

蚂蚁金服

从技术到平台，科技金融全面起航

投资评级

无

报告日期

2018-08-18

● 历史沿革：从支付到综合、普惠的金融平台

公司发展分为三个阶段。1) 流量积累，搭建架构。2004 年支付宝正式从淘宝分拆出来。2011-2014 年，公司逐步搭建起理财、信贷、保险平台。2014 年蚂蚁金服正式于杭州成立。2) 变现平台蓬勃发展。2015 年公司进一步做大信贷领域，上线消费金融产品花呗、借呗和芝麻信用，成立网商银行，并依托蚂蚁聚宝（现蚂蚁财富）提供公募基金销售。3) 深谋远虑，构建未来。2016 年，蚂蚁金服对外输出金融技术服务，并扩大海外支付渠道建设。

● 核心驱动：流量沉淀到全场景平台变现

根据我们测算，2016、2017 年蚂蚁金服税前净利润为 29.07、131.89 亿元。2017 年支付连接占比 54%、金融服务占比 11%、技术服务占比 34%。1) 支付是获客入口，客户流量是蚂蚁金服的核心资源。2) 支付场景导流后，公司通过全场景覆盖的金融服务变现，涵盖几乎所有个人金融场景。3) 技术服务是公司未来的增长极之一，致力于为机构用户提升营销、风控能力，带来增量收入。

● 核心竞争力：流量、平台、商业模式、科技优势

蚂蚁金服兼具金融机构与互联网科技企业的核心竞争力。1) 支付宝拥有最强大的支付渠道与客户资源。2) 开放、综合、普惠的平台是可靠的变现渠道。3) 技术实力。4) 商业模式壁垒。公司天猫化平台实现规模效应，满足个人客户的多维金融需求；公司通过科技精准洞察客户需求，帮助金融机构获取客户、增加收入、控制风险。商业模式构成要素不可轻易复制，竞争者寡。5) 蚂蚁金服有超强的融资&造血能力，三轮融资 203.5 亿美元（根据公司官网资料），超过 A 股非银、银行板块最大 IPO 首发融资额。6) 风控优势明显。大数据风控使蚂蚁金服坏账率明显低于传统金融企业，息差享受更高风险溢价。

● 规范监管：市占率提升大势所趋，金控牌照试点体现监管层认可

支付、小贷等行业面临的监管挑战 1) 牌照要求提高；2) 表外产品回表压力；3) 备付金、网联要求的提出。蚂蚁金服机遇 1) 成本费率提升、监管要求提高对于规范、具规模效应的大型企业来说，是提升市占率的过程；2) 牌照已满足要求受冲击小，金控牌照试点体现监管层对公司的认可。

● 未来：拓展海外+技术服务占据主导地位

1) 拓展海外。公司不断拓宽流量基础，走出国门，在全世界发展支付业务，与发展中国家、我国的出境游热潮共同发展。2) 技术服务。根据公司 2018 年版最新融资报告书预测，2017 年至 2021 年蚂蚁金服技术服务收入占比将提高至 65%。未来蚂蚁金服将专注于金融服务，发挥技术优势，与金融机构共荣共生，B 端客户具备更大业绩贡献的潜力。

● 风险提示

政策风险、融资成本上升、资金错配、坏账率提升、流量转化率下降

分析师：陈 福，S0260517050001



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

相关研究：

联系人：陈丹 0755-82535901

gfchenh@gf.com.cn

目录索引

蚂蚁金服概况	5
历史沿革	5
股权变迁	5
财务数据及拆项	6
核心驱动：盈利模式拆解	7
支付业务：导流为主，累积规模效应	7
金融服务：传统金融+互联网，本质是渠道与效率的升华	8
技术服务：服务机构	11
核心竞争力：流量、平台、商业模式、科技优势	12
流量：海量 B 端、C 端用户及数据	12
完善的平台：渠道优势显著，叠加规模效应	16
独角兽融资能力强大	20
金控试点体现监管层认可	21
规范监管：是挑战，也是机遇	22
未来展望：培育持续增长的动力	24
看好微贷板块潜力	24
发展海外，扩大流量资源	25
突出 TECHFIN 的优势	27
加快上市步伐	27
风险提示	27

图表索引

图 1: 蚂蚁金服发展重要节点	5
图 2: 蚂蚁金服股权结构	6
图 3: 蚂蚁金服税前利润 (亿元)	6
图 4: 蚂蚁金服分项业务占比变化情况	7
图 5: 蚂蚁金服盈利模式	7
图 6: 支付宝转账收费规则	8
图 7: 支付宝向商家收取支付手续费规则	8
图 8: 余额宝规模 (亿元)	10
图 9: 长尾客户理论	10
图 10: 技术服务	11
图 11: 蚂蚁金服金融云	11
图 12: 蚂蚁金服核心竞争力	12
图 13: 蚂蚁金服 VS 其他头部机构活跃用户数量对比	13
图 14: 支付宝月均、日均活跃用户 (亿)	13
图 15: 支付宝人均启动次数、使用时长 (分钟)	13
图 16: 第三方移动支付市场份额	14
图 17: 2017Q4 第三方支付市场份额	14
图 18: 第三方移动支付市场规模 (万亿元)	15
图 19: 第三方互联网 PC 支付规模 (亿元)	15
图 20: 阿里巴巴年度活跃用户 (百万)	15
图 21: 阿里巴巴传媒与娱乐收入 (百万元)	15
图 22: 东财基金销售市占率	17
图 23: 基金销售机构构成 (个)	17
图 24: 第三方基金销售平台产品数量 (个、家)	17
图 25: 东方财富基金销售额 & 收入 (亿元)	18
图 26: 东方财富销售费率	18
图 27: 众安总资产、净资产 (亿元)	18
图 28: 众安营收、已赚保费、净利润 (亿元)	18
图 29: 国泰产险认可资产、实际资本 (亿元)	19
图 30: 国泰产险保险收入、净利润 (亿元)	19
图 31: P2P 贷款余额 (万亿元)	24
图 32: 小额贷款公司贷款余额 (亿元)	24
图 33: 网购规模持续提升	25
图 34: 金融机构短期消费贷款占总贷款比例提升	25
图 35: 蚂蚁商诚总资产净资产、营收净利润 (百万元)	25
图 36: 蚂蚁小微总资产净资产、营收净利润 (百万元)	25
表 1: 蚂蚁金服消费贷款板块介绍	9
表 2: 花呗分期业务利率明细	9

表 4: 借呗、花呗利率 (%)	9
表 5: 保险业务板块及盈利模式	10
表 6: 金融 APP 月独立设备数 (万) 排名	13
表 7: 蚂蚁金服控股/持股金融机构	16
表 8: 2017 年银行不良贷款率 (%)	19
表 9: 信用卡不良率 (%)	20
表 10: 蚂蚁金服两轮融资明细	20
表 11: 非银板块首发融资规模前十 (亿元)	21
表 12: 民营金控集团牌照举例	22
表 13: 来自监管变化的挑战与机遇	22
表 14: 蚂蚁金服部分海外投资梳理	26

蚂蚁金服概况

历史沿革

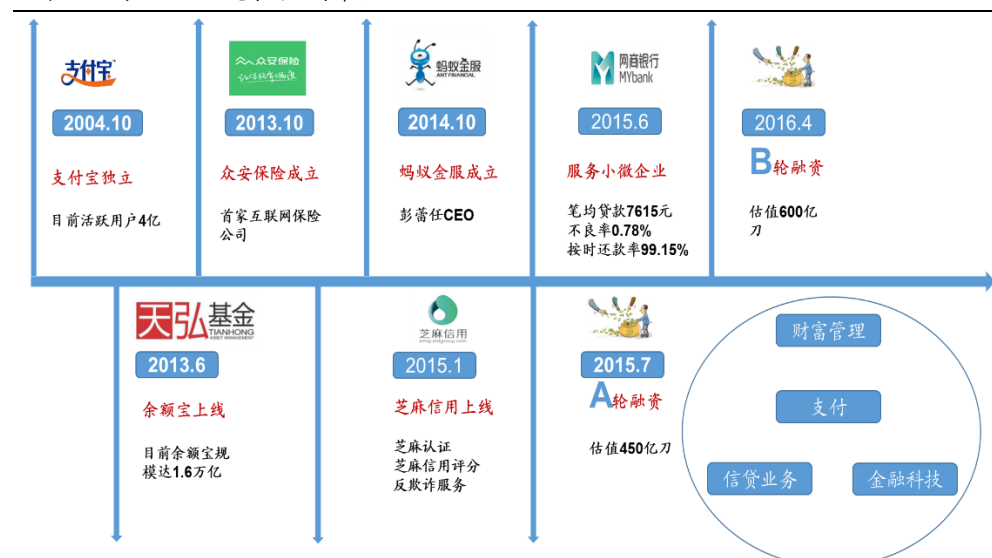
蚂蚁金服，伴随支付而生，逐步成长为综合、普惠金融服务平台。蚂蚁金服发展可以分为三个阶段。

流量积累，搭建架构。随着淘宝快速发展，支付宝业务迅速增长，阿里巴巴管理层认识到支付宝有更广阔的应用场景，2004年12月，支付宝业务正式从淘宝网分拆出来，成立浙江支付宝网络科技有限公司。2011年6月重庆市蚂蚁商诚小额贷款有限公司成立，公司开始进入信贷业务。2013年3月与腾讯、中国平安等共同发起设立众安保险，持股比例13%。2013年6月，支付宝上线了理财产品余额宝。2013年08月蚂蚁微贷成立。2014年10月，以支付宝为主体的蚂蚁金服正式于杭州成立。

平台变现，厚积薄发。2015年，蚂蚁金服开始涉足线上公募基金销售。2015年，蚂蚁金服进一步做大信贷领域，上线消费金融产品花呗、借呗和芝麻信用，成立网商银行。并依托蚂蚁聚宝（现蚂蚁财富）提供公募基金销售。

前景无限，深谋远虑。一方面，“开源”，即扩大流量来源，2016-2018年，公司加大海外支付渠道投资力度。另一方面，公司持续以TechFin定位，助力金融企业发展。2016年10月，蚂蚁金服启动“蚂云计划”，对外输出金融技术服务。

