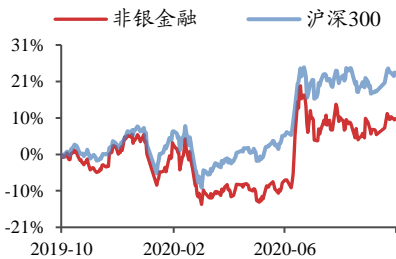


## 非银金融

2020 年 10 月 25 日

投资评级：看好（维持）

### 行业走势图



数据来源：贝格数据

### 相关研究报告

《行业点评报告-平安、太保保费增速持续改善，险企提前布局开门红》  
-2020.10.19

《非银金融行业周报-看好保险开门红，全面注册制提速利好券商》  
-2020.10.18

《上市券商三季报业绩前瞻-三季报业绩有望高增，政策红利延续》  
-2020.10.16

## 金融科技巨头之间的角逐

### ——蚂蚁集团、京东数科和陆金所比较分析

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

#### ● 蚂蚁集团平台属性较强，京东数科聚焦数字科技，陆金所偏向金融服务

蚂蚁集团以支付宝为流量入口，利用借贷业务、理财业务及保险业务实现变现，平台属性较强。京东数科聚焦数字科技，为金融机构、商户与企业、政府提供数字化解决方案。陆金所聚焦零售信贷与财富管理两大业务，整体偏向金融服务，三家公司商业模式存在差异。业务方面，三家公司均提供信贷、理财服务，以信贷业务为主要收入来源。蚂蚁集团数字金融服务领先，京东数科更重视研发投入，聚焦数字科技。

#### ● 信贷业务：均为轻资产运营模式，产品聚焦有所差异

三家公司信贷业务均采用轻资本运营模式，主要资金来源为银行、信托等金融机构。蚂蚁集团和京东数科聚焦消费信贷，陆金所专注小微经营贷，三者在获客途径、客群、风险承担方式等方面均存在一定差异。蚂蚁集团占据流量优势，借款人数和贷款余额远超京东数科和陆金所，收入和市场份额占优；陆金所以小微贷为主，包含抵押贷款，具有高利率、大件均、长周期等特点；京东白条以赊销模式为主，京东数科背靠京东集团，京东金条和白条活跃人数远超陆金所，近两年业务规模发展较快。

#### ● 理财、保险及支付业务：业务模式略有差异

三家公司理财业务有所区别，蚂蚁集团和陆金所主要为产品代销，京东数科理财业务主要针对机构客户，打造“JT²智管有方”平台。蚂蚁集团通过支付宝 APP 获客，优势明显，用户数超 5 亿，规模远超陆金所，整体代销费率较高；陆金所依靠平安生态、线上营销和用户推荐三大方式获客，客均资产远高于蚂蚁集团，费率较低。三家均有保险代销业务，陆金所代销规模较小，蚂蚁集团业务规模为京东数科数十倍，京东数科费率更高，同时以线下代销为主。支付业务方面，蚂蚁集团以账户侧为主，通过支付引流打造综合生态体系；而京东数科在商户侧发力，为商户提供增值金融服务。

#### ● IPO 有所差异，三家公司未来发展潜力较大

蚂蚁集团在港股和 A 股上市，京东数科和陆金所分别在 A 股和美股上市，三家公司募资用途有所差异，蚂蚁集团主要用于加大技术研发和创新、进一步支持服务业数字化升级；京东数科主要用于补充流动资金、数字技术中心扩建项目、金融机构数字化解决方案升级建设项目等；陆金所募资主要用于产品开发、营销活动、技术基础设施建设等。未来受益于居民资产不断入市、消费升级等红利，行业增长空间充足，三家公司作为行业龙头，未来发展潜力较大。

● **风险提示：**宏观经济波动造成信贷危机，对信贷业务造成不利影响；受监管影响，信贷业务规模增长受限；新一代信息技术变化较快，公司技术更新速度无法满足客户需求。

## 目 录

1、 三家大型互金公司，蚂蚁集团占据体量优势.....	4
1.1、 蚂蚁集团、京东数科、陆金所：三家金融科技巨头.....	4
1.2、 体量比较：蚂蚁集团优势明显 .....	5
1.3、 IPO 情况及募资用途.....	7
1.4、 营收结构：信贷业务均为主要收入来源.....	8
2、 业务对比：信贷业务模式相似，其他业务存在差异.....	9
2.1、 信贷业务：三家均以轻资产模式运营.....	9
2.1.1、 均为轻资产模式，产品重点有所差异.....	9
2.1.2、 获客途径有所差异，第三方金融机构为主要资金来源 .....	12
2.1.3、 蚂蚁集团业务规模领先，陆金所费率较高.....	16
2.2、 理财业务：业务范围有所差异 .....	19
2.2.1、 蚂蚁集团和陆金所业务类似，京东数科以 2B 为主 .....	19
2.2.2、 蚂蚁资管规模占优，陆金所客均较高.....	21
2.2.3、 蚂蚁集团费率较高 .....	23
2.3、 保险科技平台：京东数科费率优势明显.....	24
2.4、 支付业务：蚂蚁集团与京东数科各有侧重.....	26
3、 商业模式有所差异，公司未来发展潜力较大.....	27
4、 风险提示 .....	29

## 图表目录

图 1： 蚂蚁集团以支付为流量入口，通过数字金融科技平台变现.....	4
图 2： 京东数科为金融机构、商户与企业以及政府和其他客户提供数字化解决方案 .....	5
图 3： 陆金所主要包括零售信贷和财富管理两大业务.....	5
图 4： 蚂蚁集团营业收入为三家中最高（单位：百万元） .....	6
图 5： 蚂蚁集团归母净利润高速增长（单位：百万元） .....	6
图 6： 蚂蚁集团总资产保持领先（单位：百万元） .....	6
图 7： 蚂蚁集团归母净资产优势明显（单位：百万元） .....	6
图 8： 蚂蚁集团流量规模远超京东数科和陆金所.....	7
图 9： 2020H1 蚂蚁集团微贷科技平台为主要收入来源 .....	8
图 10： 2020H1 京东金条及白条收入占比最高.....	8
图 11： 2019 年和 2020H1 陆金所零售信贷业务收入贡献占比超 80% .....	9
图 18： 陆金所以直接销售和合作渠道为主要获客方式.....	12
图 21： 京东数科借贷人数远超陆金所（单位：万人） .....	13
图 22： 陆金所件均远超京东金条（单位：元） .....	14
图 23： 2020H1 银行和信托为陆金所主要资金来源.....	14
图 26： 受疫情影响，两家公司逾期率有所上升.....	16
图 27： 2020H1 蚂蚁集团信贷业务收入反超陆金所（单位：百万元） .....	17
图 28： 陆金所零售信贷促成服务费以贷后服务费为主.....	17
图 31： 大件均利润更高 .....	19
图 32： 陆金所信贷业务费率远高于蚂蚁集团.....	19
图 33： 蚂蚁集团理财科技收入远高于陆金所.....	21

图 34: 蚂蚁集团理财科技规模高于陆金所.....	22
图 35: 陆金所标准理财产品费率低于蚂蚁集团综合费率.....	23
图 36: 蚂蚁集团保险科技平台收入为京东数科数倍.....	25
图 39: 京东数科线下销售发展迅速 .....	26
图 40: 支付宝提供全方位服务 .....	26
图 41: 蚂蚁集团移动支付市占率远超京东数科.....	27
图 42: 蚂蚁集团数字支付收入保持增长趋势.....	27
图 43: 蚂蚁集团交易规模保持增长 .....	27
图 44: 京东数科研发费用率远超蚂蚁集团和陆金所.....	28
表 1: 蚂蚁集团估值最高 .....	7
表 2: 蚂蚁集团募集资金四大投资方向 .....	7
表 3: 京东数科募集资金主要用于补充流动资金、数字技术中心扩建项目等 .....	8
表 4: 蚂蚁集团、京东数科及陆金所业务对比.....	9
表 5: 蚂蚁集团、京东数科以消费信贷为主，陆金所以小微贷为主.....	11
表 6: 陆金所借款利率最高，期限较长 .....	11
表 7: 陆金所直接销售和合作渠道成本占信贷业务获客成本较高.....	12
表 8: 三家公司在获客途径和客群方面存在差异.....	15
表 9: 陆金所承担风险较少 .....	15
表 10: 陆金所件均较大 .....	18
表 11: 陆金所小微贷市场份额均超 30% .....	18
表 12: 蚂蚁集团、京东数科及陆金所理财业务上有所区别.....	20
表 13: 陆金所三大途径获客 .....	21
表 14: 陆金所客均资产较高 .....	22
表 15: 陆金所扣除货基的客户资产规模在非传统金融服务提供商中市场份额约 9%.....	22
表 16: 陆金所标准产品占比不断提升 .....	23
表 17: 陆金所遗留产品和私募基金费率较高.....	23
表 18: 三家公司均有保险产品代销 .....	24
表 19: 蚂蚁集团、京东数科及陆金所在业务模式、客群等方面有所差异.....	28

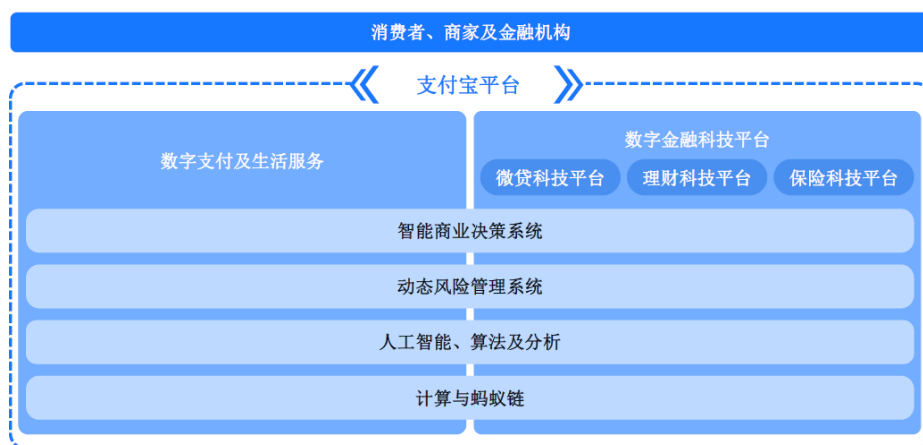
## 1、三家大型互金公司，蚂蚁集团占据体量优势

### 1.1、蚂蚁集团、京东数科、陆金所：三家金融科技巨头

**蚂蚁集团：领先的数字支付提供商和数字金融科技平台。**蚂蚁集团是中国最大的移动支付平台支付宝的母公司，也是领先的金融科技开放平台，主要业务包括数字支付与商家服务、数字金融科技平台以及创新业务，其中，数字金融科技平台包括微贷科技平台、理财科技平台和保险科技平台，创新业务包括区块链和数据库服务。

**蚂蚁集团业务模式：以支付为流量入口，通过数字金融科技平台变现。**公司以移动支付为流量入口，以区块链为技术支撑，打造微贷科技、理财科技、保险科技三大平台，将支付场景拓展至居民生活全面场景，为用户提供包含支付、理财、信贷、保险等全面金融服务，实现流量变现。主要客群包括个人、金融机构、企业等

