

金融服务

深度对比 | 蚂蚁集团与京东数科：科技、金融、财务与模式

评级：增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师：蒋婧

执业证书编号：S0740517090005

Email: jiangqiao@r.qlzq.com.cn

分析师：陆婕

执业证书编号：S0740518010003

Email: lujie@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数

行业总市值(百万元)

行业流通市值(百万元)

行业-市场走势对比

相关报告

<<蚂蚁集团：商业模式及竞争壁垒的深度分析>>2020.08.16

<<银行卡清算机构商业模式及开放影响分析>>2020.06.23

<<央行数字货币的投资机会：从货币特征和商业运用角度>>2020.04.26

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		

备注

投资要点

■ **科技赋能角度的对比。1、蚂蚁更多赋能在 C 端。**蚂蚁凭借庞大的 C 端流量（阿里 8.24 亿月活 vs 京东商城 3.62 亿月活；支付宝 7.66 亿月活 vs 京东金融 0.24 亿月活），具备对 B 端强议价力，对 B 端业务赋能带来的流量变现/货币化能力更强；背后是生态圈级、及流量禀赋等级的差别。**2、商户与企业赋能（ToB）比较。**京东数科 ToB 赋能包括获客运营（支付业务以商户收单为主，同时提升商户的会员管理及营销能力）、供应链及资金管理（产业链金融及票据流转的角度提供企业信贷服务）；京东数科 2020HToB 收入占比 52%，其中白条业务收入占比 33%。蚂蚁集团主要基于生态圈及平台为商户提供导流及运营支持，实现 C 端和 B 端的协同发展。**3、金融机构、政府和其他机构赋能（ToF、ToG）：京东的未来。**京东数科从多层级、多角度地对金融机构进行赋能（业务、技术），除了与蚂蚁类似的借贷、理财、保险业务，还包括信用卡联合运营、资管科技、及保险核心业务系统等；京东数科 ToF 收入占比从 2017 年 17% 提升至 2020H 的 41%，蚂蚁集团 ToF 更多是业务赋能（凭借流量、数据及运营形成的议价力）。基于 ToF 和 ToB 数据及技术积累，京东数科将客户拓展至政府及其他客户，形成智能营销和智能城市两大产品线。蚂蚁集团没有直接可对标的业务板块。

■ **金融业务角度的对比：1、支付业务：支付宝 C 端账户优势明显。**支付宝的交易量远高于京东支付（支付宝移动支付市占率超过 50%，京东支付仅为 1%），支付宝在支付全产业链布局，账户侧数字钱包优势明显，京东支付主要布局商户收单侧。**2、借贷业务：业务模式总体类似。**京东消费分期产品的规模（京东白条~441 亿小于蚂蚁花呗~6000 亿）、户数（白条~5000 万小于花呗~3 亿）和户均余额（白条不到 1000 元小于花呗~2000 元）远低于蚂蚁；两者现金贷产品都以助贷/联合贷形式为主（金融机构出资及 ABS 占比分别为京东 96% 和蚂蚁 98%），同时京东数科的现金贷客户更加下沉；蚂蚁集团的小微客户更长尾（蚂蚁小微户均~3 万元）。**3、资管业务：京东数科布局更广。**两者财富管理业务相似程度较高（京东钱包、小金库、企业金库、东家财富分别对应蚂蚁的支付宝、余额宝、余利宝和尊享专区），即从余额管理开始的品类扩张，预计京东数科的理财保有量规模相对较小（远低于蚂蚁 4 万亿 AUM）。另外，京东数科针对资管机构需求，提供资管科技解决方案产品“JT² 智管有方”。**4、保险业务：变现均以保险销售为主。**差异点在于京东数科布局了线下渠道，蚂蚁集团仍是纯线上的业务模式。

■ **财务报表角度的对比。1、招股书显示的收入构成差异是表象，两者都具有 B2B2C 商业模式。**京东数科收入结构按客户类型（付费方）分为 ToF、ToB 及 ToG，蚂蚁是按业务类型分为数字支付、数字金融和创新业务；本质上两者都是 B2B2C 业务模式（即通过赋能 B 端来更好服务 C 端）。**2、收入结构和盈利能力。**蚂蚁集团和京东数科的营业收入均保持较高的增速（近两年 30% 以上），京东数科由于股权激励支出，净利

润和 ROE 呈现波动。收入中借贷业务均占比较高（京东白条+金条收入占比 43%，蚂蚁微贷科技收入占比 39%）。3、成本与费用分析。京东数科的毛利率高于蚂蚁集团，两者主要成本均为交易成本、服务成本及运维成本，京东数科服务成本占比持续提升，蚂蚁成本构成稳定（主要是交易成本）。京东数科整体期间费用率高于蚂蚁集团，京东数科扣除股份支付费用后期间费用率较稳定，蚂蚁集团的期间费用率 2019 年后显著下行，主要为减少推广费用投放，及不再向阿里集团分润。

- **商业模式角度的比较。1、蚂蚁集团与京东数科兼具平台公司和科技公司两种属性。**在平台的属性和能力上，蚂蚁集团更强，体现为凭借庞大的 C 端流量，具备对 B 端强议价力，对 B 端业务赋能带来的流量变现/货币化能力更强；而对技术赋能的投入和重视程度，两者都很高，背后是 C 端流量红利减退后，对 B 端技术赋能所能形成高壁垒的共识。蚂蚁集团的模式及财务分析，详见此前两份深度报告《蚂蚁集团：商业模式及竞争壁垒的深度分析》、《深度 | 蚂蚁集团的财务报表，如何分析与预测？》。2、**京东数科：平台属性与技术属性参半。**京东体内生态形成当前的平台变现能力（借贷、资管、保险等金融业务变现），但向外延展能力受限（支付业务的相对弱势）。对未来战略赋予的权重，技术输出属性更多（致力于成为高度 ToB/ToG 的 IT 解决方案公司的意愿和定力）。3、**京东数科具备做技术输出的意愿和基础，但仍面临挑战。**相较传统软件公司，互联网巨头具备做技术的优势（“C 端养 B 端”，及数据和技术积累带来的壁垒），但与蚂蚁仍有差距（“人财物”头部效应）。京东数科短期内技术输出的主要增长极是 ToF 资管科技，及 ToG 智慧城市等业务，目前收入占比低、但增长快（2018/2019 年 ToG 业务收入 1.47/8.41 亿元，占比 1.1%/4.6%）。对京东数科而言仍面临国内 ToB 技术输出商业环境并不成熟，以及技术投入周期长、回报慢的潜在考验。
- **风险提示：**金融监管风险，技术输出模式发展不及预期，行业竞争加剧。

内容目录

一、科技赋能角度的对比	- 6 -
1.1 蚂蚁更多赋能在 C 端	- 6 -
1.2 商户与企业赋能 (ToB) 比较	- 6 -
1.3 金融机构、政府和其他机构赋能 (ToF、ToG): 京东的未来	- 8 -
二、金融业务角度的对比	- 13 -
2.1 支付业务: 支付宝 C 端账户侧优势明显	- 13 -
2.2 借贷业务: 业务模式基本相同	- 16 -
2.3 资管业务: 京东数科布局更宽泛	- 19 -
2.4 保险业务: 变现均以保险销售为主	- 21 -
三、财务报表角度的对比	- 22 -
3.1 招股书显示的收入构成差异是表象, 两者都具有 B2B2C 商业模式	- 22 -
3.2 收入结构和盈利能力: 营收均 30% 以上增长, 京东数科盈利呈现波动	- 22 -
3.2 成本与费用分析: 京东数科毛利率、期间费用率均更高	- 24 -
四、商业模式角度的比较	- 27 -
4.1 蚂蚁集团模式及稀缺性的理解	- 27 -
4.2 蚂蚁集团与京东数科商业模式的比较	- 28 -
风险提示	- 31 -

图表目录

图表 1: 移动 APP 流量对比: 支付宝远高于京东金融; 万人	- 6 -
图表 2: 京东商城与阿里巴巴活跃用户数对比; 百万人	- 6 -
图表 3: 商户与企业业务收入及增速	- 7 -
图表 4: 商户与企业业务收入占比	- 7 -
图表 5: 商户与企业数字化解决方案业务收入构成	- 7 -
图表 6: 金融机构业务收入及增速	- 9 -
图表 7: 金融机构业务收入占比	- 9 -
图表 8: 金融机构数字化解决方案业务的收入构成	- 10 -
图表 9: 京东金条的业务流程	- 10 -
图表 10: 京东数科信用卡科技流程	- 10 -
图表 11: JT ² 智管有方-资管科技整体解决方案	- 11 -
图表 12: 政府及其他客户业务收入及增速 (亿元)	- 12 -
图表 13: 政府及其他客户业务收入占比	- 12 -
图表 14: 京东城市解决方案	- 13 -
图表 15: 2020Q1 中国第三方移动支付交易规模市场份额	- 14 -
图表 16: 京东支付的发展历史	- 14 -
图表 17: 京东支付面向 C 端用户的产品	- 15 -
图表 18: 京东的智能收银解决方案	- 16 -
图表 19: 京东白条的应收账款余额及增速	- 17 -
图表 20: 京东白条的年度活跃用户数 (万人)	- 17 -
图表 21: 京东白条户均余额的近似值 (元)	- 17 -
图表 22: 蚂蚁花呗和京东白条的 ABS/ABN 发行规模 (亿元)	- 17 -
图表 23: 京东金条的年度活跃用户数及增速	- 18 -
图表 24: 京东金条促成的贷款规模及增速	- 18 -
图表 25: 京保贝的供应链金融模式	- 19 -
图表 26: 京东数科和蚂蚁集团的理财业务对比	- 19 -
图表 27: JT ² 智管有方-功能模块	- 20 -
图表 28: 京东数科促成的保费规模及增速; 亿元	- 21 -
图表 29: 京东数科保险代销费率	- 21 -
图表 30: 京东数科收入结构; %	- 22 -
图表 31: 蚂蚁集团收入结构; %	- 22 -
图表 32: 主要财务指标对比; 亿元, %	- 23 -
图表 33: 主要财务指标对比; 亿元, %	- 23 -

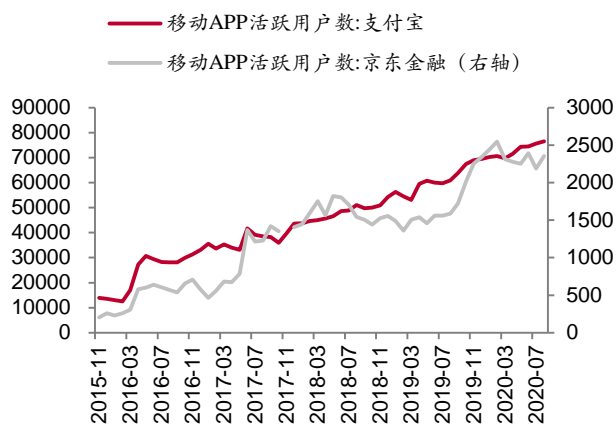
图表 34: ROE (加权) 对比; %.....	- 23 -
图表 35: 京东金条、白条收入占比; %.....	- 24 -
图表 36: 京东金条+白条、蚂蚁微贷收入占比; %.....	- 24 -
图表 37: 毛利率对比; %.....	- 25 -
图表 38: 成本费用构成对比 (各项目占营收比重): 2019 年, %.....	- 25 -
图表 39: 京东数科营业成本构成 (各成本/营收); %.....	- 25 -
图表 40: 蚂蚁集团营业成本构成 (各成本/营收); %.....	- 25 -
图表 41: 成本构成.....	- 25 -
图表 42: 期间费用率 (销售+管理+研发+财务费用率合计): %.....	- 27 -
图表 43: 京东数科三费费率: %.....	- 27 -
图表 44: 京东数科三费费率 (扣除股份支付费用后); %.....	- 27 -
图表 45: 蚂蚁集团三费费率; %.....	- 27 -
图表 46: 蚂蚁集团以支付宝平台为核心的能力体系.....	- 28 -
图表 47: 蚂蚁集团商业模式的演进.....	- 28 -
图表 48: 支付宝平台作为流量入口, 提供的全方位服务.....	- 28 -
图表 49: 蚂蚁集团交易闭环的特征.....	- 28 -
图表 50: 京东数科的产业数字化“联结 (TIE)”模式.....	- 30 -
图表 51: 蚂蚁集团盈利预测.....	- 31 -