图1：蚂蚁金服发展重要节点



数据来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

股权变迁

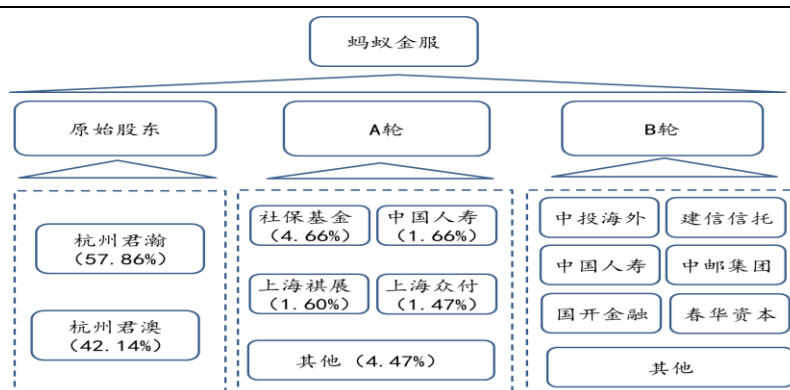
成立初期，支付宝由注册在开曼群岛的阿里巴巴全资子公司Alipay完全控股。2009年，为了顺利获得国内第三方支付牌照，公司将支付宝股权受让与内资公司浙江阿里巴巴电子商务公司，而后者即为蚂蚁金服前身。阿里巴巴电子商务与阿里巴巴签订了补偿分润协议，具体内容是前者每年向阿里巴巴支付税前利润的37.5%，阿里巴巴保留入股蚂蚁金服33%的权利，在未来入股时停止分润计划。

2012年12月开始，阿里巴巴高管入股阿里巴巴电子商务，分享支付宝成长收

益。

蚂蚁金服成立，积极引进外部战略投资，估值高达1500亿美金。2015年7月、2016年4月，蚂蚁金服进行两轮融资，分别融资18.5亿美元、45亿美元，为开展金融创新业务保驾护航。2018年6月8日，蚂蚁金服确认融资140亿美金，估值达约1500亿美金，参与者包括新加坡政府投资公司、马来西亚国库控股、华平投资等。

图2：蚂蚁金服股权结构

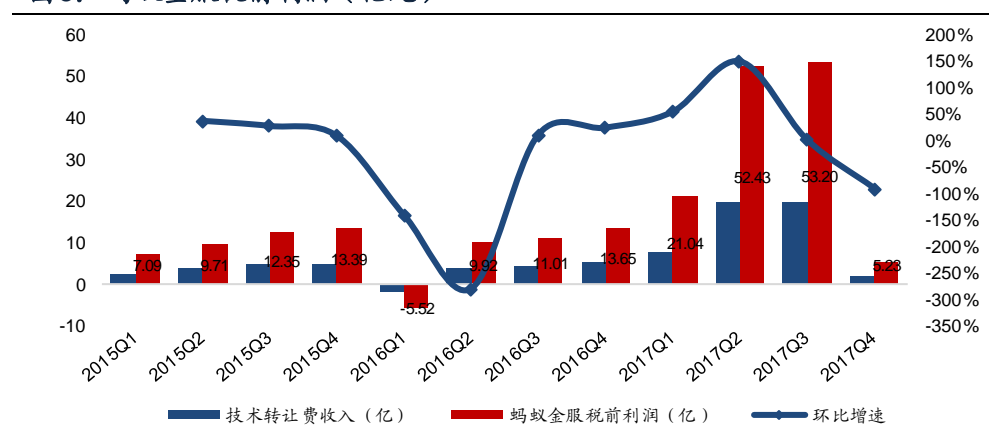


数据来源：蚂蚁金服官网、广发证券发展研究中心

财务数据及拆项

根据蚂蚁金服与阿里巴巴的利润分配协议和阿里巴巴年报，我们可以通过测算的方式得出其税前利润。2016、2017年蚂蚁金服税前利润为29.07、131.89亿元。2018Q1蚂蚁金服实现营收7.13亿元，同比下降了9.63%，税前利润-19.01亿元，继2016Q1之后再次出现了净亏损，原因是支付宝与微信移动支付竞争进入白热化阶段，支付宝对商家加大了补贴力度。

图3：蚂蚁金服税前利润（亿元）

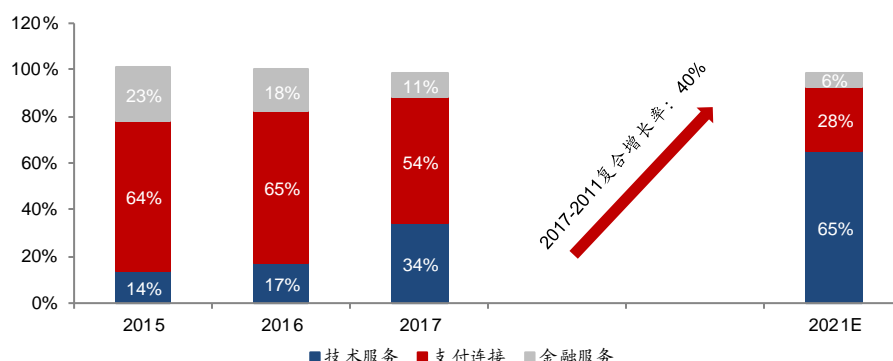


数据来源：阿里巴巴财报、广发证券发展研究中心

根据最新融资数据显示，从2017年蚂蚁金服拆分数据来看，支付连接占比54%，较2016年下降11个百分点；金融服务占比11%，较2016年下降7个百分点；技术服务占比34%，较2016年上升17个百分点。根据蚂蚁金服2018年版最新融资

报告预测，2017年至2021年蚂蚁金服营收CAGR将达40%，其中技术服务收入占比将提高至65%；而金融服务收入占比下降至6%。蚂蚁金服未来的营收结构中技术服务业务占比最大，支付、金融服务占比逐步缩小。

图4：蚂蚁金服分项业务占比变化情况

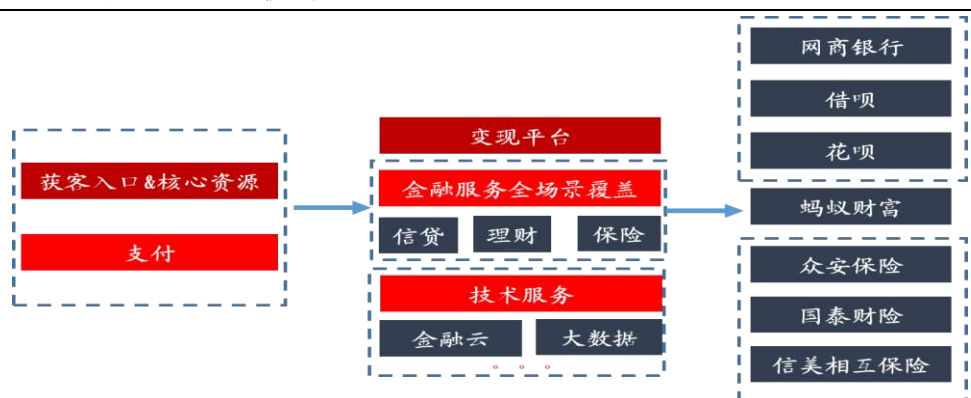


数据来源：蚂蚁金服融资报告书、广发证券发展研究中心

核心驱动：盈利模式拆解

蚂蚁金服的主营业务可以分为支付连接、金融服务和技术服务。1) 支付是蚂蚁金服的获客入口，客户流量是蚂蚁金服的核心资源。2) 支付场景导流后，蚂蚁金服通过全场景覆盖的金融服务实现客户资源的变现。其中涵盖几乎所有个人金融场景，包括信贷、理财、保险服务。3) 技术服务是蚂蚁金服未来的增长极之一，通过输出技术，为机构用户提供服务。

图5：蚂蚁金服盈利模式



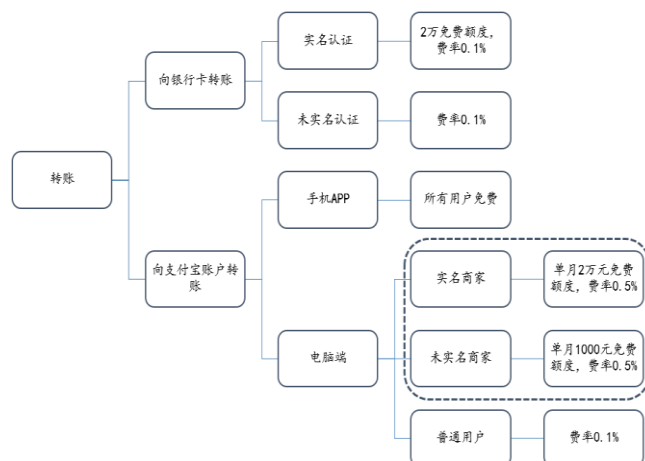
数据来源：广发证券发展研究中心

支付业务：导流为主，累积规模效应

以支付宝为主要载体，为金融机构、商户及消费者之间提供支付业务服务。支付业务盈利来源于：1) 转账手续费，包括向商家和普通用户收取的向银行卡/支付宝账户转账的手续费。2) 向商家收取支付手续费，即收单服务，目前支付宝提供四种收单服务：电脑网站支付、手机网站支付、APP支付、收款码和收钱码，前三种属于线上支付，收款码和收钱码则属于线下支付。收款码由与支付宝合作的服务

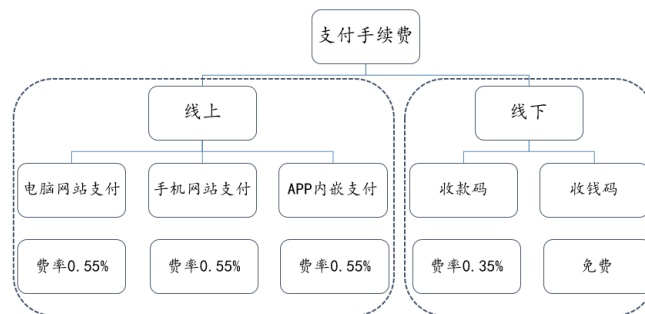
商提供，主要针对大型商家，支持效率高的扫码枪支付，费率为0.35%。收钱码直接由支付宝直接提供，主要针对小型商家和个人，仅支持付款者扫二维码支付，目前无手续费。支付业务占营收的54%，目前是蚂蚁金服盈利的重要来源；从蚂蚁金服的规划来看，未来并不是盈利的主要方向。

