金融、政府、银行、医疗、生活、零售、通用服务等众多行业。	已在国税、银行、地铁、出租车领域落地。覆盖政府、金融机构、为企业、公益组织。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图68: 蚂蚁链应用场景



数据来源：蚂蚁集团官网，广发证券发展研究中心

图69: 腾讯金融科技区块链应用场景



数据来源：腾讯金融科技官网，广发证券发展研究中心

(4) 创新业务前景

蚂蚁链作为公司科技业务的重点，已实现50个场景落地。公司相信区块链技术的发展将会在许多领域重塑未来商业的互动、交易和运作方式。通过产品、商业模式与业务的创新投入，与平台参与者分享价值，例如蚂蚁链致力于融合区块链、人工智能和物联网等技术，持续帮助蚂蚁链各方资产上链实现数字化，帮助数字资

产在更广阔的范围实现流转，激活数字经济的发展。不同产业上链后，蚂蚁集团可以利用自身的跨链技术，打破产业间的信息壁垒，提高不同产业的协作为日后不同产业间信息和资源的流转提供了无限可能，公司也会不断在其中探索新的业务。

十、盈利预测及估值分析

（一）数字支付与商家服务

根据央行披露，2017-2019年中国非现金支付业务增速分别为1.97%、0.23%与0.29%，增速趋于平稳；电子支付业务金额占非现金支付业务金额比例为64%、67%与69%，占比平稳。其中移动支付金额占电子支付业务金额比例从2017年8.39%提升至2019年13.31%，占比有所提升。蚂蚁支付规模在移动支付金额中占比趋于平稳。

假设2020-2022年中国非现金支付业务增速均为0.2%，其中电子支付业务比重分别为70%、71%和71%，移动支付占电子支付比重分别为15%、17%、18%；蚂蚁市占率维持32%不变，费率小幅下降，测算得蚂蚁2020-2022年支付板块收入分别为572.6、644.9、668.6亿元。

表28：蚂蚁支付板块测算（亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
中国非现金支付业务金额	37599400	37686700	37794900	37870490	37946231	38022123
yoy	1.97%	0.23%	0.29%	0.20%	0.20%	0.20%
中国电子支付业务金额	24192000	25397000	26070400	26509343	26941824	26995708
	64%	67%	69%	70.00%	71.00%	71.00%
中国电子支付业务金额-移动支付	2029300	2773900	3471100	3976401	4580110	4859227
	8.39%	10.92%	13.31%	15.00%	17.00%	18.00%
蚂蚁支付规模	685000	908000	1111000	1272448	1465635	1554953
在移动支付的市占率计算	33.8%	32.7%	32.0%	32%	32%	32%
蚂蚁支付板块收入	358.90	443.61	519.05	572.60	644.88	668.63
平均费率计算	0.0524%	0.0489%	0.0467%	0.045%	0.044%	0.043%

数据来源：公司招股意向书、广发证券发展研究中心

（二）微贷科技平台

微贷科技平台分为消费贷款与小微贷款。

消费贷款：根据Wind数据，2017-2019年中国消费支出金额增速为11.1%、10.4%、9.0%，增速相对平稳；居民短期消费贷款占消费支出比重为21.2%、24.9%与25.7%，占比相对平稳。

小微贷款：根据Wind数据，2017-2019年金融机构贷款余额增速为12.7%、13.5%、12.3%，增速平稳；其中小微企业贷款余额占比为25.6%、24.6%和24.1%，占比平稳。

由于蚂蚁集团主要参与小微贷款及消费贷款业务，按蚂蚁集团促成贷款规模占银行业小微贷款规模及居民消费贷款规模之和计算其业务市占率，2017-2019年业务市占率分别为1.72%、2.47%和4.30%，占比逐步提升。

假设2020-2022年：中国消费支出增速稳定为8%；居民短期消费贷款占消费支出比例均为25%；金融机构贷款余额增速稳定为13%，其中小微企业贷款余额占比稳定为25%。蚂蚁集团业市占率提升至5.5%、7.0%与8.5%，假定加权平均费率稳中小幅提升，不良率（取逾期90天贷款占比）亦因疫情影响及经济恢复下分别为2.5%、1.5%与1.3%。测算得蚂蚁微贷科技平台收入为677.8、987.5、1373.1亿元。