一、科技赋能角度的对比

1.1 蚂蚁更多赋能在 C 端

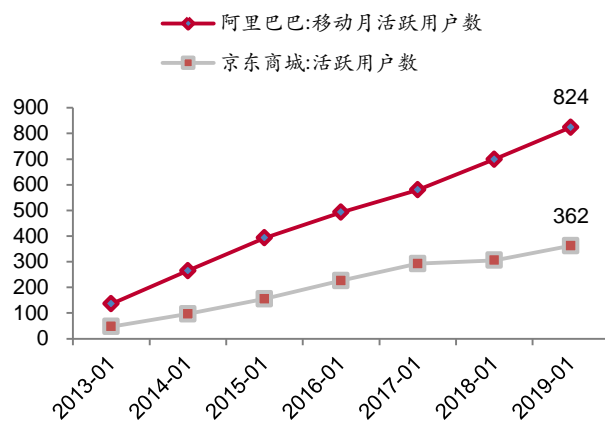
- 蚂蚁凭借庞大的 C 端流量（阿里 8.24 亿月活 vs 京东商城 3.62 亿月活；支付宝 7.66 亿月活 vs 京东金融 0.24 亿月活），具备对 B 端强议价力，对 B 端业务赋能带来的流量变现/货币化能力更强；背后是生态圈能级、及流量禀赋等级的差别。

图表 1: 移动 APP 流量对比: 支付宝远高于京东金融; 万人



来源：中泰证券研究所、公司公告

图表 2: 京东商城与阿里巴巴活跃用户数对比; 百万人



来源：中泰证券研究所、公司公告

1.2 商户与企业赋能 (ToB) 比较

- 京东数科基于商户及企业自身的场景生态，在获客运营、供应链管理及资金管理等方面提供数字化的解决方案，蚂蚁集团主要基于自身搭建了生态圈及平台为商户提供导流及运营支持，同时为 C 端用户提供丰富的场景，提升客户粘性，实现 C 端和 B 端的协同发展。

1、支付业务。蚂蚁集团的支付业务包含 C 端的数字钱包及 B 端的商户收单，其中在数字钱包端具有优势。京东数科的支付业务以商户收单为主，协助线下商户实现收单的数字化，与商户自有的系统打通，提升商户的会员管理能力及营销能力。

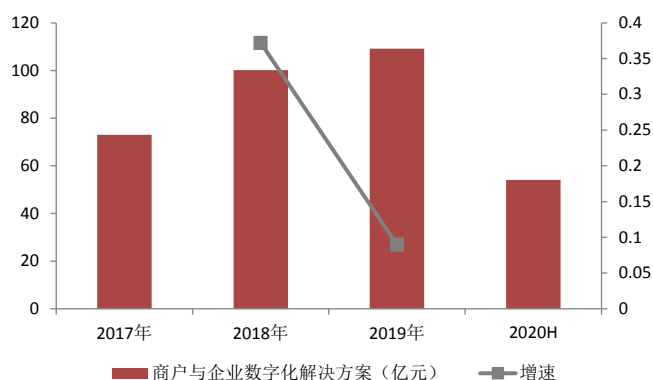
2、信用消费产品。蚂蚁集团更多地从 C 端用户的角度去定义信用消费产品，为 C 端用户提供一个信用购物的额度，提升用户的购物体验。而京东数科将其视为商户服务的一种产品，是商户的赊销行为，底层资产是商户的应收账款，目的是帮助京东商城提升销量、增强用户黏性并降低经营风险。

3、商户及企业端的融资产品。蚂蚁集团以网商银行作为经营主体，为小微企业及个体经营者提供基于数据和场景的小微信贷服务。京东数科主要以产业链金融及票据流转的角度提供信贷服务，帮助商户与企业提高供

应链管理效率，基于票据流转需求搭建平台，提升票据流转的效率。

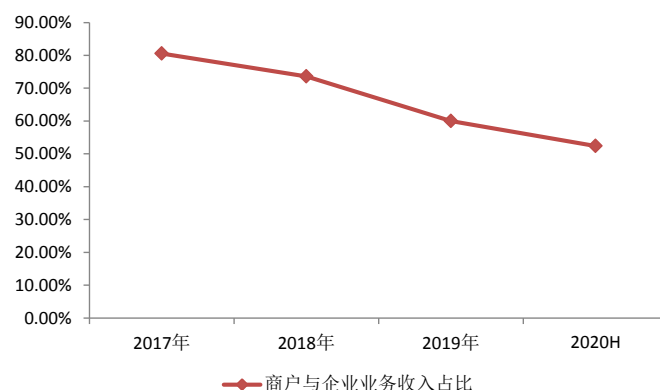
- 京东数科的商户与企业数字化解决方案业务收入占比最高，增速有所放缓，其中白条业务的收入占比超过 30%。2017 年、2018 年、2019 年、2020H 商户与企业数字化解决方案业务分别实现收入 73.03 亿元、100.19 亿元、109.18 亿元和 54.09 亿元，2018 年和 2019 年的收入同比增速为 37.19%和 8.97%，收入占比从 2017 年的 80.53%降至 2020H 的 52.38%。从收入的构成来看，招股书仅单独披露了京东白条的收入，白条业务的收入占比呈现上升趋势，从 2017 年的 20.17%升至 2020H 的 33.17%，其他业务包括收单和票据平台业务。

图表 3：商户与企业业务收入及增速



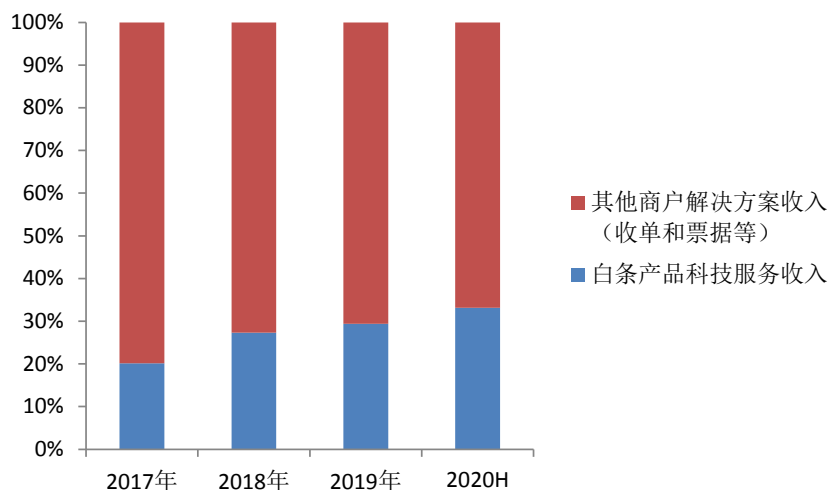
来源：中泰证券研究所、招股书

图表 4：商户与企业业务收入占比



来源：中泰证券研究所、招股书

图表 5：商户与企业数字化解决方案业务收入构成



来源：中泰证券研究所、招股书

- 业务层面，京东数科为商户提供支付及商户服务、为商户及其客户提供信贷支持。

1、收单服务及会员管理。为商户提供综合化的支付解决方案，实现收单侧的数字化改造，与商户自有的管理系统打通，协助商户进行会员管理，提升客户粘性 & 交易活跃度。为商户提供广告投放及精准营销的解决方

案，搭建了线下物联网营销平台。公司已累计为超 100 万家小微商户、超 20 万家中小企业提供支付结算服务，为超 700 家大型商业中心建立会员权益体系，并完成超过 300 个商业中心停车场智能化改造，注册会员数量超 6000 万人，会员小程序日均页面浏览量超 400 万次。

2、信贷及资金管理服务。通过为商户的消费者提供赊销额度，增强客户的购买力，提升商户的 GMV。基于物流、资金流、信息流、商流信息的整合与管理，还为商户与企业提供了一站式产业链金融服务解决方案，增强资金管理能力。截至 2020 年 6 月末，公司累计为 12 万家企业提供超过 6500 亿元的产业链金融服务；累计为 1.4 万多家企业提供超过 3300 亿元的票据贴现和流转交易服务。

■ **应用层面，京东数科提升商户与企业的获客能力、运营能力及资金管理**

1、获客能力及客户运营能力。搭建大数据营销平台及线下广告投放网络，协助商户投放广告并评估效果。线下物联网营销平台拥有自营和联盟媒体点位数超过 1500 万，覆盖全国超过 300 座城市以及 6 亿多次。为零售平台提供信贷消费体系，提升客户的留存率及订单量。京东白条将商户的用户留存率提升约 100%，人均订单量提升约 50%，交易额提升约 80%。数字化的会员管理体系能持续提升商户的运营能力，提升运营效率。

2、资金管理。为商户提供高效的结算系统，订单处理峰值能力超 2.6 亿单/天；提供多种融资解决方案，包括保理融资、订单融资、动产质押、线上票据贴现、资产证券化等，帮助商户与企业提高供应链管理效率，增强资金管理。

■ **技术层面，京东数科提供敏捷 IT 架构解决方案及数字化解决方案。**

1、数字化解决方案，通过智能风控和智能客服降低商户的经营风险，提升客户服务能力。

2、敏捷 IT 架构解决方案。提供区块链平台和 AI 平台。区块链技术品牌“智臻链”为企业提供区块链技术平台、商品溯源、数字存证、ABS 云平台、电子合同等五大服务能力。基于丰富的人工智能技术为商户与企业提供 AI 平台解决方案，帮助企业与合作伙伴快速构建统一的 AI 基础能力。

1.3 金融机构、政府和其他机构赋能（ToF、ToG）：京东的未来

- **金融机构数字化（ToF）：多层次、多角度对金融机构赋能。**京东数科从多层次、多角度地对金融机构进行赋能，从业务层面的合作到底层技术的输出，以金融机构的需求为导向，合作方式多样化；而蚂蚁集团与金融机构的合作更多地集中在业务层面，蚂蚁集团在客户流量及运营能力上具有明显优势，因此在业务模式上有主导权，在与金融机构的合作上有更强的话语权。

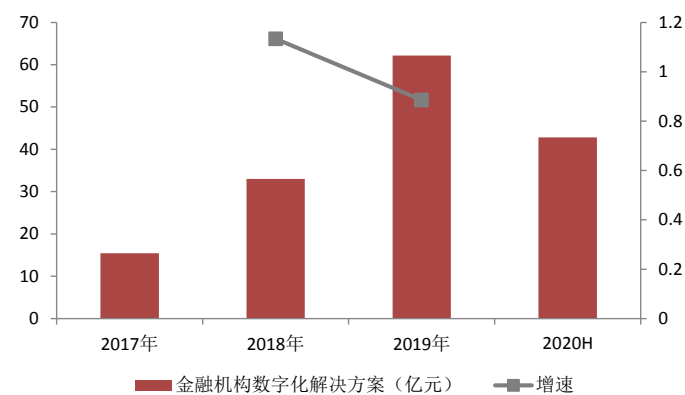
1、借贷业务。蚂蚁集团与金融机构的借贷业务合作主要包括消费金融和小微金融的助贷业务，蚂蚁集团为金融机构提供客户导流、运营平台及风控支持。京东数科不仅有类似的助贷业务，还协助商业银行发行信用卡、设计信用卡的权益、协助搭建覆盖全域用户的风险评估模型。

2、资管业务。蚂蚁集团与金融机构的资管业务合作主要集中在产品代销及客户运营方面，为客户提供一站式投资理财平台。京东数科不仅有类似的理财平台业务，还推出了资管科技平台产品，为资管机构提供全产业链的数字化解决方案，从下游的财富管理向上游的资产管理延伸。

3、保险业务。蚂蚁集团与金融机构在保险业务上的合作在于保险产品的定制和销售。京东数科不仅为保险公司提供核心业务系统，提升保险公司的数字化水平，同时依托大数据及人工智能技术，赋能保险代理人。