图1：蚂蚁集团以支付为流量入口，通过数字金融科技平台变现



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

**京东数科：领先的数字科技公司。**公司以金融机构、商户与企业、政府及其他客户三类客户将业务划分为金融机构数字化解决方案、商户与企业数字化解决方案、政府及其他客户数字化解决方案和其他，为客户提供营销获客、产品设计与运营、资金流转与融通等数字化解决方案；应用技术层面，公司协助客户搭建风险决策、大数据以及运营中台；基础技术数字化层面，公司为客户提供基于 IaaS、PaaS 方式的 IT 底层架构支撑，通过为客户提供数字化解决方案，公司赚取技术服务费与促成业务费。

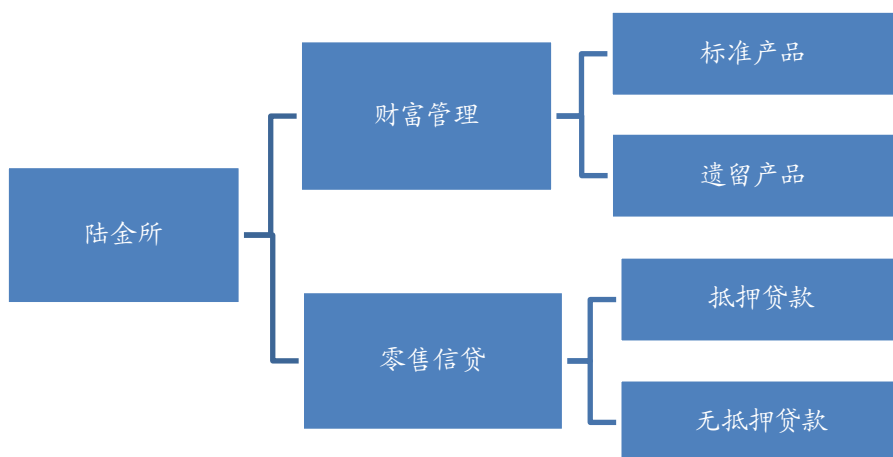
图2：京东数科为金融机构、商户与企业以及政府和其他客户提供数字化解决方案



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

**陆金所：领先的科技赋能个人金融服务平台。**陆金所主要聚焦财富管理和零售信贷两大业务，财富管理主要包括公募基金、私募基金以及资管计划等金融产品的代销，此外还包含 P2P、B2C 等产品。零售信贷下包含消费金融以及小微企业信贷。

图3：陆金所主要包括零售信贷和财富管理两大业务



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

注：遗留产品包含 P2P 和 B2C 产品

**三家公司业务模式存在差异。**蚂蚁集团以支付宝为流量入口，将支付拓展至衣食住行等生活场景，利用借贷业务、理财业务及保险业务实现变现。京东数科聚焦数字科技，为金融机构、商户与企业、政府提供数字化解决方案。陆金所以网贷起家，聚焦零售信贷与财富管理两大业务，以零售信贷为主要收入来源。

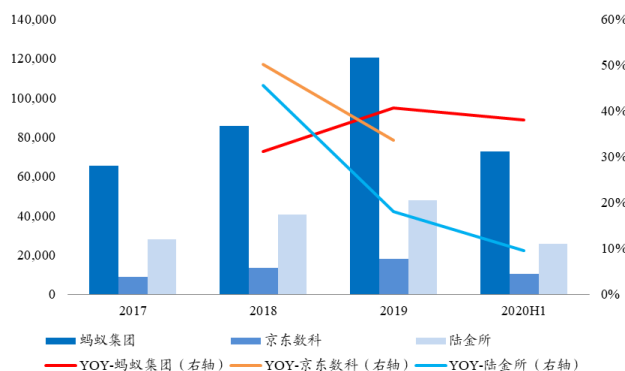
## 1.2、体量比较：蚂蚁集团优势明显

**蚂蚁体量占据领先优势。**蚂蚁集团营业收入远超京东数科和陆金所，2018 年，陆金所归母净利润为三家中最高，2019 年起，蚂蚁集团净利润高速增长，重夺领先地位，



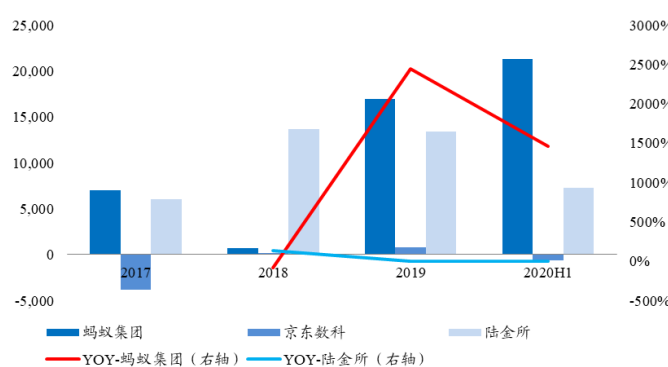
2020H1 差距逐渐明显。2018 年起，蚂蚁集团总资产位居三家公司第一，为陆金所的两倍，远超京东数科，净资产稳居首位。从总体体量上看，蚂蚁集团占领先优势，京东数科体量相对较小。

图4: 蚂蚁集团营业收入为三家中最高 (单位: 百万元)



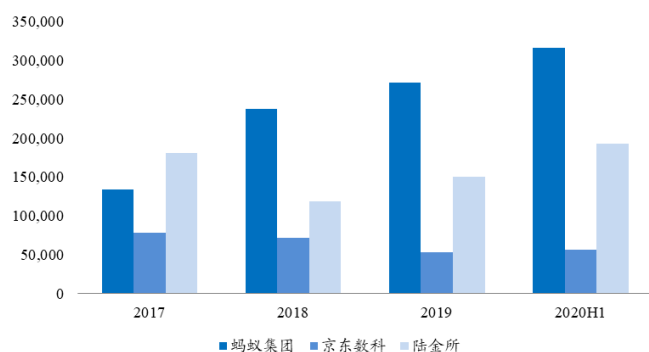
数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图5: 蚂蚁集团归母净利润高速增长 (单位: 百万元)



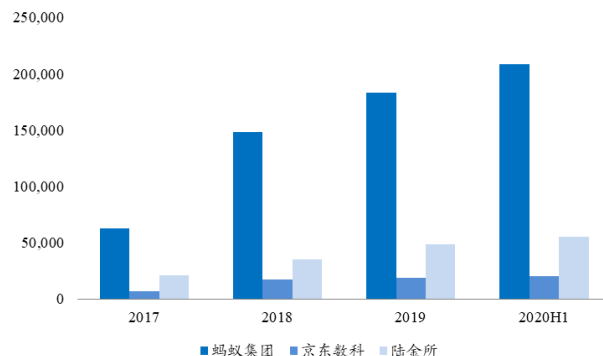
数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图6: 蚂蚁集团总资产保持领先 (单位: 百万元)



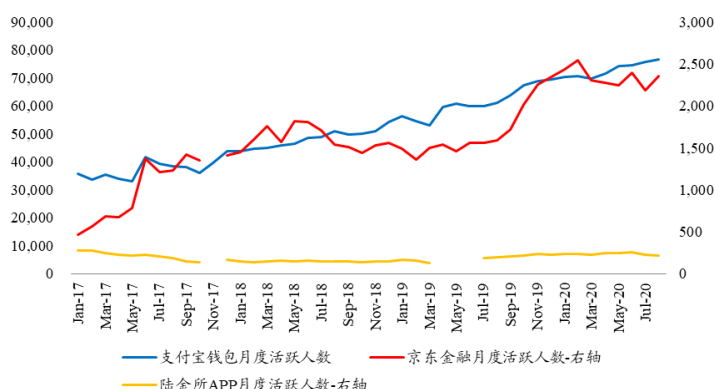
数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图7: 蚂蚁集团归母净资产优势明显 (单位: 百万元)



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

**蚂蚁集团流量规模占优。**蚂蚁集团以支付宝为流量入口，2020 年 8 月末支付宝月度活跃人数为 7.7 亿人，呈不断上行趋势；京东数科前身为京东金融，京东金融 APP 从 2017 年起活跃人数持续攀升，2020 年 8 月末月度活跃人数为 2358 万人；相比蚂蚁集团和京东数科，陆金所整体流量规模较小，陆金所 APP8 月末月度活跃人数 214 万人。

**图8: 蚂蚁集团流量规模远超京东数科和陆金所**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**蚂蚁集团估值最高。**三家公司均处于上市阶段,蚂蚁集团估值最高,根据路透旗下IFR、香港信报等多家媒体报道,瑞信给予蚂蚁的估值为3800亿至4610亿美元,约3万亿人民币。京东数科招股书显示,公司拟发行不超过5.38亿股,募资资金总额为203.67亿元,按照增发10%募资203.67亿元粗略估算,估值已超过2000亿元。陆金所正在推介1.75亿股美国存托股份(ADS),每股价格在11.50-13.50美元之间,以招股说明书中列出的已发行股份,并按推介区间的最高价格测算,公司的估值将接近330亿美元。从估值来看,蚂蚁集团估值具有领先优势。

**表1: 蚂蚁集团估值最高**

公司名称	最新估值
蚂蚁集团	3800 亿-4610 亿美元
京东数科	约 2000 亿元
陆金所	约 330 亿美元

数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

### 1.3、IPO 情况及募资用途

**上市板块不同,募资用途有所差异。**蚂蚁集团在A股科创板和港股同步上市,京东数科仅在科创板上市,陆金所在美股上市。蚂蚁集团募集资金主要用于进一步支持服务业数字化升级,加强全球合作并助力全球可持续发展,以及支持公司加大技术研发和创新;京东数科募资主要用于补充流动资金、数字技术中心扩建项目、金融机构数字化解决方案升级建设项目等;陆金所募资主要用于产品开发、营销活动、技术基础设施建设、技术研发及全球扩张等。

**表2: 蚂蚁集团募集资金四大投资方向**

募集资金	拟投入资金占比
助力数字经济升级	30%
加强全球合作并助力全球可持续发展	10%
进一步支持创新、科技的投入	40%
补充流动资金(及一般企业用途)	20%
合计	100%

数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

表3: 京东数科募集资金主要用于补充流动资金、数字技术中心扩建项目等

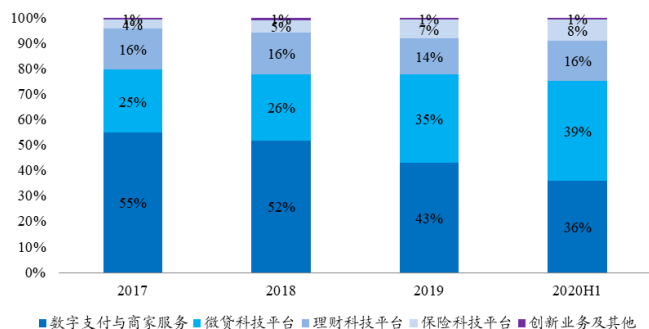
募集资金	计划利用募集资金额 (亿元)
金融机构数字化解决方案升级建设项目	37.23
商户与企业数字化解决方案升级建设项目	23.06
新兴产业数字化解决方案升级建设项目	27.87
开放平台升级建设项目	18.63
数字科技中心扩建项目	39.81
补充流动资金	57.07
合计	203.67