图6：支付宝转账收费规则



数据来源：蚂蚁金服、广发证券发展研究中心

图7：支付宝向商家收取支付手续费规则



数据来源：蚂蚁金服、广发证券发展研究中心

金融服务：传统金融+互联网，本质是渠道与效率的升华

金融服务包括信贷服务、财富管理服务、保险服务等，业务的本质与我们熟悉的小贷、理财（代销为主）、保险服务并无太大不同。成功的关键在于互联网渠道获取长尾用户与大数据提升业务效率。

信贷服务

以蚂蚁借呗、蚂蚁花呗和网商银行为主要载体，为阿里巴巴商家、消费者提供小额消费贷款等金融产品，通过识别风险、赚取利差。

1) 根据网商银行年报，网商银行自2015年成立以来，网商银行服务350万家小微企业。2017下半年，网商银行笔均贷款金额为7615元，不良率为0.78%（全国商业银行为1.74%），按时还款率99.15%。在完整的2016年经营年份中，网商银行2016年末资产规模达到615亿，贷款规模328.9亿，吸收存款232亿，同业存款179.9亿。拨备覆盖率291.5%，资本充足率11.07%，净利润3.15亿元。从拨备覆盖率看，网商银行已经超过了四大国有银行以及招行等股份制银行；从资本充足率看，网商银行略低于四大国有银行以及招行等股份制银行，我们认为这与2016年网商银行刚开始经营时业务扩张速度快于资本扩张速度有关，预计未来这一情况能够很好缓解，与网商银行类似的微众银行2016年资本充足率已达20.21%，远超传统商业银行。

2) 根据借呗abs产品说明书，借呗无指定用途，无免息期，利率根据客户资质、还款方式而不同，APR最高可达21.6%。利率区间在5.4%-21.6%之间。2017H1借呗贷款规模1669.85亿，逾期率0.68%，不良率0.47%。

3) 根据花呗abs产品说明书, 花呗对淘宝及线下平台用户发放的消费性授信融资余额992.09亿, 其中账单分期为893.24 亿, 交易分期(2017年4月从商融商业保理处承接)为98.86亿元。

表1: 蚂蚁金服消费贷款板块介绍

	服务对象	主营业务
网商银行	小微企业、个人贷款等	小微企业和涉农企业的无抵押贷款、企业网银和供应链金融
花呗	个人	类似信用卡,仅在消费场景下借款
借呗	个人	类似现金贷

数据来源: 蚂蚁金服、广发证券发展研究中心

表2: 花呗分期业务利率明细

账单分期						
分期期限(月)	3	6	9	12		
账单分期费率	2.5%	4.5%	6.5%	8.8%		
交易分期						
分期期限(月)	3	6	9	12	18	24
交易分期费率	2.2%	4.5%	6%	8.8%	11.5%	15%
逾期费率	日息 0.05%					

数据来源: 蚂蚁金服、广发证券发展研究中心

表3: 借呗、花呗利率(%)

借呗业务			花呗业务		
年化利率	占比	分期期限(月)	授信余额	逾期率	不良率
5.40%	3.60%	1	509.37	0.78%	0.51%
7.20%	1.97%	3	67.41	0.69%	0.50%
9.00%	0.03%	6	62.65	0.38%	0.27%
10.80%	11.53%	9	38.37	6.09%	5.54%
14.40%	47.72%	12	215.44	0.65%	0.45%
18.00%	34.47%				
21.60%	0.68%				

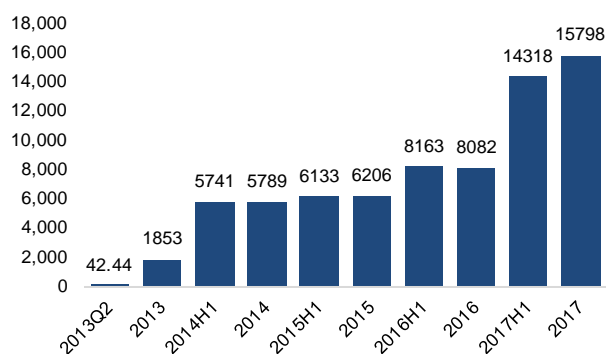
数据来源: 花呗、借呗ABS产品说明书、广发证券发展研究中心

财富管理服务

2013年, 余额宝上线, 由于兼具理财和支付功能, 迅速成为大众理财的重要选择。根据证券时报, 截至2017年末, 余额宝总规模达到1.58万亿, 用户线上理财的需求被迅速释放。同期, 个人类理财产品余额为14.6万亿, 余额宝占据较大份额。当前, 蚂蚁财富已经成为规模最大的第三方在线财富管理平台。蚂蚁财富APP集合了基金销售、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

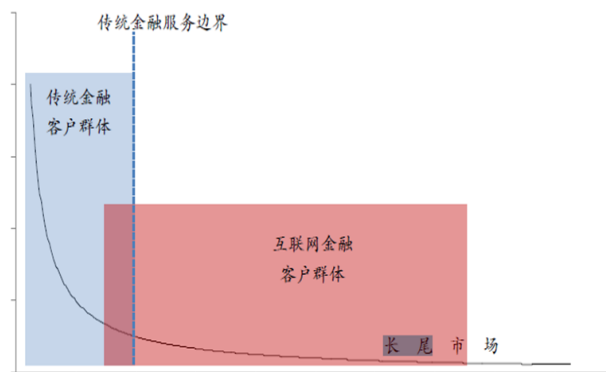
公募基金、定期理财产品、黄金连接ETF等。盈利模式：1) 基金代销服务，收取代销佣金；2) 为入驻基金公司提供运营服务、用户资源及流量分发、大数据及研发支持等三大方面服务。

图8：余额宝规模（亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图9：长尾客户理论



数据来源：广发证券发展研究中心

保险服务

包括通过互联网渠道销售传统、创新型保险。目前，蚂蚁金服已经投资3家保险公司。分别是国泰产险、众安保险、信美相互保险。蚂蚁金服向保险公司提供从保险销售到理赔的全业务流程的服务，以技术手段改变保险公司传统运营模式。

表4：保险业务板块及盈利模式

国泰产险	众安在线	信美相互保险	盈利模式
车险	与网络交易相关的业务	普通保险业务	
机动车辆保险	包括：企业/家庭财产险	包括：人寿保险	
非车险	货运保险	年金保险	
意外健康保险	责任保险	健康保险	
家庭财产保险	信用保证保险	意外伤害保险	
企业财产保险	短期健康/意外伤害保险	再保险业务	保费收入、死差、利差和费差、投资收益
责任保险	机动车保险业务	保险资金运用业务	
货物运输保险	包括：机动车交通事故责任强制保险	其他业务	
保险兼业代理业务	机动车商业保险		
	再保险分出和再保险分入		

上述保险的再保	保险资金运用业务
险	
包括：分出业务	保险信息服务业务
分入业务	其他业务

数据来源：国泰产险、众安在线、信美相互保险官网、广发证券发展研究中心

技术服务：服务机构

以互联网平台思维赋能金融机构，提供AI人工智能、金融云及芝麻信用等服务，转变为为金融机构提供便捷的技术服务。帮助机构实现销售端、成本端、风控端的优化，从而增加收入。蚂蚁金服将覆盖更多B端客户，商业化价值进阶提升。

图10：技术服务



数据来源：蚂蚁金服融资文件、广发证券发展研究中心

金融云助力B端企业优化效率。蚂蚁金服金融云可以为企业分布提供分布式计算能力、一站式APP解决方案、一体化大数据解决方案（数据挖掘能力等）、整套安全解决方案等。运用阿里巴巴成熟、经过验证的技术能力为企业提供优化、先进、低成本的IT系统。

图11：蚂蚁金服金融云



数据来源：《一篇文章带你了解蚂蚁金融云》、广发证券发展研究中心

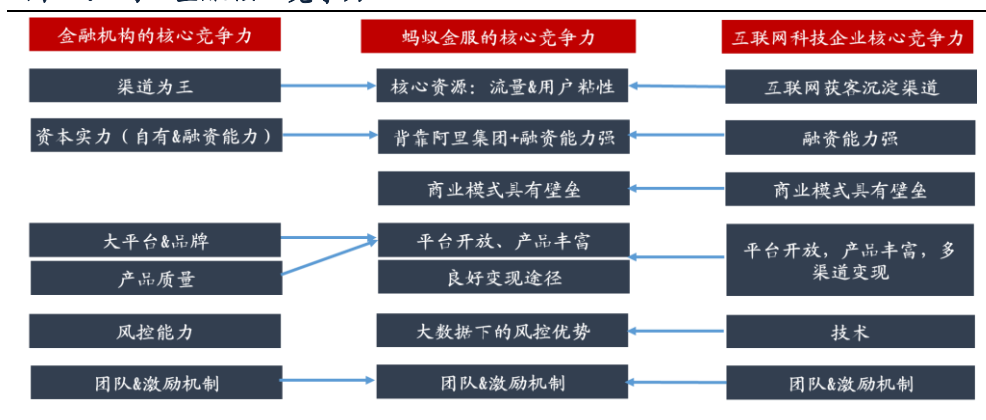
区块链技术获得重大突破。根据中新网报道，蚂蚁金服是MIT金融科技实验室

中唯一一家中国创始企业。当前蚂蚁金服区块链板块的成就有：1）区块链技术得到较大突破，实现共识算法创新，实现数十万笔/秒的大规模交易处理能力；通过数字加密等技术，即可透明可信，又可保证个人隐私。2）在场景应用方面，蚂蚁金服的区块链可以实现公益溯源、保险赔偿溯源、商品正品溯源、房屋租赁溯源等。