表29：蚂蚁微贷科技平台收入测算（亿元）

1.消费贷款	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
消费支出	320690	354124	385896	416767	450109	486117
	11.09%	10.43%	8.97%	8.0%	8.0%	8.0%
居民短期消费贷款	68041	87994	99226	104192	112527	121529
	21.22%	24.85%	25.71%	25.0%	25.0%	25.0%
2.小微贷款						
金融机构:各项贷款余额	1201321	1362967	1531123	1730169	1955091	2209253
yoy	12.69%	13.46%	12.34%	13.00%	13.00%	13.00%
银行业金融机构:小微企业贷款余额	307437	334923	369000	432542	488773	552313
	25.6%	24.6%	24.1%	25%	25%	25%
蚂蚁促成贷款规模	6475	10456	20138	29520	42091	57277
-市占率计算	1.72%	2.47%	4.30%	5.50%	7.00%	8.50%
蚂蚁微贷科技平台收入	161.87	224.21	418.85	677.84	987.52	1373.06
-加权平均费率计算		2.68%	2.77%	2.80%	2.80%	2.80%
不良率计算-取逾期90天	0.68%	1.01%	1.05%	2.50%	1.50%	1.30%

数据来源：公司招股意向书、广发证券发展研究中心

（三）财富管理平台

财富管理平台主要为子公司天弘基金及蚂蚁基金销售收入，另有小额智能投顾业务收入。2017-2019年蚂蚁集团促成资产管理规模为2.23、2.71与3.40万亿，扣除天弘基金基金管理规模后，测算得蚂蚁集团代销规模为0.16、1.30、1.96万亿元，占当期两市基金交易额分别为1.6%、12.7%与21.3%。

假设2020-2022年，两市基金交易额保持活跃，蚂蚁财富管理平台代销市占率平稳提升至25%、27%与29%，天弘基金基金管理规模保持平稳，测算得蚂蚁财富管理平台促成资管规模分比为4.36、4.60与4.85万亿元。假定加权平均费率保持平稳，测算得蚂蚁理财科技平台收入为225.8、262.2、276.9亿元。

表30：蚂蚁财富管理平台收入测算（亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
蚂蚁促成资管规模	22270	27090	33980	43565	46012	48459
扣除天弘基金后测算代销规模	1570	12992	19563	30589	33036	35484
两市基金交易额	98052	102705	91680	122357	122357	122357
蚂蚁代销市占率计算	1.60%	12.65%	21.34%	25.00%	27.00%	29.00%

蚂蚁理财科技平台收入	104.90	138.82	169.52	225.79	262.24	276.92
扣除天弘基金营收后测算代销收入	9.54	37.57	97.12	150.46	190.88	205.56
-加权平均费率计算		0.516%	0.597%	0.600%	0.600%	0.600%

数据来源：公司招股意向书、广发证券发展研究中心

（四）保险科技平台

根据Wind数据，2017-2019年中国保险行业总保费收入分别为18.2%、3.9%、12.2%，除2018年受134号文限制快返型产品销售影响当期保费收入外，增速相对稳定。其中互联网保险保费收入占市场总保费收入比例为5.0%、5.0%和6.3%，占比稳中有增。扣除子公司国泰财险及信美人寿保费收入、及相互宝分摊费用后，测算得蚂蚁保险科技平台代销收入在互联网保险保费收入中占比为4.0%、5.4%与10.7%，占比呈快速增长。

假设2020-2022年，市场总保费收入保持10%增速，互联网保险保费收入占比小幅提升至6.5%、7.0%与7.0%，蚂蚁代销市占率提升至15%、18%与20%，平均代销费率稳定为10%，测算得蚂蚁保险科技平台收入为136.1、182.0、224.2亿元。