数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

### 1.4、营收结构: 信贷业务均为主要收入来源

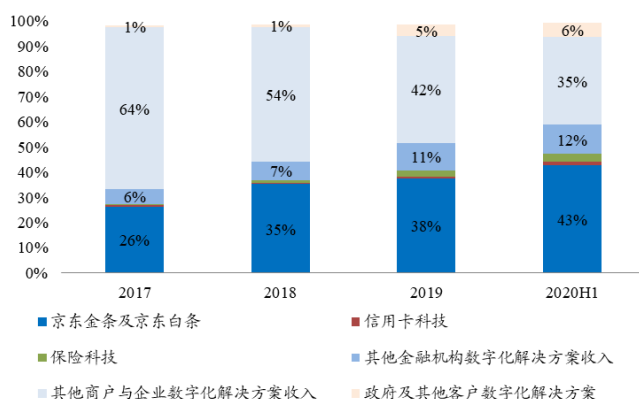
借贷业务收入占比不断提升, 均为主要收入来源。借贷业务为三家公司业务收入主要来源, 自 2017 年起, 蚂蚁集团中微贷科技平台收入占比从 25% 提升至 2020H1 的 39%, 成为公司第一大业务; 京东数科中, 收单及会员管理、票据平台等企业商户数字解决方案收入占比不断下降, 京东金条和京东白条合计收入占比提升至 43%, 在 2020H1 成为第一大业务。陆金所中, 零售信贷近三年均为主要收入贡献来源且呈上升趋势, 2019 年和 2020H1 占比均超 80%。

图9: 2020H1 蚂蚁集团微贷科技平台为主要收入来源



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图10: 2020H1 京东金条及白条收入占比最高

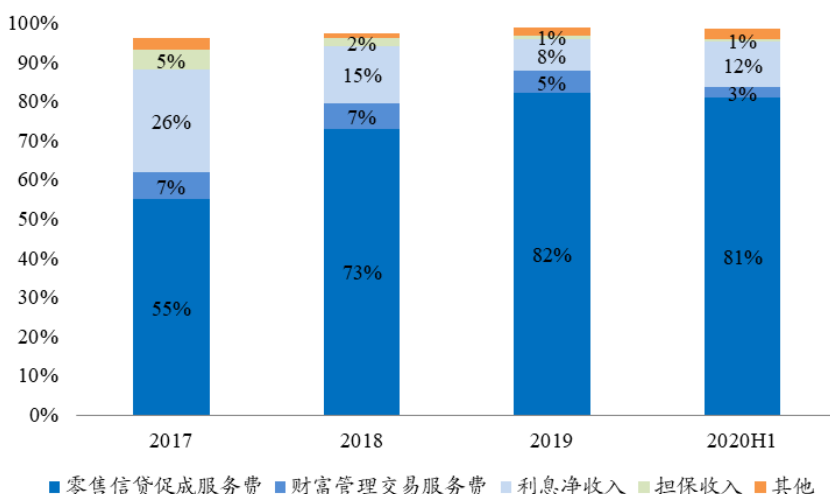


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

注: 1) 其他金融机构数字化解决方案收入含资管科技

2) 其他商户与企业数字化解决方案收入主要含收单及会员管理、票据平台业务



**图11: 2019 年和 2020H1 陆金所零售信贷业务收入贡献占比超 80%**


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

理财业务有所区别，均有保险代销，蚂蚁和京东涉及支付业务。蚂蚁集团和陆金所理财业务以代销为主，蚂蚁集团还有智能投顾等服务；京东数科针对 B 端用户，推出云端一体化资管科技平台“JT²智管有方”，为金融机构提供产品设计、销售交易、研究分析和风险管理等服务，三家均有保险产品代销。蚂蚁集团和京东数科均涉及数字支付业务，蚂蚁以账户侧为主，京东以商户侧为主。此外，京东数科还针对政府和其他客户提供智能城市操作系统及市域治理现代平台服务。

**表4: 蚂蚁集团、京东数科及陆金所业务对比**

公司名称	支付	借贷业务		理财业务		其他
		消费借贷	小微经营者借贷	理财平台	保险代销	
蚂蚁集团	√	√	√	产品代销及智能投顾	√	区块链及数据库服务
京东数科	√	√	√	为金融机构提供产品设计、销售交易、研究分析及风险管理等服务	√	票据平台、智能城市操作系统、市域治理现代平台
陆金所		√	√	金融产品代销	√	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

## 2、业务对比：信贷业务模式相似，其他业务存在差异

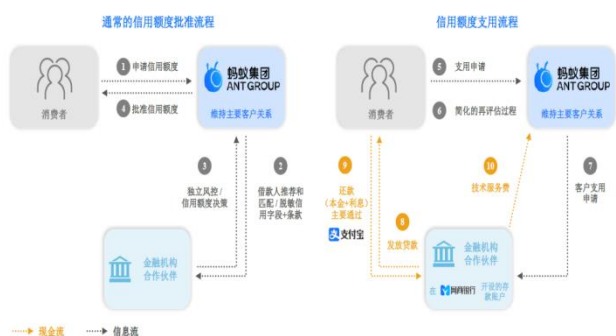
### 2.1、信贷业务：三家均以轻资产模式运营

#### 2.1.1、均为轻资产模式，产品重点有所差异

蚂蚁集团、陆金所和京东金条以助贷+联合贷为主。助贷模式下，公司与金融机构合作，公司负责获客、评估、风控等，金融机构负责放贷，蚂蚁集团、陆金所和京东金条均以助贷模式为主。联合放贷模式下，三家公司旗下小贷和消金公司作为一部分资金来源，与金融机构一同放贷。

京东白条以赊销模式为主。京东白条包含赊销和助贷两种业务模式，其中赊销模式余额占比超 90%。赊销模式下，京东数科与京东商城合作，提供消费者筛选、赊销额度设计、风险监控等服务，针对用户使用京东白条产生的应收账款，帮助京东商城对这部分优质底层资产证券化，并承担坏账风险，公司以无追索权方式按账面价值向京东集团购买已逾期一定期限的应收账款，公司向京东商城收取技术服务费，同时与京东商城分摊白条用户支付的分期手续费。

图12: 蚂蚁集团消费信贷业务模式



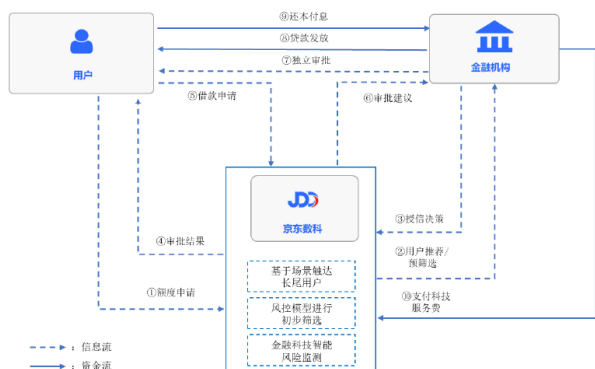
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

图13: 蚂蚁集团小微信贷业务模式



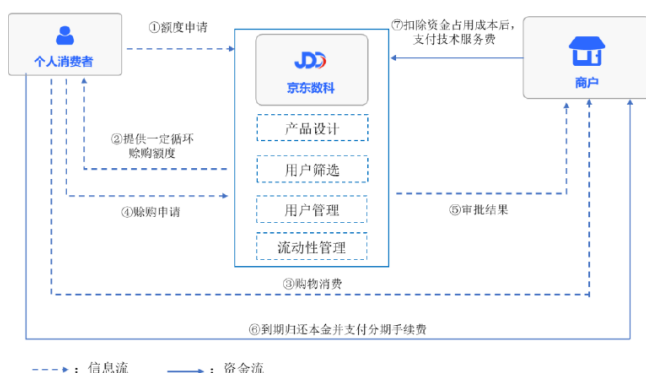
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

图14: 京东金条业务模式



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

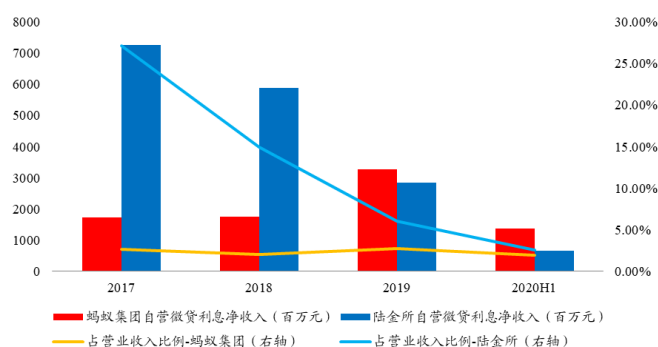
图15: 京东白条业务模式



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

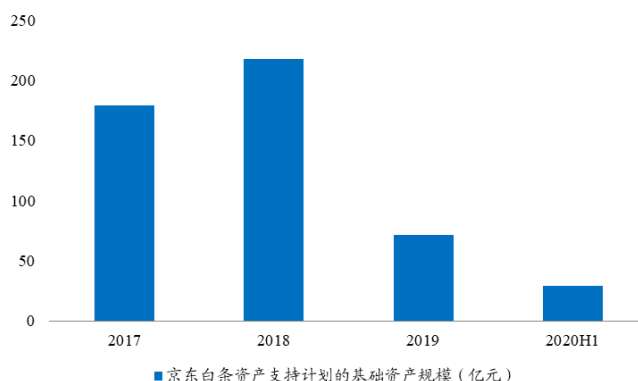
均为轻资产运营模式。三家公司信贷业务均为轻资产运营模式，2017 年起，陆金所逐渐向轻资本模式转型，自营贷款利息净收入大幅下降，2020H1 占营业收入比重下降至 3%。蚂蚁集团自营微贷利息净收入占营业收入比重均处于较低水平，近三年保持在 2% 左右。京东数科轻资产运营战略落地后，公司信用消费产品余额不断下降，2019 年同比下降 67%，2020H1 持续下降。

图16: 蚂蚁集团和陆金所均为轻资产模式



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图17: 京东白条信用消费产品余额不断下降



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

蚂蚁集团和京东数科以消费信贷为主，陆金所聚焦小微信贷。三家公司信贷业务均包含消费信贷及小微信贷，聚焦重点略有差异。蚂蚁集团信贷产品包括花呗、借呗、小微信贷，2020H1 消费信贷产品规模占比约 80%；京东数科消费信贷产品包括京东白条和京东金条，小微信贷产品包括京保贝、京小贷、京采等，京东白条和京东金条为公司信贷业务主要产品；陆金所主要产品包括有抵押贷款和无抵押贷款，其中有抵押贷款借款者均为小微企业，无抵押贷款包含小微企业和个人消费，2020H1 新增贷款规模中，69%为小微企业贷款。

表5: 蚂蚁集团、京东数科以消费信贷为主，陆金所以小微贷为主

公司名称	消费信贷		小微信贷
蚂蚁集团	花呗	借呗	小微经营者信贷
京东数科	京东白条	京东金条	京保贝、京小贷、京采
陆金所	无抵押贷款	有抵押贷款	

资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

陆金所借款利率最高，期限最长。陆金所产品主要针对小微信贷，合同期限超过 30 个月，期限较长，考虑到提前还款的情况，实际借款期限将短于合同约定借款期限。蚂蚁花呗和借呗借款期间为 3-12 个月，相对较短。陆金所贷款利率相对较高，无抵押贷款 APR 超 28%。

表6: 陆金所借款利率最高，期限较长

项目	蚂蚁花呗/借呗	京东白条	陆金所无抵押贷款		陆金所抵押贷款
			小微企业	个人	
还款方式	分期还款、最低还款		分期还款	分期还款和信用循环	分期还款和大额还款
年利率	7.3%-14.6%	分期服务费率：6.0%起 日服务费率 0.05%（年化 18.25%）	名义利率：17.0% APR：28.9%	名义利率：16.5% APR：28.2%	名义利率：11.5% APR：17.4%
借款期限	3-12 个月	-	35.3 个月	34.9 个月	36 个月