核心竞争力：流量、平台、商业模式、科技优势

蚂蚁金服兼具金融机构与互联网科技企业的核心竞争力。1）拥有核心渠道资源。不论是传统金融机构（线下为主）还是互联网科技企业（线上为主），通过增设网点、增加营销人员、烧钱获客，目的都是获得渠道资源。通过阿里系的沉淀与积累，支付宝拥有最强大的渠道与客户资源。2）拥有可靠的变现渠道。3）资本金是金融企业做大做强的根本，总结成功的互联网企业，超强的融资&造血能力是企业生存的基础。4）商业模式壁垒。公司通过金服平台实现流量的变现，满足个人客户的多维金融需求；公司通过技术精准洞察客户需求，帮助金融机构获取客户、增加收入、控制风险。商业模式不可轻易复制，竞争者寡。5）风控优势明显。大数据风控使蚂蚁金服坏账率明显低于传统金融企业，息差享受更高风险溢价。

图 12：蚂蚁金服核心竞争力



数据来源：广发证券发展研究中心

流量：海量 B 端、C 端用户及数据

支付宝是数据的起源，经过发展，变现的金服平台自身也具有导流价值。

图 13: 蚂蚁金服 VS 其他头部机构活跃用户数量对比

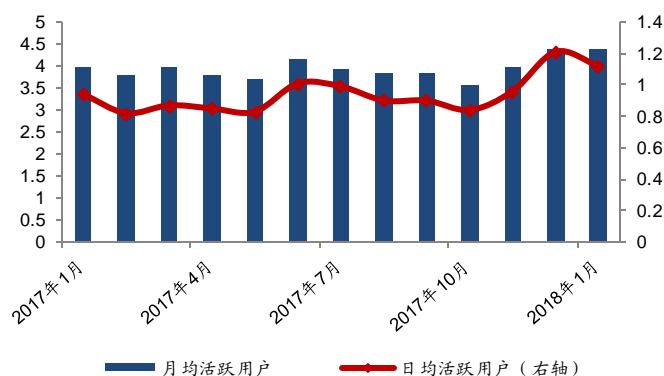
支付宝	蚂蚁财富	花呗\借呗	蚂蚁保险	芝麻信用
520mn	330mn	100mn	392mn	257mn
paypal	嘉信理财	招行信用卡	平安集团	FICO
203mn	10.2mn	46mn	131mn	180mn

数据来源: 2017年8月阿里巴巴开放日PPT、广发证券发展研究中心

帝国的起源: 支付

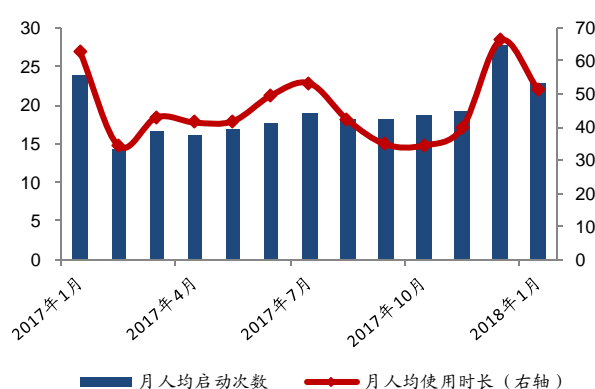
支付宝本身是蚂蚁金服的流量入口, 流量是商业模式变现的基础, 流量反哺新型商业模式。根据易观千帆数据, 支付宝月活跃用户数2017年底达到4.37亿。根据艾瑞咨询数据, 支付宝月独立设备数2018年1月达到5.8亿, 功能类似的京东金融、小米金融、天天基金同时期独立设备数仅为1880万、462万、700万。支付宝顶尖的流量使得蚂蚁金服能够低成本高效率地接触到大量的长尾用户, 为其提供财富管理等综合金融服务。而这些长尾用户是银行等传统金融机构限于渠道成本难以接触的潜在金融消费者, 金融需求一直未被满足。反之, 通过对流量数据的整合, 蚂蚁金服也在不断创新商业模式。

图 14: 支付宝月均、日均活跃用户 (亿)



数据来源: 易观千帆、广发证券发展研究中心

图 15: 支付宝人均启动次数、使用时长 (分钟)



数据来源: 易观千帆、广发证券发展研究中心

表 5: 金融APP月独立设备数 (万) 排名

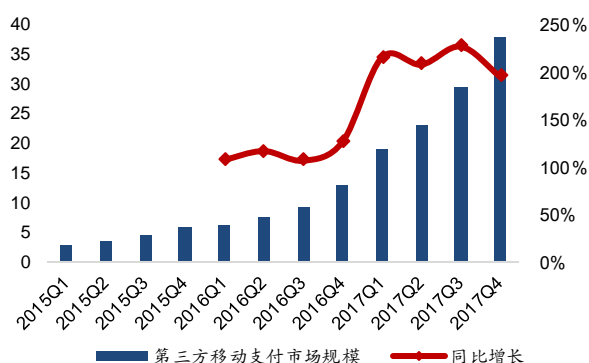
活跃度排名	APP	2017年8月	2017年9月	2017年10月	2017年11月	2017年12月	2018年1月	2018年2月
1	支付宝	53623	53154	53589	55280	59816	58457	59713
2	建设银行	5048	5693	6066	6369	7051	7255	7812
3	同花顺	6453	6735	6048	6864	6562	6348	5500
4	大智慧	4233	4481	3722	4746	4587	4758	3059
5	工商银行	3496	3691	3742	3907	4277	4438	4690
6	农业银行	2500	2818	2944	3247	3664	3602	3754

7	工银融 e 联	2648	2910	3065	3231	3398	3523	3457
8	东方财富	3315	3449	3149	3479	3278	3251	2855
9	招商银行	2778	3082	2806	2874	3123	3174	3120
10	中国银行	1940	2187	2267	2438	2866	2936	2910
其余	京东金融	1204	1490	1496	1648	1781	1880	1817
类似 APP	小米金融	490	532	529	532	499	462	527
	天天基金	510	617	556	743	669	700	558
	随手记	409	434	408	400	421	411	376
	蚂蚁财富	175	207	238	261	280	289	288
	51 信用卡管家							393
	家	347	336	320	328	460	441	
	陆金所	91	98	98	98	114	102	97
	掌中投	228	303	256	374	341	348	274

数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心（月独立设备定义：该月使用过该APP的设备总数，单个设备重复使用不重复统计。）

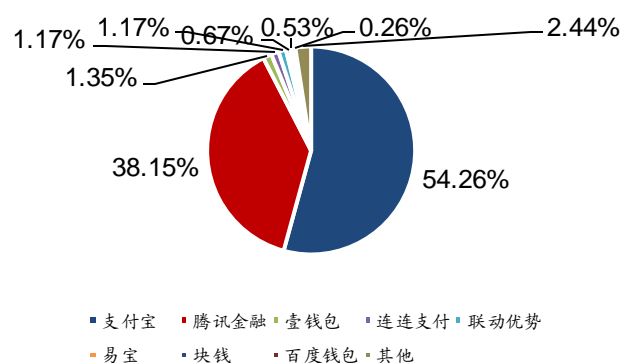
支付业务的市占率稳居市场第一位。支付宝的网络支付业务主要包括PC端支付和移动支付。根据易观咨询（下同）《中国第三方支付互联网支付市场季度监测报告2017年第4季度》，1）PC端支付方面，2017Q4市场规模6.7万亿，支付宝市场占有率为24.5%，排名第一，主要竞争对手是银联商务和腾讯，后两者市占率分别为23.89%、10.17%。2）移动支付方面，2017Q4移动支付市场规模达到37.7万亿，支付宝和微信已经形成垄断，两者市场份额合计达到92%。在与微信的寡头竞争中，支付宝已经稳住阵脚，2017Q4市场份额略微上升至54.26%。3）银行卡收单原本是线下收单的主要模式，但支付宝、微信通过扫码支付进入线下收单市场，目前线下收单既包括银行卡收单，也包括一定的手机线下收单。**银行卡收单方面**，行业参与者为各家第三方收单机构和商业银行，2017年银行卡收单交易规模76.49万亿，手续费比例在千一左右。市场领先者是银联商务，市占率18%。**手机线下收单**是支付宝和腾讯大力发展的领域，双方竞争处于白热化阶段，尚未尘埃落定。手机线下收单增长迅速，2017Q1扫码支付规模达到5866.5亿，同比增长660%。手机线下收单的成长动力一方面来自于对小额现金支付的替代，一方面来自于对银行卡收单的挤出。

图 16： 第三方移动支付市场份额



数据来源：易观咨询、广发证券发展研究中心

图 17： 2017Q4 第三方支付市场份额

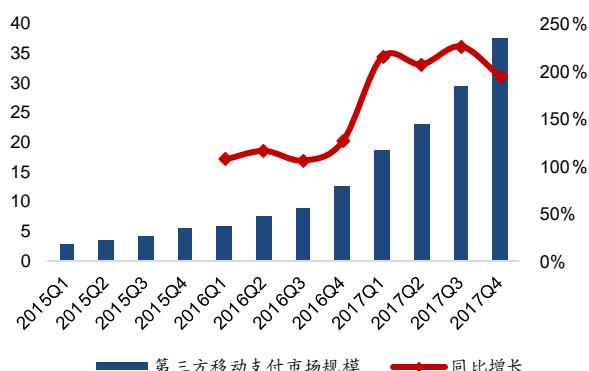


数据来源：易观咨询、广发证券发展研究中心

蚂蚁金服流量入口（支付业务）未来增长空间在哪里？

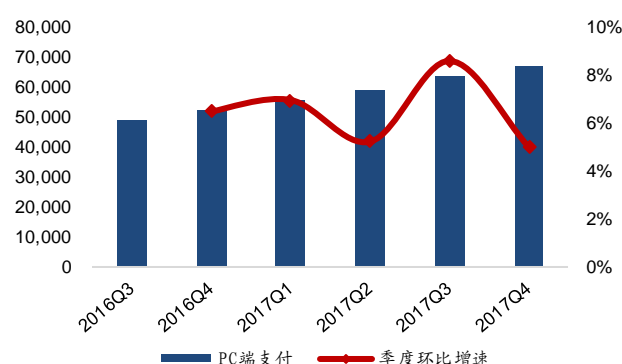
- 1) 第三方移动支付市场规模逐年上升；居民的日常笔均支付金额较小，未来单笔支付金额可能进一步上升。
- 2) 支付行业监管趋严，公司市占率提升。备付金存缴后支付行业收入下降，具备资金实力、较多变现渠道以及具有规模效应的大型支付龙头强者恒强。