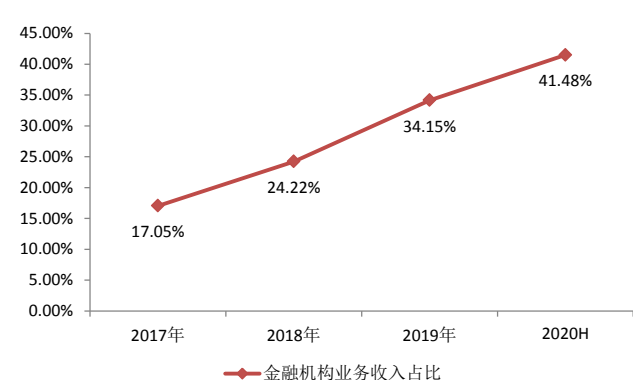
- **京东数科的金融机构数字化解决方案业务的收入呈现较快的增速，其中借贷业务（金条业务）的收入占比最高，达到 60%。**2017 年、2018 年、2019 年、2020H 金融机构数字化解决方案业务分别实现收入 15.46 亿元、32.98 亿元、62.17 亿元和 42.84 亿元，2018 年和 2019 年的收入同比增速为 113.32% 和 88.51%，收入占比从 2017 年的 17.05% 提升至 2020H 的 41.48%。从收入的构成来看，借贷科技业务（金条业务）贡献了 60% 以上的金融机构数字化解决方案业务收入，其次是资管科技业务，保险科技业务收入占比较小，但增速较快。

图表 6：金融机构业务收入及增速



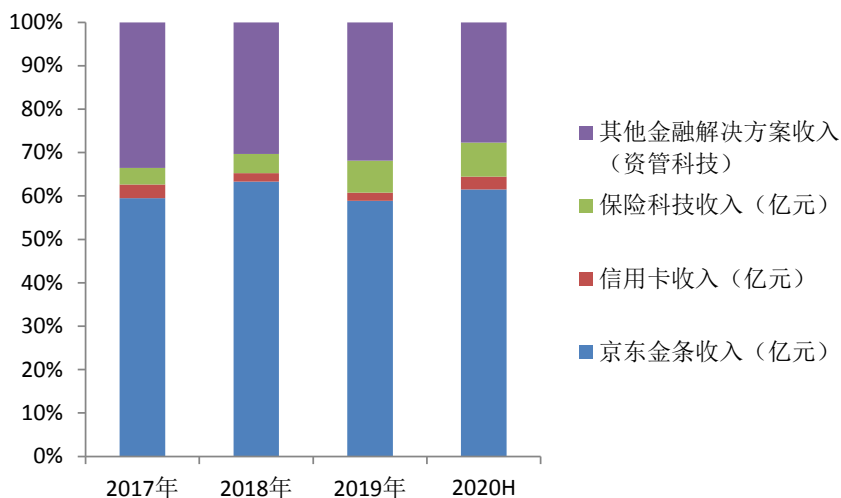
来源：中泰证券研究所、招股书

图表 7：金融机构业务收入占比



来源：中泰证券研究所、招股书

图表 8: 金融机构数字化解决方案业务的收入构成

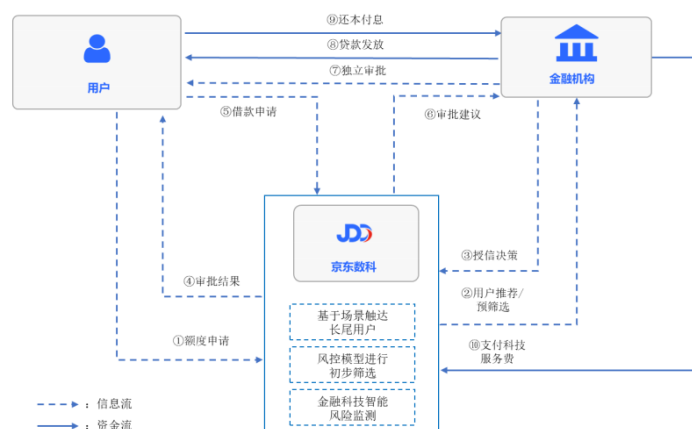


来源: 中泰证券研究所、招股书

■ 业务层面, 京东数科协助金融机构开展信贷业务、资管业务和保险业务。

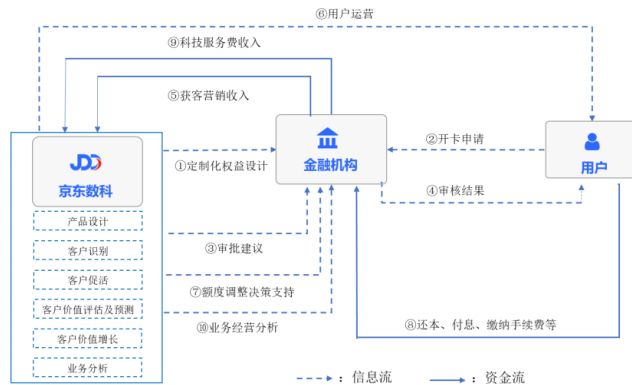
1、信贷业务具体包括互联网消费金融、小微金融及信用卡业务。互联网消费金融以京东金条为产品形态, 通过信贷科技开放平台模式对接金融机构, 截止 2020 年 6 月底, 金条产品余额中, 由金融机构进行直接放款或已实现资产证券化的比例合计约为 96%。小微金融以京保贝、京小贷、金采等产品形态, 与金融机构合作, 支持产业链上中下游中小微企业的融资需求, 提供商业保理、信用赊购、小额贷款等融资服务。信用卡业务以小白卡为产品形态, 通过联合运营的模式, 协助金融机构进行获客、产品设计、客户运营及风控等全流程管理。

图表 9: 京东金条的业务流程



来源: 中泰证券研究所、招股书

图表 10: 京东数科信用卡科技流程



来源: 中泰证券研究所、招股书

2、资管业务具体包括财富管理和资管科技。财富管理主要是指借助京东数科的平台, 为金融机构获取财富管理客户, 销售理财产品。截止 2020 年 6 月底, 公司累计为金融机构推荐了超 200 万存款用户, 累计为基金公司、证券公司推荐了超过 6,700 万理财产品用户。资管

科技以云端一体化资管科技平台“JT²智管有方”为产品形态，覆盖资管全产业链，提供从产品设计、销售交易、研究分析到风险管理全方位的支持。截至 2020 年 6 月末，“JT²智管有方”注册机构已超过 1000 家，覆盖银行、券商、基金、信托、保险等多类金融机构。

图表 11: JT²智管有方-资管科技整体解决方案



来源：中泰证券研究所、中国电子银行网

3、保险业务具体包括保险产品销售及保险科技。在保险产品销售方面，京东搭建了线上线下的保险渠道，除了京东生态及京东金融 APP 之外，公司在中国开设了 26 家省级保险代理分公司，建立了 120 家分支机构，形成了覆盖全国的销售服务网络。在保险科技方面，京东依托“保库”核心科技系统，对保险公司进行数字化升级，在降低运营成本的同时，为客户提供个性化的产品及服务。公司已与超 100 家保险公司建立了合作关系。

■ **应用层面，京东数科协助金融机构进行获客、运营及风控，京东自有的场景和生态为京东数科提供业务基础。**

- 1、获客方面**，京东主要基于京东生态及京东金融 APP 作为流量入口，以及对客户行为数据和交易数据的积累，精准识别客户的金融产品需求及风险属性，帮助金融机构批量获取客户，实现金融产品的规模增长。
- 2、运营方面**，基于对用户需求的理解，协助金融机构设计符合客户需求的金融产品，实现差异化定价及个性化服务，提升客户满意度及客户粘性。通过平台化运作，提高金融行业供需双方的匹配度及交易效率。
- 3、风控方面**，基于在大数据、人工智能方面的优势，结合自有数据及外部数据，构建零售信贷风控模型，在供应链金融方面，凭借平台和数据优势，信贷服务能力向上下游企业进一步延伸。

■ **技术层面，京东数科加大科技投入，形成金融科技解决方案，协助金融机构进行底层系统架构改造，提升金融机构的中台能力。**

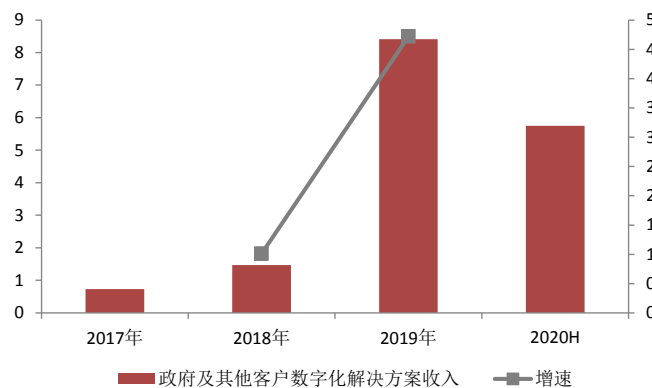
- 1、基于金融科技行业解决方案“T1 金融云”**，帮助金融机构实现分布式技术架构的转型，并向金融机构提供基于 IaaS、PaaS 方式的整体数字化解决方案。敏捷的架构解决方案可以与金融机构系统实现无缝集成，提

升金融机构的运维能力，项目上线周期从1至3个月最短降至1周，迭代效率提升5倍以上，安全风险防控能力实现毫秒级反应，秒级发现故障，分钟级定位故障。

2、为金融机构提供多种数字化解决方案，提升金融机构的大数据能力及运营能力，覆盖数据仓库、智能风控及移动平台开发等功能模块。

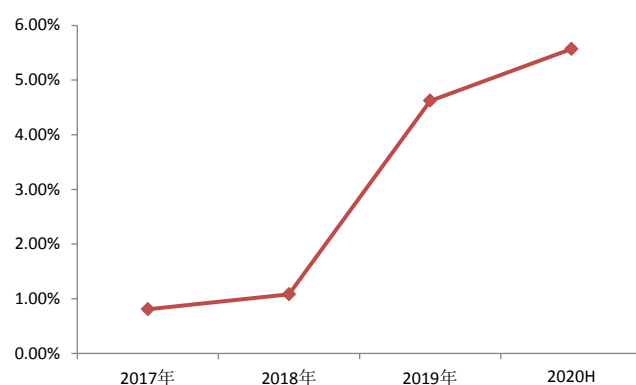
- **政府及其他客户数字化（ToG）：数据与技术能力的延展。**基于在服务金融机构及商户上的能力和经验积累，京东数科将客户拓展至政府及其他客户，目前已形成智能营销和智能城市两大产品线。蚂蚁集团没有直接可对标的业务板块。
- **京东数科的政府及其他客户数字化解决方案业务收入占比较低，但呈现高速发展态势。**2017年、2018年、2019年、2020H政府及其他客户数字化解决方案业务分别实现收入0.73亿元、1.47亿元、8.41亿元和5.75亿元，2018年和2019年的收入同比增速为101.37%和472.11%，收入占比从2017年的0.8%降至2020H的5.57%。

图表 12：政府及其他客户业务收入及增速（亿元）



来源：中泰证券研究所、招股书

图表 13：政府及其他客户业务收入占比



来源：中泰证券研究所、招股书

- **智能营销产品**为“京东钼媒”智能营销平台，包括户外媒体管理平台及智能投放平台，实现线上线下的营销联动，推进营销行业的数字化和智能化。1、户外媒体管理平台。公司对线下媒体点位进行数字化管理，已建立庞大的线下物联网营销平台，拥有自营和联盟媒体点位数超过1500万，覆盖全国超过300座城市以及6亿多人次，向超过500家媒体主提供数字化管理服务。2、智能投放平台。为广告主提供高效、精准、低成本的广告投放通道，实现投前、投中、投后的全流程管理。
- **智能城市解决方案**主要包括智能城市操作系统和市域治理现代化平台，服务于城市的政府、居民和企业，提高城市治理水平，促进居民消费及产业发展。1、智能城市操作系统。该系统集合了自研的时空数据管理引擎、时空智能引擎、联邦数字网关、可视化平台等系统，具有数据标准化、算法模块化、平台生态化、共享安全化和场景多样化的特点，可协助政府部门提升城市管理水平。2、市域治理现代化平台。该平台以智能城市操作系统为底座，打通多部门系统，基于全面、实时的数据分析，提升城市管理的决策能力。

图表 14: 京东城市解决方案



来源：中泰证券研究所、京东城市

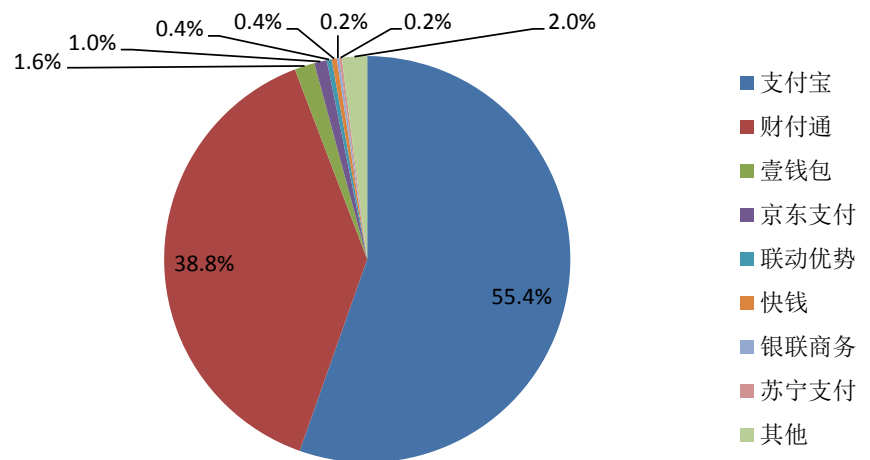
二、金融业务角度的对比

2.1 支付业务：支付宝 C 端账户侧优势明显

- **京东支付和支付宝的比较：1、交易量差距大。**支付宝在移动支付市场的市占率超过 50%，京东支付仅为 1%。**2、支付宝在支付全产业链布局，账户侧数字钱包优势明显，**基于支付宝 APP 为 C 端用户提供支付及其他金融增值服务，通过小程序服务商户，为商户导流；**京东支付在 C 端流量入口相对较弱，支付业务主要布局收单侧，**重点开拓线下市场，协助商户的数字化转型。
- **京东数科的支付业务的商业模式以商户收单及商户增值服务为主。1、收单服务。**为商户提供线下收单产品和线上支付系统，与商户的 ERP 系统打通，实现数字化管理。**2、营销服务。**协助商户进行会员管理，通过互联网工具和社交手段，提升客户粘性及转化率。通过京东白条产品提升客户的购买力，帮助商户提升销量，增强客户粘性并降低经营风险。**2、金融服务。**为商户提供票据融资和供应链金融服务，提高商户融资的便捷性，降低融资成本。
- **京东支付是首家通过收购获得支付牌照的公司，在第三方支付行业处于第二梯队。1、京东的支付业务处于行业第二梯队。**国内的第三方移动支付市场的主要市场份额被支付宝和微信支付占据，市占率合计超过 93%。根据艾瑞的数据，京东支付 2020Q1 的市占率排名第四，市场份额为 1%。**2、京东通过收购网银在线获得支付牌照。**2014 年推出“京东支付”和“京东钱包”的品牌，背靠京东集团全面满足用户线上线下的多元化支付需求。根据艾瑞咨询 2020Q1 的报告显示，京东支付在京东集团内

的使用比例逐步提升。

图表 15: 2020Q1 中国第三方支付移动支付交易规模市场份额



来源：中泰证券研究所、艾瑞

图表 16: 京东支付的发展历史

时间	事件
2003 年	网银在线成立，是国内最早第三方支付机构之一。
2011 年	网银在线获得首批人民银行《支付业务许可证》，获准开展银行卡收单（北京）、互联网支付、移动电话支付、固定电话支付。
2012 年	京东全资收购网银在线，获得“第三方支付牌照”。
2013 年	京东金融集团正式成立并独立运营，网银在线被划入了京东金融板块。
2014 年	推出全新品牌京东支付（网银+）、京东钱包（网银钱包）。
2016 年	支付牌照完成续展，网银在线主动选择终止固定电话支付业务。
2017 年	京东金融与中国银联签署战略合作协议，加入银联二维码支付体系，支持银联标准二维码联网通用。
2018 年	京东支付拓展智慧出行等支付场景。

来源：中泰证券研究所、公开资料整理

- 京东支付为 C 端用户提供“支付+”服务，增加用户的使用频率和客户粘性。1、支持多种支付方式，覆盖扫码支付、近点支付、扫脸支付等。2、加强支付与消费金融、投资理财、便民服务等业务的融合，打通“支付+理财”和“支付+信贷”合作模式，吸引用户持续使用京东支付。3、支付场景的拓展。除了打造京东内部的生态，京东支付积极拓展线下场景，包括商超零售、公共交通、餐饮、自动贩卖机等领域，以随机满减、新用户立减等超值福利激励用户线下场景消费。

图表 17: 京东支付面向 C 端用户的产品

产品	简介
卡支付	卡支付是京东支付支持实名认证用户通过绑定银行卡（储蓄卡及信用卡），能在线上线下完成快捷支付。
白条支付	白条是京东金融在 2014 年 2 月推出的业内第一款互联网消费金融产品，为消费者提供“先消费，后付款”的信用分期付款服务，额度一次授信，循环使用，可享受 30 天内免息，并可选择 3-24 期分期服务。线上消费领域覆盖了京东商城、京东到家、京东产品众筹等。
小金库支付	京东小金库是京东金融提供的一款基础性产品，本身属于货币基金理财，风险较低，目前，整合了购物支付、现金管理、投资理财等多种功能，成为了消费者在京东商城购物非常便捷的在线支付方式。京东小金库支付由于京东小金库不用通过外部网关接口支付，就可瞬间支付购物款，速度高于银行卡等付款方式。京东小金库激活了消费者的理财资金与消费资金之间的流动性，随时理财、随时支取。
白条闪付	开通白条闪付功能，将白条闪付账号添加到 ApplePay、小米 Pay、华为 Pay，即可实现银联闪付 POS 机上打“白条”，覆盖了线下 1000 万家商户，衣食住行都能享受白条闪付功能带来的信用支付体验。
京东闪付	京东闪付是京东支付基于银联“云闪付”合作的 NFC 创新产品，与目前市场上流行的“扫码付”二维码相比，京东闪付能为用户带来更加安全、便捷的支付体验。除京东商城等线上消费外，用户在银联近 1000 万台“云闪付”POS 机上都可使用京东闪付。
刷脸支付	“刷脸支付”通过软硬件结合进行活体检测、人脸防伪，有效抵御各种恶意的人脸伪造攻击，如视频、照片、面具等手段，识别率高达 99.99%，安全性处于行业顶尖地位，这为人脸识别技术在多场景应用带来更高安全保障。该支付手段可以实现 2 秒验证付款，使用更加快捷。并且还对友宝、米源等自动贩卖机开放了自主研发的刷脸支付技术，用户可直接体验刷脸付款。

来源：中泰证券研究所、公司官网

- 京东支付持续提升商户服务能力，重点拓展线下场景，协助线下场景数字化转型。**
 - 1、线上线下的场景拓展及融合。** 京东支付不仅有京东商城的线上消费场景，还覆盖京东小店、京东到家、多点等多个线下场景。通过收购乐惠、哆啦宝等收单外包服务商，持续拓展线下场景。
 - 2、助力商户的数字化和智能化转型。** 通过京东支付智能收银类产品及丰富的数字化解决方案，帮助商超、小微商户实现收银、支付、ERP、CRM 等环节的数字化升级。目前京东支付智能收银解决方案已经在商超、便利店、购物中心、餐饮、母婴、3C 卖场等多零售业态场景中落地。

图表 18: 京东的智能收银解决方案

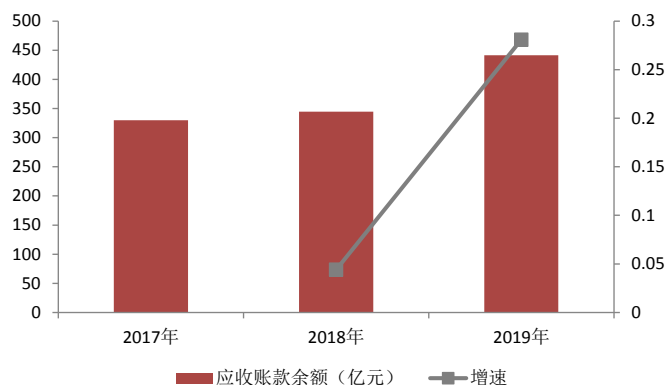


来源：中泰证券研究所、公司官网

2.2 借贷业务：业务模式基本相同

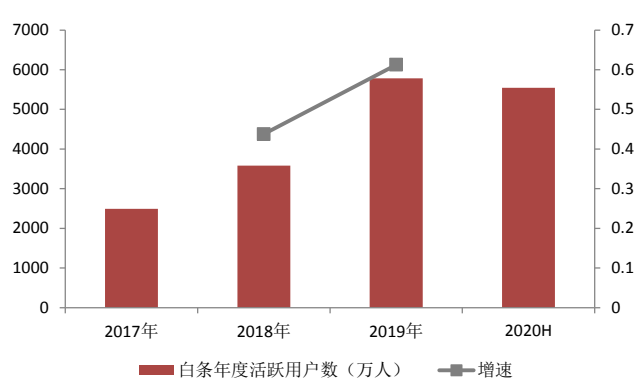
- **京东数科与蚂蚁集团的借贷业务模式大致相同，京东数科的消费分期产品规模、户数和户均余额远低于蚂蚁集团；现金贷客户更加下沉，蚂蚁集团的小微客户更长尾。**京东数科的借贷业务包括消费金融和小微金融，消费金融的产品线有京东白条、京东金条和消费分期贷款（租房、教育等场景），其中京东白条对标蚂蚁集团的花呗，京东金条对标蚂蚁集团的借呗。小微金融产品线包括供应链金融和票据融资等。
- **京东白条 vs. 蚂蚁花呗。**
 - 1、资产端：**均从自有生态向外部场景拓展，京东白条的整体信贷规模远小于蚂蚁花呗，户均余额不到蚂蚁花呗的 1/2。京东白条主要服务于京东商城用户分期购物消费，此外也走出京东商城的自有生态，向装修、租房、保险等其他场景拓展，但从业务规模来看，仍然以京东商城为主。从业务模式来看，蚂蚁集团的花呗与京东白条类似，均从自有电商场景开始，向其他外部场景延伸。但花呗在整体规模、用户数量及户均余额上均远高于京东白条。花呗的规模预计在 6000 亿，而京东白条 2019 年末的应收账款余额仅为 441.22 亿元。花呗的用户数量达到 3 亿，而京东白条的用户在五千万左右。花呗的户均余额为 2000 元，京东白条不到 1000 元，且近三年户均余额有下降的趋势。
 - 2、资金端：**京东白条依然以资产证券化为主，蚂蚁花呗已逐步转为助贷模式。京东白条主要通过发行资产证券化产品 ABS/ABN 进行融资，根据京东数科上市文件，白条资金来源中已实现 ABS、助贷及未 ABS 的占比约为 8:1:1。从 2015 年开始发行 ABS，截止目前累计发行 67 只资产证券化产品，合计募资 922.57 亿元。蚂蚁花呗的资金来源从发行资产证券化产品逐步向助贷模式转变，目前的资金来源以助贷为主，自营 ABS 为辅。

图表 19: 京东白条的应收账款余额及增速



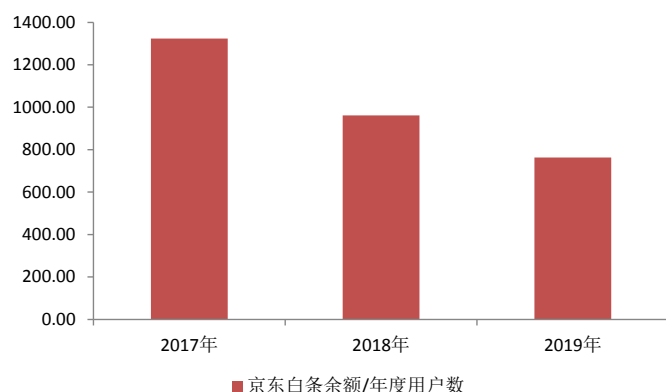
来源: 中泰证券研究所、京东白条 ABN 说明书

图表 20: 京东白条的年度活跃用户数 (万人)



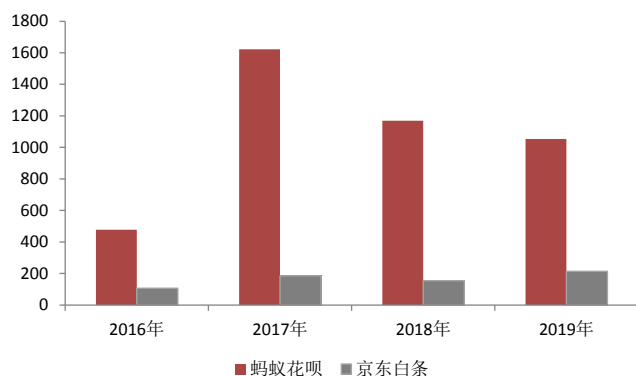
来源: 中泰证券研究所、wind

图表 21: 京东白条户均余额的近似值 (元)