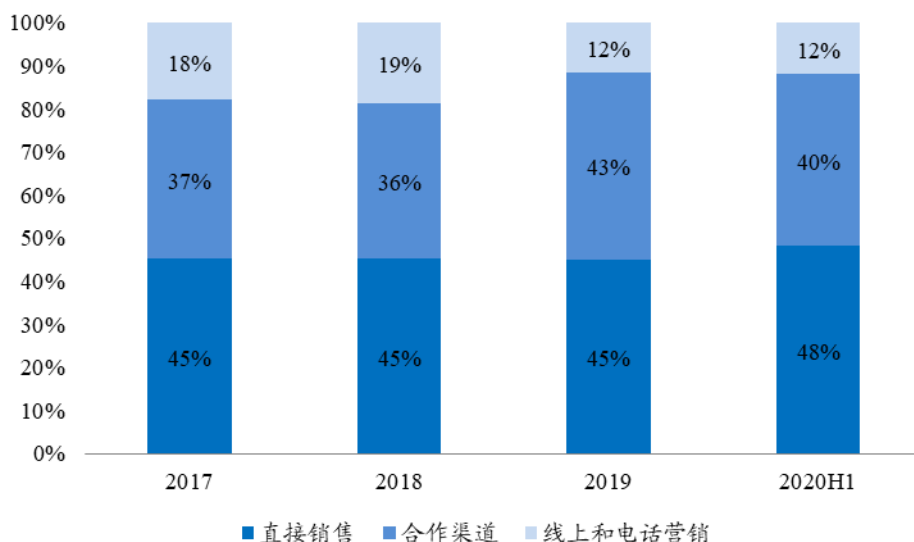
资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

注: 陆金所为 2020H1 期间借款人数据

### 2.1.2、获客途径有所差异，第三方金融机构为主要资金来源

蚂蚁和京东依赖场景获客，陆金所通过直接销售和合作渠道双重途径获客。蚂蚁集团通过淘宝、天猫、淘票票、亚马逊、唯品会等 APP 布局线上消费场景，通过沃尔玛、家乐福、永辉超市等布局线下消费场景。京东数科以京东、微信等 APP 为场景进行获客。陆金所无消费场景，主要依赖直接销售、合作渠道及线上和电话营销获客，截至 2020H1 末，公司有超 5.6 万销售人员，2020H1 陆金所通过直接销售、合作渠道及线上和电话营销获客占比分别为 48.2%/39.8%/12.0%，合作渠道中平安生态系统占比超 90%。

图18：陆金所以直接销售和合作渠道为主要获客方式



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

陆金所直接销售和合作渠道成本占比较高。陆金所获客途径中，直接销售和合作渠道销售的费用占信贷业务获客成本比重较高，直销方式成本占比较为稳定，近三年均为 42% 左右，合作渠道成本占比从 2017 年的 37% 提升至 2020H1 的 48%，主要原因是公司更加注重借款人质量，降低信用风险，因而渠道方成本不断提升，线上和电话营销成本不断压缩。

表7：陆金所直接销售和合作渠道成本占信贷业务获客成本较高

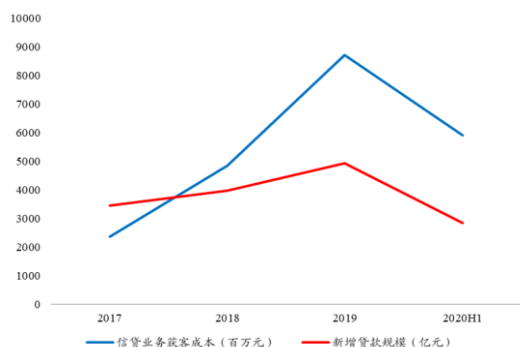
	2017	2018	2019	2020H1
直接销售成本占信贷业务获客成本	41.7%	42.3%	41.8%	42.5%
合作渠道成本占信贷业务获客成本	37.1%	38.5%	45.1%	47.6%
线上和电话营销成本占信贷业务获客成本	21.2%	19.2%	13.1%	9.9%
合计	100%	100%	100%	100%

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

陆金所贷款规模受成本驱动增加，获客成本费率不断提升。公司近几年信贷业务获客成本提升明显，驱动新增贷款规模不断上行，其中，直接销售和合作渠道两大途径成本提升较为明显，2019 年和 2020H1 直接销售费用增幅分别为 78%/41%，合作渠道费用增幅分别为 111%/51%。公司获客成本费率呈上行趋势，信贷业务获客成本

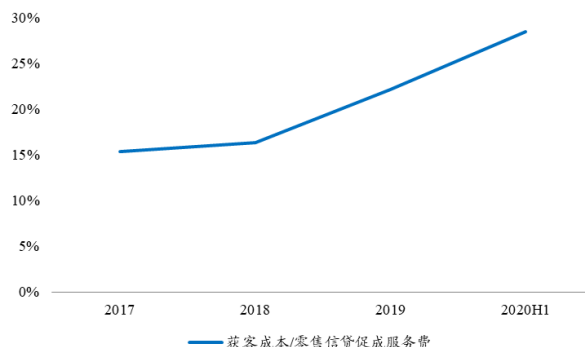
/零售信贷促成服务费从 2017 年的 15% 提升至 2020H1 的 28%。

图19: 获客成本不断增加驱动陆金所贷款规模上行



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

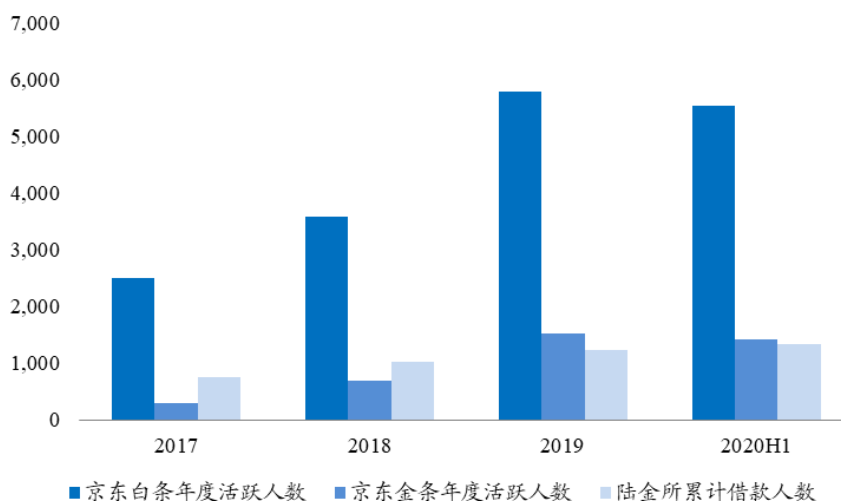
图20: 陆金所获客成本费率不断提升



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

蚂蚁借款人数最多, 陆金所件均远超其余两家公司。截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间, 约 5 亿用户通过蚂蚁集团获得消费信贷, 相比京东数科和陆金所, 蚂蚁集团客户数量以亿为量级。2020H1 京东白条年度活跃人数为 5545 万人, 远超陆金所 1343 万的累计借款人数。蚂蚁花呗人均借款余额为 2000 元, 2017-2019 年, 我们估算京东金条客均借款规模为 3 万元左右, 2020H1 下降至 1.8 万元; 陆金所件均较高, 无抵押贷款为 10-15 万元, 抵押贷款件均为 40-65 万元, 远超蚂蚁集团和京东数科。

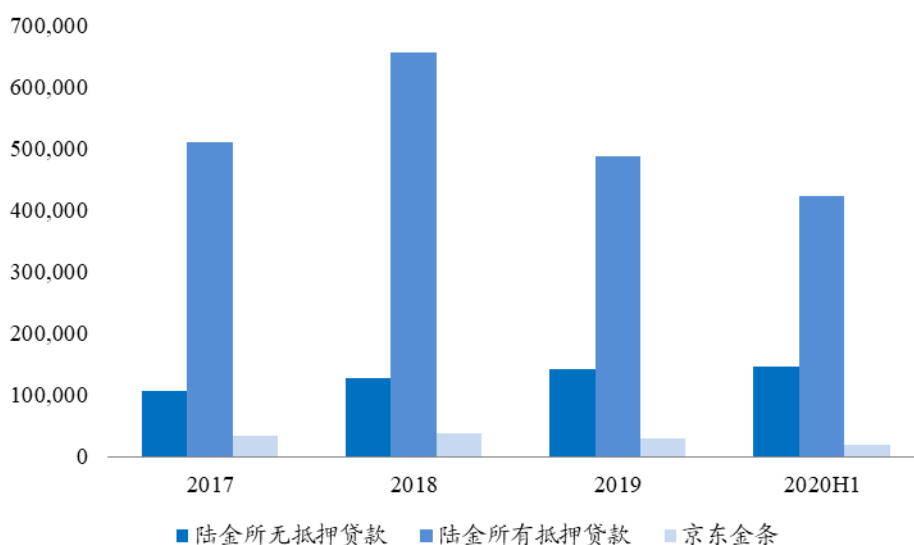
图21: 京东数科借贷人数远超陆金所 (单位: 万人)



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所



图22: 陆金所件均远超京东金条 (单位: 元)



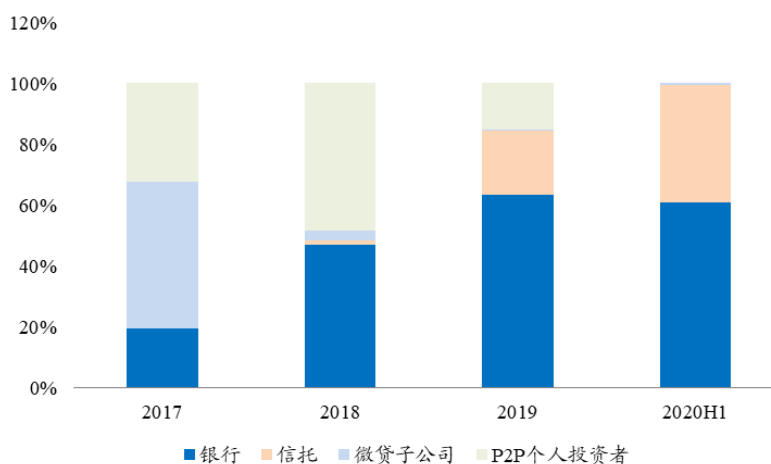
数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

注: 京东金条客均资产规模=京东金条促成贷款规模/京东金条年度活跃人数

**第三方金融机构为主要资金来源。**三家公司表内贷款占比均位于较低水平,截至2020H1,蚂蚁集团、京东数科和陆金所通过表内贷款比例分别为2%/4%/0.7%,银行、信托等金融机构为主要资金来源。截至2020H1,蚂蚁集团约与100家银行实现合作,陆金所与49家银行和5家信托公司建立了合作。陆金所以银行和信托公司为主要资金来源,2020H1银行和陆金所资金规模合计占比为99%。

**陆金所经历两次资金来源变迁。**2017年监管出台相关通知,否认了信贷资产转让、资产证券化的出表功能,2018年微贷子公司资金占比从48.2%下降至3.2%,P2P和银行成两大主要资金方来源,占比分别为49%/47%。2019年受监管政策影响公司停止使用P2P作为信贷业务资金来源,信托逐渐成为公司的另一主要资金来源,2020H1信托资金占比高达39%。