图18：第三方移动支付市场规模（万亿元）



数据来源：易观咨询、广发证券发展研究中心

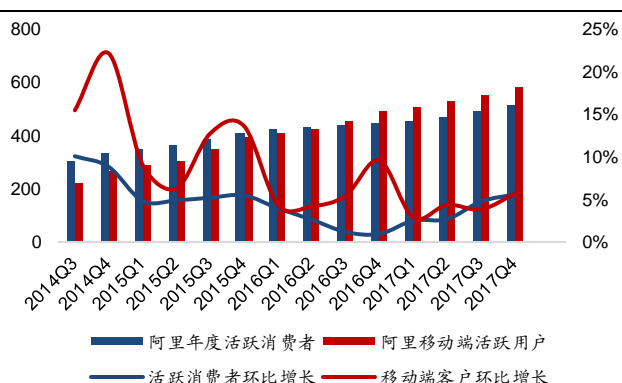
图19：第三方互联网PC支付规模（亿元）



数据来源：易观咨询、广发证券发展研究中心

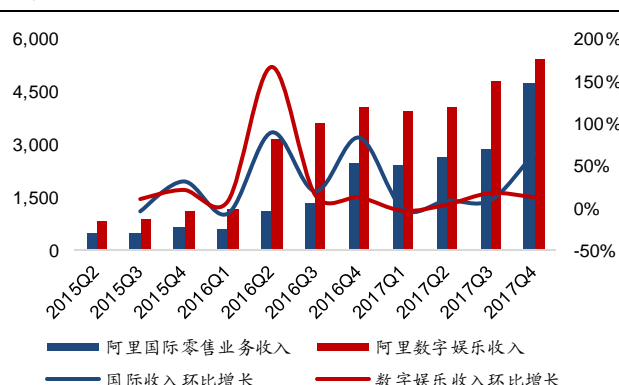
- 3) 支付宝与阿里巴巴业务具有极强的协同效应，阿里巴巴业务扩张将促进支付宝支付业务的扩大，2017Q4阿里年度活跃消费者达到5.15亿，移动端活跃消费者达到5.8亿，传统线上电商业务中淘宝APP月活跃用户稳定在4亿以上。新业务线下新零售端正在布局，阿里线下零售板块已集齐银泰百货、苏宁云商、三江购物超市、东方股份、百联集团等。阿里传媒与娱乐应用布局已久，未来对传媒与娱乐应用收费同样有赖于支付宝渠道。阿里巴巴国际化正在进行时，2017Q4国际零售收入达到47.33亿元，环比大增64%。

图20：阿里巴巴年度活跃用户（百万）



数据来源：阿里财报、广发证券发展研究中心

图21：阿里巴巴传媒与娱乐收入（百万元）



数据来源：阿里财报、广发证券发展研究中心

的角逐，支付宝略胜一筹。从商业场景频率来说，支付宝从网购平台起家，商业场景多于熟人转账支付占比更高的微信。商业场景的含金量+顶尖业内流量是变现、探索新业务点的捷径，站在巨人的肩膀上拓展业务，使得蚂蚁金服具有更多的商业变现能力。

完善的平台：渠道优势显著，叠加规模效应

蚂蚁金服提供完善的平台，为用户提供普惠、综合的金融服务，打通了客户的广度和深度。

作为综合金融服务平台，可以不断添加金融服务模块，多维度服务提升用户粘性。目前蚂蚁金服涉及到的金融细分领域有：银行、保险、公募基金、小额信贷，基本覆盖了普惠金融的所需金融服务。多维度、便捷的服务提升了蚂蚁金服的用户粘性，带来更高的流量转化率和沉淀。

表 6: 蚂蚁金服控股/持股金融机构

细分行业	牌照类型	公司	获取方式	股权比例	收购/设立时间
基金	基金管理	天弘基金	控股	51%	2013 年 6 月
	基金销售	数米基金	控股	61%	2015 年 4 月
保险	财险	众安	发起人	13%	2013 年 3 月
	财险	国泰财险	控股	60%	2015 年 9 月
	相互保险	信美相互保险	发起人	34.5%	2017 年 5 月
银行	民营银行	网商银行	发起人	30%	2014 年 9 月
小贷	网络小贷	蚂蚁商诚	控股	100%	2011 年 6 月
	网络小贷	蚂蚁小微	控股	100%	2013 年 8 月

数据来源：蚂蚁金服官网、广发证券发展研究中心

蚂蚁金服平台核心竞争力概括为基于流量的互联网渠道优势、聚少成多的规模化优势、技术支持下的运营效率优势。

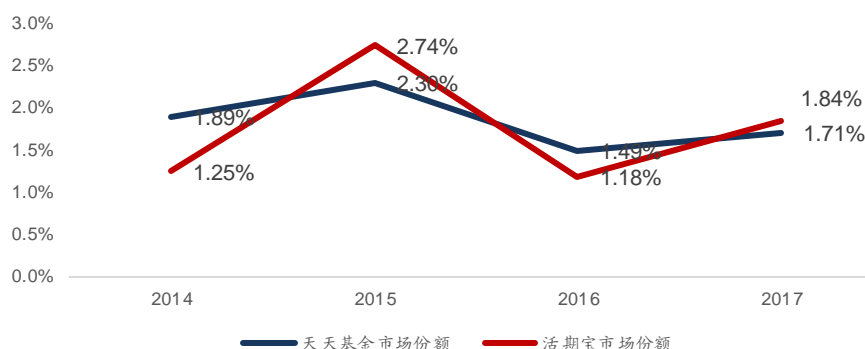
基于流量的互联网渠道优势&聚少成多的规模化优势

1、基金渠道

蚂蚁金服财务管理业务平台的渠道优势表现为

1) 在市场平淡时、各大基金销售平台产品较为同质化的情况下，基金申购费率高低是竞争的核心。蚂蚁金服体量大，可以采取价格战策略提升市占率。2016年后，行业申购费率从4折降为1折，加上市场波动的原因，行业传统龙头基金销售收入锐减，例如东方财富基金销售收入从2015年的24.42亿下降至2016年的8.71亿，销售费率（销售收入/销售规模）也从0.329%下降至0.285%，2017年费率仅为0.205%。市占率方面，东方财富旗下天天基金的市场份额从2014、2015年的1.89%、2.30%降至1.49%，2017年基金市占率回升至1.71%。

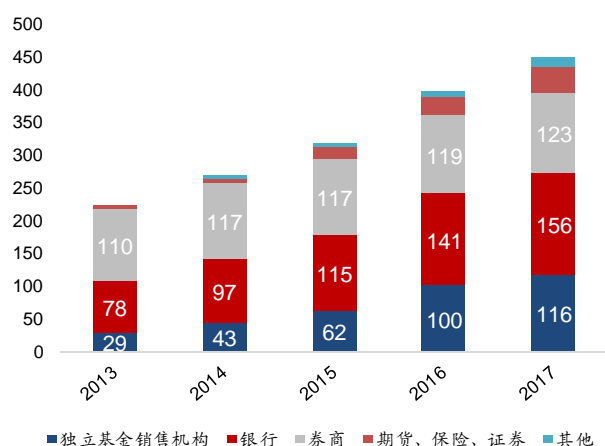
图22：东财基金销售市占率



数据来源：中国证券业协会、东方财富年报、广发证券发展研究中心（天天基金市场份额=天天基金销售规模/全国基金新增规模，活期宝市场份额=活期宝销售规模/货币基金新增规模）

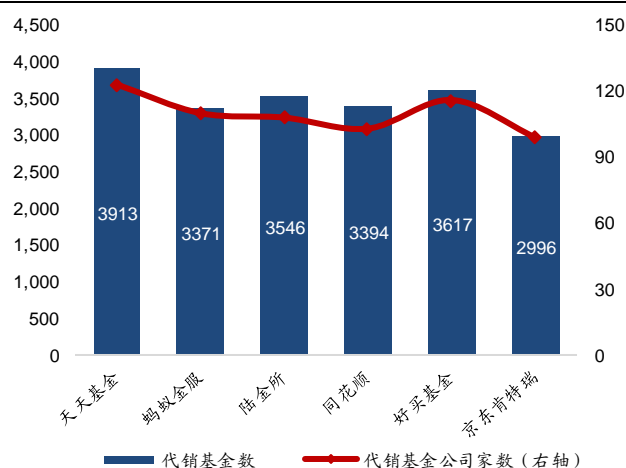
2) 二级市场行情较好时，流量是核心竞争要素。支付宝拥有移动互联网时代金融类APP最强流量。根据艾瑞咨询数据，2018年1月支付宝月独立设备达到5.8亿，遥遥领先其余第三方基金销售公司，同花顺、大智慧、东方财富、京东同期数据为6348万、4758万、3251万、1880万。从互联网流量角度来看，支付宝理财业务最大的竞争对手是微信，蚂蚁金服的优势是支付距离金融服务更近。

图23：基金销售机构构成（个）



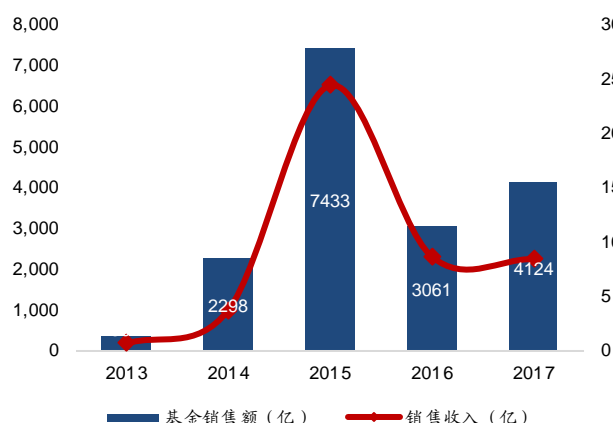
数据来源：基金业协会、广发证券发展研究中心

图24：第三方基金销售平台产品数量（个、家）



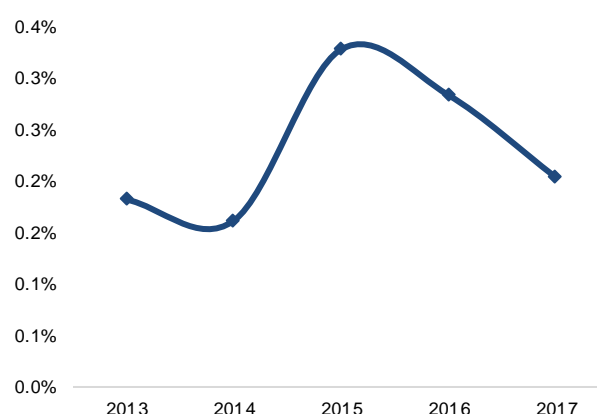
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图25：东方财富基金销售额&收入（亿元）