来源: 中泰证券研究所、招股书

图表 22: 蚂蚁花呗和京东白条的 ABS/ABN 发行规模 (亿元)



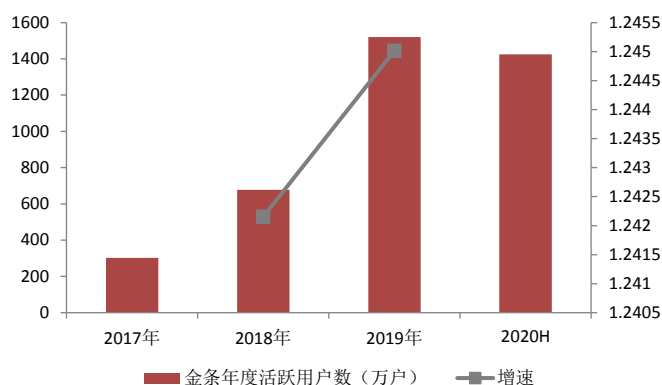
来源: 中泰证券研究所、wind

■ 京东金条 vs. 蚂蚁借呗。

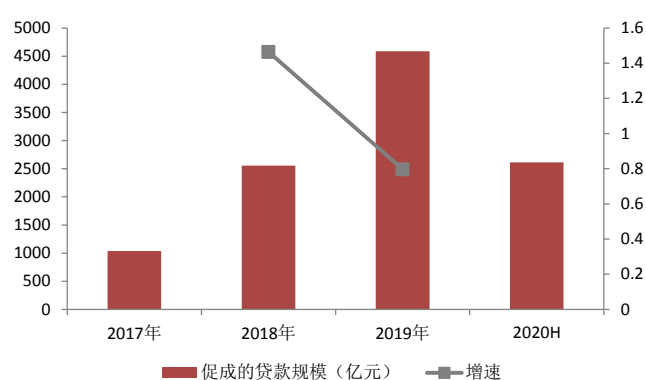
1、资产端: 京东金条的总的信贷规模远小于蚂蚁借呗, 利率定价整体高于蚂蚁借呗, 客户更为下沉。京东金条是面向年轻长尾客群的现金贷产品, 信用额度最高可达 20 万元, 可以随借随还, 可分 1 期、3 期、6 期和 12 期分期还款, 可提前还款。2017 年末京东金条的规模为 155 亿元, 目前规模超过千亿元。京东金条和蚂蚁借呗的产品形态类似。京东金条的贷款规模小于蚂蚁借呗, 虽然招股书缺乏同口径的数据进行对比, 但规模差距比较明显。京东金条的平均利率或高于蚂蚁借呗 (根据蚂蚁集团招股书, 蚂蚁借呗年化利率在 5.4-21.6%), 预计京东金条的客户比蚂蚁借呗更为下沉。

2、资金端: 收入模式和分成比例相近, 京东金条合作的金融机构以消金公司为主, 蚂蚁借呗以商业银行为主。京东金条的客户来源包括京东生态和外部场景, 借呗的客户均来自蚂蚁集团的生态圈。京东金条主要采用助贷和联合贷模式, 合作机构以持牌的消费金融公司为主, 包括哈银消金、马上消金、中原消金、中银消金、华融消金、包银消金等机构。在助贷模式中, 京东提供获客、运营及风控支持, 金融机构基于促成的贷款业务收入, 按照一定的比例支付科技服务手续费。在联合贷模式中,

合作平台和京东按流量来源和借款渠道制定差异化分润比例，双方均开放入口，双向导流，双边获客，用户在合作方平台和京东侧均可进行申请借款，由京东金条进行交易审核，京东独立出资或合作出资。蚂蚁借呗的资金来源以助贷模式为主，合作的金融机构以商业银行为主，同时也与信托公司合作，收入模式也为收取利息收入的一定比例作为技术服务费。此外，蚂蚁借呗还保持少量的自营，通过发行 ABS 进行融资。

图表 23：京东金条的年度活跃用户数及增速


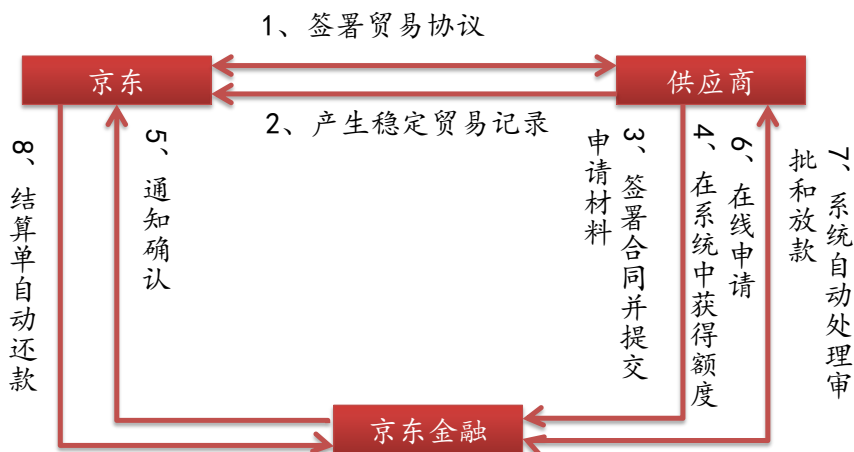
来源：中泰证券研究所、招股书

图表 24：京东金条促成的贷款规模及增速


来源：中泰证券研究所、招股书

- **京东数科和蚂蚁集团的 2B 借贷产品有较大的差异，京东数科以供应链金融为主，蚂蚁集团以小微金融为主。**京东数科 2B 借贷业务以供应链金融为主，基于真实的贸易背景为商户提供信贷支持，笔均贷款金额较高。蚂蚁集团目前主要以网上银行作为 2B 借贷业务的主体，目标客户以小微企业和个体经营户为主，户均余额仅为 3 万元，大部分为纯信用卡，风控模式主要基于场景和数据。
- **京东供应链金融，包括订单融资、入库单融资、应收账款融资、委托贷款等传统产品以及京保贝和京小贷的创新产品。**京保贝是面向京东商城自营业务供应商的保理业务，而京小贷面向第三方商户。“京保贝”是一种新型的业务模式，资金来自于京东自有资金，随借随贷，无须抵押担保，贷款周期最长 90 天，平均年化利率为 10%，贷款额度基于长期贸易往来及物流活动产生的大数据。前提是长期合作，交易质量稳定。该产品门槛低、效率高，京东的供应商凭采购、销售等数据，3 分钟内即可完成从申请到放款的全过程，能有效地提高企业资金周转能力。

图表 25: 京保贝的供应链金融模式



来源：中泰证券研究所、宋华《供应链金融》第2版

- 京东开展供应链金融业务的优势在于自营的电子商务平台和物流网络体系，能获取真实的交易数据，实现四流合一的风控。1、电商平台开展供应链金融有其天然的数据优势。企业的真实交易活动在电商平台上完成，平台累积了大量、连续的历史交易数据，包括交易对手的履约情况。2、贷款发放和还款形成资金闭环。贷款资金流向与交易行为一致，还款来源明确。支付结算都通过互联网第三方支付完成。

2.3 资管业务：京东数科布局更宽泛

- 京东数科在资管业务方面的布局比蚂蚁集团更加宽泛，可比的部分主要是财富管理业务，相似程度较高。蚂蚁集团的流量优势明显，理财业务保有量远高于京东数科；京东数科增加了线下财富管理业务布局。蚂蚁集团的理财业务从支付宝到余额宝再到其他理财产品代销，京东数科有类似的路线，从京东数字钱包到京东小金库再到基金、保险等理财产品，此外，京东数科还拓展到了线下的高净值客户服务，推出了“东家财富”的品牌。蚂蚁集团也有针对高净值人群的理财品牌“尊享”，向合格投资者销售基金专户、信托等产品。此外，蚂蚁集团获得了基金买方投顾牌照，并推出了买方投顾产品“帮你投”。在理财保有量方面，蚂蚁集团在行业中排名第一，遥遥领先其他互联网理财平台。京东数科招股书未披露相关业务数据，预计京东数科的理财保有量规模相对较小。

图表 26: 京东数科和蚂蚁集团的理财业务对比



来源：中泰证券研究所

- 京东数科针对资管机构需求，提供资管科技解决方案产品，蚂蚁集团目前没有直接可对标的产品。京东数科的资管科技产品“JT²智管有方”通过组合模块化的 7 大中台服务，为资管机构提供按需定制的解决方案，帮助资产管理机构在业务中实现数据应用智能化、开发运营工程化和投资技术创新化，从而提升业务规模，增加投资收益，打造差异化竞争优势。这 7 大中台服务模块既可以组装成完整的前台应用输出，又可以针对机构的业务实际需求重新组合，输出个性化业务解决方案。截至 2020 年 2 月底，JT 服务机构已超过 600 家，覆盖银行、券商、基金、信托等多类金融机构，用户数量超过 2600 个。

图表 27: JT²智管有方-功能模块

功能模块	简介
智能挖掘	依托强大的数据挖掘及分析能力，对中观和微观的前沿、高频数据进行深入地整理和加工，形成系列化报告和指数，对行业景气度进行有效刻画和预测，为投资人提供更精准、更高效的投资参考。
DAAS	充分考虑不同机构在数据管理方面的需求、技术水平的差异，采用松耦合的方式，以开放 API 的方式支持对数据的深度运用。
共识与加密服务	京东数科区块链搭建了 JD Chain、JD BaaS、区块链应用三方面的能力。
估值定价与智能风控	统一估值服务为业务线提供一系列的工和模型来构建定价系统，可以对各个交易品种的每日计算定价提供支持。资产类别覆盖：权益、固收、商品、外汇、及复杂衍生品。
智能配置	依托于海量数据处理的技术优势，通过建立多资产、多维度的数据集市；多计算方式、多计算引擎的计算中心，覆盖多个研究组件的投资相关的服务平台，提供资产的智能配置策略服务以满足多元化投资目标，同时提供绩效归因服务来进一步实现资产配置的再优化。
交易设施	TIP（交易信息平台）通过 AI 和 NLP 等新技术，在交易和销售前的信息准备；交易中的对手询价机器识别、报价实时分析和智能匹配、潜在销售和交易机会挖掘，报价引擎与交易网络的直联互通；交易后的统计分析；还有全流程合规监控方面，帮助机构有效降低销售和交易的人员压力的同时借助外脑对市场形成更快反馈，提升竞争力。

来源：中泰证券研究所、中国电子银行网

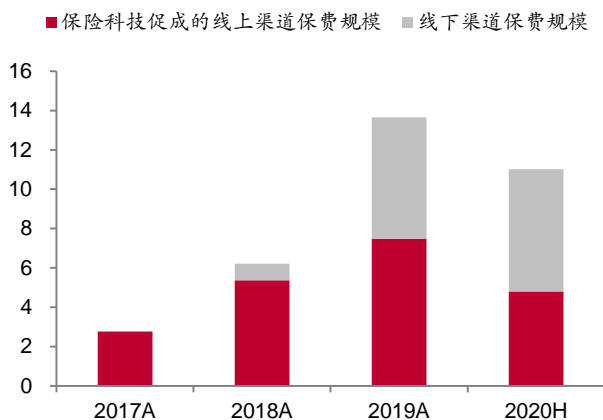
- 持续扩充资管科技平台的功能模块，已能实现数据分析、智能研究、销售交易、风控管理、远程会议等众多功能。2020 年 2 月上线了 JT 次咖视界以及 JT Meeting 远程会议系统，以帮助金融市场参与者快速高效地获取信息、线上办公。1、JT 次咖视界目前主要设财经观点分享、在线路演、金融课堂等多种金融互动场景，首期邀请了权威经济学家、金融领域资深学者、行业知名从业者，与投资者近距离探讨市场机遇和投资思路。2、JT Meeting 远程会议系统整合了 JT 智管有方平台下多个模块，将移动协作系统、云视频交互系统、在线会议系统三合一体，支持千人实时在线及互动，可支持跨机构、跨领域在线会议沟通，并有文字、屏幕、PPT 一键共享及在线白板笔记功能，可解决金融机构遇到系统不兼容、工具不统一的沟通困扰问题，充分支持系统内资管机构、中介机构以及投资者的高效办公和交互协作。
- 通过战略投资及合作扩充产品线，重点布局 FICC 及量化投资领域。1、2018 年战略投资了海益科技，2020 年团队合并入 JT 智管有方。该公司专注为金融机构客户提供基于固定收益和 FICC 业务框架的投资组合分

析、资金资产管理和风险管理等系统解决方案，累计服务 30 余家客户，以券商为主。合并有助于加强 JT 在银行间交易和衍生品交易上的能力，并结合 JT 原有的大数据、人工智能、区块链等技术，深度打造 FICC 领域的专业能力。2、2020 年 6 月与金证股份签署战略合作协议，共同打造一站式、全方位、智能化的资管科技生态。金证股份旗下的平台子公司丽海弘金，专注量化交易服务平台的开发和量化策略的研究与服务，将与京东数科协同，服务于证券行业经纪和资产管理业务

2.4 保险业务：变现均以保险销售为主

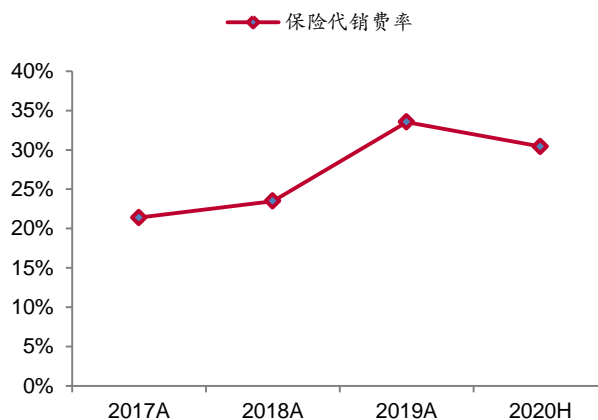
- 京东数科和蚂蚁集团的保险业务都以保险销售为主要收入来源，蚂蚁集团的保费收入规模远高于京东数科，京东数科增加了线下渠道和保险科技输出业务。差异性在于：京东数科布局了线下渠道，蚂蚁集团仍是纯线上的业务模式；此外蚂蚁集团推出了“相互宝”网络互助社区，精准识别客户的保险需求，对客户进行保险教育，提高客户的转化率。从保费收入规模来看，京东数科离蚂蚁集团有较大的差距，京东数科 2019 年促成的保费规模仅为 7.48 亿元，蚂蚁集团为 375 亿元。从平均的保费佣金率来看，蚂蚁集团基本维持在 25-30% 之间，京东数科 2017-2018 年分别为 21.38% 和 23.47%，2019 年和 2020H 提升至 33.53% 和 30.43%，佣金率提升或与拓展线下销售渠道有关。

图表 28：京东数科促成的保费规模及增速：亿元



来源：中泰证券研究所、招股书

图表 29：京东数科保险代销费率



来源：中泰证券研究所、招股书

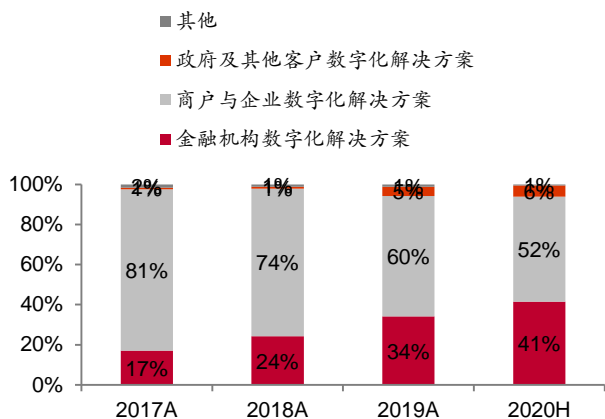
- 京东数科建立了较为完善的保险销售体系。1、销售渠道的布局。建立了覆盖线上线下的销售渠道，包括京东生态、京东金融 APP 以及覆盖全国的线下销售服务网络。公司在中国开设了 26 家省级保险代理分公司，建立了 120 家分支机构。2、数字化展业。基于大数据分析和机器学习技术，精准识别客户需求，实现智能化的保险推荐。实现线上线下渠道的融合，借助线下代理人的能力，为客户提供一对一在线咨询服务，提升代理人能效。3、产品定制化。充分了解客户的需求，基于用户数据实现差异化定价；结合场景开发保险产品，并将保险产品销售嵌入到场景中去。

三、财务报表角度的对比

3.1 招股书显示的收入构成差异是表象，两者都具有 B2B2C 商业模式

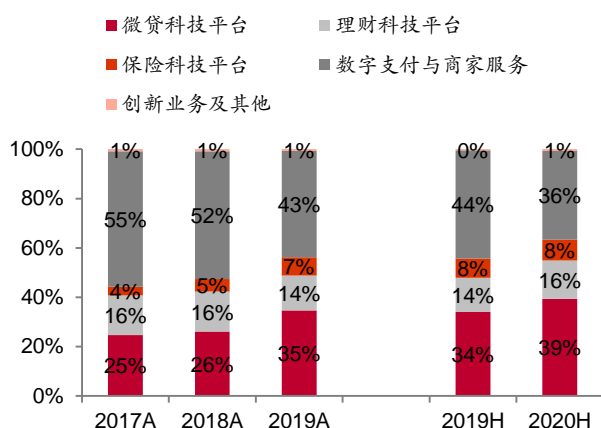
- 招股书显示的收入构成差异是表象，两者都具有 B2B2C 商业模式。1、京东数科与蚂蚁集团招股书，对业务模式及收入构成的披露口径是有差异：京东数科收入结构按客户类型（付费方）分为 ToF、ToB 及 ToG，分别对应金融机构数字化解决方案、商户与企业数字化解决方案以及政府及其他客户数字化解决方案，2020H 三者占比为 41%、52%、6%。蚂蚁集团收入结构是按业务类型分，包括数字支付及商户服务、数字金融（微贷、理财、保险）、创新业务及其他，2020H 三者占比为 36%、63%、1%。2、考虑到蚂蚁的主要付费方同样也是金融机构、企业商户及政府，理论上也可以按照 ToF、ToB 及 ToG 进行划分（剔除持有牌照自营金融业务收入部分），例如支付业务主要是向商户收取支付手续费，借贷业务中助贷模式向金融机构收取技术服务费等。我们理解本质上两者目前都是 B2B2C 业务模式，即通过赋能 B 端来更好服务 C 端。

图表 30：京东数科收入结构；%



来源：招股书，中泰证券研究所

图表 31：蚂蚁集团收入结构；%



来源：招股书，中泰证券研究所

3.2 收入结构和盈利能力：营收均 30%以上增长，京东数科盈利呈现波动

- 1、营业收入：近年来均保持 30%以上增长。京东数科 2018、2019 年营收增速分别为 50%、34%，蚂蚁集团分别为 31%、41%，2020H 营收增速达 38%。
- 2、净利润：京东数科由于股权激励支出，净利润仍呈现波动。京东数科 2017-2020H 净利润分别为-38.29、1.28、7.73、-6.80 亿元（各报告期对应股份支付费用分别为 43.78、2.57、3.50 及 10.58 亿元）；蚂蚁集团经历 2018 年支付业务高额营销推广费用投入后，净利润加速释放。
- 3、ROE：跟随盈利表现波动。京东数科 2017-2020H 加权 ROE 分别为-58.40%、1.44%、4.53%、-3.62%（未年化），蚂蚁集团 2017-2020H 加权

ROE 分别为 12.74%、0.63%、10.43%、10.85%（未年化）。

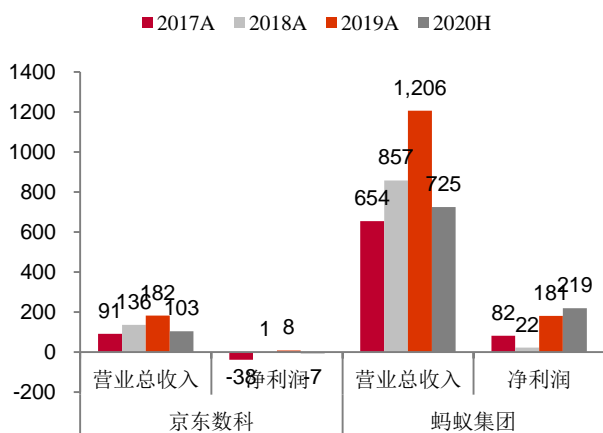
图表 32：主要财务指标对比；亿元，%

京东数科	2017A	2018A	2019A	2020H
营业总收入	90.70	136.16	182.03	103.27
同比(%)		50.13	33.69	
净利润	-38.29	1.28	7.73	-6.80
同比(%)		103.35	502.76	
ROE(加权)(%)	-58.40	1.44	4.53	-3.62
蚂蚁集团	2017A	2018A	2019A	2020H
营业总收入	653.96	857.22	1,206.18	725.28
同比(%)		31.08	40.71	38.04
净利润	82.05	21.56	180.72	219.23
同比(%)		-73.72	738.17	1,058.59
ROE(加权)(%)	12.74	0.63	10.43	10.85

来源：wind，中泰证券研究所

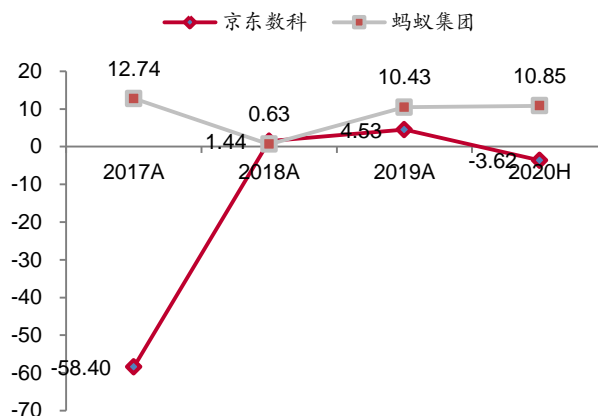
注：2020H 加权 ROE 为未年化值；

图表 33：主要财务指标对比；亿元，%



来源：招股书，中泰证券研究所

图表 34：ROE（加权）对比；%

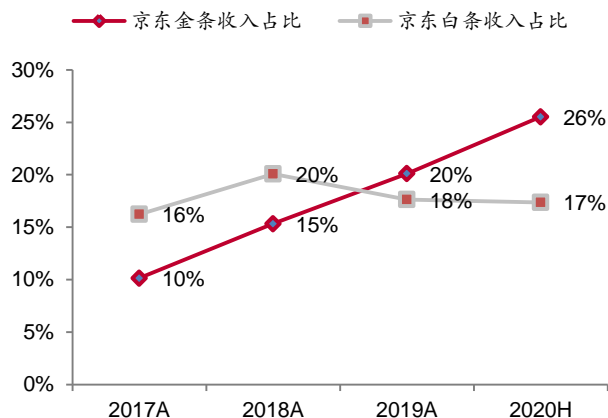


来源：招股书，中泰证券研究所

- **收入分类方式差异。**1、京东数科收入结构是按客户类型（付费方）分，包括金融机构数字化解决方案（ToF）、商户与企业数字化解决方案（ToB）以及政府及其他客户数字化解决方案（ToG），其中 ToF 收入占比由 2017 年 17% 提升至 2020H 的 41%，而 ToB 占比由 2017 年 81% 下降至 52%，ToG 占比由 2017 年 1% 提升至 6%。2、蚂蚁集团收入结构是按业务类型分，包括数字支付及商户服务、数字金融（微贷、理财、保险）、创新业务及其他，2020H 三者占比为 36%、63%、1%，趋势上看数字金融收入占比在持续提升，尤其是微贷业务，数字支付及商户服务占比下降，创新业务及其他占比较低。
- **借贷业务产生的技术服务费占营收比重：京东数科高于蚂蚁集团。**京东金条和京东白条业务分属于 ToF 与 ToB 板块，而蚂蚁的花呗借呗均属于

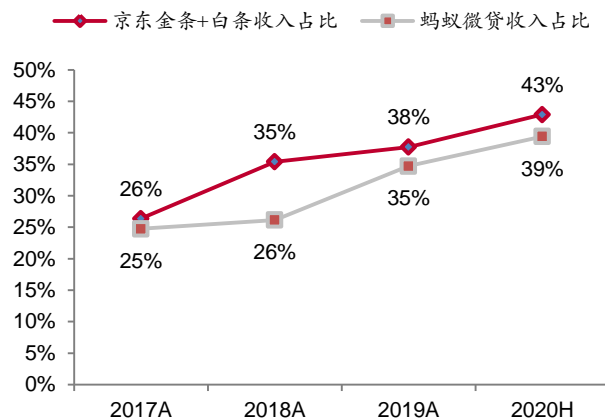
微贷业务板块。京东金条+白条收入占比由 2017 年 26% 提升至 2020H 的 43%（主要由金条收入增长带动，京东金条收入占比由 2017 年 10% 提升至 26%，京东白条收入占比相对稳定），蚂蚁微贷收入占比由 2017 年 25% 提升至 39%，考虑到蚂蚁微贷收入中包含小微借贷业务，因此整体上京东数科的借贷业务产生的技术服务费占营收比重高于蚂蚁集团。

图表 35：京东金条、白条收入占比；%



来源：招股书，中泰证券研究所

图表 36：京东金条+白条、蚂蚁微贷收入占比；%



来源：招股书，中泰证券研究所

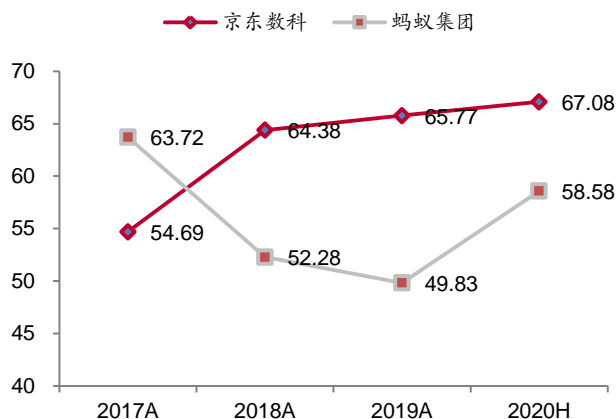
3.2 成本与费用分析：京东数科毛利率、期间费用率均更高

- **毛利率及变化趋势：**京东数科更高且持续提升，蚂蚁集团企稳回升。2017-2020H，京东数科毛利率分别为 54.69%、64.38%、65.77%、67.08%，趋势上逐渐提升；2017-2020H，蚂蚁集团毛利率分别为 63.72%、52.28%、49.83%、58.58%，趋势上企稳回升。
- **营业成本构成：**京东数科服务成本占比持续提升，蚂蚁成本构成稳定（主要是交易成本）。两者主要成本均为交易成本、服务成本及运维成本。京东数科的服务成本占比持续提升、交易成本占比下降，2020H 京东数科交易成本、服务成本及运维成本三者占比为 31%、59%、10%；蚂蚁集团三者占比稳定，2020H 三者占比为 76%、15%、5%。
- ✓ **1、交易成本：**京东数科交易成本占比下降，蚂蚁集团较稳定。预计交易成本均主要为银行通道成本，与支付规模正向相关。京东数科的交易成本主要是支付业务产生的收单代付通道成本，及向金融机构支付的利息支出；2017-2020H 的交易成本分别为 35.11、36.46、30.49、10.63 亿元，并未随着营收增长，占营收比重由 2017 年的 39% 下降至 2020H 的 10%。蚂蚁集团的交易成本主要为账户侧产生的银行通道费用（资金从银行账户流入支付宝账户），2018-2019 年占营收比重均为 39%，我们测算与支付交易量正向相关，2017-2019 年交易成本/平台支付交易量在万 3-万 4 之间。
- ✓ **2、服务成本：**占营收比重有不同程度增长。主要是向合作服务机构支付的成本，京东数科服务成本占营收比例由 2017 年 4% 持续提升至 2020H 的 19%，预计是随着 B 端商户企业等的开拓，服务成本占比提升；蚂蚁集团服务成本占营收比重由 2017 年的 2% 提升至 7% 左右，预计与移动

支付的线下商户推广有关，2019 年加大了对扫脸支付的推广力度。

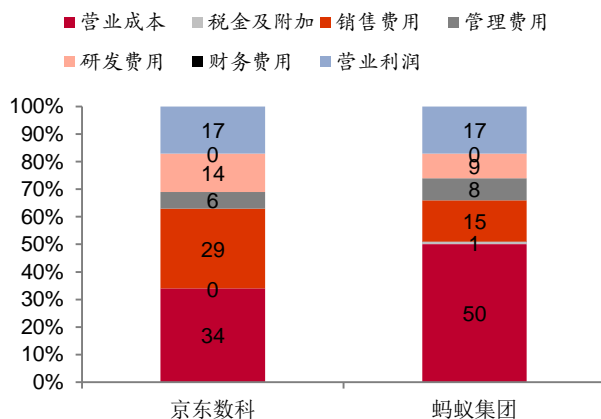
- ✓ 3、运维成本：占比均较低。运维成本主要是带宽、客服等成本，京东数科、蚂蚁集团运维成本在营业成本占比均维持在 5-10%之间。

图表 37：毛利率对比；%



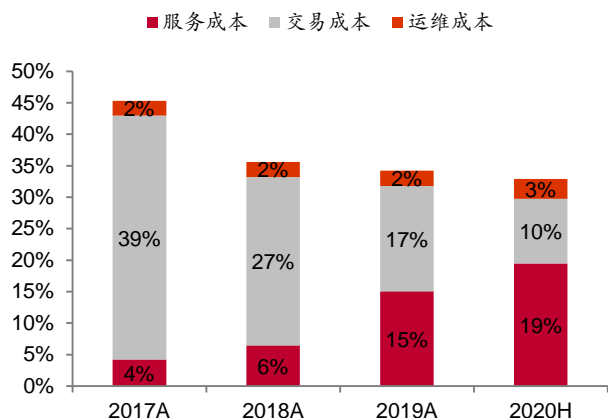
来源：招股书，中泰证券研究所

图表 38：成本费用构成对比（各项目占营收比重）：2019 年，%



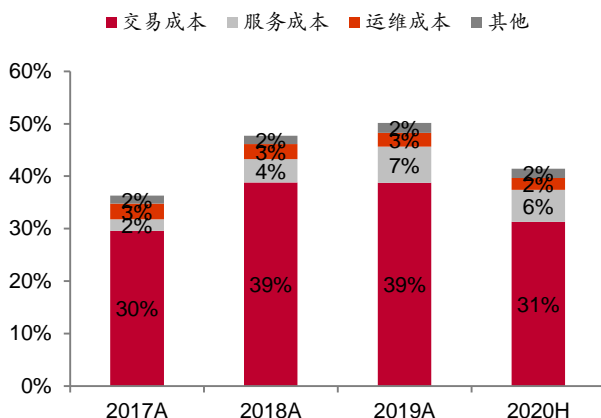
来源：招股书，中泰证券研究所

图表 39：京东数科营业成本构成（各成本/营收）；%



来源：招股书，中泰证券研究所

图表 40：蚂蚁集团营业成本构成（各成本/营收）；%



来源：招股书，中泰证券研究所

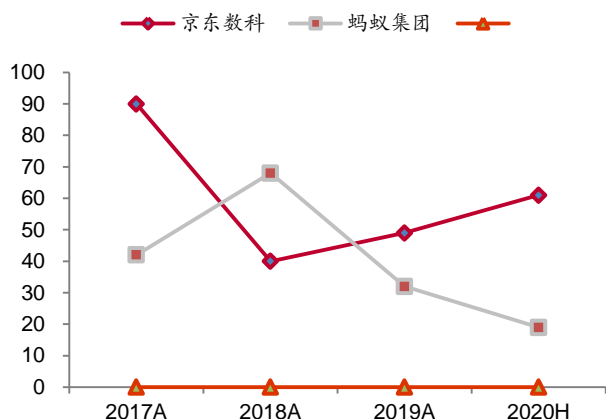
图表 41：成本构成

项目	京东数科	蚂蚁集团
交易成本	为商户与企业提供支付结算业务产生的收单代付通道成本，以及向金融机构支付的利息支出	发生资金流入时，公司向金融机构支付的费用
服务成本	向合作服务机构支付的佣金分润、资源采购及技术服务成本	支持及完成各类交易向服务提供商支付的成本
运维成本	/	带宽、客服等成本

来源：招股书，中泰证券研究所

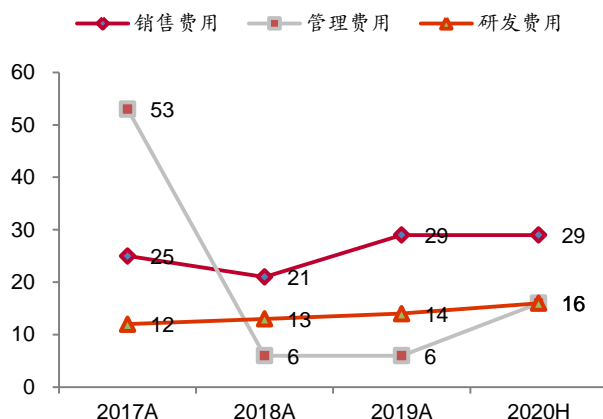
- **期间费用：京东数科整体期间费用率高于蚂蚁集团。1、京东数科：扣除股份支付费用后期间费用率较稳定。**2017-2020H 京东数科期间费用率（销售+管理+研发+财务合计）分别为 90%、40%、49%、61%，呈现较大波动，尤其 2017 年和 2020 上半年较高，主要是股份支付费用波动较大，2017 年和 2020 上半年分别对核心管理层进行股权激励，2017-2020H 股份支付费用分别达 43.78、2.57、3.50 及 10.58 亿元，若扣除股份支付费用后 2017-2020H 期间费用率分别为 41%、37%、47%、49%，波动大幅减小。**2、蚂蚁集团：期间费用率 2019 年后显著下行，主要为减少推广费用投放，及不再向阿里集团分润。**2017-2020H 蚂蚁集团期间费用率分别为 42%、68%、32%、19%。2018 年销售费用率高达 55%，主要是为扩大市场份额主动加大推广力度和补贴力度，销售费用率自 2018 年高点下降，与战略选择（推广补贴力度）密切相关。管理费用率下降，主要是 2019 年 9 月阿里集团完成发行股份并且购买专属蚂蚁知识产权后，不再就税前利润的 37.5% 向阿里分润；研发费用率较稳定于 8-9%。
- ✓ **1、销售费用：2018 年后蚂蚁销售费用率显著下降，低于京东数科。**京东数科的销售费用最大构成是市场费用（60% 以上），近两年销售费用率呈上升趋势，主要是自 2018 年以来产业数字化服务不断升级，为进一步提升品牌和产品影响力、扩大客户规模，市场投入相应增加。蚂蚁集团的销售费用主要为推广及广告费用，2018 年销售费用率高达 55%，主要是为扩大市场份额主动加大推广力度和补贴力度，当年支付宝月活用户数显著增长 1.19 亿至 6.18 亿人；2019 年后逐步退出高额补贴及推广，而 2020 上半年 8% 的销售费用率主要考虑到受疫情影响，减少推广支出；从支付宝月活用户数看，退出高额费用投放后，MAU 仍持续提升。
- ✓ **2、管理费用：扣除股份支付费用之后京东数科管理费用率平稳。**京东数科管理费用主要是管理人员职工薪酬，近年来波动较大原因主要是股份支付费用（尤其 2017 年和 2020 上半年），扣除股份支付费用后，管理费用率维持在 6-7%；蚂蚁集团管理费用主要包括职工薪酬和许可使用费及软件技术服务费，其中许可使用费及软件技术服务费是根据 2014 年签署的《2014 年知识产权许可协议》向阿里巴巴集团支付的款项（税前利润的 37.5% 向阿里分润），2019 年 9 月蚂蚁向阿里巴巴集团完成发行股份并且购买专属蚂蚁知识产权后不再支付。
- ✓ **3、研发费用：京东数科研发费用率持续上升、且高于蚂蚁集团。**两者研发费用都主要用于研发人员薪酬支付，京东数科研发费用率由 2017 年 11% 提升至 2020H 的 15% 左右，蚂蚁集团研发费用率稳定于 8% 左右。

图表 42: 期间费用率 (销售+管理+研发+财务费用率合计): %



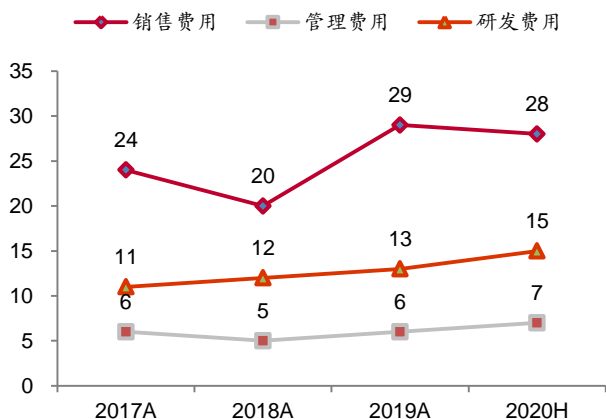
来源: 招股书, 中泰证券研究所

图表 43: 京东数科三费率: %



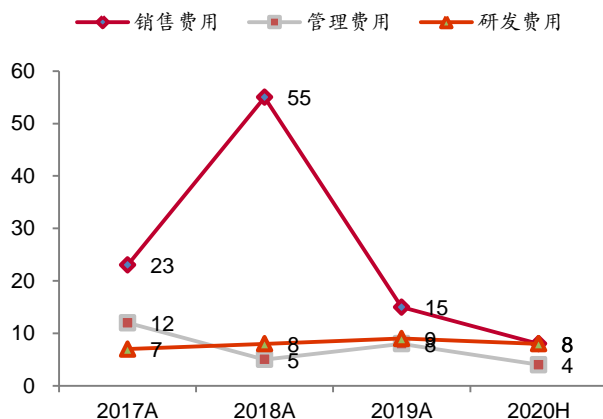
来源: 招股书, 中泰证券研究所

图表 44: 京东数科三费率 (扣除股份支付费用后): %



来源: 招股书, 中泰证券研究所

图表 45: 蚂蚁集团三费率: %



来源: 招股书, 中泰证券研究所

四、商业模式角度的比较

4.1 蚂蚁集团模式及稀缺性的理解

- 我们理解的蚂蚁集团的模式: 底层是金融科技与互联网生态圈; 中间层是平台、场景和数据; 收入实现层则是各种金融业务。蚂蚁集团的模式分析详见报告《蚂蚁集团: 商业模式及竞争壁垒的深度分析》。1、建立生态圈 (电商交易-本地生活-金融服务; 线上+线下、境内+境外), 通过入口和场景, 实现流量的吸引、转化、复用。支付宝国内年活跃用户达 9 亿, 全球用户约 12 亿, 金融服务覆盖 7.2 亿消费者和 2800 万中小微企业

业。2、平台搭平台模式（淘宝-天猫-支付宝-余额宝-蚂蚁财富），提升客户粘性，实现交叉销售、增加频次。蚂蚁五大类金融服务中（支付、理财、融资、保险、信贷），80%+的用户使用超过三类服务、40%+的用户使用全部五类服务。3、通过科技提升效率、实现规模效应。从而在低价中保证整体利润率，持续筑高竞争壁垒。

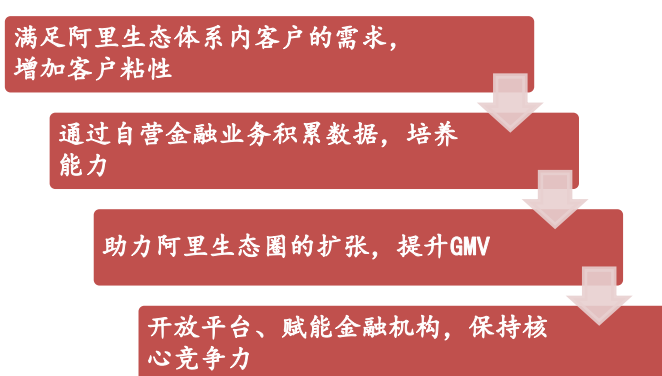
- **蚂蚁模式的稀缺性：**基于阿里电商基因及中台支持运营能力，提供协调串联互联网、科技、金融的“最优解”。1、**解决金融需求低频问题。**与传统金融机构业务逻辑的差异：蚂蚁从互联网提供的入口场景形成与客户天然联系，在场景中获客，先有需求、再创造产品，同时在高频的真实交易场景中积累数据；传统金融机构先有产品、再寻找客户。2、**建立零售及中小微金融中的“信任”机制。**凭借数据累积，及基于技术的信用体系和风控体系，信任体现在支付中的资产安全（低资损率）、借贷中的风险控制（低不良率）、理财中的资产与客户匹配。3、**平台与技术开放下的轻资产模式。**以金融业务（支付、借贷、理财、保险）为载体，业务开展模式由外部合作-自营-对外开放，实现平台与技术的开放与共享，与传统金融从竞争到竞合。

图表 46：蚂蚁集团以支付宝平台为核心的能力体系



来源：中泰证券研究所、招股书

图表 47：蚂蚁集团商业模式的演进



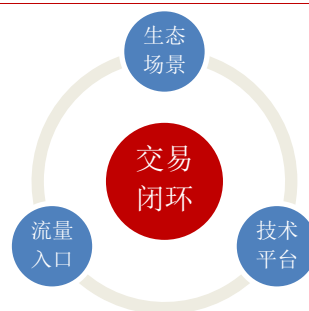
来源：中泰证券研究所、招股书

图表 48：支付宝平台作为流量入口，提供的全方位服务



来源：中泰证券研究所、招股书

图表 49：蚂蚁集团交易闭环的特征



来源：中泰证券研究所、招股书

4.2 蚂蚁集团与京东数科商业模式的比较

- **平台型和技术型两种公司（属性）的模式差异。****1、蚂蚁集团与京东数科兼具两种属性：**一是平台型公司，即经营C端流量生意的互联网公司，对B端赋能更多是在前台业务层面的数字化；二是技术型公司，即以技术创新驱动的帮助金融等传统行业寻找新增长模式的科技公司，对B端赋能更多是对中后台科技层面的数字化。市场对此有不同认知，我们认为两者皆有之，但两者在当下及未来，对两种属性赋予的权重是有差异，背后是生态圈能级、以及C端流量禀赋的差异。**2、对B端而言两种赋能效果的差异：**业务层面的赋能更多是通过联结实现增量增长，带来效果是获得更多商业机会，从而驱动业务能力增长；而技术层面（包括中台运营及后台科技）的赋能更多是通过效率提升带来存量增长，带来效果是管理效率和技术水平提升（对应中台及后台），从而实现降本增效并深入挖掘业务价值。**3、业务赋能对付费方议价能力强，技术赋能更能筑起高壁垒。**由于为B端增加收入比降低成本要更直接、更有吸引力，因此B端客户为业务赋能的付费意愿更强，为技术赋能付费则相对弱。总体上，业务赋能更仰仗流量禀赋，更多体现是平台价值，起点高、起步快；技术赋能更依赖科技能力，依靠科技筑起壁垒，起步慢但一旦形成则有高壁垒。
- **京东数科：平台属性与技术属性参半。****1、京东体内生态形成当前的平台变现能力，但向外延展能力受限。**京东数科的平台属性更多体现的，是基于京东体系电商、物流数据和能力积累，带来的金融变现能力（借贷、资管、保险）。而支付业务的相对弱势，限制了金融生态向京东体系外的扩张（相较之下，支付宝的独立生态庞大且能反哺阿里），体现为流量扩张受限及数据积累相对不足，反过来可能制约平台的成长性。**2、对未来战略赋予的权重，技术输出属性更多。**技术属性体现为，京东数科的自我定义是一家高度ToB/ToG的IT解决方案公司，更致力于以技术驱动产业数字化。京东数科更多向数字科技战略转型的意愿和定力，从更多层级、多角度地为B端提供数字化解决方案。
- **京东数科具备做技术输出的意愿和基础，但道路可能仍艰难漫长。****1、相较传统软件公司，互联网巨头具备做技术的优势。**一是强大的人财物优势，即C端强变现能力对B端技术的支持，二是在数据与技术的积累过程中对行业数字化的理解。京东数科2018/2019年研发费用分别达17/26亿元（研发费用率12.8%/14.1%），远高于大多数软件公司，但与蚂蚁仍有差距（2018/2019年研发费用分别达69/106亿元）。**2、技术输出仍面临挑战。**京东数科短期内技术输出的主要增长极是资管科技和智慧城市等ToG业务，目前收入占比低、但增长快（2018/2019年ToG业务收入1.47/8.41亿元，占比1.1%/4.6%）。对京东数科而言仍面临国内ToB技术输出商业模式并不成熟，以及技术投入有周期长、回报慢的考验，技术输出道路可能仍艰难漫长。

图表 50: 京东数科的产业数字化“联结 (TIE)”模式



来源：中泰证券研究所、招股书

- 蚂蚁集团与京东数科模式的比较：蚂蚁平台属性和能力强，B 端赋能带来高变现能力。1、在平台的属性和能力上，蚂蚁集团更强。蚂蚁集团的首要愿景就是“普惠、绿色的金融服务”，通过开放技术平台让金融机构触达之前不能覆盖的客户，开拓业务增量；蚂蚁的长期发展战略的第一条是继续扩大支付宝平台的流量和用户黏性。蚂蚁的平台属性更强，凭借庞大的 C 端流量，具备对 B 端强议价力，对 B 端业务赋能带来的流量变现/货币化能力更强。2、对技术赋能的投入和重视程度，两者都很高。京东数科的愿景则是“以 AI 驱动产业数字化”，“以数字连接打通线上和线下”，通过“TIE”模式，即“科技(Technology) + 产业(Industry) + 生态(Ecosystem)”，京东数科的自我定义是一家高度 ToB/ToG 的 IT 解决方案公司。京东数科脱胎于京东集团，相较蚂蚁集团，流量尤其支付的账户侧不占优，更多向数字科技战略倾斜，从更多层级、多角度地为 B 端提供数字化解决方案，从业务层面到技术层面（包括应用技术与基础技术，分别对应中台与后台）。相较传统软件公司，互联网巨头做技术的优势在于强大的人财物优势、数据与技术的积累过程中对行业数字化的理解。

图表 51: 蚂蚁集团盈利预测

单位: 亿元	2017A	2018A	2019A	2020H	2020E	2021E	2022E
总收入	653.96	857.22	1,206.19	725.28	1,581.98	1,973.80	2,500.93
增速		31.08%	40.71%	38.04%	31.16%	24.77%	26.71%
支付收入	358.9	443.61	519.05	260.11	598.34	709.38	834.63
收入占比	54.88%	51.75%	43.03%	35.86%	37.82%	35.94%	33.37%
借贷业务收入	161.87	224.21	418.85	285.86	594.13	719.31	901.57
收入占比	24.75%	26.16%	34.73%	39.41%	37.56%	36.44%	36.05%
理财科技平台收入	104.9	138.82	169.52	112.83	222.55	291.75	377.84
收入占比	16.04%	16.19%	14.05%	15.56%	14.07%	14.78%	15.11%
保险科技平台收入	23.15	43.13	89.47	61.04	148.37	219.89	326.62
收入占比	3.54%	5.03%	7.42%	8.42%	9.38%	11.14%	13.06%
创新业务收入	5.14	7.45	9.3	5.44	18.6	33.48	60.264
收入占比	0.79%	0.87%	0.77%	0.75%	1.18%	1.70%	2.41%
毛利率	63.72%	52.28%	49.83%	58.58%	57.00%	56.50%	56.50%
三费费用率	43.14%	68.45%	31.47%	20.73%	23.00%	22.50%	22.50%
销售费用率	23.43%	55.23%	14.96%	8.36%	11.50%	12.00%	12.00%
管理费用率	12.10%	5.35%	7.75%	4.48%	4.00%	3.00%	3.00%
研发费用率	7.32%	8.05%	8.79%	7.89%	7.50%	7.50%	7.50%
归属于母公司的净利润	69.51	6.67	169.57	212.34	415.58	522.77	663.86
净利润增长率		-90.40%	2442.10%	1459.75%	145.08%	25.79%	26.99%

来源: 中泰证券研究所

风险提示

- 金融监管风险, 支付、借贷、财富管理和保险业务属于强监管的金融业务, 监管政策调整或收紧或对具体业务开展产生不利影响
- 技术输出模式发展不及预期, B 端客户需求的变化
- 行业竞争加剧导致业务增长放缓或利润空间受限

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。