图23: 2020H1 银行和信托为陆金所主要资金来源



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

**表8: 三家公司在获客途径和客群方面存在差异**

项目	蚂蚁集团	京东数科	陆金所
获客方式	阿里系电商、线下消费场景	京东系电商、线下消费场景	直接销售、合作渠道、网络及电话营销
客群	互联网消费人群、小额信贷消费人群等长尾客户		小微企业、互联网消费人群
资金来源	银行、信托、ABS、自有资金		
风控	自有数据构造征信系统		

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

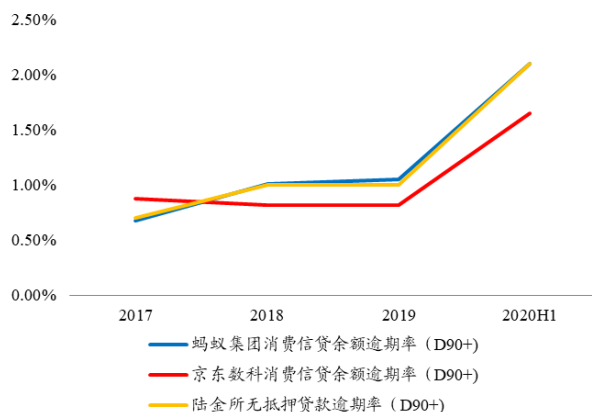
蚂蚁和陆金所风险承担较少，京东白条承担主要风险。助贷模式下，蚂蚁集团风险承担较少。陆金所与保险及增信机构合作，绝大部分贷款风险由第三方机构承担，未受保障部分资产由公司和出资方共同承担风险。2020H1，陆金所自身承担风险比例仅为 2.8%。京东数科下，京东金条绝大部分资金来源为第三方金融机构，自身风险承担比重较小，而京东白条业务风险由公司自身承担，公司需以无追索权方式按账面价值向京东集团购买已逾期一定期限的应收账款。

**表9: 陆金所承担风险较少**

	2017	2018	2019	2020H1
受第三方机构保障	75.4%	94.1%	95.6%	94.2%
未受第三方机构保障	24.6%	5.9%	4.4%	5.8%
其中：自身承担风险	24.6%	5.3%	2.2%	2.8%
出资方承担风险	0.0%	0.6%	2.2%	3.0%
合计	100%	100%	100%	100%

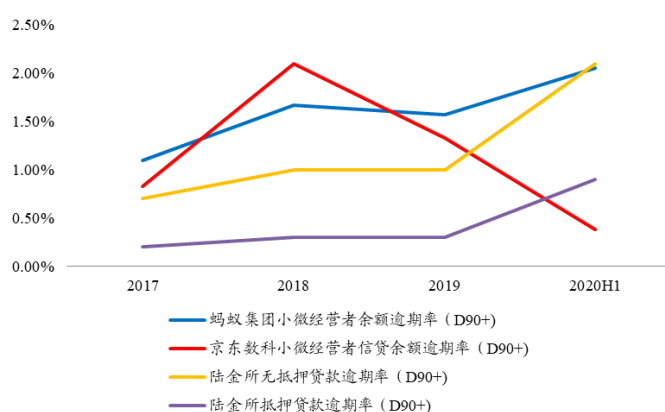
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

三家公司逾期率均较低。三家公司均有相应风控模型，消费信贷产品上，京东数科逾期率最低，资产质量较高；小微信贷产品上，2020 上半年受疫情影响，蚂蚁集团和陆金所逾期率均有不同程度上升，京东数科逾期率仍保持较低水平，风控能力较强。陆金所逾期率较低，可能由于担保或增信措施覆盖较大，对资产质量形成较强的安全垫，陆金所端的不良率相对较低。

**图24: 京东数科消费信贷逾期率最低**


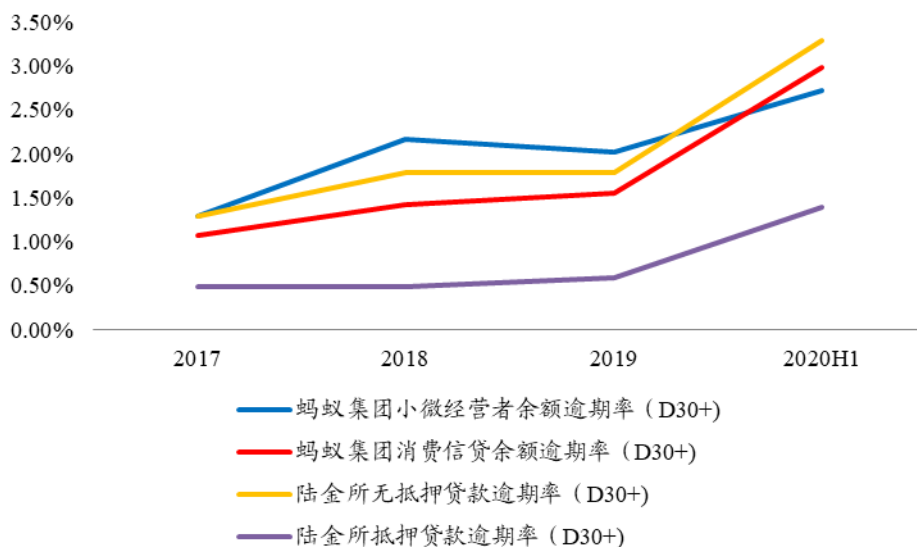
数据来源: 数据说明书、开源证券研究所

注: 逾期率计算口径为截至统计时点, 逾期天数超过 90 天以上贷款本金余额 (包括未出账单部分, 扣除已核销贷款), 除以由公司促成的贷款本金的总余额 (扣除已核销贷款)。

**图25: 京东数科小微经营者信贷质量不断提升**


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

注: 逾期率计算口径为截至统计时点, 逾期天数超过 90 天以上贷款本金余额 (包括未出账单部分, 扣除已核销贷款), 除以由公司促成的贷款本金的总余额 (扣除已核销贷款)。

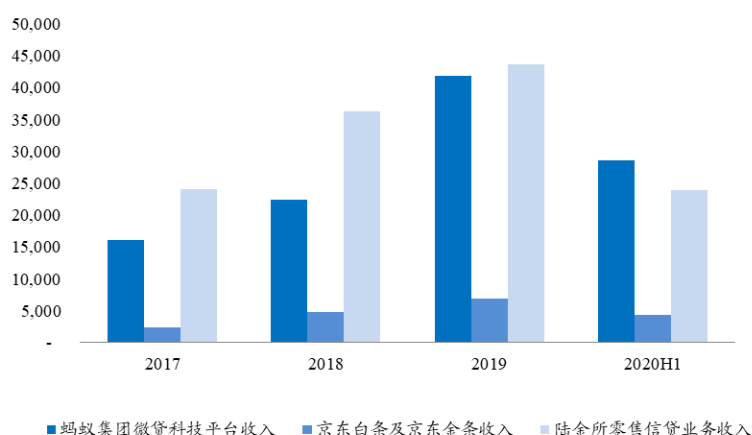
**图26: 受疫情影响, 两家公司逾期率有所上升**


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

注: 逾期率计算口径为截至统计时点, 逾期天数超过 30 天以上贷款本金余额 (包括未出账单部分, 扣除已核销贷款), 除以由公司促成的贷款本金的总余额 (扣除已核销贷款)。

### 2.1.3、蚂蚁集团业务规模领先, 陆金所费率较高

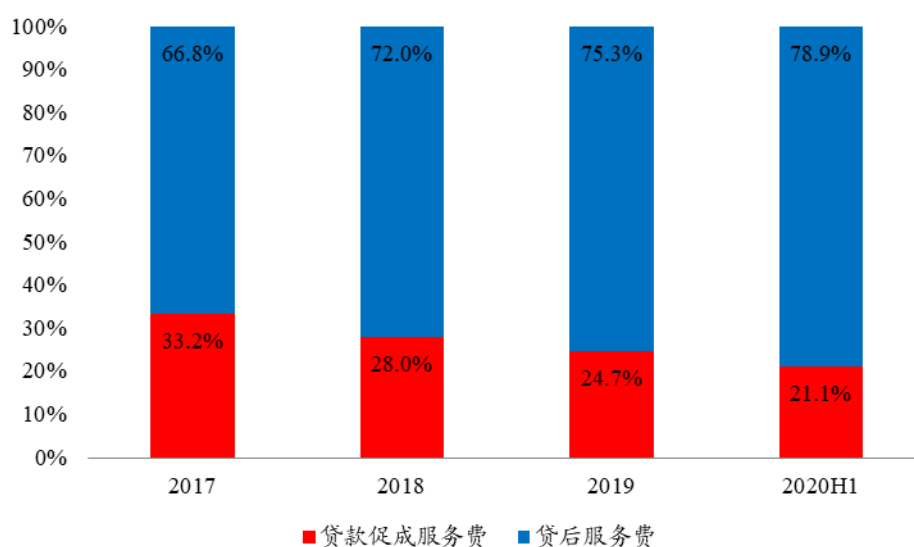
蚂蚁集团和陆金所信贷业务收入处于同一量级, 远超京东数科。2017-2019 年, 陆金所零售信贷业务收入为三家公司最高, 2019 年, 蚂蚁集团加大营销力度, 信贷业务收入大幅上升, 与陆金所并驾齐驱, 2020H1 实现反超, 两家公司信贷业务收入均处于百亿量级。相较蚂蚁和陆金所, 京东数科旗下主要信贷产品京东白条和京东金条收入较低, 不足 100 亿。

**图27：2020H1 蚂蚁集团信贷业务收入反超陆金所（单位：百万元）**


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

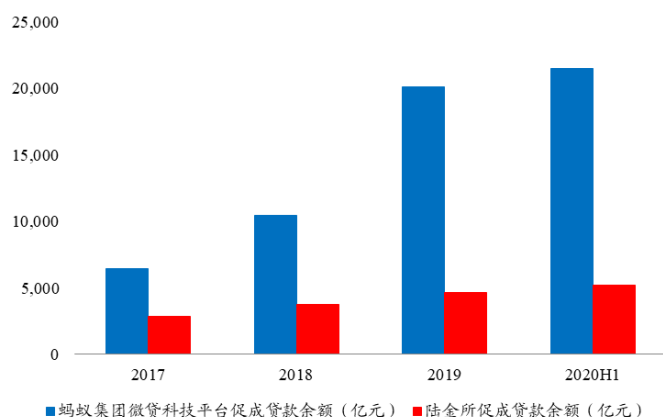
注：陆金所零售信贷业务收入包含零售信贷促成服务费、利息净收入、担保收入

**陆金所以贷后服务费为主。**陆金所零售信贷业务提供贷款促成和贷后服务两大服务，贷款促成服务主要包括客户评估、技术支持及贷款撮合，贷后服务包括还款催收、数据收集和管理等服务。从2017-2020H1，陆金所贷后服务费占比从67%提升至79%，为主要收入来源。