数据来源：东方财富年报、广发证券发展研究中心

图26：东方财富销售费率



数据来源：东方财富年报、广发证券发展研究中心

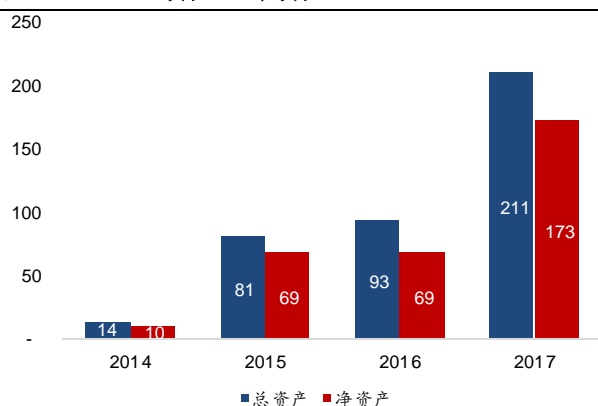
2、信贷业务渠道

蚂蚁金服主要通过网商银行和花呗、借呗为小微企业和个人用户提供小额信贷服务。蚂蚁金服信贷投放笔均金额小，基本无抵押，此类贷款是银行无法覆盖到的领域。蚂蚁金服通过自身平台大数据优势与阿里巴巴电商闭环生态发掘长尾客户需求，在渠道方面实现弯道超车，客户覆盖广度远高于普通小贷公司。（后文详解）

3、保险板块渠道

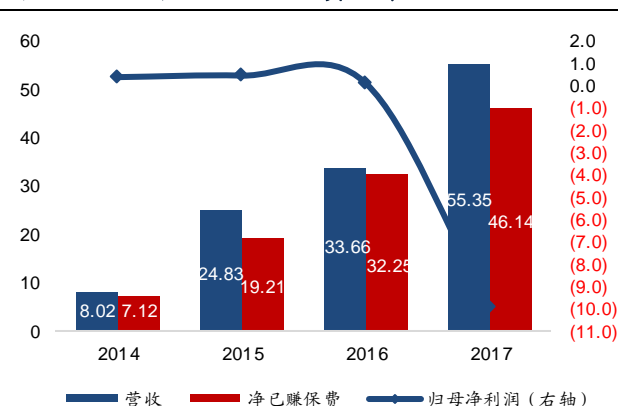
保险行业渠道为王，平台导流的互联网渠道助力保险板块迅速弯道超车。蚂蚁金服的保险板块之所以可以迅速实现放量增长，是因为借助平台优势，互联网保险渠道实现较快、低成本转化，渠道的搭建速度快于传统银保、零售（保险代理人）渠道。蚂蚁金服持股12.83%的众安保险是中国最大的纯互联网保险科技公司，2017年9月在港交所上市。众安保险自成立起至2017Q1已销售95亿份保单，2017H1资产规模达到91亿，2017上半年已赚保费达到19.61亿。

图27：众安总资产、净资产（亿元）



数据来源：众安在线年报、广发证券发展研究中心

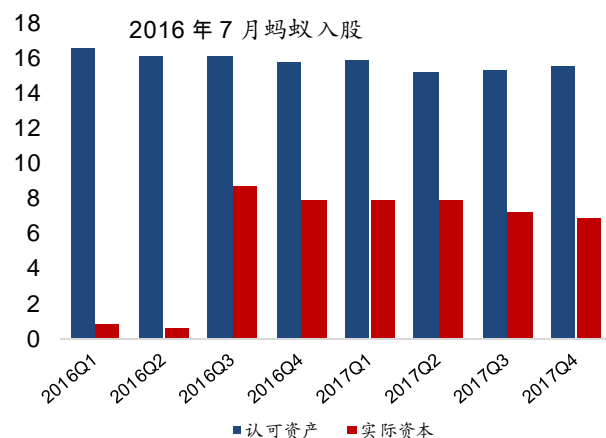
图28：众安营收、已赚保费、净利润（亿元）



数据来源：众安在线年报、广发证券发展研究中心

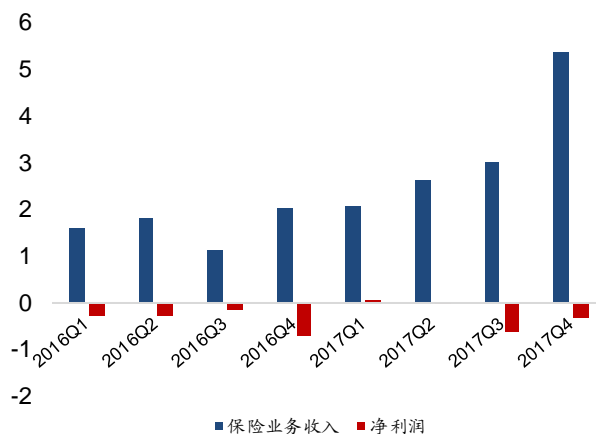
国泰产险保费收入在阿里入股后显著提升，根据国泰产险2017年年报，2017年全年保险业务收入达到13.03亿，而2016年全年保险业务收入为6.51亿；偿付能力大幅提高，蚂蚁金服入股前的2016Q2综合偿付能力充足率为38.89%，而2017Q4为288.55%。

图29：国泰产险认可资产、实际资本（亿元）



数据来源：国泰产险偿付能力报告、广发证券发展研究中心

图30：国泰产险保险收入、净利润（亿元）



数据来源：国泰产险偿付能力报告、广发证券发展研究中心

技术支持下的运营效率优势

大数据下的风险识别，获得更高利率回报。蚂蚁金服旗下的小微贷款放贷业务利息收益较高。通过平台大数据控制风险，获得利差的风险溢价，取得了优于银行的不良率水平。网商银行不良率为0.78%，花呗不良率为1%，显著低于银行业平均水平。

表7：2017年银行不良贷款率（%）

	不良贷款率 %
网商银行	0.78%
微众银行	—
招商银行	1.61%
兴业银行	1.59%
工商银行	1.55%
建设银行	1.49%
中国银行	1.45%
农业银行	1.81%

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表8: 信用卡不良率 (%)

指标名称	信用卡逾期半年未偿比例	信用卡不良贷款率
2009	3.10	2.83
2010	1.70	1.55
2011	1.40	1.19
2012	1.30	1.11
2013	1.37	1.28
2014	1.53	1.49
2015	1.23	1.84
2016	1.40	1.90
2017	1.26	

数据来源: 中国人民银行、广发证券发展研究中心

蚂蚁金服向保险公司提供从保险销售到理赔的全业务流程的服务, 以技术手段改变保险公司传统运营模式。1) 保单设计环节, 蚂蚁金服向保险公司提供大量用户数据帮助后者设计保单, 数据来自于用户在阿里生态中留下的历史记录。2) 简化投保流程。例如目前支付宝平台销量最高的尊享e生百万医疗保便是典型, 客户只需要在支付宝上填写个人信息即可购买, 且保费相对低廉而保额不低。3) 蚂蚁金服同时为保险公司提供理赔技术支持, 降低运营成本, 如推出车险“定损保”, 车祸发生后只需用户拍照在app中上传, 使用人工智能定损而省去人工成本。蚂蚁金服保险总裁尹铭将蚂蚁金服保险业务也定义为技术输出型公司, 在提供保险销售平台的同时, 专注于做好技术, 和保险公司一起互为生态, 通过技术和科技助力保险公司。

理财业务板块通过AI技术实现用户理财产品的迁移和转化。蚂蚁金服可以利用人工智能等手段分析流量大数据, 为用户提供更为良好的基金购买体验, 例如依托客户在阿里生态圈的交易数据为客户进行针对性智能投顾服务。余额宝限购后, 蚂蚁金服通过大数据优势精准匹配客户需求, 实现余额宝到理财产品的转化。

独角兽融资能力强大

资本实力是金融行业的核心竞争力之一, 一方面是风控要求, 资本充足率等风控指标决定业务规模; 另一方面, 利差性质业务核心竞争力之一是低成本资金。蚂蚁金服三次IPO前融资已经超过A股非银、银行板块最大IPO首发融资额。强大的融资能力为公司提供源源不断的扩张资本和发展动力。

表 9: 蚂蚁金服两轮融资明细

A 轮投资者	B 轮后所占比例	B 轮投资者	B 轮后所占比例
全国社会保障基金理事会	4.66%	置付 (上海) 投资中心 (有限合伙)	3.08%
中国人寿保险 (集团) 公司	1.66%	上海麒麟投资中心 (有限合伙)	1.65%
上海祺展投资中心 (有限合伙)	1.60%	海南建银建信丛林基金合伙企业 (有限合伙)	1.27%

上海众付股权投资管理中心（有限合伙）	1.47%	北京京管投资中心（有限合伙）	1.15%
中国太平洋人寿保险股份有限公司	0.86%	上海云锋新呈投资中心（有限合伙）	1.04%
北京中邮投资中心（有限合伙）	1.00%	春华景信景福（天津）投资中心（有限合伙）	0.27%
人保资本投资管理有限公司	0.85%	北京中金甲子伍号股权投资合伙企业（有限合伙）	0.19%
新华人寿保险股份有限公司	0.66%	上海蔚泓投资中心（有限合伙）	0.06%
上海金融发展投资基金二期（壹）（有限合伙）	0.51%	原始股东	B 轮后所占比例
春华景信（天津）投资中心（有限合伙）	0.47%	杭州君瀚股权投资合伙企业（有限合伙）	42.28%
上海经颐投资中心（有限合伙）	0.42%	杭州君澳股权投资合伙企业（有限合伙）	34.15%
苏州工业园区国开鑫元投资中心（有限合伙）	0.28%		
人保资本投资管理有限公司	0.85%		