表31：蚂蚁保险科技平台收入测算（亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
蚂蚁促成保费及分摊金额	92	145	375	598	831	1,007
蚂蚁代销规模（测算）	74.2	101.1	288.2	457	650	795
中国保险行业总保费收入	36581	38017	42645	46910	51600	56760
yoy	18.16%	3.92%	12.17%	10.00%	10.00%	10.00%
互联网保险保费收入	1835	1889	2696	3049	3612	3973
占比	5.02%	4.97%	6.32%	6.50%	7.00%	7.00%
蚂蚁市占率计算（扣除国泰和信美）	4.04%	5.35%	10.69%	15.00%	18.00%	20.00%
蚂蚁保险科技平台收入	23.15	43.13	89.47	136.06	181.96	224.19
-蚂蚁代销收入（测算）	8.40	6.41	34.06	45.74	65.02	79.46
平均费率计算	11.32%	6.34%	11.82%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源：公司招股意向书、广发证券发展研究中心

综上，预计蚂蚁集团2020-2022年实现营业收入1623、2099、2582亿元，同比增长35%、29%、23%；预计公司2020-2022年实现归母净利润383、580、710亿元，同比增长126%、52%与23%；按总股本上限303.76亿股计算，预计每股收益为1.26元、1.91元、2.34元/股。

根据公司招股说明书，公司在中国及全球范围内暂无直接可比公司，参考科技驱动的大型互联网平台公司阿里巴巴集团及腾讯，根据万德一致预期，阿里巴巴（09988.HK）与腾讯控股（00700.HK）2021年PE估值约为30x；根据彭博数据，海外支付龙头Paypal（PYPL.O）2019年PE估值约为50.6x，按2020年10月23日收盘价计算，PE为95.0x。

考虑市场第三方支付需求平稳增长、公司强龙头优势及业务增长有力，按发行后总股本上限303.76亿股计算，建议给予蚂蚁集团A股2021年40-50xPE估值，每股合理价值为76.36-95.45元/股；参考AH两地估值差异，给予蚂蚁集团H股2021年35-45xPE估值，每股合理价值为77.51-99.65港元/股。

表32: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	归母净利润(亿元)			归母净利润增速			PE估值		
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
09988.HK	阿里巴巴-SW	1492.63	1464.71	1837.54	70.03%	-1.87%	25.45%	24.09	37.58	29.96
00700.HK	腾讯控股	933.1	1189.09	1462.48	18.54%	27.43%	22.99%	34.44	38.95	31.67
PYPL.O	PayPal	23.59	-	-	19.54%	-	-	50.60	-	-

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心(阿里巴巴、腾讯控股盈利预测取万德一致预期; PayPal 货币单位为美元, 估值参考彭博数据库)

十一、风险提示

（一）信贷业务可能面临网贷政策、资金不足、违约率上升的风险

由于银保监会等监管机构对互联网信贷监管形势趋严，对互联网信贷的资金限额、最高利率、杠杆率等指标进行了监管和限制，提高了行业发展的质量。未来，随着更多监管政策的发布和落地，蚂蚁集团的信贷业务可能会受到影响。

蚂蚁集团将信贷业务中一部分促成的贷款以资产证券化的形式转让给银行及其他持牌金融机构，平台放贷的时间与完成资产证券化的时间有一定时间差，在这段时间内，蚂蚁集团需保证有充足的资金流转，随着蚂蚁集团信贷业务规模的扩大，其周转流动资金的规模也需不断扩大。目前公司的资金主要依赖于股东投入、间接融资和自有资金积累，相较国内外大型已上市互联网科技公司融资手段相对有限，这种情形在一定程度上可能限制公司的发展步伐。拓展融资渠道可以进一步提升公司的综合实力。

市场贷款违约率大幅上升的风险。

（二）支付业务可能面临的的风险

数字货币推广可能影响到公司支付业务目前第三方支付工具都是基于账户紧耦合模式，特别是对于支付宝、微信支付等网络支付平台来说，无法跨平台转账，也无法满足用户对离线、匿名等支付需求的服务。央行数字货币（DCEP）是电子化形式的现金，致力于离线支付功能开发，确保DCEP支付能够比需要网络支持的传统电子支付拥有更广泛的支付应用领域。作为法定货币，DCEP的法偿性使其必须能够支持无网、跨银行、跨支付机构支付，包括支付宝、微信支付等第三方支付工具均必须支持DCEP。而且，DCEP由中央银行担保发行并结算，具备国家信用背书，发行基础稳定，优于以公司平台为背书的第三方支付工具。央行数字货币致力于为民众带来更加优质便利安全的支付体验，对现有第三方支付流程和机构可能形成的冲击有很大不确定性。

清算机构运营规则变化影响支付业务的风险。在交易授权、清算和付款结算的过程中，支付宝与发卡银行之间连接、加密和传输依靠清算机构(网联和银联)所搭建的基础设施进行。清算机构要求支付宝遵守由清算机构设定的网络运营规则，包括电子支付业务适用的特别规则。蚂蚁集团无法预测未来清算机构修订的条款和会发生的应支付给清算机构的费用，蚂蚁集团的业务发展可能会因为规则和费率的调整而受到影响。

下游支付用户渗透率较高，影响该业务发展空间。

淘宝天猫以外电商兴起影响公司线上支付收入；阿里系以外社交APP有产生交易生态的可能。

（三）当前和未来一段时间复杂的环境因素导致海外业务扩张受约束的风险

资产负债表						利润表					
单位: 亿元人民币						单位: 亿元人民币					
至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产总额	2371	2716	5351	6056	6780	营业收入	857	1206	1623	2099	2582
货币资金	699	670	1298	1558	1791	数字支付与商家服务	444	519	573	645	669
发放贷款及垫款	327	375	775	853	938	数字金融科技平台	406	678	1040	1441	1897
交易性金融资产	114	90	290	348	401	微贷科技平台	224	419	678	988	1373
长期股权投资	238	268	368	397	429	理财科技平台	139	170	226	262	277
固定资产	55	76	176	176	176	保险科技平台	43	89	136	191	247
无形资产	14	150	350	350	350	业务创新及其他	7	9	11	13	16
商誉	19	53	51	51	51	营业支出	1003	993	1101	1333	1643
其他资产	371	488	957	1100	1266	营业成本	409	605	731	840	1033
负债总额	848	820	781	795	672	销售费用	473	181	162	210	258
借款	409	226	260	299	344	管理费用	46	93	81	126	155
应付票据及应付						研发费用					
账款	162	184	211	243	267		69	106	130	168	207
权益总额	1524	1896	4569	5261	6108	利润总额	31	211	501	758	928
归母所有者权益	1478	1833	4432	5103	5925	所得税	10	30	75	114	139
少数股东权益	46	63	137	158	183	净利润	22	181	425	644	789
负债和所有者权	2371	2716	5351	6056	6780	归母净利润					
益总计							7	170	383	580	710
						少数股东损益	15	11	43	64	79

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	31%	41%	35%	29%	23%
归母净利润增长	-90%	2442%	126%	51%	22%
获利能力					
净利率	2.5%	15.0%	26.2%	30.7%	30.6%
ROA	1.2%	7.1%	10.5%	11.3%	12.3%
ROE	2.0%	10.6%	13.2%	13.1%	13.9%
资产与杠杆					
总资产 YoY	77.3%	14.5%	97.0%	13.2%	12.0%
杠杆 (A/E)	1.56	1.43	1.17	1.15	1.11
每股指标 (元)					
每股收益	0.04	0.72	1.26	1.91	2.34
每股净资产	9.67	8.06	15.04	17.32	20.11

现金流量表

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	22	181	426	645	791
经营活动产生的现金	-191	173	-323	272	352
流量净额					
投资活动产生的现金	-286	-275	-1140	-244	-242
流量净额					
筹资活动产生的现金	728	39	4172	151	150
流量净额					
现金及现金等价物净	256	-62	2708	179	261
增加额					
期初现金及现金等价	204	460	398	3106	3285
物余额					
期末现金及现金等价	460	398	3106	3285	3545
物余额					

创泽智能机器人集团主要产品



智能服务机器人



智能陪护机器人



安防巡检机器人



消毒机器人



智能党建机器人



智能教育机器人



智能导诊机器人



银行智能机器人



室外智能消毒机器人



多功能消毒机器人



全自动智能消毒杀菌机器人



智能医用消毒机器人



了解更多登录官网

www.chuangze.cn

广发计算机行业研究小组

刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。

庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。

李傲远：研究助理，重庆大学金融学硕士，曾任职于国泰君安、安信基金，2020年9月加入广发证券发展研究中心。4年证券行业研究经验。

雷棠棣：研究助理，电子科技大学软件工程学士，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。曾在四大行IT部门工作3年，2020年4月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。