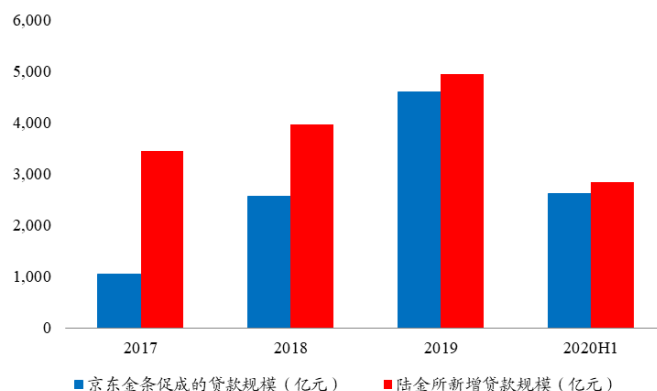
**图28：陆金所零售信贷促成服务费以贷后服务费为主**


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

**蚂蚁集团促成贷款规模领先，京东金条发展势头强劲。**受益于支付宝强大的获客能力，单个用户消费信贷余额和消费信贷用户数量均有增长，相较陆金所，蚂蚁集团促成贷款余额具有领先优势。从新增贷款规模看，2017年陆金所促成贷款规模为京东金条两倍多，随后差距逐渐缩小，2020H1 京东金条和陆金所促成贷款规模分别为2612/2845 亿元。

**图29: 蚂蚁集团贷款余额领先优势明显**


数据来源: 数据说明书、开源证券研究所

**图30: 京东金条与陆金所新增贷款规模差距减小**


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

陆金所件均较大, 小微贷业务市占率较高。截至 2020 年 6 月, 在信贷业务领域, 陆金所件均为 14.7-42.2 万元, 远超行业其他排名前列的公司, 市场份额约为 12%, 排名第二。小微信贷业务中, 陆金所市场份额均超 30%, 远高于其他竞争者。

**表10: 陆金所件均较大**

前五大非传统金融服务提供商信贷业务 (截至 2020 年 6 月)			
公司	预计信贷余额 (十亿元)	市场份额	预计客均贷款余额 (元)
公司 1	2,000-2,300	46-53%	5000
陆金所	519	12%	146,513 (无担保)-422,398 (担保)
公司 3	330-380	7-9%	9,000
公司 4	200-250	4-6%	3,000
公司 5	90-120	2-3%	3,000

数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

**表11: 陆金所小微贷市场份额均超 30%**

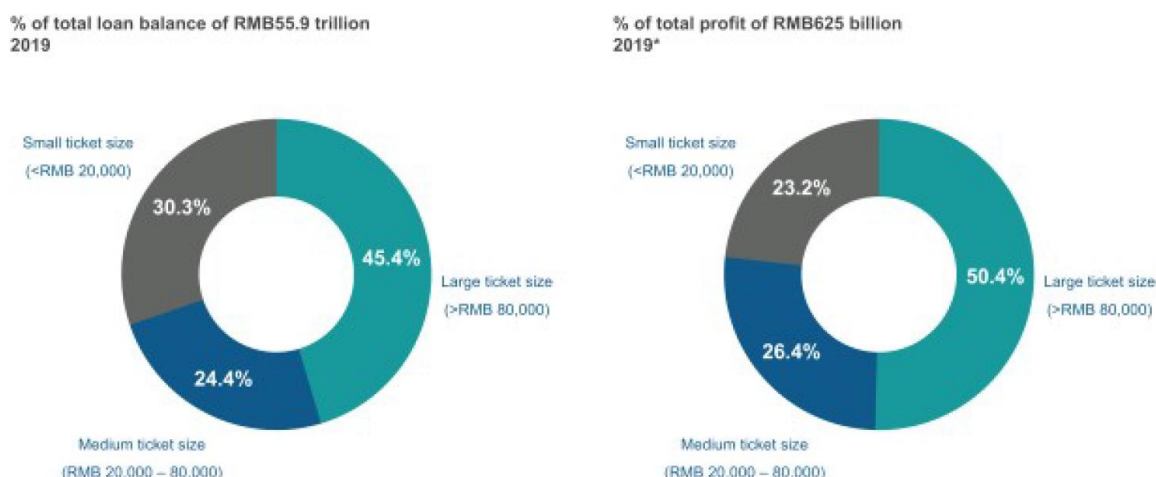
前五大非传统金融服务提供商小微经营贷业务 (截至2020年6月)			
公司	预计信贷余额 (十亿元)	市场份额	贷款产品类型
公司 1	400-500	38-48%	中件均、无担保
陆金所	331	32%	大件均、担保和无担保
公司 3	40-70	4-7%	大件均、无担保
公司 4	30-40	3-4%	大件均、无担保
公司 5	20-30	2-3%	大件均、无担保

数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

注: 中件均产品客均贷款余额为 2 万-8 万元, 大件均产品客均贷款余额超过 8 万元

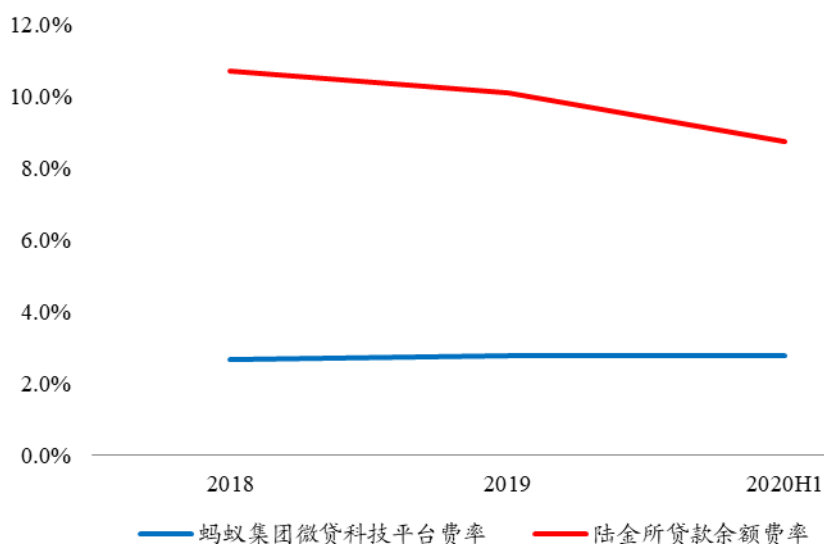
**大件均利润率最高。**根据奥纬咨询数据, 2019 年全市场小件均、中件均、大件均产品规模占比分别为 24.4%/30.3%/45.4%, 而三类产品分别占据了全市场 23.2%/26.4%/50.4% 的利润, 大件均占据全市场 45.4% 的规模贡献了 50% 的规模, 利润率最高。



**图31：大件均利润更高**


数据来源：奥纬咨询、陆金所招股说明书、开源证券研究所

**陆金所信贷业务费率远超蚂蚁集团。**蚂蚁集团以消费金融为主，客户端利率远低于陆金所，而陆金所以小微贷为主，主要为抵押贷款，因此信贷业务费率远高于蚂蚁集团。据我们估算，蚂蚁集团微贷科技平台综合费率为 2.7% 左右，陆金所信贷业务费率为 10% 左右。

**图32：陆金所信贷业务费率远高于蚂蚁集团**


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

注：1) 蚂蚁集团微贷科技平台费率=微贷科技平台收入/微贷科技平台期初期末平均余额

2) 陆金所贷款余额费率= (零售信贷业务促成服务费+自营利息净收入) / 期初期末贷款余额

## 2.2、理财业务：业务范围有所差异

### 2.2.1、蚂蚁集团和陆金所业务类似，京东数科以 2B 为主

蚂蚁集团和陆金所聚焦产品代销，京东数科专注资管科技。业务模式上，蚂蚁集团

和陆金所主要进行金融产品代销，蚂蚁集团还提供财富号、支小宝和“帮你投”等其他服务。京东数科理财业务主要针对机构客户，以“JT²智管有方”为平台，为金融机构提供债券分析、资产支持证券分析、智能销售交易等综合解决方案及相关服务，同时公司按照系统收费标准根据客户开通的具体功能模块、账号数量、权限等向客户收取账号费用，以及按照每月固定的收费标准向客户收取数据技术服务费用。

**表12：蚂蚁集团、京东数科及陆金所理财业务上有所区别**

公司名称	业务模式	主要产品	主要客户
蚂蚁集团	代销金融产品	余额宝和余利宝	中产阶级、互联网长尾客户
		大理财：1) 债券型、股票型和混合型公募基金； 2) 固定期限类产品； 3) 银行定期存款和其他产品	
	其他服务	财富号	
		支小宝	
京东数科		帮你投	多类金融机构，包括银行、券商、基金、信托、保险等
		JT²智管有方	
陆金所	代销金融产品	1) 产品设计：帮助投资者识别底层资产，降低资产方结构化金融产品的发行难度； 2) 销售交易：为金融机构提供涵盖资产的交易、风险管理、清算的一站式投资组合管理系统，并协助金融机构搭建全面的风险管理体系； 3) 研究分析：为客户在资产分析、筛选配置、投资组合管理等方面提供专业支持； 4) 风险管理：实现对持仓资产的多维度风险跟踪与预警，覆盖投前评级分析，投中限额监控，投后动态跟踪、数据挖掘与价值发现等核心环节	中产阶级和富裕人群
		标准产品：资管计划、银行理财产品、公募基金、私募基金等 遗留产品：P2P、B2C	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

**陆金所三大途径获客，平安系统客均资产最高。**三家公司财富管理业务获客途径有所差异，蚂蚁集团主要依赖支付宝 APP 高流量获客，截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，用户数已超 5 亿。陆金所包括平安生态、线上营销和用户推荐三种获客方式，用户数远低于蚂蚁集团，2020H1 末陆金所用户数约 1260 万。平安生态系统和线上营销为陆金所主要获客途径，2020H1 通过平安系统和线上营销资金占比分别为 45.0%/38.2%。从客均资产看，2020H1 末平安系统客户客均资产最高，达 3.2 万元。

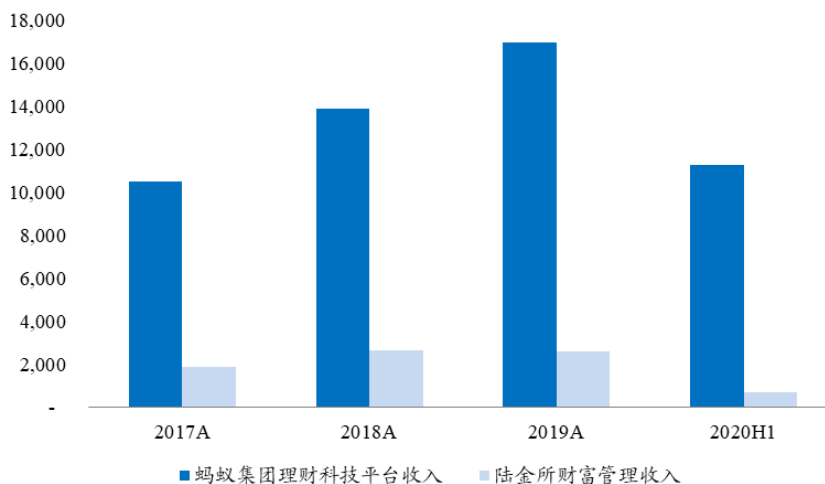
**表13: 陆金所三大途径获客**

	2017			2018			2019			2020H1		
	资产规模(十亿元)	占比	客均资产(元)	资产规模(十亿元)	占比	客均资产(元)	资产规模(十亿元)	占比	客均资产(元)	资产规模(十亿元)	占比	客均资产(元)
平安生态系统	40.4	33%	20,534	77.4	44%	24,455	102.4	43%	23,800	142.3	45%	32,228
线上营销	56.7	46%	17,792	69.4	39%	19,183	90.8	38%	23,611	120.9	38%	30,387
用户推荐	24.9	20%	5,877	31.1	18%	7,416	43.6	18%	10,467	53.3	17%	12,658
合计	122.1	100%		177.8	100%		236.9	100%		316.5	100%	