数据来源：天眼查、广发证券发展研究中心

表 10：非银板块首发融资规模前十（亿元）

非银板块	首发上市日期	首发募集资金	银行板块	首发上市日期	首发募集资金
中国平安	2007-03-01	388.70	农业银行	2010-07-15	685.29
国泰君安	2015-06-26	300.58	建设银行	2007-09-25	580.50
中国太保	2007-12-25	300.00	工商银行	2006-10-27	466.44
中国人寿	2007-01-09	283.20	交通银行	2007-05-15	252.04
华泰证券	2010-02-26	156.91	光大银行	2010-08-18	217.00
招商证券	2009-11-17	111.15	中国银行	2006-07-05	200.00
光大证券	2009-08-18	109.62	兴业银行	2007-02-05	159.96
东方证券	2015-03-23	100.30	北京银行	2007-09-19	150.00
国信证券	2014-12-29	69.96	中信银行	2007-04-27	133.51
方正证券	2011-08-10	58.50	招商银行	2002-04-09	109.50

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

金控试点体现监管层认可

蚂蚁金服牌照齐全。1) **支付牌照齐全。**目前支付行业比较有价值的业务牌照是互联网支付、移动支付、银行卡收单牌照，有26家公司同时拥有这三类牌照，支付宝是其中之一，即支付宝可以经营所有的支付业务。2) **基金牌照。**2013年10月支付宝通过入股天弘基金，获得51%的股权，解决了公募基金直销的名义问题。同时，2015年4月支付宝控股数米基金网，获得了第三方基金销售牌照。3) **小贷牌照。**截至2017年末，我国各省相关部门发放有213张网络小额贷款牌照，2017年12月发布的《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》要求小额贷款公司监管部门（也即地方金融办或金融工作局）暂停新批设网络小额贷款公司；暂停新增批小额贷款公司跨省（区、市）开展小额贷款业务。已经批准筹建的，暂停批准开业。

支付、互联网基金销售、小贷等牌照化管理是大势所趋，持牌机构在赛道中抢占先机。

第一批试点金控名单，表明监管层的认可。根据第一财经、凤凰网、彭博等媒体报道，蚂蚁金服与中信、光大、招商局等老牌央企金控并列入第一批名单，表明

了监管层的认可。

表11：民营金控集团牌照举例

集团名称	银行	证券	保险	基金	第三方支付	小微金融
百度	与中信合作成立直销银行-百信银行		与安联保险、高瓴资本合作成立百安互联网保险	百度资本（创投）	百度钱包支付	百度小贷
阿里巴巴	成立网商银行	云峰证券（拟）	与中国平安、腾讯合作设立众安保险	蚂蚁金服余额宝与天弘基金合作	支付宝	阿里小贷
腾讯	成立前海微众银行	与国金证券在网络券商、在线理财、线下高端投资活动开展战略合作	与中国平安、阿里合作设立众安保险	腾讯理财通与华夏基金合作	微信支付	财付通小贷

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

规范监管：是挑战，也是机遇

我们梳理了蚂蚁金服所在支付、小贷等行业近期面临的监管挑战，主要分为三点：1）所在行业牌照要求提高。体现为对金控、支付、小贷等牌照要求。2）资本金要求提高，监管层要求降低小贷公司杠杆率。体现为对蚂蚁花呗、借呗ABS融资杠杆的监管。3）针对互联网金融企业，提出备付金、网联等要求。

我们认为，以上监管要求对蚂蚁金服既是挑战，也是机遇。1）成本费率提升、监管要求提高对于规范发展、具有规模效应的大型企业来说，是提升市占率的过程。2）蚂蚁金服牌照齐全，具有先发优势，所受影响不大。金控牌照试点体现了监管层对公司的认可。3）监管规范化有利于促进行业健康发展。

表 12：来自监管变化的挑战与机遇

时间	内容	影响
2016 年起	央行明确要求第三方网络支付公司不得进行清算；并牵头成立网联平台，要求第三方支付公司网络支付业务通过网联平台统一清算。	对于蚂蚁金服来说，网联后费率统一或将增加成本，但大机构更易承受费率上升的成本。
2015 年 12 月	《非银行支付机构网络支付业务管理办法》，对第三方支付账户分类并进行额度限制，要求第三方支付应定位于小额日常支付，要求第三方支付公司提高信息安全管理	备付金的监管有利于保护蚂蚁金服用户的利益，减少兑付风险。增加支付行业的成本。
2016 年 10 月	《非银行支付机构风险专项整治工作实施方案》，开展支付机构客户备付金风险和跨机构清算业务整治，开展无证经营支付业务整治。	

2016 年 10 月	《中国人民银行关于加强支付结算管理防范电信网络新型违法犯罪有关事项的通知》，非银行支付机构为个人开立支付账户的，同一个人在同一家支付机构只能开立一个全功能支付账户，约定日累计转账限额和笔数，超出限额和笔数的，不得再办理转账业务。	
2017 年 1 月	《关于实施支付机构客户备付金集中存管事项通知》，要求第三方支付机构将客户备付金缴存央行	
2017 年 1 月	央行发布《中国人民银行办公厅关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》，规定银行不得为备付金支付利息，并要求第三方支付机构将备付金按照一定集中度存放在央行或者商行中，由央行统一监管。	
2017 年 11 月	《关于进一步加强无证经营支付业务整治工作的通知》，要求银行与支付机构切断直连通道。	
2017 年 12 月	《关于规范支付创新业务的通知》，强调第三方支付公司不得从事清算业务，存量业务应尽快移交合法清算机构。	
2017 年 11 月 21 日	互金整治小组下发了《关于立即暂停批设网络小额贷款公司的通知》	
2017 年 12 月	《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》要求小额贷款公司监管部门（也即地方金融办或金融工作局）暂停新批设网络小额贷款公司；暂停新增批小额贷款公司跨省（区、市）开展小额贷款业务。已经批准筹建的，暂停批准开业。	支付、互联网基金销售、小贷等牌照化管理是大势所趋，持牌机构在赛道中抢占先机。
2018 年 5 月	多家媒体报道：传闻蚂蚁金服是五家金控牌照试点企业之一	
2017 年 5 月 27 日	个人余额宝额度由 100 万调整为 25 万	
2017 年 8 月 11 日	个人余额宝额度由 25 万调整为 10 万	余额宝的限额有利于缓解单一基金流动性风险。蚂蚁金服早已开始准备将用户流量导入其他金融产品，如货币、权益类基金及黄金投资等。
2017 年 12 月 8 日	个人每日申购余额宝限额 2 万	

2018年2月1

日-至今

余额宝申购总量限额，每日售完即止

2017年12月

主要内容：限制高利率，叫停断头贷、禁止暴力催收等，使得行业趋于规范；限制杠杆比例，规范银行、非银机构助贷；回归本源，暂停无场景的小贷公司放贷等。

蚂蚁借呗利率属规范水平、也有场景支持，政策影响较小。对行业内小贷、现金贷公司影响较大，有利于蚂蚁金服市占率提升。

蚂蚁花呗、借呗杠杆面临整改压力，公司通过融资、引入第三方资金（如信托资金）等方式解决

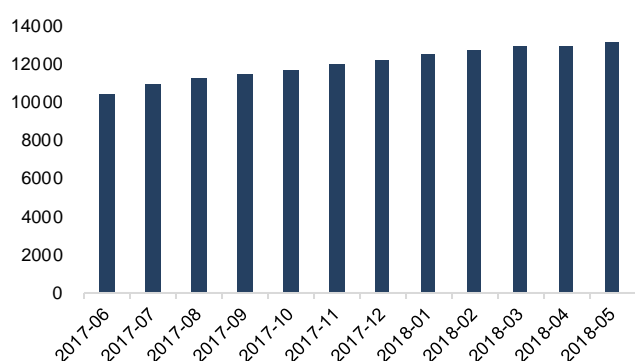
数据来源：银监会、广发证券发展研究中心

未来展望：培育持续增长的动力

看好微贷板块潜力

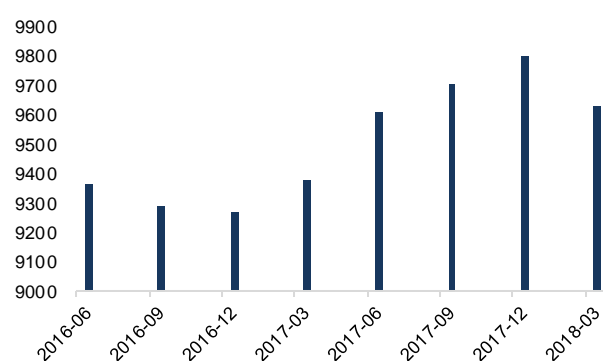
“刚需产品”，如火如荼。1) 中小企业总规模大，潜在融资需求大。到2017年7月，全国小微企业数量已经达到7328.1万户；银保监会数据显示，截至2018年一季度末，全国小微企业贷款余额31.76万亿元，较2017年末增加1.02万亿元，小微企业贷款户数1545万户。央行数据显示，截至2018年3月，中小微企业对应融资需求超27万亿人民币，占总融资规模存量15%。由于缺乏抵押物或增信，传统金融机构识别风险成本高，难以满足中小微企业贷款需求。2) 个人借贷需求旺盛，截至2018年5月，P2P贷款余额为1.3万亿；截至2018年3月，小贷公司贷款余额突破9630亿元。还有未统计在内的典当行、担保、民间借贷等未精确统计。3) 我国消费信贷具备广阔发展空间，国家持续推动消费升级，居民消费意识从保守向超前消费转变，2018年1月我国金融机构短期消费贷款占贷款总额5.64%，而2010年仅为1.97%。

图31：P2P贷款余额（万亿元）



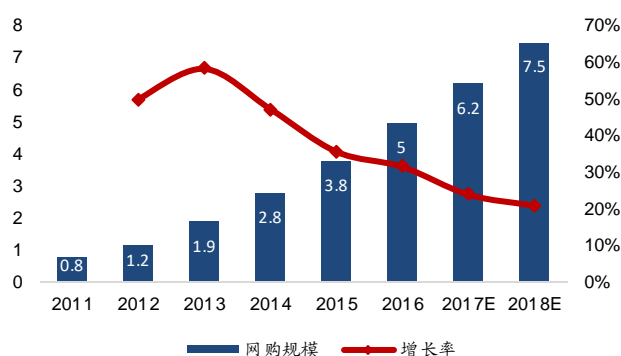
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图32：小额贷款公司贷款余额（亿元）



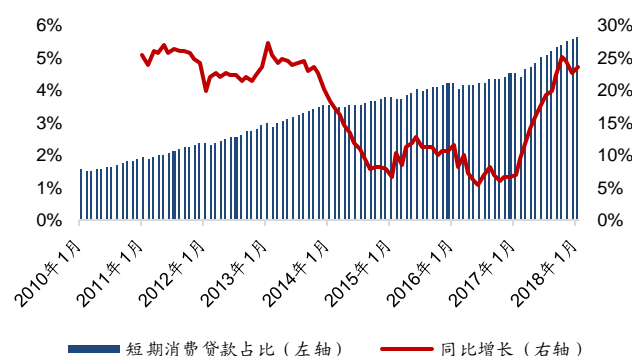
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图33：网购规模持续提升



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图34：金融机构短期消费贷款占总贷款比例提升

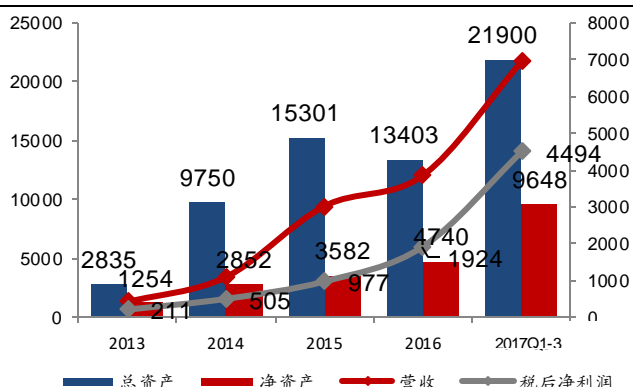


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

格局更新，强者恒强。监管部门整顿现金贷业务，主要内容有：限制高利率（限制在年化36%以内），叫停断头贷、禁止暴力催收等，使得行业趋于规范；回归本源，暂停无场景的小贷公司放贷。我们认为，蚂蚁借呗、花呗利率属规范水平，正规运营，有消费场景支持，受政策影响很小。对行业内不规范的小贷、现金贷公司影响较大。限制杠杆比例，规范银行、非银机构助贷，只有资本实力雄厚、融资能力强的公司才能持续发展。综上所述，监管规范使得行业重新洗牌，蚂蚁金服占据先发优势。

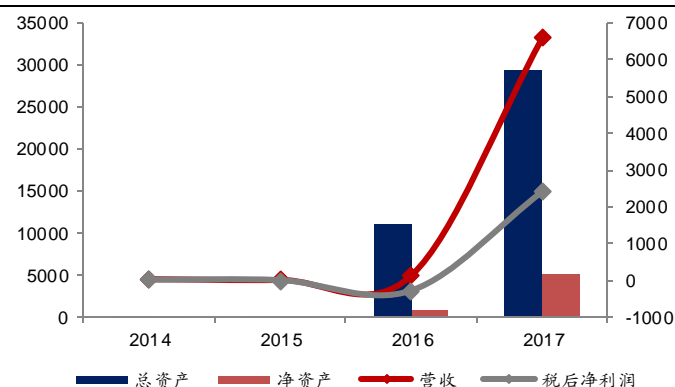
盈利能力突出。蚂蚁金服具有成本低、方便快捷的优势。面对众多小微机构及个人用户，利用大数据识别风险，确认收益率是蚂蚁金服的核心竞争力。蚂蚁金服信贷业务盈利能力较强，显著高于商业银行。以经营时间较长的蚂蚁商诚（借呗主体）为例，2017Q3净利润达到44.94亿，经我们测算近年ROE在24%-40%之间，而同期商业银行年化ROE在12%左右，蚂蚁商诚的盈利能力远超传统商业银行。

图35：蚂蚁商诚总资产净资产、营收净利润（百万元）



数据来源：借呗ABS产品说明书、广发证券发展研究中心

图36：蚂蚁小微总资产净资产、营收净利润（百万元）



数据来源：花呗ABS产品说明书、广发证券发展研究中心

发展海外，扩大流量资源

蚂蚁金服正伴随阿里同走出国门，蚂蚁金服在国内正面临与腾讯系的激烈交

锋，自从2014年春节微信红包上线后，支付宝在国际化并不是艰难的选择。第三方支付市场的份额从七成降至目前五成，并为了维持目前的地位付出了极高的推广成本，目前国内第三方支付双寡头格局业已形成，虽然国内仍有不小增长空间，但拓展市场的边际成本在不断提高。蚂蚁金服若想继续壮大发张，眼光不能局限于国内市场。

向发展中国家走去，重写传奇。我们梳理了蚂蚁金服近两年外国投资的案例，发现两大特点，1) 投资的国家集中于中国周边国家，尤其是东南亚国家和印度。2) 投资的行业集中于支付行业。

表 13: 蚂蚁金服部分海外投资梳理

时间	国家	公司名	行业
2015	印度	Paytm	支付
2015	韩国	K-Bank	互联网银行
2016	泰国	Ascend Money	支付
2016	新加坡	M-Daq	跨境证券交易服务
2016	美国	Eyeiverify	生物识别
2017	韩国	KaKao Pay	支付
2017	菲律宾	Mynt	支付
2017	印尼	Emtek	支付
2017	新加坡	Hellobay	支付
2017	香港	支付宝 HK	支付
2017	马来西亚	TNG	支付
2018	巴基斯坦	TMB	小微金融银行
2018	孟加拉	bKash	数字支付

数据来源：IT桔子、新浪财经、和讯新闻、腾讯新闻、广发证券发展研究中心

1) 此类国家经济发展水平较低，正处于经济高速发展期。随着人口红利的释放与互联网基础设施建设的推进，蚂蚁金服进入此类市场更可能享受增长红利。

以印度为例，目前印度正处于经济腾飞阶段，从经济发展速度来看，近十年人均名义GDP复合增长率为11.96%。从经济发展水平来看，2016年印度人均GDP1678美元，与我国2005年人均GDP1732美元相当，而彼时正是支付宝在我国快速发展的阶段。从银行体系的发展情况来看，截止2016年底，印度共有储蓄卡8.4亿张，信用卡2900万，而我国2005年储蓄卡数量为9.6亿。印度银行业发展水平较低，这可能给予第三方支付一定的发展空间。

事实上，蚂蚁金服在印度早已有布局，蚂蚁金服2015年先后两次投资印度第三方支付公司Paytm，目前Paytm是印度最大的第三方支付公司，从2016年11月8日印度政府废除纸币开始，平均每天增加70万个新用户截止2017年6月，Paytm注册用户已达到2.25亿，目前在印度约有500万家商户接受Paytm支付。

2) 周边国家是中国游客出境游的首选之地，中国游客境外购买力迅速增加，为中国游客提供支付宝支付已经是商家竞争点之一，在中国游客旅游目的地的国际化是蚂蚁金服业务国际化的一大机会。根据《向中国游客致敬——2016 年中国出境旅游者大数据》，我国2016年出境游规模为1.22亿，比2015年的1.17亿人次增长

4.3%，人均消费900美元，目的地方面则偏好周边国家。

3)投资支付行业的原因在于复制路径。蚂蚁金服在中国的发展路径可总结为：支付业务大量吸引用户-普惠金融服务用户。蚂蚁金服海外投资仍遵守这一路径，希望能够借支付业务吸引大量用户，完成用户数量积累后，再进行金融服务。

我们认为海外市场具有巨大机会，但也存在汇率波动、海外政局不稳定等等风险。应保持密切关注。

突出 TechFin 的优势

蚂蚁金服对自己的定位是Techfin，明确的互联网定位使得蚂蚁金服能够克服与传统金融机构竞争中的资金、牌照等劣势，专注于发挥互联网企业优秀的数据处理能力，依靠自己的技术优势、数据优势与拥有资金、牌照、政策优势的传统金融机构进行合作，而不是斗争。

目前蚂蚁金服比较成熟的技术服务包括芝麻信用和云服务。1)芝麻信用是独立的第三方信用服务机构，通过云计算、机器学习等技术对用户信用进行综合评价。受益于蚂蚁金服庞大的用户数以及金融交易产生的数据，芝麻信用能够在银行体系外获取大量个人信用相关数据，弥补了我国征信数据的空白。芝麻信用被授权给予内部板块和外部合作机构使用。根据芝麻信用发布的《全国城市信用免押服务报告》，全国已经有近2000万人使用过信用免押服务。2)云服务：未来，阿里金融云将通过基础技术、金融核心服务组件和场景连接能力服务全球5万家金融机构。目前，蚂蚁金服的金融云科技产品包括金融智能平台、金融智能大脑AntZero、智能客服Antone、区块链平台等。

加快上市步伐

2018年2月1日，阿里巴巴发布公告，将根据2014年双方签订的协议入股蚂蚁金服，并获得增发33%股权。阿里入股后，蚂蚁金服将无需向阿里支付37.5%的税前利润，现金流将有所改善。同时，蚂蚁金服股权结构将更加明确，消除了阿里巴巴入股造成蚂蚁金服股权结构大幅变化的风险，有利于扫清上市障碍。

风险提示

政策持续收紧风险、融资成本持续上升、资金错配风险、坏账率持续提升、流量转化率下降、竞争恶化、出现新兴业务模式颠覆现有模式、市场波动性增大、股债双杀、汇率波动

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017 年 3 月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：南开大学硕士，4 年证券行业工作经验。曾在中银国际证券担任非银金融行业分析师。2018 年进入广发。
- 商 田：分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014 年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017 年进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。
- 谨慎增持：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
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 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	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，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股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。