数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

蚂蚁集团理财科技收入远高于陆金所。随着“大理财”业务数量和单个用户平均余额不断增长,同时受益于公募基金产品规模不断增长,蚂蚁集团理财科技平台收入持续增加,2020H1为113亿元,同比增长56%,远超其他两家。陆金所受P2P产品规模不断缩减影响,2020H1财富管理收入为7亿元,同比-53%。

京东数科资管科技主要产品“JT²智管有方”尚处于起步阶段。京东数科推出的云端一体化资管科技平台“JT²智管有方”是公司在培育的资管科技领域的重要解决方案,目前该解决方案还在起步阶段。截至2020年6月末,“JT²智管有方”注册机构已超过1,000家,覆盖银行、券商、基金、信托、保险等多类金融机构,已为多家头部商业银行托管部、理财子公司以及基金公司提供服务。

**图33: 蚂蚁集团理财科技收入远高于陆金所**


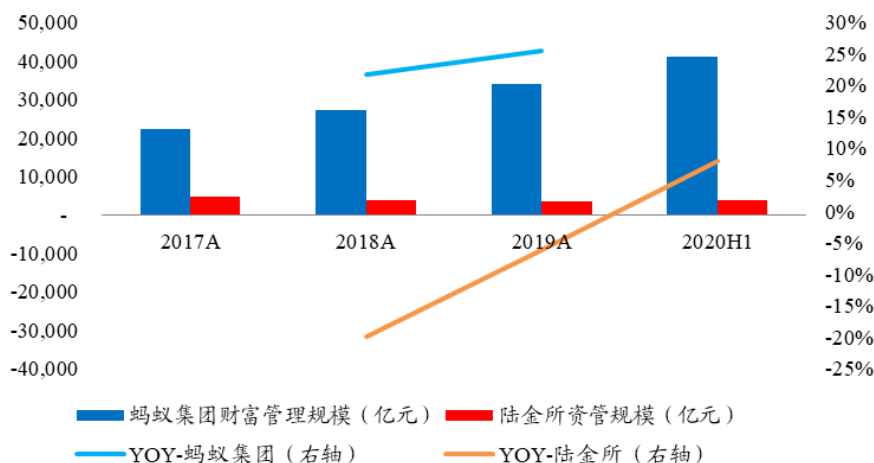
数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

### 2.2.2、蚂蚁资管规模占优,陆金所客均较高

蚂蚁集团资管规模优势明显,陆金所客均较高。受益于支付宝流量较高,蚂蚁集团财富管理规模在万亿级别,2020H1突破4万亿,领先优势明显。陆金所2020H1资产管理规模为3747亿,市场份额5%,在非传统金融机构里排名第三;扣除货币基

金规模，陆金所资管规模为 3580 亿，市场份额 9%。蚂蚁集团主要客群为互联网长尾人群，客均资产较低，陆金所客均资产为 2.9 万元，客户群体偏高净值。

图34: 蚂蚁集团理财科技规模高于陆金所



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

表14: 陆金所客均资产较高

前五大非传统金融服务提供商			
公司	客户资产规模 (十亿元)	市场份额	客均资产 (元)
公司 1	4,000–4,200	48–51%	8,000
公司 2	1,300–1,500	16–18%	8,000
陆金所	375	5%	29,000
公司 4	250–300	3–4%	8,000
公司 5	180–210	2–3%	11,000,000

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

表15: 陆金所扣除货基的客户资产规模在非传统金融服务提供商中市场份额约 9%

前五大非传统金融服务提供商 (扣除货币市场基金)		
公司	客户资产规模 (十亿元)	市场份额
公司 1	1,500–1,700	37–42%
公司 2	450–500	11–12%
陆金所	358	9%
公司 4	180–210	4–5%
公司 5	150–180	3–4%

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

陆金所标准产品规模占比不断提升，资管计划和银行产品占比较高。受监管政策影响，公司分别在 2017 年和 2019 年停止 B2C 和 P2P 产品销售，公司 B2C 和 P2P 产品规模大幅下降，占比从 2017 年末的 73% 降至 2020H1 末的 13%，同时带来总资管规模有所下降。标准产品中，资管计划和银行产品占比较高，2020H1 末两者合计占比超 50%，其次是信托计划和非货基金，2020H1 末占比均为 9%。

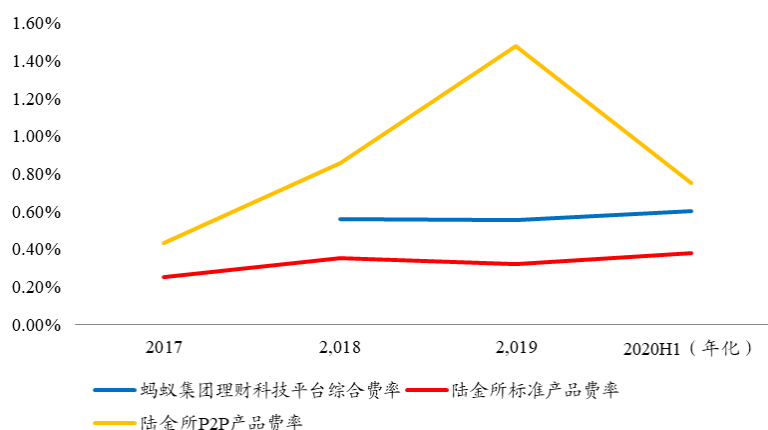
**表16: 陆金所标准产品占比不断提升**

理财产品（单位：十亿元）	2017		2018		2019		2020H1	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
资管计划	62	13%	85.2	23%	94.2	27%	100.9	27%
银行产品	-	-	6.8	2%	49.2	14%	97.1	26%
私募投资基金	4.2	1%	19.3	5%	26.4	8%	26.9	7%
共同基金（扣除货基）	5.3	1%	16.9	5%	22.6	7%	35.4	9%
货币市场基金	35.2	8%	38.9	11%	18.1	5%	16.3	4%
信托计划	2.2	1%	0.6	0%	16	5%	32	9%
其他	16.4	4%	14.7	4%	17	5%	18.3	5%
<b>标准产品合计</b>	<b>125.3</b>	<b>27%</b>	<b>182.5</b>	<b>49%</b>	<b>243.6</b>	<b>70%</b>	<b>326.9</b>	<b>87%</b>
P2P 产品	138	30%	186.9	51%	103.3	30%	47.8	13%
B2C 产品	198.4	43%	-	-	-	-	-	-
<b>遗留产品合计</b>	<b>336.4</b>	<b>73%</b>	<b>186.9</b>	<b>51%</b>	<b>103.3</b>	<b>30%</b>	<b>47.8</b>	<b>13%</b>
<b>理财产品合计</b>	<b>461.7</b>	<b>100%</b>	<b>369.4</b>	<b>100%</b>	<b>346.9</b>	<b>100%</b>	<b>374.7</b>	<b>100%</b>

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

### 2.2.3、蚂蚁集团费率较高

陆金所 P2P 产品费率较高，标准产品费率低于蚂蚁集团。蚂蚁集团理财平台综合费率为 0.6% 左右，较为稳定。陆金所 P2P 产品费率较高，2019 年突破 1.4%，受监管政策影响，P2P 规模不断下降，费率下行，2020H1 降至 0.75%；陆金所标准产品综合费率较低，为 0.3%-0.4% 左右，约为蚂蚁集团的一半，私募基金费率较高，2017 年为 2.35%，呈下降趋势，2020H1 降至 0.88%。

**图35: 陆金所标准理财产品费率低于蚂蚁集团综合费率**


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

**表17: 陆金所遗留产品和私募基金费率较高**

理财产品	2017	2018	2019	2020H1
资管计划	0.18%	0.28%	0.23%	0.22%
银行理财产品	-	0.08%	0.32%	0.37%
私募基金	2.35%	1.17%	0.80%	0.88%



共同基金	0.32%	0.41%	0.35%	0.49%
信托产品	-	-	0.37%	0.57%
<b>标准产品综合费率</b>	<b>0.26%</b>	<b>0.35%</b>	<b>0.32%</b>	<b>0.38%</b>
<b>遗留产品综合费率</b>	<b>0.43%</b>	<b>0.86%</b>	<b>1.48%</b>	<b>0.75%</b>

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

## 2.3、保险科技平台：京东数科费率优势明显

三家均有保险代销业务，京东数科销售渠道更加多元。三家公司均代销保险产品，陆金所代销规模较小，蚂蚁集团和京东数科还为客户提供产品创新、获客、分销等一系列服务。在分销上，京东数科建立了线上和线下销售模式，形成了网销、电销和线下销售的三位一体模式，销售渠道更加多元。

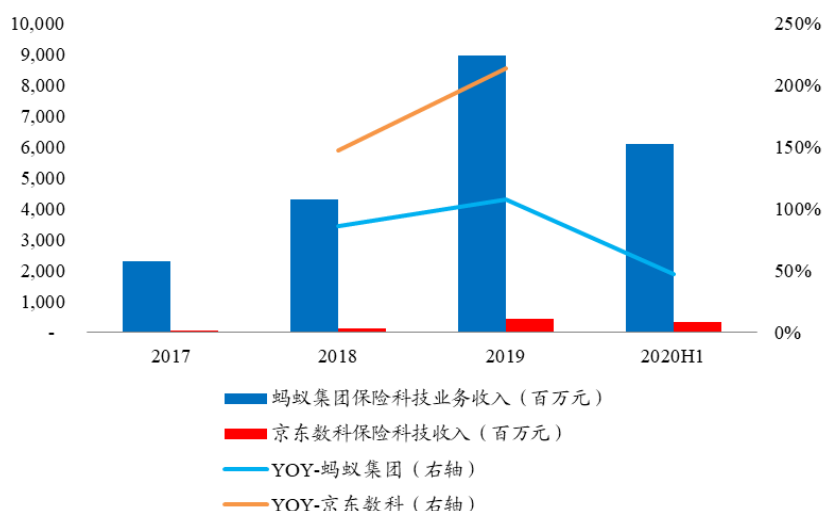
表18：三家公司均有保险产品代销

公司名称	业务模式	主要产品
蚂蚁集团	公司的保险科技解决方案覆盖产品创新和设计、客户教育、获客、分销、智能决策、风险管理和智能理赔。主要按照公司平台促成金融机构合作伙伴相应收取保费的一定百分比获得技术服务费，或按照相互宝项目参与用户支付的分摊金额的一定百分比获得技术服务费。	相互保
		产品代销
京东数科	产品设计及创新：公司基于用户的消费、信贷、健康等数据，对承保、理赔实施差别定价，将保险产品嵌入购物、支付、出行等场景，满足场景客户特定保障需求	“保库”
	产品销售	线上：京东生态及京东金融 APP 线下：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
陆金所	产品代销	通过“平安保代”代销保险产品

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

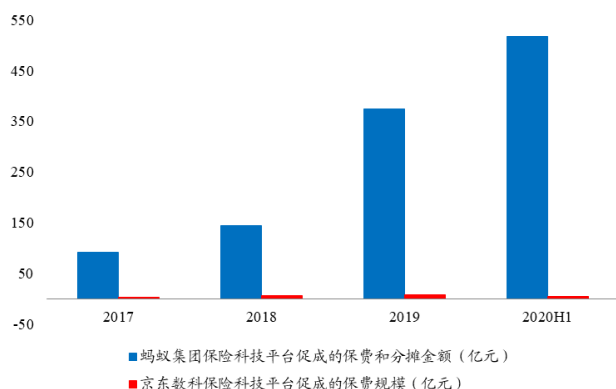
蚂蚁集团保险科技平台促成的保费收入远高于京东数科，综合费率较低。蚂蚁集团保险科技平台主要以支付宝为途径获客，流量远超京东金融等 APP，蚂蚁集团促成的保费收入约为京东数科的数十倍，且持续上行，2020H1 为 518 亿元。蚂蚁集团保险科技平台综合费率呈下滑趋势，主要是由于费率水平较低的寿险保费迅速增长、以及来自第三方合作伙伴保险机构的保费贡献提高；京东数科综合费率持续攀升，2020H1 高达 30%。

### 图36: 蚂蚁集团保险科技平台收入为京东数科数倍



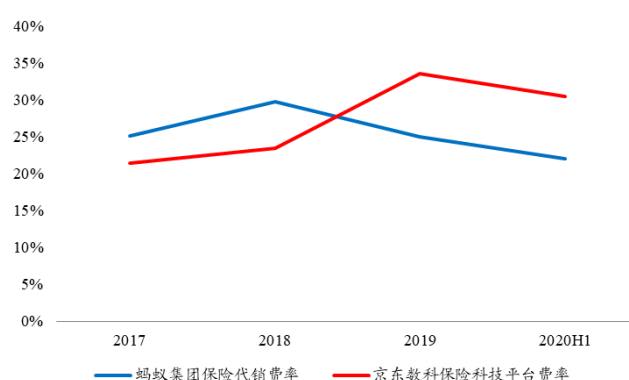
数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

### 图37: 蚂蚁集团促成的保费规模远高于京东数科



数据来源: 数据说明书、开源证券研究所

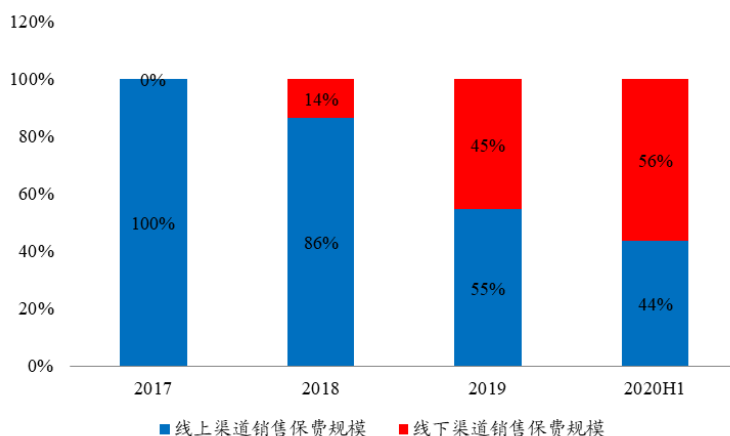
### 图38: 京东数科保险科技平台综合费率较高



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

京东数科保险代销以网销、电销和线下销售三位一体，线下渠道发展迅速。在保险代销领域，除了线上销售外，公司拓展了电销和线下销售渠道，公司在全国开设了26家省级保险代理分公司，建立了120家分支机构，形成覆盖全国的销售网络。线下渠道发展迅速，2018年公司开始线下渠道销售，2020H1，超50%以上的保费规模来自线下渠道。京东数科与蚂蚁集团以纯线上销售为主，两家公司在销售渠道差异明显。

图39：京东数科线下销售发展迅速



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

## 2.4、支付业务：蚂蚁集团与京东数科各有侧重

蚂蚁集团聚焦账户侧，以支付为流量入口，打造综合生态体系。蚂蚁集团的支付业务以用户侧为主，直接与C端流量对接，收入来自向商家和交易收取的交易服务费，以及就金融交易和个人交易收取的费用。同时，支付作为公司主要流量入口，通过拓展数字生活服务，将支付场景拓展至购物娱乐、旅游出行等多个场景，同时为用户提供包含支付、理财、信贷、保险等全面金融服务，提高用户黏性，打造综合生态体系。

图40：支付宝提供全方位服务

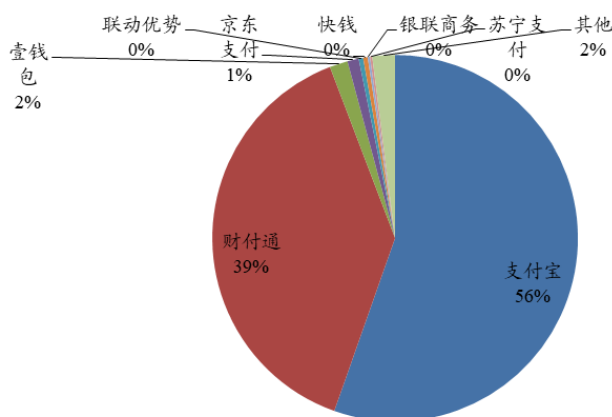


资料来源：招股说明书、开源证券研究所

京东数科以商户侧为主，提供商户增值服务。在用户侧，公司主要优势来自京东商城，同时京东支付覆盖了京东小店、京东到家、多点等线下场景。公司在支付业务上不断发力商户侧，公司相继收购乐惠、哆啦宝等收单外包服务商，为商户提供各种线下收单产品和线上支付系统，帮助商户完成收单的数字化改造，京东数科的产品可与商家自有的ERP系统打通，实现商品采购、定价、销售的数字化管理。

蚂蚁集团市占率远高于京东数科。根据艾瑞咨询公布的 2020Q1 第三方移动支付交易规模市场份额，蚂蚁集团位于第一梯队，市占率为 55.4%，京东支付位于第二梯队，市占率仅为 1%，两家公司相差较大。

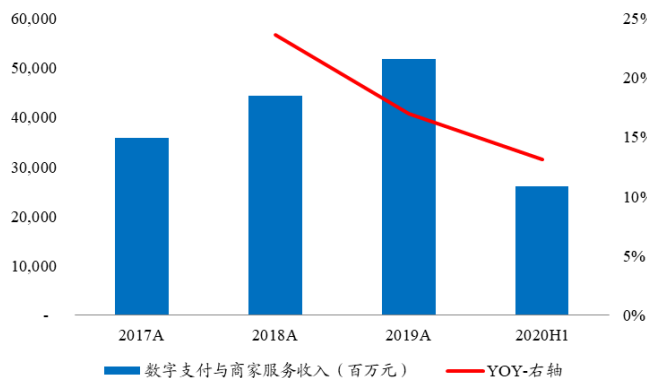
图41：蚂蚁集团移动支付市占率远超京东数科



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

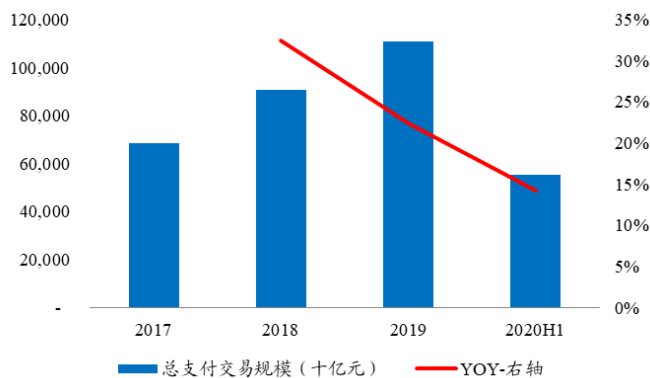
蚂蚁集团支付业务收入和交易规模保持增长。受益于线上及线下使用数字支付服务的用户数量和商家数量持续增长，蚂蚁集团交易规模和交易活跃度保持上行，截至 2020H1 末止 12 个月期间，蚂蚁集团总支付交易规模达 118 万亿。

图42：蚂蚁集团数字支付收入保持增长趋势



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图43：蚂蚁集团交易规模保持增长

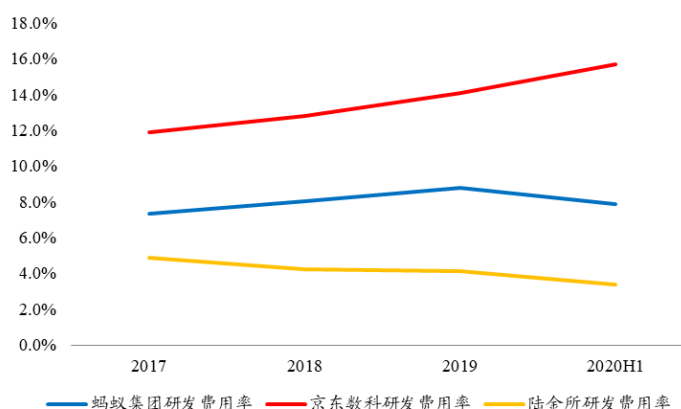


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

注：2020H1 与 2019H1 总支付交易规模根据公司披露数据估算

### 3、商业模式有所差异，公司未来发展潜力较大

京东数科科技属性较强，陆金所更偏金融。京东数科研发费率约为蚂蚁集团两倍，接近陆金所研发费率三倍，京东数科更重视研发投入，科技属性更强，陆金所更偏向金融服务。

**图44：京东数科研发费用率远超蚂蚁集团和陆金所**


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

**三家金融科技巨头，业务模式、主要客群、客户来源存在差异。**蚂蚁集团平台属性较强，数字金融服务领先，京东数科偏向数字科技，陆金所聚焦零售信贷和财富管理。蚂蚁集团和陆金所主要客群包括个人消费者和小微企业，京东数科主要客群为金融机构、商户与企业及政府，客群上存在差异。获客方面，蚂蚁集团主要依靠支付宝、阿里系电商及各种线上线下消费场景进行获客，陆金所主要靠平安生态系统、网络及电话营销获客，缺乏具体场景。

**信贷业务为主，其他业务存在差异。**三家公司均含信贷业务，且为主要收入来源。理财业务上，陆金所与蚂蚁集团业务相似，主要为产品代销，京东数科针对 B 端用户，提供产品设计、交易清算以及风险管理等服务。三家均提供保险产品代销，蚂蚁集团和京东数科均有支付业务，蚂蚁集团侧重账户侧，京东数科聚焦商户侧。

**表19：蚂蚁集团、京东数科及陆金所在业务模式、客群等方面有所差异**

	蚂蚁集团	京东数科	陆金所
业务模式	以支付宝为入口，通过金融科技平台实现变现	科技赋能提供数字化解决方案	专注零售信贷和财富管理业务
客群	个人、金融机构、企业机构	金融机构、商户与企业及政府	个人、小微企业
主要业务	数字支付、微贷科技平台、理财科技平台、保险科技平台、创新业务	金融机构数字化解决方案、商户与企业数字化解决方案、政府及其他客户数字化解决方案	零售信贷和财富管理
获客途径	支付宝 APP、阿里系电商	京东	平安生态系统、网络及电话营销、直接销售等

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

**行业增长空间充足，三家公司未来发展潜力较大。**蚂蚁集团、京东数科、陆金所作为金融科技龙头公司，在市场份额、流量、客户规模、获客途径等方面具有优势。三家公司均以信贷业务为主，也含理财业务，未来随着消费不断升级，居民资产持续入市，人均可支配收入不断提升，行业增长空间较大，三家公司作为行业龙头，未来发展潜力较大。



#### 4、风险提示

- 宏观经济波动造成信贷危机，对信贷业务造成不利影响；
- 受监管影响，信贷业务规模增长受限；
- 新一代信息技术变化较快，公司技术更新速度无法满足客户需求。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn