

H01417.HK 蚂蚁集团系列报告（二）

无评级

从金流到数据流，打造消费与金融赋能平台

2020年09月16日

市场数据

日期	2020-09-15
总股本（亿股）	237.79
净资产（亿元）	2149.31
总资产（亿元）	3158.98
每股净资产（元）	9.04

相关报告

《蚂蚁集团系列报告（一）：
支付宝是如何练成蚂蚁金服的？》2020-08-27

主要财务指标（Non-GAAP）

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	1206	1711	2287	2977
同比增长	41%	42%	34%	30%
净利润(亿元)	170	401	486	612
同比增长	2442%	136%	21%	26%
毛利率	50%	53%	53%	53%
净利率	14%	23%	21%	21%
净资产收益率	9.3%	17.4%	17.4%	18.0%
基本每股收益(元)	0.85	1.33	1.62	2.04
每股经营现金流(元)	0.73	1.75	1.90	2.82

投资要点

- 过去十年蚂蚁乘着移动互联网风口急速扩张，战略上转型为科技金融平台。支付宝自2010年开始战略扩张业务板块，2014年蚂蚁金服成立后，更加速获取牌照资质；乘着O2O、共享经济、线下支付等移动互联网浪潮，凭借支付业务取得阿里生态流量，并以技术、征信、风控和运营体系为赋能手段，巩固在微贷、理财和保险等板块的行业优势。2020H1，蚂蚁集团营业收入达725亿元（+38%），净利212亿元（+1460%），数字支付、数字金融科技和创新业务占比分别为36%、63%和1%。
- 流量入口支付宝积极延展生活服务场景，沉淀大量用户数据。2020年Q1支付宝占国内第三方移动支付55%的交易金额（约29.4万亿），支付宝月活已超7亿，叠加海外的支付与钱包布局，泛蚂蚁体系的全球月活用户已达13亿。强者恒强格局下，头部平台议价能力提升，逐步缩减用户与商户补贴，蚂蚁的支付业务综合费率有望从目前的0.4%稳健提升。
- 微贷业务由自营的消费贷，转变为平台化模式，打开市场空间。蚂蚁在2018年开始收敛自营消费贷规模，以符合资金杠杆率的监管要求，业务重心转往助贷与联合贷款等平台业务。凭借蚂蚁流量与征信系统，结合平台商业模式，整体信贷业务高速发展，2020年6月底的放款余额达2.15万亿，其中自营贷款余额仅占1.68%；营收占比39.4%，比肩支付业务。
- 理财与保险线上化趋势明确，近年增速持续高企。作为一站式理财平台，蚂蚁在产品、客户、投顾、和风控等环节赋能资管和保险公司。截至2020年6月，蚂蚁已与170家资管公司开展合作，促成AUM达4.1万亿元（+35.9%）。我们判断，理财与保险线上化是长期趋势，同时阿里健康也将提供保险业务协同空间，相关收入未来三年CAGR预计维持40%-60%。
- 盈利预测与估值建议：我们对公司2020-22年的收入预测为：1711亿/2287亿/2977亿，盈利预测为401亿/486亿/612亿；同时根据业务属性与增速进行SOTP分部估值，对标的公司包括PayPal、Lending Club以及360金融、嘉信理财和东方财富等公司。业务估值的加总结果为人民币17,723亿元，对应我们对公司2021年的盈利预测，约为36倍PE。

风险提示：监管政策收紧；海外拓展不及预期；第三方支付行业竞争加剧

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



No rating**Ant Group
(H01417.HK)****Stock Connect (SH/SZ)****Beyond a payment tool, Ant constructs a technology platform for consumer and financial sectors****9/16/2020****TMT Industry**

		Key Financial Indicators				
Key Data		FY	2019A	2020E	2021E	2022E
September.15, 2020		Revenue (Bn/CNY)	120.6	171.1	228.7	297.7
Total shares （Bn）	23.78	YoY（%）	41%	42%	34%	30%
Net Assets (CNY/Bn)	214.9	Net profit (Bn/ CNY)	17.0	40.1	48.6	61.2
Total Assets (CNY/Bn)	315.9	YoY（%）	2442%	136%	21%	26%
BVPS(CNY)	9.04	Gross Profit Margin	50%	53%	53%	53%
		Net Profit Margin	14%	23%	21%	21%
		Return on Equity	9.3%	17.4%	17.4%	18.0%
Analyst		Earnings Per Share (CNY)	0.85	1.33	1.62	2.04
Jiajun HONG		Operating Cash Flow Per Share (CNY)	0.73	1.75	1.90	2.82

Highlights

Since established in 2014, Ant Financial has fast grown driven by the development of mobile Internet, such as group purchase, share economy, and mobile payment. With the user traffic from payment services, Ant also leveraged fin-tech, credit scoring and risk management to build its unique strength, expanding into financial services such as micro-financing, wealth management and insurance. In H1 2020, Ant Group generated revenue of 72.5 billion yuan (+38%) and net profit of 21.2 billion yuan (+1460%). Digital payment, digital financial technology platform and innovative businesses accounted for 36%, 63% and 1% revenue mix respectively.

Alipay, the key traffic portal, has actively extended life scenarios and accumulated a large amount of user data. In Q1 2020, Alipay conducted 55% amount of the domestic third-party mobile payment transactions (29.4 trillion); as of June 2020, more than 700 million domestic MAU on the Alipay platform. As mobile payment market reaches mature, leading platforms are able to reduce subsidies and increase bargaining power. The comprehensive service margin of the payment business is expected to gradually increase from the current fee rate of 0.4%.

The micro-financing business has switched into platform business model (loan facilitators and syndicated loan). Ant has cut down its self-operated loan business due to new leverage limit enforced in 2017, and then focused on loan facilitator model. Within more than 2 trillion yuan of current loans balance, the proportion of self-operated loans (eg. Ant Credit Pay and Ant Cash Now) has dropped below 2%. In H1 2020, the revenue of micro-financing platform accounted for 39.4% of total revenue. The platform benefits from the massive data accumulated by Alibaba E-commerce and Alipay.

Driven by the trend which wealth management and insurance move on-line, Ant has great opportunities to expand relevant business. Ant helps asset management and insurance companies in product screening, customer drainage, investment advisory service and risk management. Ant Fortune has upgraded to a comprehensive wealth management platform, and cooperated with about 170 asset management companies as of June 2020; the wealth management platform has contributed to 4.1 trillion yuan (+35.9%) AUM. The promising insurance business is expected to collaborate more with Ali Health in the future. We estimate that the growth rate of wealth management and insurance income can be between 40% and 60% in the next three years.

Earning forecast and Valuation: Our revenue and earnings forecast of Ant Group in 2020-2022 is 171.1/228.7/297.7 bn Yuan, and 40.1/48.6/61.2 bn yuan respectively. We adopt SOTP valuation method according to business characteristics and growth rates of each segment. The valuation results in 1,772.3 billion yuan. Those valuation comparable companies include PayPal, Lending Club, 360 Finance and FinVolution Group; Charles Schwab and Eastmoney.

Potential risks: Regulation and policy risks; The overseas business expansion uncertainty; Fierce competition in the third party payment industry.

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

目 录

1、蚂蚁集团：全球领先的科技金融平台	- 6 -
1.1、蚂蚁集团上半场：从支付工具到科技金融平台	- 6 -
1.2、技术催化商业变现，业绩迎来爆发	- 8 -
2、支付业务：用户粘性与流量入口的核心	- 11 -
2.1、数字生活服务平台，高频场景锁定用户流量	- 11 -
2.2、全球支付网络，打开增量市场	- 13 -
2.3、交易手续费为主要收入，引流为首要任务	- 14 -
3、数字金融科技：技术与数据赋能，打造生态闭环	- 16 -
3.1、三大金融科技服务平台，业务协同推进	- 16 -
3.2、理财平台：一站式资管服务	- 18 -
3.3、微贷平台：支付流量的重要变现渠道	- 21 -
3.4、保险平台：互联网渠道发展多元业务	- 29 -
3.5、打造信用风控体系，保障产品平台平稳运行	- 31 -
4、创新业务：科技赋能，开放生态连接	- 34 -
4.1、围绕“BASIC”，输出创新技术服务	- 34 -
4.2、蚂蚁链：打造大规模商用区块链基石	- 37 -
4.3、OceanBase 数据库：独立公司化运作，探索科技商业化模式	- 40 -
5、盈利预测与估值	- 41 -
5.1、股权结构与发行安排	- 41 -
5.2、盈利预测与估值	- 45 -
6、风险提示	- 47 -
图 1、蚂蚁集团发展历程	- 6 -
图 2、2014 年-2020 年蚂蚁集团对外投资	- 7 -
图 3、蚂蚁集团全球支付网络	- 8 -
图 4、蚂蚁集团业务板块	- 8 -
图 5、蚂蚁集团收入结构	- 9 -
图 6、蚂蚁集团业务规模	- 9 -
图 7、蚂蚁集团营业收入及增速	- 9 -
图 8、蚂蚁集团归母净利润及增速	- 9 -
图 9、蚂蚁集团利润率水平	- 9 -
图 10、蚂蚁集团费用率情况	- 9 -
图 11、蚂蚁集团研发支出情况（亿元）	- 10 -
图 12、中国第三方移动支付市场份额	- 11 -
图 13、支付宝 APP 月度活跃用户（亿）	- 11 -
图 14、支付宝生活服务场景	- 11 -
图 15、支付宝平台开放升级	- 12 -
图 16、支付宝生态扶优机制	- 12 -
图 17、支付宝一揽子合作伙伴成长计划	- 12 -
图 18、支付宝跨境汇款功能	- 13 -
图 19、支付宝出境服务功能	- 13 -
图 20、蚂蚁集团国际化模式	- 14 -
图 21、蚂蚁集团支付业务主要收入模式	- 14 -
图 22、蚂蚁集团数字支付与商家服务收入（亿元）	- 15 -
图 23、支付宝蓝海行动返佣系数降低	- 15 -
图 24、微信支付绿洲计划费率变化	- 15 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 3 -

图 25、	支付机构交付央行非金融机构存款	- 16 -
图 26、	蚂蚁集团数字金融科技平台	- 16 -
图 27、	数字金融科技平台收入（亿元）	- 17 -
图 28、	蚂蚁集团业务协同与客户复用	- 17 -
图 29、	余额宝规模（亿元）	- 18 -
图 30、	天弘余额宝持有人户数	- 18 -
图 31、	蚂蚁集团财富管理平台演变过程	- 18 -
图 32、	理财科技平台服务资管合作伙伴模式	- 19 -
图 33、	“帮你投”智能推荐投资方案	- 20 -
图 34、	理财科技平台收入及增速	- 21 -
图 35、	理财科技平台促成的资产管理规模	- 21 -
图 36、	我国消费信贷市场规模	- 22 -
图 37、	微贷科技平台服务金融机构合作伙伴模式	- 22 -
图 38、	信用额度批准流程	- 22 -
图 39、	信用额度支用流程	- 22 -
图 40、	花呗支付场景覆盖广泛	- 23 -
图 41、	花呗、借呗产品特点	- 23 -
图 42、	网商银行服务企业数量和户均余额（右轴）	- 24 -
图 43、	网商银行服务小微企业数量（2018）	- 24 -
图 44、	网商银行吸收存款（亿元）	- 24 -
图 45、	网商银行吸收同业资金（亿元）	- 24 -
图 46、	花呗 ABS 发行量	- 25 -
图 47、	借呗 ABS 发行量	- 25 -
图 48、	资管计划、信托计划投资（亿元）	- 25 -
图 49、	发放公司贷款和垫款余额（亿元）	- 25 -
图 50、	消费信贷余额逾期率	- 26 -
图 51、	小微经营者信贷余额逾期率	- 26 -
图 52、	2019 年网商银行与传统银行不良贷款率对比	- 26 -
图 53、	2019 年蚂蚁与传统银行 90 天以上信用贷款逾期贷款率对比	- 27 -
图 54、	联合贷款/助贷模式收取服务费	- 27 -
图 55、	微贷科技平台收入及增速	- 28 -
图 56、	微贷科技平台促成的信贷规模	- 28 -
图 57、	中国消费贷款余额（万亿元）	- 28 -
图 58、	中国小微经营者贷款余额（万亿元）	- 28 -
图 59、	相互宝流程图	- 29 -
图 60、	相互宝分摊人数及金额	- 29 -
图 61、	保险科技平台服务保险合作伙伴模式	- 30 -
图 62、	自动核赔大幅提升运营效率	- 30 -
图 63、	保险科技平台收入及增速	- 31 -
图 64、	保险科技平台促成的保费及分摊金额	- 31 -
图 65、	互联网保险保费收入（亿元）	- 31 -
图 66、	互联网人身险渠道结构	- 31 -
图 67、	芝麻信用评价体系	- 32 -
图 68、	芝麻信用产品应用	- 32 -
图 69、	AI Decision: 多层级漏斗智能识别与决策	- 33 -
图 70、	AlphaRisk 智能风控引擎	- 33 -
图 71、	蚂蚁集团输出创新技术产品和解决方案	- 34 -
图 72、	创新业务及其他收入	- 34 -
图 73、	蚂蚁区块链生态全景图	- 35 -
图 74、	蚂蚁集团 AI 架构	- 35 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 4 -

图 75、	蚂蚁集团安全科技架构	36 -
图 76、	蚂蚁金融云架构	36 -
图 77、	2020 年全球区块链专利人排名	38 -
图 78、	蚂蚁开放联盟链	39 -
图 79、	OceanBase 代表客户及应用场景	40 -
图 80、	蚂蚁集团股权结构	42 -
图 81、	募集资金用途	43 -
表 1、	蚂蚁集团持有及间接持有金融牌照	10 -
表 2、	蚂蚁集团 2016 年后海外支付业务布局（部分）	13 -
表 3、	基金投顾业务分批试点名单	19 -
表 4、	消费信贷市场参与者	21 -
表 5、	网商银行“网商贷”“旺农贷”产品介绍	24 -
表 6、	蚂蚁保险平台产品介绍	29 -
表 7、	蚂蚁金融科技产品（Y/N：支持与否，金区/非金：是否金融业务） ..	37 -
表 8、	蚂蚁链技术产品和解决方案	38 -
表 9、	OceanBase 产品优势	40 -
表 10、	蚂蚁集团融资历程	41 -
表 11、	蚂蚁集团持股 1%以上股东	42 -
表 12、	蚂蚁集团上市前三类股份投资者	43 -
表 13、	蚂蚁集团向阿里巴巴收取的经常性关联交易款项及金额	44 -
表 14、	蚂蚁集团向阿里巴巴收取的服务费率测算	44 -
表 15、	蚂蚁集团向阿里巴巴支付的经常性关联交易款项及金额	44 -
表 16、	蚂蚁集团分部收入（亿元）	45 -
表 17、	蚂蚁集团 IS 简表	46 -
表 18、	蚂蚁集团分部估值	47 -
附表	48 -

报告正文

2020年8月25日，中国最大的独角兽、也是全球最大的线上支付平台——蚂蚁集团，向上交所及港交所递交A+H招股文件，并预计9月18日进行IPO审议。本文是我们蚂蚁系列报告的第二篇，介绍从蚂蚁金服在2014年成立之后，公司如何由FinTech战略转型为TechFin，进一步凸显科技属性和生态效应；并分析蚂蚁集团通过支付导流拓展三大板块，以及科技赋能来建立平台业务；最后以行业预测及业务横向对比，提出我们对公司的业绩预测与估值方法。

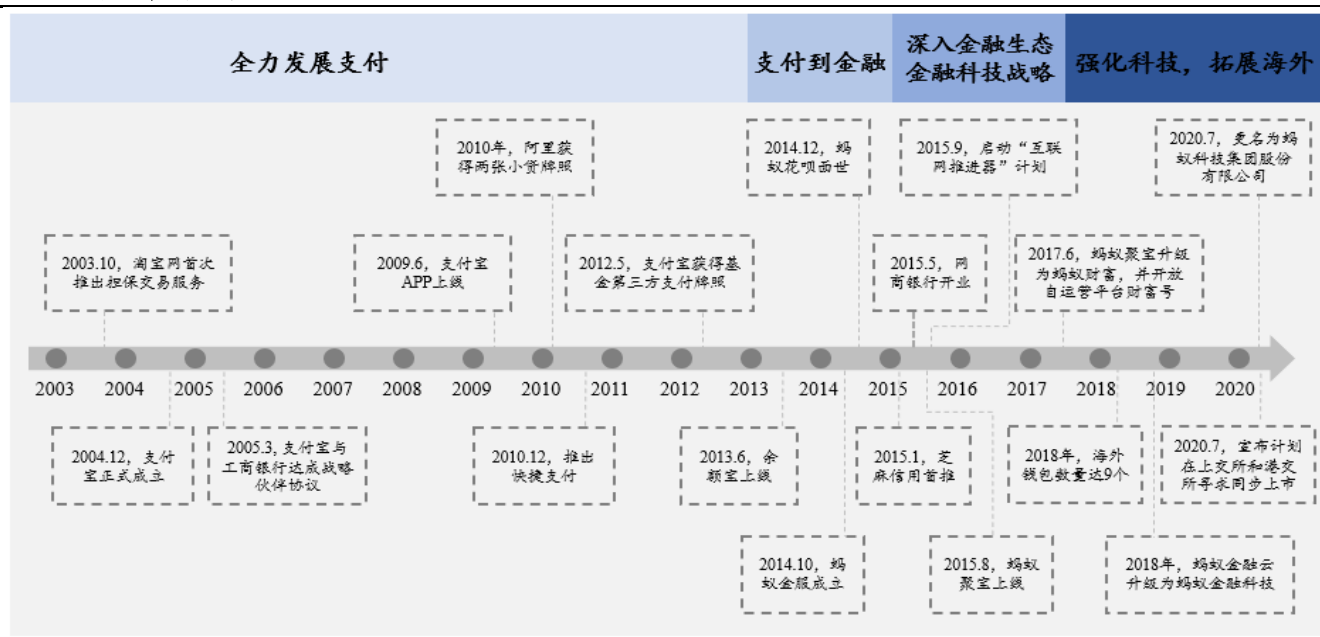
1、蚂蚁集团：全球领先的科技金融平台

1.1、上半场：从支付场景到科技赋能

支付引流布局金融生态，通过技术赋能，成长为全球领先的科技金融平台。从2004问世以来，支付宝的用户引流效应涓滴成海，余额宝的理财创新也颠覆行业，在基金、银行、保险等行业持续布局，实现向生活消费与金融场景的升级。2014年，支付宝升格成为蚂蚁金服，进一步深化生态布局，外延产品线至财富管理、融资、保险、征信等业务；同时发展金融科技，开放平台、数据和技术能力。

随着巨头在移动支付领域的扩张，行业的增速放缓，市场份额基本归拢于前三大平台；而支付与互联网金融的监管环境也日趋完善，互联网金融已然进入下半场。面对新的机遇与挑战，2018年，蚂蚁集团提出BASIC技术战略，强化技术输出，弱化金融敞口，转型TechFin公司，同时加速海外市场拓展，输出产品、技术和模式，逐渐成长为综合的科技金融平台。

图1、蚂蚁集团发展历程



资料来源：蚂蚁集团官网，兴业证券经济与金融研究院整理

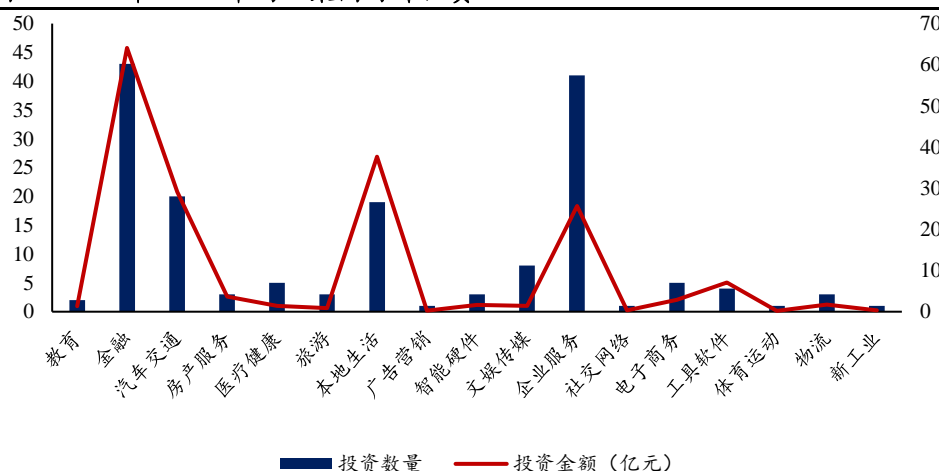
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

三大业务板块：数字支付、数字金融和创新业务，产品布局完善。根据蚂蚁集团的招股书，基本可分为三大业务板块（理财、保险、微贷）与四层架构（入口、产品、支持系统、基础设施）：支付宝作为核心入口，导入流量至一站式金融服务体系；在信用体系和风控运营体系的支持下，通过区块链、云计算、大数据和AI等基础设施，技术赋能金融，实现板块协同服务全生活场景。

从蚂蚁集团涉及的场景与行业来看，涵盖了支付、财富管理、融资、保险、银行、征信、股权众筹、金融科技等，构建了金融生态体系。具体落地层面，代表产品包括支付宝、蚂蚁财富、余额宝、网商银行、蚂蚁花呗、芝麻信用、蚂蚁借呗、网商贷、相互宝、好医保等。

投资版图极速扩张，完善蚂蚁生态。蚂蚁集团对金融业务的外部并购，目标通常是成为控股股东或第一大股东，以满足金融持牌需要及自身金融业务发展。非金融投资包括生活服务、医疗健康、旅游、物流运输、工具软件和人工智能等领域，但以非控制性的战略投资为主，保持被投公司的经营独立性；同时通过蚂蚁的技术中台，积累不同行业的数据和场景基础，完善蚂蚁生态。

图2、2014年-2020年蚂蚁集团对外投资



资料来源：IT 桔子，兴业证券经济与金融研究院整理

海外扩张加速推进，拓展业务边界。在国内业务高奏凯歌的同时，蚂蚁集团也瞄准海外支付市场；截至2019年9月，公司已在全球14个国家地区建立分部，与至少25个国家达成协议，接入56个国家和地区的线下商户，截至2020年3月末，全球年活跃用户量达到13亿。

与此同时，蚂蚁也有意复制自身成功模式，与孟加拉、中国香港、印度、印尼、韩国、马来西亚、巴基斯坦、菲律宾和泰国等本地企业进行战略合作，通过输出技术和经验、成立合资公司等方式在建成9个海外钱包，围绕“一带一路”，覆盖约36亿人国家和地区。

图3、蚂蚁集团全球支付网络



资料来源：2019 阿里巴巴投资者日文件，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、蚂蚁集团业务板块



支持系统：信用体系（芝麻信用），风控体系（蚁盾）

基础设施：B（区块链）A（人工智能）S（安全）I（物联网）C（云计算）

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

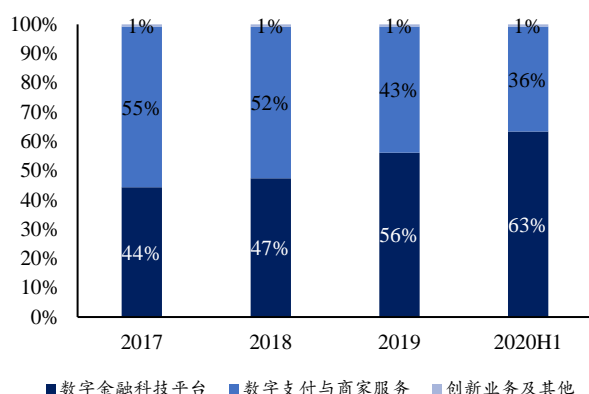
1.2、技术催化商业变现，业绩迎来爆发

营业收入快速增长，盈利能力逐步提升。支付宝与财付通快速普及了国内移动支付，但随着行业增速放缓与监管力度提升，数字支付与商家服务收入占比自2017年逐年下降，而数字金融科技平台业务，包括微贷、理财和保险科技三大板块持续增长。公司在2018年提升在金融科技业务的投入，销售费用大幅增加；相关效益在隔年展现，2019年整体营收增长至1206亿元。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 8 -

图5、蚂蚁集团收入结构



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

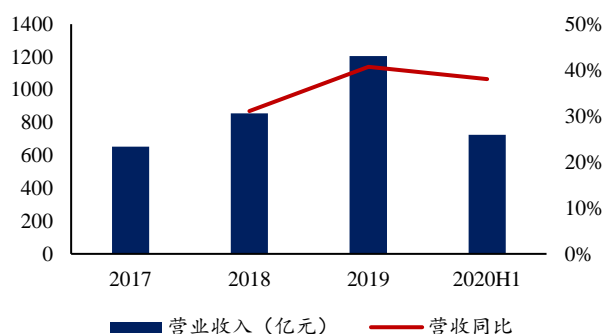
图6、蚂蚁集团业务规模



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

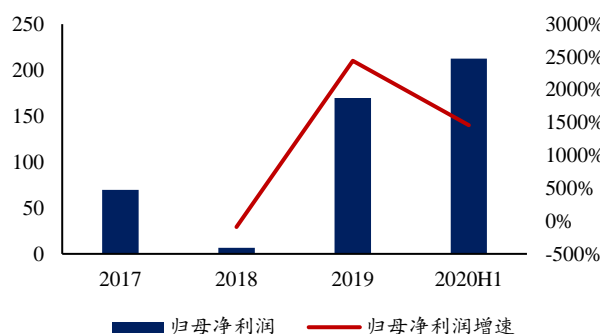
科技服务取代支付交易成为主要变现渠道。2020 年上半年，公司维持增长势头，实现收入 725 亿元，同比增长 38%；上半年归母净利润 212 亿元，超过 2019 年全年数字。数字支付与商家服务收入占比降至 36%，数字金融科技平台收入占比达到 63%，成为真正意义上的金融科技公司。

图7、蚂蚁集团营业收入及增速



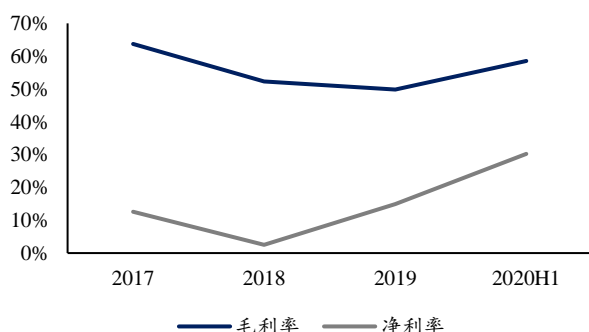
资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、蚂蚁集团归母净利润及增速



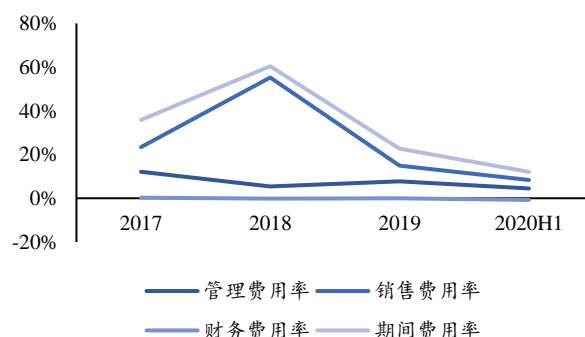
资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、蚂蚁集团利润率水平



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、蚂蚁集团费用率情况



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

牌照资源丰富，金融业务全覆盖。监管要求下，牌照是互联网金融企业开展业务的必要条件，蚂蚁取得牌照已接近全覆盖，除了传统金融的银行、证券、保险和

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

基金业务，还包括互联网金融的相关领域。对于互联网金融企业，最具价值的牌照是：银行、保险、基金、证券、消费金融、第三方支付、网络小贷 7 个资质。2020 年 8 月 21 日，蚂蚁集团取得消费金融牌照，集齐全部 7 张关键牌照。

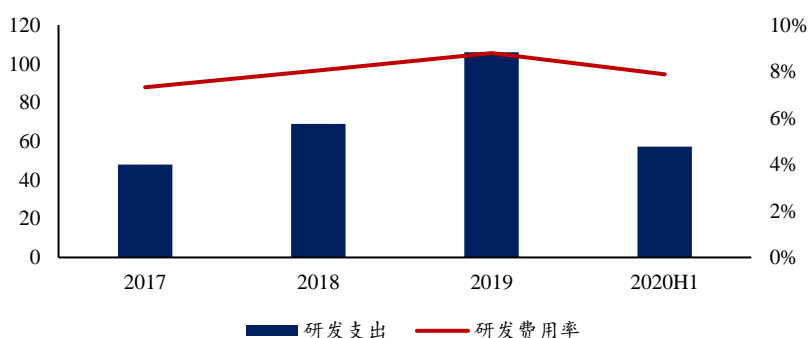
表1、蚂蚁集团持有及间接持有金融牌照

领域	牌照	旗下牌照主体	获得时间
支付	第三方支付牌照	支付宝	2011.05
	基金第三方支付牌照		2012.05
银行	民营银行牌照	网商银行	2014.09
基金	基金销售牌照	蚂蚁（杭州）基金销售公司	2015.04
	基金管理牌照	天弘基金	2013.06
	基金投顾牌照	先锋领航投资管理（上海）有限公司	2019.06
保险	保险代理牌照	保进保险	2017.07
	财险牌照	国泰产险	2016.07
		众安保险	2013.02
	车险牌照	众安保险	2015.05
	相互保险牌照	信美人寿	2017.05
征信	企业征信牌照	芝麻信用	2016.07
	个人征信牌照	百行征信	2018.02
小额贷款	网络小额贷款牌照	蚂蚁商城小贷	2011.06
		蚂蚁小微小贷	2013.08
融资担保	融资性担保牌照	商诚融资担保公司	2012.09
		重庆阿里小微融资担保	2013.07
证券	券商牌照	德邦基金	2015.02
金融资产交易所	金融资产交易所牌照	天津金融资产交易所	2010.05
		浙江互联网金融资产交易中心	2014.12
保理	商业保理牌照	商融（上海）商业保理公司	2014.01
消费金融	消费金融牌照	重庆蚂蚁消费金融有限公司	2020.08

资料来源：Wind，亿欧智库，凤凰网，兴业证券经济与金融研究院整理

持续加大研发投入，保持技术领先。从研发的角度来看，蚂蚁集团投入逐年递增，2019 年研发支出 106 亿，并拥有 2.6 万项专利、26 项自主研发核心技术、18 项世界级、以及国家级核心技术奖项，覆盖领域包括人工智能、风控、安全、区块链、云计算等前沿技术领域。

图11、蚂蚁集团研发支出情况（亿元）



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

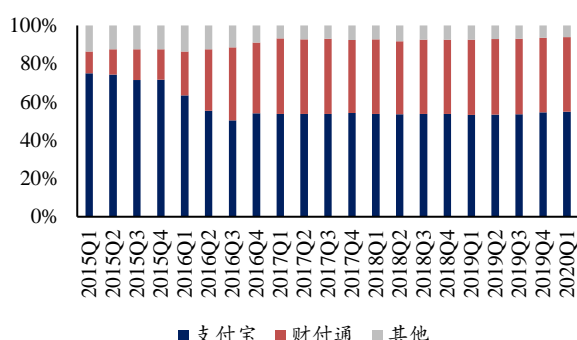
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2、支付业务：用户粘性与流量入口的核心

2.1、数字生活服务平台，高频场景锁定用户流量

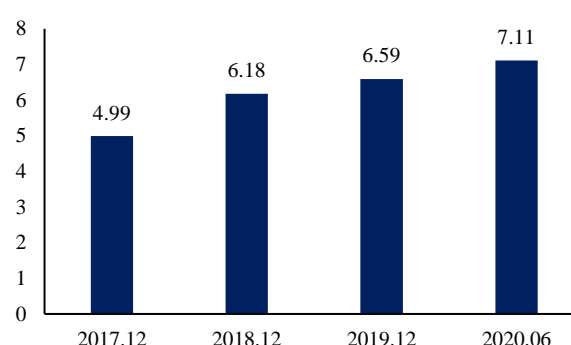
流量入口支付宝积极延展生活服务与场景，进一步驱动支付频率与用户粘性。根据易观咨询统计，2020年Q1支付宝在国内第三方移动支付中，占有55%的市场份额（金额），有记录以来持续保持第一。截至2020年6月，支付宝月度活跃用户数已超过7亿，成为蚂蚁集团核心流量入口。随着阿里巴巴将生活服务作为战略发展业务，核心入口支付宝承担向下渗透场景的重要任务。

图12、中国第三方移动支付市场份额



资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

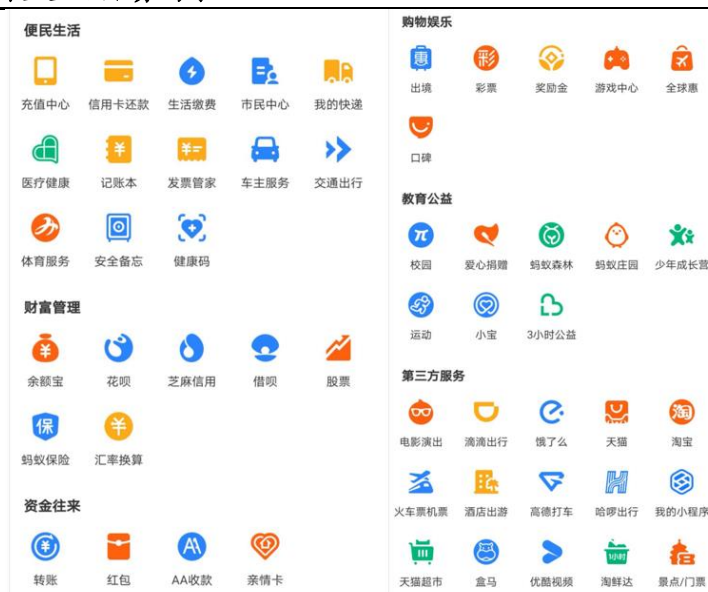
图13、支付宝 APP 月度活跃用户（亿）



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

2020年3月，支付宝由金融支付平台正式升级为数字生活开放平台，自此更加突出生活服务；在应用首页展示位从9个升级到14个，展示功能聚合各种常用场景，提供日常缴费、游戏、餐饮、汇款、公益、信贷、金融服务、充值、校园服务、交通和医疗等服务。

图14、支付宝生活服务场景



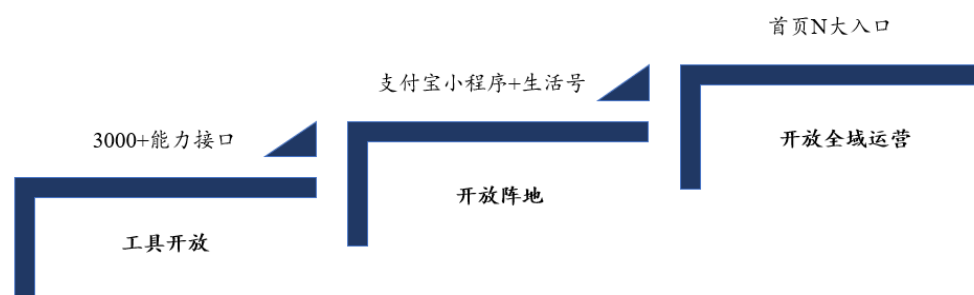
资料来源：支付宝 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

除此之外，通过扩展菜单或小程序搜索获取更多生活服务，支持自定义收藏，同时推出具备智能算法推荐和分类入口的生活服务专区；通过应用升级以及线下商户生态的合作，支付宝不断延伸与用户交互的应用边界。

数字商家服务助力商户转型，扩大支付生态圈。通过商家服务和本地生活，一方面拓展接入的商家数量，扩展B端收入，另一方面完善场景，增加用户数量，提高数字支付的交易规模和交易频率。从生态的开放性来看，支付宝已从1.0的工具开放，进入3.0的全域运营体系开放，将首页平台公域能力、公域流量、商业场景等开放给商家和服务商。与此同时，推出DT时代数字经营转型和小程序扶优两大政策，以及一揽子合作伙伴成长助力计划，强化数字经营服务能力。

图15、支付宝平台开放升级



资料来源：2020 支付宝合作伙伴大会，兴业证券经济与金融研究院整理

具体来说，支付宝为合作商家提供小程序、会员计划及组织营销活动等服务，赋能线上化运营，有效触达消费者，从而吸引更多商户、拓展场景，形成正向循环。近期实体服务业线上化趋势明显，支付宝计划未来三年联合5万服务商，帮助线下4000万商家完成数字化升级，打造服务业“新基建”。

图16、支付宝生态扶优机制



资料来源：2020 支付宝合作伙伴大会，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、支付宝一揽子合作伙伴成长计划



资料来源：2020 支付宝合作伙伴大会，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、全球支付网络，打开增量市场

打通跨境支付渠道，拓展出境支付场景。除了国内业务，蚂蚁集团也在进行“全球收、全球付、全球汇”，将目光放至发展中国家移动支付市场和日益提升的境外旅游支付需求。支付宝与全球超过 250 家金融机构合作，网上支付打通 225 个国家和地区，为用户提供一站式跨境服务；在境外连接全球 56 个国家和地区的数十万商家，涵盖外币兑换、酒店、机票、餐饮、玩乐、打车、退税等场景，为中国游客提供便利的境外消费服务。截至 2020 年 6 月 30 日的 12 个月期间，支付宝平台国际总支付交易规模达到 6,219 亿元。

图18、支付宝跨境汇款功能



资料来源：支付宝 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、支付宝出境服务功能



资料来源：支付宝 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、蚂蚁集团 2016 年后海外支付业务布局（部分）

时间	投资/合作方	国家和地区	合作方式	电子钱包	从事领域
2016	Ascend Money	泰国	A 轮/战略投资	Ascend Money	支付及互联网信贷
2016	M-Daq	新加坡	战略投资		跨境证券交易服务
2017	KaKao Pay	韩国	战略投资	KaKao Pay	支付
2017	Mynt	菲律宾	A 轮	GCash	支付
2017	Emtek	印尼	合资子公司	DANA	支付
2017	HelloPay	新加坡	收购	更名 Alipay	支付
2017	支付宝 HK	中国香港	设立	支付宝 HK	支付
2017	Touch'nGo	马来西亚	成立合资公司	TNG	支付
2018	TMB	巴基斯坦	45% 股权投资	Easypaisa	小微企业银行
2018	bKash	孟加拉国	战略合作	bKash	支付
2018	StoneCo	巴西	持股	StoneCo	支付
2019	Worldfirst	英国	收购	-	外币兑换

资料来源：IT 桔子，世界银行，兴业证券经济与金融研究院整理

复制产品-技术-模式出海的成功经验。从业务拓展的模式来看，蚂蚁集团的国际化首先以境外中国游客打开海外市场，以协议合作和海外设点的形式推广；其次和当地的互联网支付公司打造本地支付类产品，类似与 Kakao Pay 公司的合作模式，以技术输出主要赋能方式；最后复制支付宝和其他产品的整个模式，类似 Mynt、Emtek 公司的合作范畴，甚至像是 hello Pay 以 Alipay 名义推广，从而提高支付宝的海外知名度。

图20、蚂蚁集团国际化模式

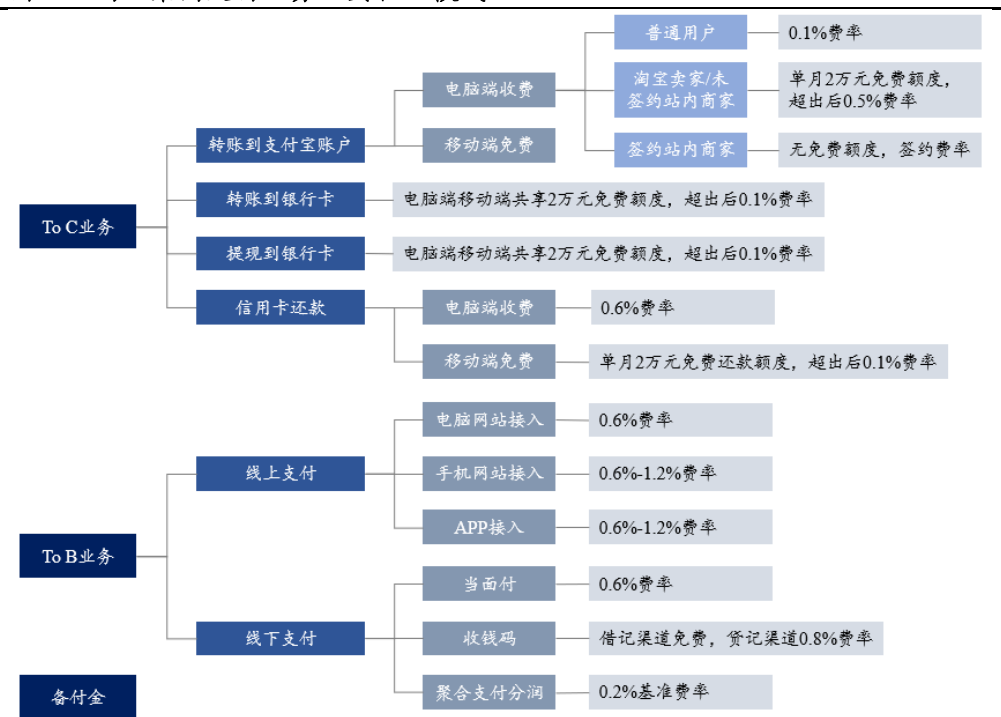


资料来源：亿欧智库，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、交易手续费为主要收入，引流为首要任务

收入模式：To C+To B+备付金。2019年，蚂蚁集团实现数字支付与商家服务收入519亿元，同比增长17%，2020年上半年实现收入260亿元，同比增长13.1%。支付业务收入主要来自于商用户端，向商家收取交易手续费，及为商家提供广告位收取费用。C端享有一定免费费率和额度，避免对个人直接收费。此外，资金收付的沉淀资金也产生备付金存款利息收益，以及增值服务收益，如代买机票、生活缴费、代送礼品等服务也会带来交易佣金或手续费。

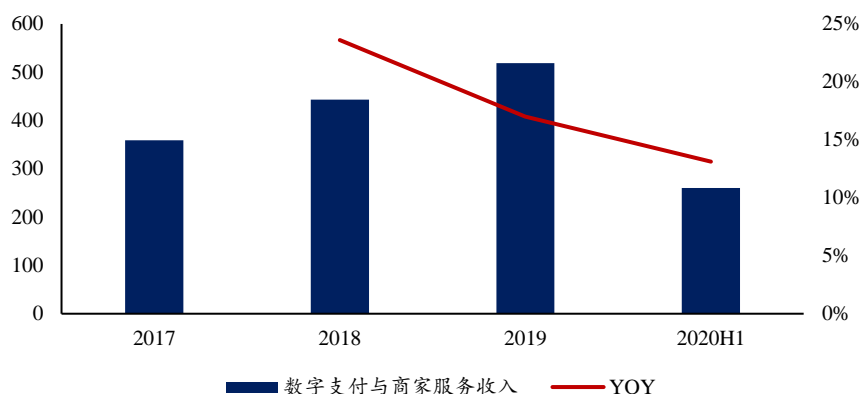
图21、蚂蚁集团支付业务主要收入模式



资料来源：支付宝官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图22、蚂蚁集团数字支付与商家服务收入（亿元）

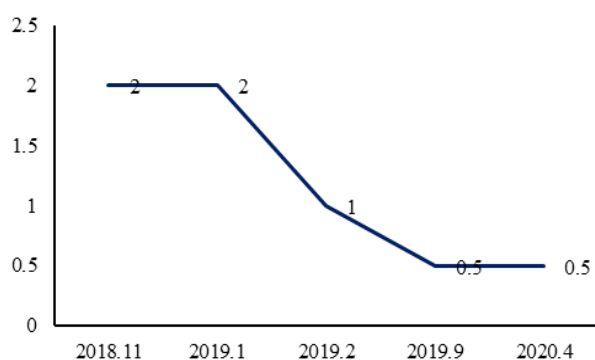


资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

议价权集中，或可提升费率议价。作为第三方支付市场头部机构，支付宝具备好的议价能力，未来或有提升支付手续费率的空间。过去国内移动支付业者祭出高额补贴和优惠费率，压制行业的收费水平。支付宝对商户收取的平均费率为0.6%，远低于海外对标公司 PayPal 约3%的平均费率。

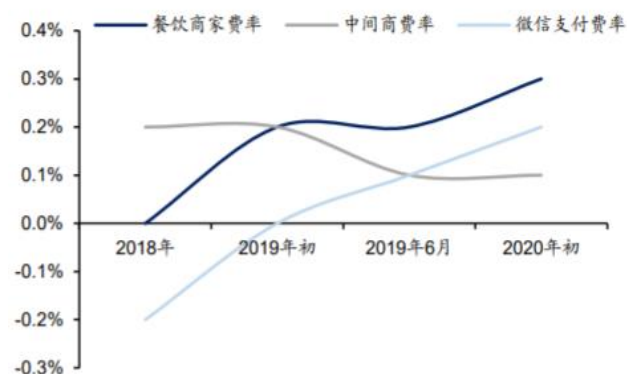
当前支付宝和财付通市场份额已基本维持稳定，益普索的数据显示两者用户重合度高达70.6%，难以通过短期补贴获取新的高粘性用户。目前，支付宝“蓝海行动”奖励系数下调，微信“绿洲计划”也面临结束，对参与活动的餐饮类商户“零费率”优惠政策面临取消，支付交易的实际费率或将稳步上行。

图23、支付宝蓝海行动返佣系数降低



资料来源：支付宝开放平台，兴业证券经济与金融研究院

图24、微信支付绿洲计划费率变化



资料来源：微信服务商平台，兴业证券经济与金融研究院

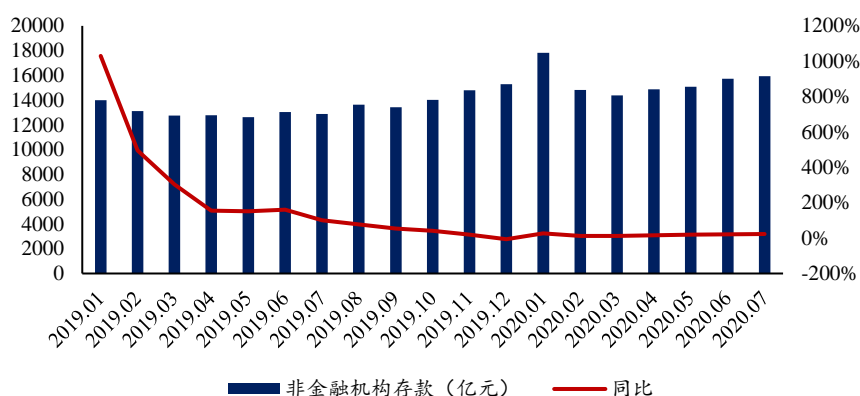
2020 年央行备付金重启计息 0.35%，利息收入有望提升。从 2017 年开始，监管要求第三方支付机构将客户备付金集中存管到央行，该部分资金不计利息，在 2019 年初已全数进行托管，告别备付金利差的盈利模式。2020 年，央行重启支付机构备付金付息，从不计息改成三年内央行按 0.35% 计息，并从中计提 10% 作为非银行支付行业保障基金。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 15 -

根据央行公布的“货币当局资产负债表”数据，截至 2020 年 7 月，支付机构交存人民银行的客户备付金存款达到 1.59 万亿元。以 1.5 万亿规模计算，按照 0.35% 的年利率，并剔除 10% 作为非银行支付行业保障基金，第三方支付机构获得的利息收入为 47 亿元；而据易观数据推估，支付宝 20Q1 的第三方综合支付市占率为 48.4%，估测蚂蚁集团一年可获得 20-30 亿备付金利息收入。

图25、支付机构交付央行非金融机构存款



资料来源：中国人民银行，兴业证券经济与金融研究院整理

3、数字金融科技：技术与数据赋能，打造生态闭环

3.1、三大金融科技服务平台，业务协同推进

三大产品平台，技术赋能金融生态。蚂蚁集团的数字金融科技平台可分为理财科技、微贷科技和保险科技三大业务，旗下产品包括余额宝与蚂蚁财富等理财产品、花呗和借呗消费信贷、网商银行（小微经营者信贷）、相互宝和好医保等保险产品，满足用户的不同形式的金融服务需求。

图26、蚂蚁集团数字金融科技平台



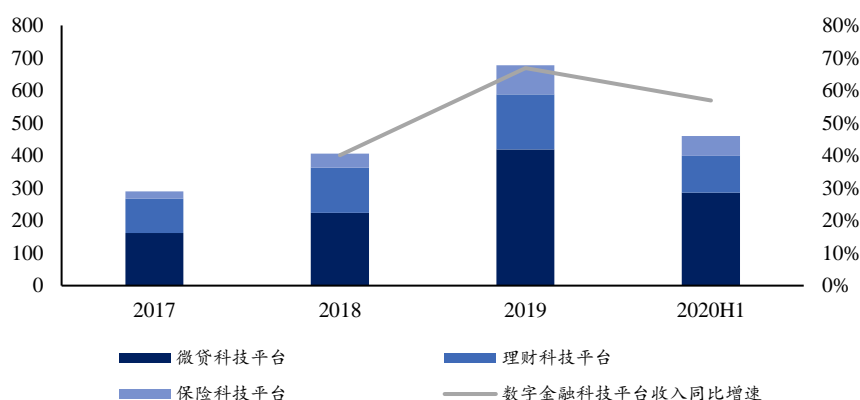
资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

满足金融机构数字化需求，收入持续高速增长。金融科技平台主要向金融机构提供数字金融技术支持、客户触达及风险管理方案，助力消费信贷、小微经营者信贷、理财及保险服务，基于直接或间接促成金融机构合作伙伴的业务规模，收取的技术服务费。与此同时，公司向金融机构提供智能商业决策系统、人工智能算法分析等数字金融技术服务，并辅以芝麻信用为基础的信用体系和 AI 驱动的风控体系，助力金融合作伙伴为用户提供多元、创新的金融产品与服务。

随着金融机构数字化趋势，公司金融科技平台收入高速增长。2019 年蚂蚁集团理财科技平台收入同比增长 67% 至 677.8 亿元；2020 年上半年在疫情影响下，收入仍同比增长 57% 至 459.7 亿元，其中微贷、理财和保险科技平台收入分别占 62%、25% 和 13%。

图27、数字金融科技平台收入（亿元）



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

强化业务协同，增强客户粘性。延续阿里巴巴重视运营及中台的企业文化，蚂蚁集团也积极落实业务协同和交叉销售，从而深度绑定客户。根据阿里巴巴投资者日文件，截至2019年9月30日，在支付、理财、融资、保险、信贷五大类金融服务中，使用3项及以上服务类别的用户达到80%，使用全部5种服务类别的用户达到40%。

图28、蚂蚁集团业务协同与客户复用



资料来源：2019 阿里巴巴投资者日文件，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2019 年数据截至 9 月 30 日

3.2、理财平台：一站式资管服务

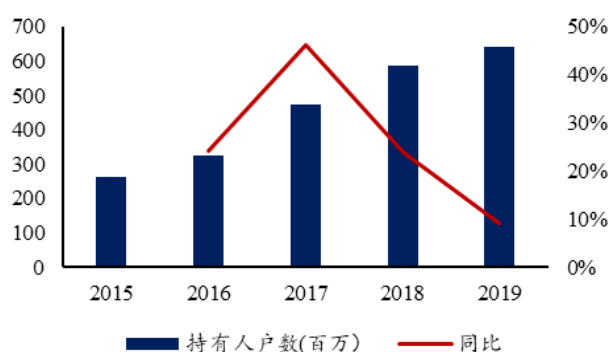
3.2.1、产品端：一站式理财满足用户多元化理财需求

余额宝全面开放，将存量支付用户转化为理财用户。余额宝是蚂蚁的核心资金管理产品，账户资金余额可直接申购货币基金，而赎回基金可实时消费或提现，比传统线上银行或基金客户端的交易更加便捷低廉。2018年5月起，余额宝开始接入天弘以外的货币基金供用户选择，目前涵盖博时基金、中欧基金等29家基金公司的产品。用户规模最大的天弘余额宝，截至2019年末持有人户数达到6.4亿，2020年一季度的资产规模达到1.2万亿。

图29、余额宝规模（亿元）



图30、天弘余额宝持有人户数



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

历经多次升级，蚂蚁财富成为理财业务平台，以多元产品满足个性化理财需求。在余额宝之后，蚂蚁又陆续推出招财宝、余利宝等，并在2017年升级为蚂蚁财富，旗下包含余额宝、定期理财、存金宝、基金等产品。蚂蚁集团通过“大理财”平台提供债券型、股票型和混合型公募基金、固定期限类产品、银行定期存款和其他不同的风险及收益属性的产品，满足用户日益增长的多元化理财需求。

图31、蚂蚁集团财富管理平台演变过程



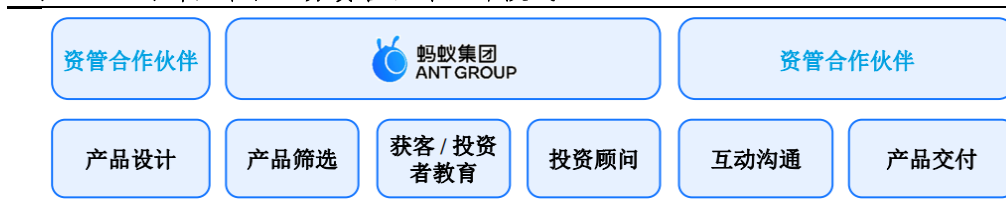
资料来源：蚂蚁集团官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

运用人工智能和大数据为资管合作伙伴提供获客、投顾、风控等服务。理财科技平台利用金融科技，在产品筛选、客户引流、投顾服务和风险管理等环节助力资管机构。蚂蚁集团根据平台上的交易记录和用户提供的数据，构建用户风险画像，运用人工智能技术，基于用户风险偏好进行理财产品的智能匹配。同时基于庞大的用户规模，为合作伙伴提供营销工具和投资者沟通服务等多元化解决方案。

财富号开放 AI 能力，提升资管合作伙伴运营效率，降低成本。2017 年 6 月上线的“财富号”开放 AI 能力，从“理解用户”、“优化投资策略”和“用户与金融产品匹配”三个层面助力金融机构，能根据用户具体需求推出千人千面、个性化的智能服务。蚂蚁集团规划未来 AI 驱动的财富顾问，最终实现每个人专属的机器人智能服务顾问。

图32、理财科技平台服务资管合作伙伴模式



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

基金投顾是财富管理行业向代客理财发展的重要尝试，蚂蚁“帮你投”成为首批试点。随着基金数量持续快速增长，投资者对于基金配置咨询服务的需求随之增长。基金投顾试点是财富管理行业向代客理财发展的重要尝试，拥有高净值客群，数字化能力见长的第三方平台，能利用数字化技术与客户充分对接，提供定制化、多元化和个性化智能投顾服务，同时降低运营成本。

2019 年 10 月，证监会发布《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，基金投顾试点正式落地，促使财富管理从产品销售导向逐步转向以客户利益为中心的服务导向。截至 2020 年 8 月，共开放三批基金投顾业务试点名单，包括 5 家基金公司、3 家第三方销售机构、3 家银行、7 家券商获资格，蚂蚁基金在第二批试点名单里。

表3、基金投顾业务分批试点名单

获批时间	试点机构
2019 年 10 月	基金公司：华夏基金、嘉实基金、南方基金、易方达基金、中欧基金
2019 年 12 月	第三方独立销售机构：腾安基金（腾讯系）、蚂蚁基金（阿里系）、盈米基金
2020 年 3 月	券商：华泰、银河、国泰君安、中信建投、国联、申万宏源、中金公司。银行：工商银行、招商银行、平安银行

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

“帮你投”智能投顾，基于用户偏好实现理财产品智能匹配。2020 年 4 月，蚂蚁与先锋基金（Vanguard）合作推出“帮你投”智能理财服务，采用大数据和算法，

根据个人日常消费行为和理财方式进行分析；借助先锋的 VCMM 资产配置模型，并结合投资目标、投资周期和风险偏好，提供定制化服务，从公募基金产品中推荐合适的投资方案。蚂蚁“帮你投”作为基金投顾的先行尝试，结合蚂蚁流量优势和 Vanguard 多年的资管经验，原本面向高净值人群的财富管理解决方案，可以触及广大投资者群体。“帮你投”推出后的 100 天内吸引了约 20 万名新客户，合计投资额达 22 亿元。

图33、“帮你投”智能推荐投资方案



资料来源：支付宝 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.2、数字财富管理需求旺盛，收入快速增长

蚂蚁财富管理的优势：获客、多元产品和投资者教育。在客户方面，蚂蚁以支付宝为入口提供财富管理服务，超过 7 亿的月活流量为蚂蚁基金提供海量客户基础。在产品方面，蚂蚁财富管理平台对接超过 3500 只基金，涵盖混合型、股票型、债券型、指数型、FOF 型、QDII 等多种类型基金，为客户提供多元产品选择。在服务上，蚂蚁提供理财直播等丰富的投资者教育增值服务。截至 2020 年 7 月，已有 55 家金融机构在支付宝理财直播累计超过 450 场，与投资者分享投资理念和建议，累计覆盖近 7000 万人次。

中国数字财富管理市场空间巨大，为蚂蚁理财科技平台发展带来机遇。线上渠道为中国财富管理产品重要的获客方式，2018 年，中国互联网财富管理市场规模达到 5.7 万亿元，同比增长 17%。但我国独立互联网理财平台渗透率仅为 10%，与美国 35% 的渗透率水平相比还有较大差距。蚂蚁集团作为中国最大的线上理财平台，将持续受益于金融机构财富管理产品旺盛的数字化需求。

收入模式：按平台促成的资管规模收取技术服务费，收入持续增长。通常基金向投资者按购买基金的金额收取申购费、赎回费和管理费，蚂蚁根据促成管理规模收取技术服务费，包括管理费、申赎交易费分佣和销售服务费。截至2020年6月30日，公司理财科技平台与约170家资产管理公司开展合作，促成的资产管理规模达40,986亿元，平台收入同比增长56.3%至112.8亿元。根据平台收入及资产管理规模，粗略估计2017-2019年平台的综合服务费率约为0.55%，2020年上半年服务费率上升至0.63%，主要由平台上管理费率更高的权益类基金占比上升带来。

图34、理财科技平台收入及增速

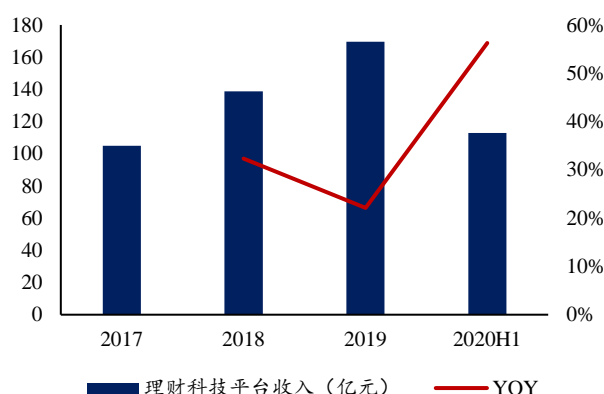
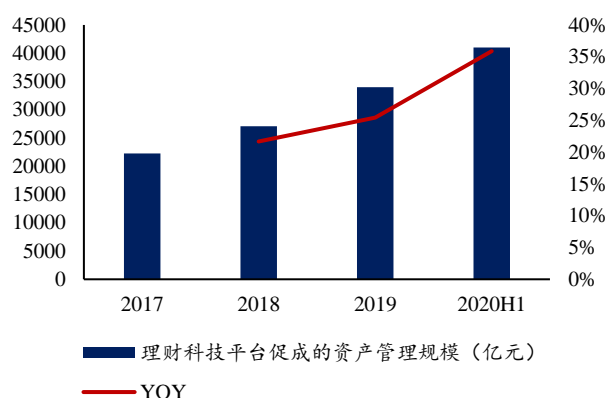


图35、理财科技平台促成的资产管理规模



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、微贷平台：支付流量的重要变现渠道

3.3.1、消费信贷是主要市场，结合信用记录与线上渠道颠覆行业

消费信贷市场规模庞大，参与者多元，蚂蚁成为重要参与者。我国消费信贷市场发展快速，2019年银行表内消费贷款余额达到13.9万亿元，约是2015年的2.4倍。目前消费信贷市场的参与主体主要有银行、持牌消费金融公司和互联网金融平台三类。从规模上看，银行依然占据消费信贷市场最大份额，占比达到80%以上，持牌消费金融公司是商业银行的有效补充；其中互联网金融平台以其技术、场景能力触达长尾人群，满足大众高频、小额的信贷需求，提供相对便捷、高效、创新的服务。蚂蚁作为最主要的互联网消费金融平台，凭借丰富的购物、支付场景和积累的海量用户快速发展，2019年花呗累计用户数已超过3亿。

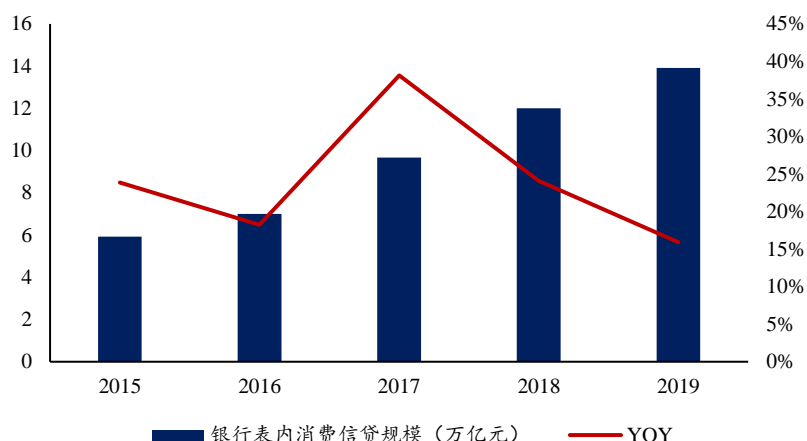
表4、消费信贷市场参与者

	银行	持牌消费金融公司	互联网金融平台	
			电商、支付平台	互联网平台
商业模式	信用卡、消费贷	个人耐用消费品与一般用途消费贷款等	分期、助贷等	
代表公司	招商、中信银行	捷信、中银消费金融	蚂蚁、京东	趣店、拍拍贷
持有牌照	银行牌照	消费金融牌照	网络小贷牌照	
核心用户	都市白领客户	中低收入及新兴客群	互联网长尾客户	85后/细分场景人群
核心优势	资金、风控	业务灵活	场景流量、风控	

资料来源：国家金融与发展实验室，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

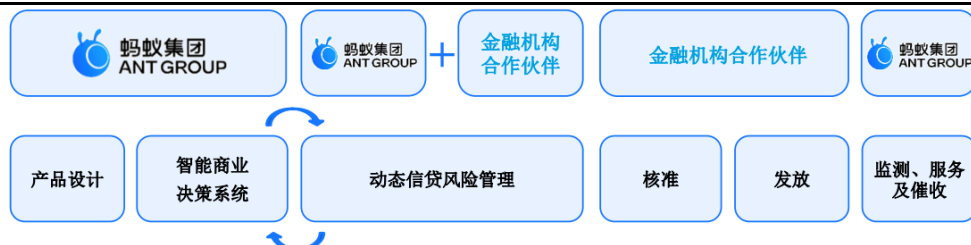
图36、我国消费信贷市场规模



资料来源：中国人民银行，兴业证券经济与金融研究院整理 注：统计口径不含房贷、经营贷

智能商业决策算法洞察用户，实现目标客群精准匹配。微贷平台基于阿里电商平台及支付宝积累的大量交易数据，不断优化并训练机器学习模型和算法，构建并动态更新客户信用画像，评估其使用信贷服务的可能性，匹配合适信贷额度的贷款产品，并基于客户洞察生成推介产品的最佳方案，帮助金融机构合作伙伴提升目标客群识别及获客能力。

图37、微贷科技平台服务金融机构合作伙伴模式

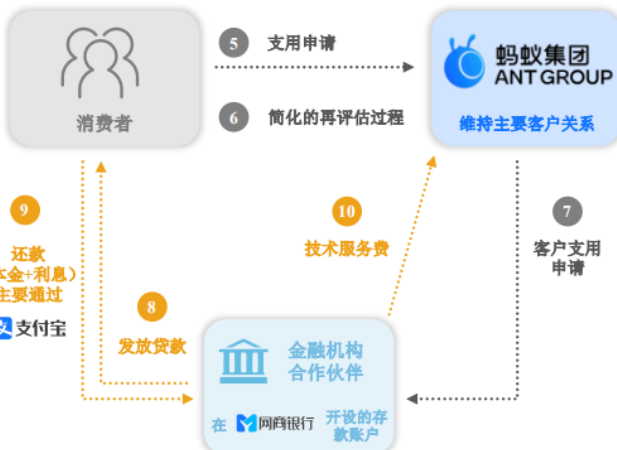


资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、信用额度批准流程



图39、信用额度支用流程



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理 资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

动态风控系统贯穿放贷全流程周期。平台基于多场景实时数据，构建系统化、全方位客户画像，形成动态信用评估模型，对用户就消费能力、资产水平、历史交易和信用记录以及风险等级等方面进行评估，向金融机构合作伙伴提供脱敏信用信息。金融机构结合自身数据进行独立的信用评估，形成信贷审批、定价和授信策略，并基于平台实时更新的信用评价动态调整审批流程和额度，实现贷前、贷中、贷后全生命周期智能化、自动化和动态化的量化信贷决策。

3.3.2、产品端：C 端花呗借呗+B 端网商银行，覆盖长尾用户

花呗、借呗为普通消费者提供便捷的消费信贷服务。花呗业务性质类似于信用卡，用户消费时可预支额度，可在阿里巴巴旗下店铺、线下超市便利店，以及饿了么等线上平台使用。借呗类似于现金贷，在蚂蚁上具备一定信用记录的花呗用户，可以使用借呗进行较大额消费；相较于银行消费类贷款，借呗允许随借随还，按日计息。截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，花呗用户的平均余额约为 2,000 元，花呗和借呗大部分贷款的日利率为万分之四左右或以下，可低至约万分之二。

图40、花呗支付场景覆盖广泛

阿里巴巴旗下店铺	     
其他线上平台	           
线下超市及便利店	沃尔玛、家乐福、华润万家、欧尚、永辉超市、 苏宁、人人乐、易初莲花、农工商超市、武汉 中商等

图41、花呗、借呗产品特征

产品特征	花呗	借呗
最低信用额度	20 元	1,000 元
期限/分期	3 至 12 个月	3 至 12 个月
免息期	最高 40 天	不适用

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

民间借贷利率上限调整，消费金融市场加速洗牌。2020 年 8 月 20 日，民间借贷新规出台，将民间借贷利率的司法保护上限从 24% 降至 15.4%。虽然新规未对金融机构设定利率上限，但利率调低将影响消费金融和小贷公司等机构利润空间，促使加速业务转型，收紧高风险长尾客户，强化风险管控；拥有优质客户和高风控能力的头部金融机构和助贷平台或将受益。当前蚂蚁花呗借呗的日利率约 0.02% 至 0.04%，年化利率为 7% 至 15%，基本满足 15.4% 的年化利率上限规定，逾期利率为日利率 0.05%，年化为 18.25%，或受政策影响面临调整压力。而四大行、股份行及城商行消费贷年化利率分别主要分布在 4%-5.5%、5.8%-7%、5%-8% 之间。

网商银行互联网运营，专注服务于小微经营者。网商银行成立于 2015 年 6 月，由蚂蚁集团发起并持有其 30% 股份，旗下产品服务如网商贷、旺农贷主要面向小微企业和农村用户，是中国第一家将核心系统架构在金融云上的银行。基于强大的技术优势与阿里体系数据，帮助金融机构合作伙伴建立自动化信贷流程，实现独立的信贷风险评估，为小微企业提供小额短期贷款。截至 2019 年末，网商银行累计服务小微企业和经营者客户 2,087 万户，户均余额 3.1 万元。

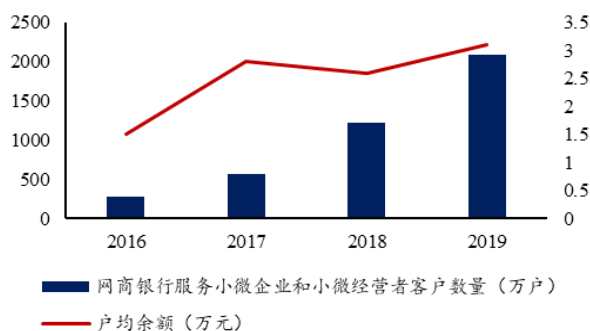
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表5、网商银行“网商贷”“旺农贷”产品介绍

	网商贷	旺农贷
面向用户	支付宝会员、淘宝/天猫卖家、阿里巴巴中文站卖家、阿里巴巴国际站/速卖通卖家	农村金融客户
借款期限	12个月	种养殖贷款: 3/6/9/12个月 经营性贷款: 12个月/24个月 极速经营性贷款: 12个月
放款时长	最快3分钟	3-5天
贷款利率	结合客户信用状况进行调整	
贷款方式	纯信用, 0抵押, 0担保	
还款	还款灵活, 可随时还款, 提前还款无手续费	种养殖贷款: 按月付息, 到期还本, 12个月期限贷款可等额本息 经营性贷款: 等额本金或等额本息 极速经营性贷款: 等额本金 收取提前还款金额1%的手续费
罚息计算	逾期账单金额(逾期本金加利息)*利率*1.5*逾期天数(不计算当天)	

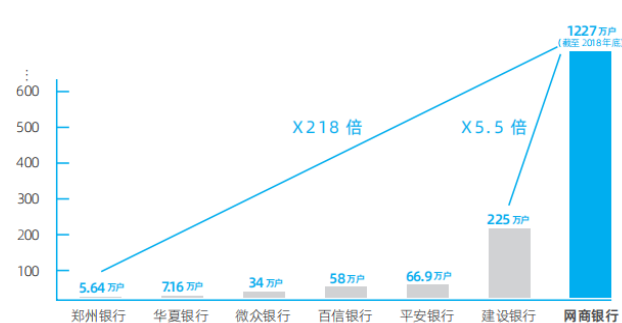
资料来源: 网商银行官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图42、网商银行服务企业数量和户均余额(右轴)



资料来源: 网商银行年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

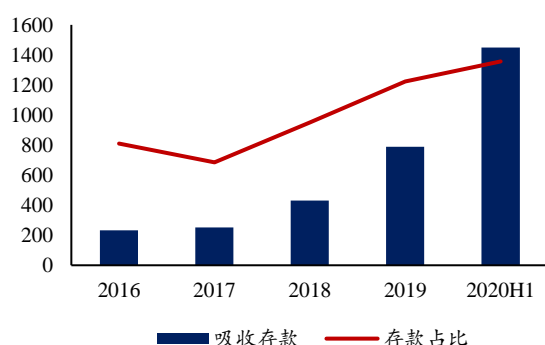
图43、网商银行服务小微企业数量(2018)



资料来源: 支付宝2018可持续发展报告, 兴业证券经济与金融研究院整理

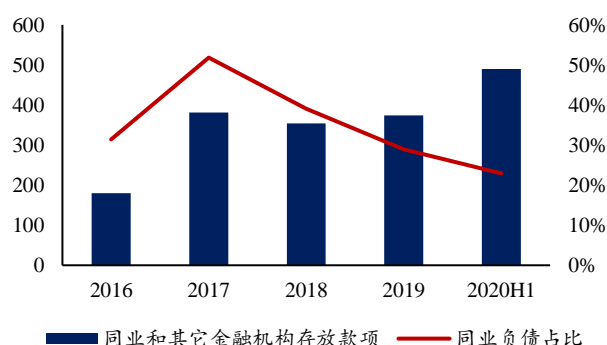
网商银行资金主要来源于一般性存款和同业资金。截至2020年6月30日, 网商银行吸收存款1448亿元, 同业和其他金融机构存放款项489.5亿元。此外, 注册资本方面, 2020年2月网商银行完成首次增资, 注册资本由40亿元增至65.71亿元, 以满足资本充足率要求。

图44、网商银行吸收存款(亿元)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图45、网商银行吸收同业资金(亿元)



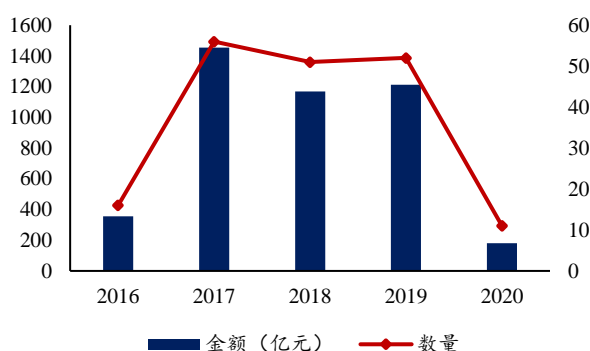
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

平台化模式开展业务，自营贷款比例持续下降。微贷科技采用平台化模式运营，与金融机构开放共赢。蚂蚁消费信贷（花呗借呗）最初主要发行 ABS 融资。2017 年年底，监管部门明确了网络小贷公司 ABS 与表内融资合并计算杠杆率，杠杆率要求暂按当地现行比例规定执行，而重庆金融办的规定为小贷公司各类融资余额合计不超过公司资本净额 2.3 倍。2018 年 2 月，蚂蚁旗下两家小贷公司资本额为 120 亿，而同年花呗、借呗累计发行 79 只 ABS 产品金额共计 1757 亿元；如按 2.3 倍杠杆率和 120 亿注册资本估算，蚂蚁仍需补足资本 644 亿元。

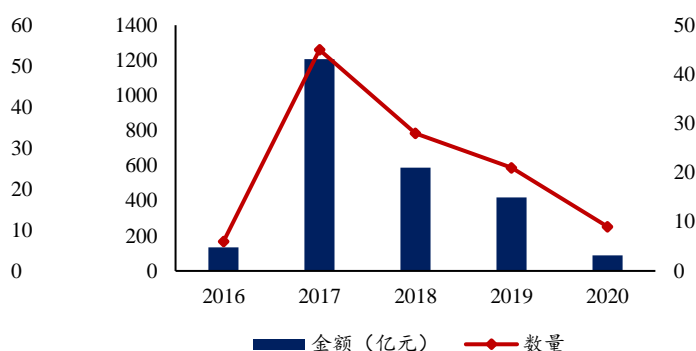
面对融资杠杆率的限制，蚂蚁小贷逐渐向联合贷款和助贷模式发展，即与金融机构合作，提供流量和初步风控初筛，帮助银行投放贷款（助贷模式），或在此基础上和银行按比例出资金（联合贷款模式）。以资产证券化的放贷规模自 2018 年逐渐下降，包括花呗和借呗 ABS 发行量、资管计划、信托计划投资；来自小微经营者的公司贷款和垫款，也逐步到期收回，余额逐年下降。截至 2020 年 6 月 30 日，公司平台促成的信贷余额中，由金融机构合作伙伴进行实际放款或已证券化的比例合计约为 98%，由公司之子公司直接提供信贷服务的表内贷款占比约为 2%。

图46、花呗 ABS 发行量



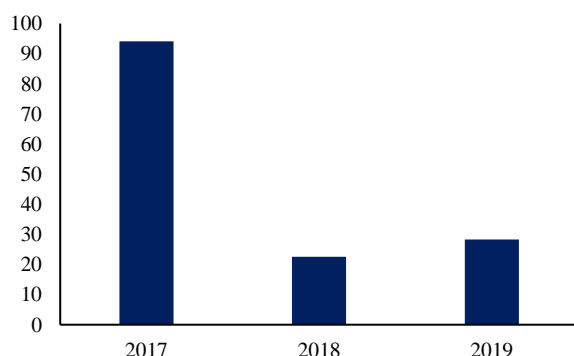
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2020 年数据截至 8 月 31 日

图47、借呗 ABS 发行量



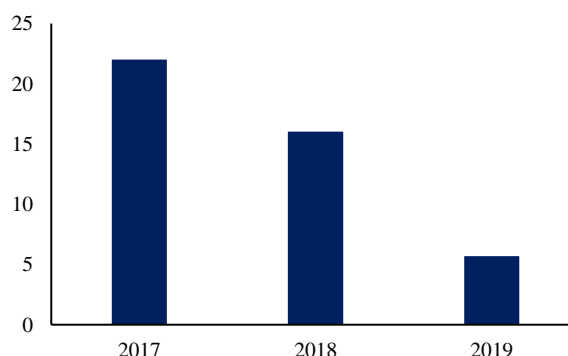
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2020 年数据截至 8 月 31 日

图48、资管计划、信托计划投资（亿元）



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、发放公司贷款和垫款余额（亿元）



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3.3、运用技术优势，在放款对象与风险管控取得良好成效

平台信贷逾期率保持较低水平，贷款资产质量良好。借助公司决策和动态风险管理系统，蚂蚁微贷科技平台促成的贷款质量整体稳定可控，逾期率处于较低水平。即使在疫情期间，平台也展示出良好的用户信用质量；观察 2020 年前五个月的余额 M1+逾期率，平台促成的消费信贷与小微经营者信贷皆小于 0.3%。

图50、消费信贷余额逾期率

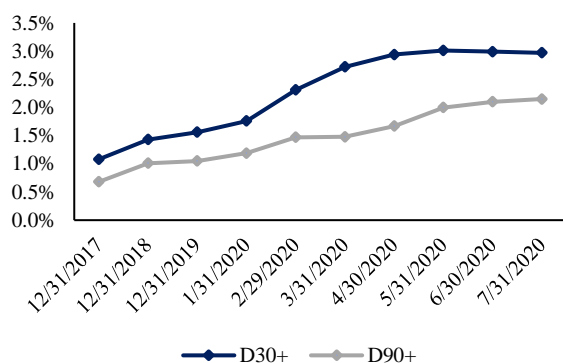
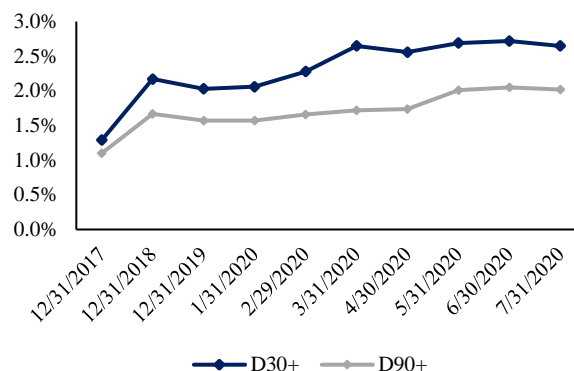


图51、小微经营者信贷余额逾期率

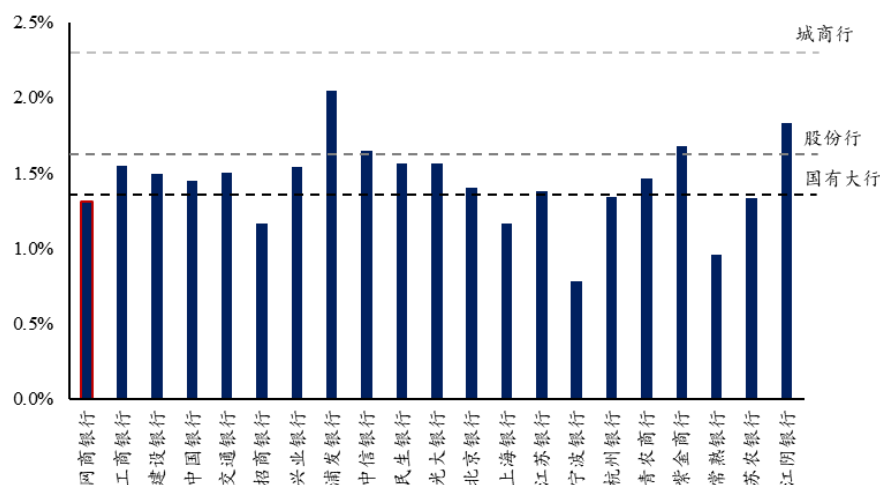


资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

与同业相比，不良率和逾期率处于中上水平。蚂蚁信贷业务客户结构 2B 主要面向阿里生态的小微企业，2C 主要面向支付宝长期客户。而银行的客户结构复杂，所以授信流程更加严格。蚂蚁依靠大数据、云计算等智能技术持续优化风险管控能力，不良率维持在较低水平。2019 年网商银行不良贷款率仅为 1.31%，略低于国有大行不良率。在逾期率方面，2019 年蚂蚁消费信贷逾期 3 个月以上的逾期率为 1.05%，国有行、股份制银行、城商行的总体信贷逾期 3 个月以上的逾期率分别为 0.64%、1.33%、1.01%。在授信体系相对简化的情况下，蚂蚁消费信贷逾期率保持在行业中等水平，体现出蚂蚁较高的风险管控能力。

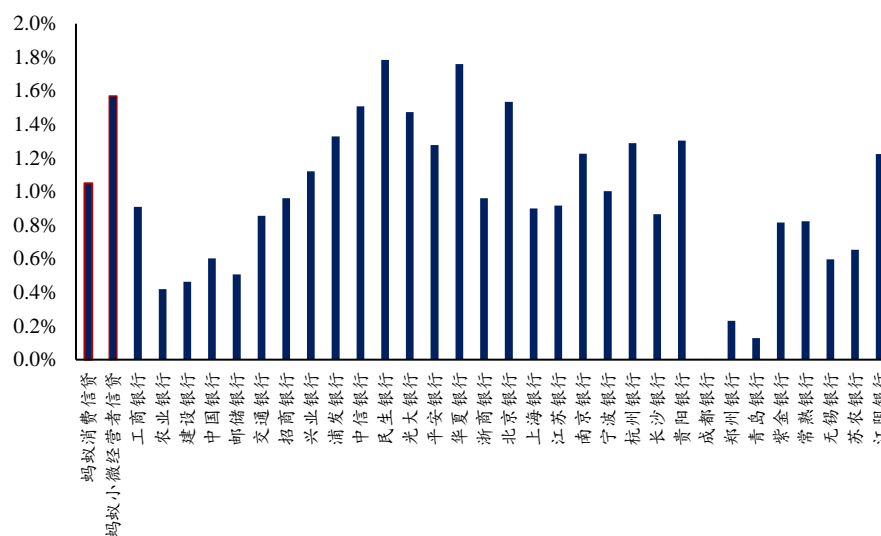
图52、2019 年网商银行与传统银行不良贷款率对比



资料来源：Wind，中国银监会，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图53、2019年蚂蚁与传统银行90天以上信用贷款逾期贷款率对比

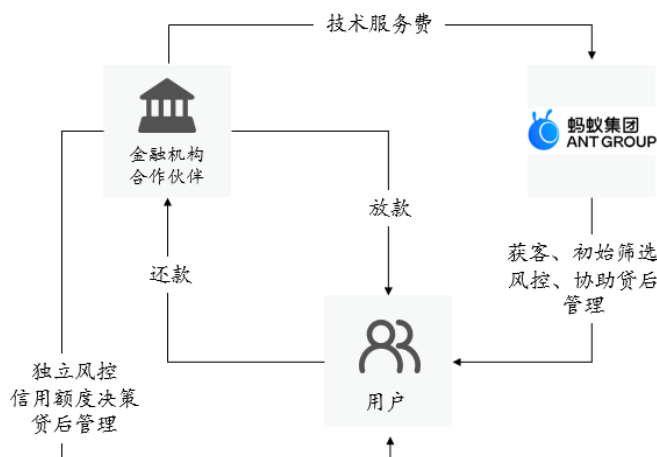


资料来源：Wind，公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3.4、收入端：增长强劲，成为公司营收主要驱动

按平台促成的信贷规模收取技术服务费。微贷科技平台主要基于促成的信贷规模，收取一定比例的技术服务费。蚂蚁消费信贷业务主要以联合贷款或助贷模式，结合场景、用户、数据和技术能力，提供产品设计、客户触达、智能商业决策、风控、贷后管理等服务。**联合贷款模式：**蚂蚁和金融机构共同出资，分润比例跟业务量有关，蚂蚁的分润比例一般是在30%-35%，个别情况可达到五五分成；**助贷模式：**蚂蚁不出资，提供流量和初步风控初筛，收取服务费。网商银行通过平台化运营，向金融机构合作伙伴开放金融云技术能力、基于大数据的风控能力，从中收取技术服务费。

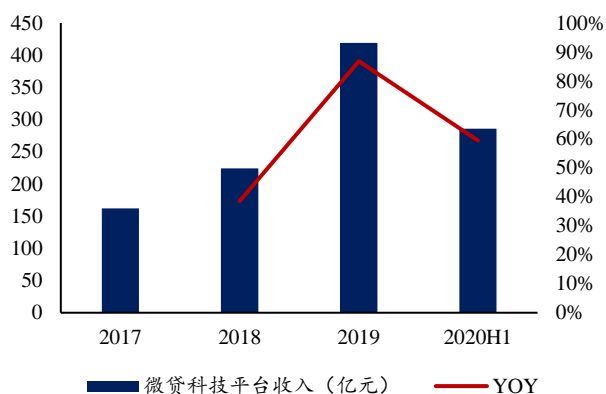
图54、联合贷款/助贷模式收取服务费



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

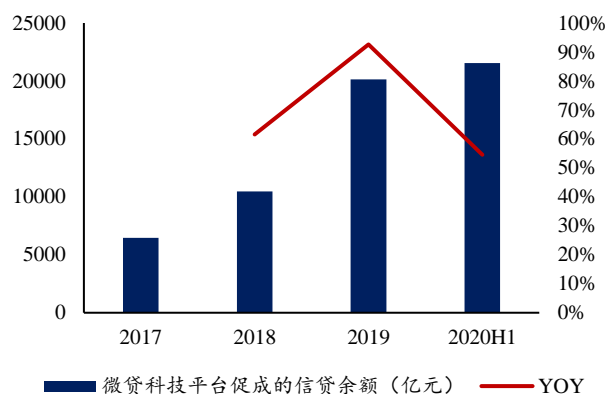
平台促成信贷规模持续上升，收入强劲增长。蚂蚁集团目前与约 100 家银行与信托机构开展合作，截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，约 5 亿用户和超过 2,000 万小微经营者通过蚂蚁微贷科技平台获得了信贷，规模达到 17,320 亿元，放贷余额达到 21,536 亿元。2020 年上半年，蚂蚁集团微贷科技平台收入同比增长 59% 至 285.9 亿元，整体营收占比 39.4%。

图55、微贷科技平台收入及增速



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

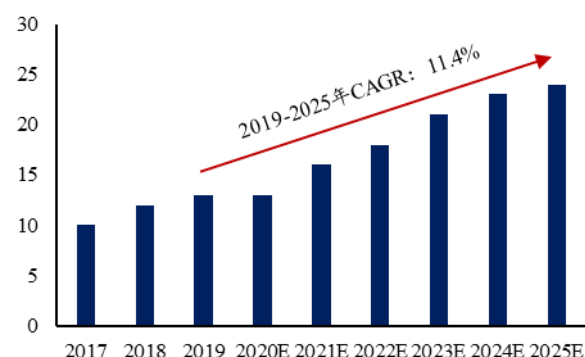
图56、微贷科技平台促成的信贷规模



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

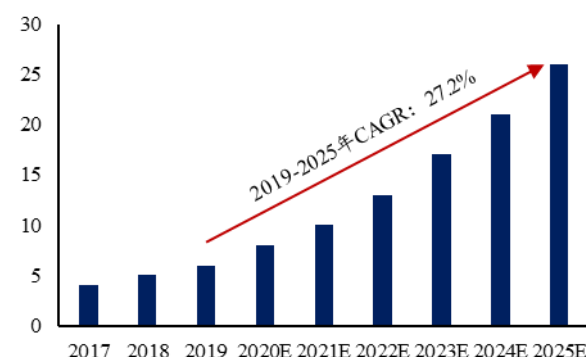
消费信贷与小微经营者信贷渗透率仍有提升空间，相关收入预计继续增长。2019 年中国消费信贷余额占现金及存款规模的比重为 14%，对比美国的 33% 仍有差距。此外，2019 年小微企业对 GDP 的贡献率达到 60%，但其信贷余额规模仅占企业贷款总余额的 32%，仍有渗透空间。根据奥维咨询估算，消费信贷和小微经营者信贷（单笔金额低于 50 万元）规模将分别从 2019 年的 13 万亿、6 万亿元增长至 2025 年的 24 万亿、26 万亿元，对应 CAGR 为 11.4% 和 27.2%；而在线消费信贷和在线小微经营者信贷规模预计将从 2019 年的 6 万亿、2 万亿元增长至 2025 年的 19 万亿、16 万亿元，对应 CAGR 为 20.4% 和 40.8%，有望持续驱动蚂蚁的微贷科技平台高增长。

图57、中国消费贷款余额（万亿元）



资料来源：奥维咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图58、中国小微经营者贷款余额（万亿元）

资料来源：奥维咨询，兴业证券经济与金融研究院整理
注：定义为单笔金额低于 50 万元的小微经营者贷款

3.4、保险平台：互联网渠道发展多元业务

3.4.1、产品端：多场景创新型保险产品

保险领域多元布局，定制化创新产品。2013年，蚂蚁集团/腾讯/平安发起成立了我国首家互联网保险公司——众安保险；2015年底，蚂蚁成立保险事业部，并在2016年升级为保险事业群。目前，蚂蚁集团保险业务覆盖健康、意外、旅行、财产、人寿、车险、乐业、公益等多个业务板块，推出健康保险产品“好医保”、养老保险产品“全民保”等超过2000种产品，并基于客户洞察设计定制化保险产品，满足用户不同场景的保险需求。

表6、蚂蚁保险平台产品介绍

	产品
健康	医疗保险，重疾保险，老年防癌保障，门急诊医疗险，糖尿病医疗险等特色产品
意外	无忧保综合意外险，老年人综合意外险等定制精品
旅行	出行保亚洲畅行，出行保全球畅行，航班延误险等特色产品
财产	全家保家庭综合保障，银行卡安全险，宠物医疗险，百万家财及盗抢损失险等
人寿	全民保、来攒钱等独家定制，小金猪资产计划等年金优选
车险	多家车险公司一起报价

资料来源：支付宝 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

互助项目：相互宝提高用户保险意识，向保险平台引流。2018年10月，蚂蚁保险联手信美相互保险公司推出“相互保”，11月升级为“相互宝”互助计划。保障范围包含99种重大疾病+恶性肿瘤（含癌症）+特点罕见病。根据成员年龄、身体情况的不同，提供不同的保障计划。成员加入相互宝时不需要付费，只需进入相互宝页面，授权查询芝麻信用评估结果和花呗使用情况，阅读健康要求并确认符合条件，输入支付密码验证身份即可加入。会员申请互助金在获批之后将得到一次性互助金，费用由其他所有成员分摊。2019年，每个会员的平均分摊费用为29元。相互宝通过互助和后付费的形式，降低了医疗重疾险的门槛，迅速吸引大量用户。截至2020年6月30日，相互宝互助项目已有超一亿用户加入。

图59、相互宝流程图

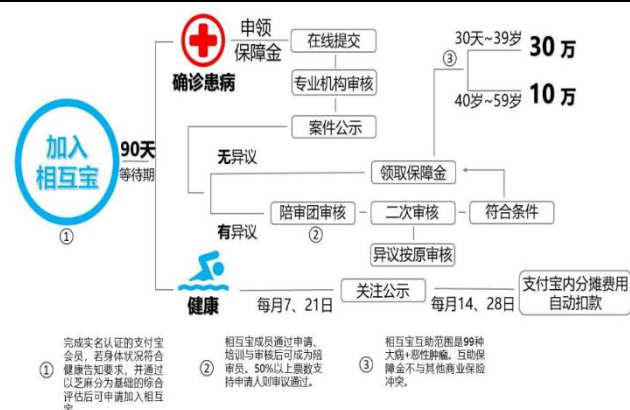
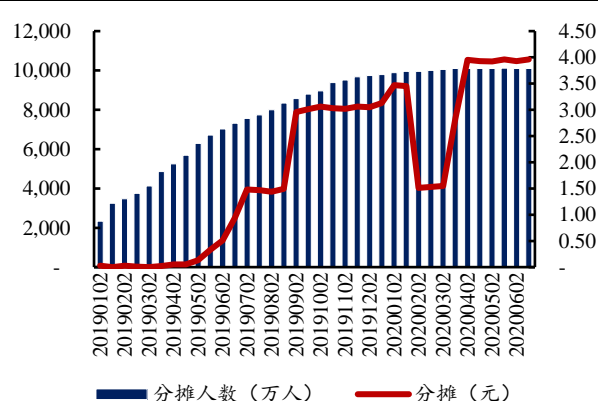


图60、相互宝分摊人数及金额



资料来源：蚂蚁金服，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：支付宝 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

互联网渠道高效获客，实现用户教育。蚂蚁集团保险科技平台通过互联网线上渠道，低成本触达长尾客户，同时通过互助项目进行客户教育，提升消费者保险意识，向保险平台引流。基于智能决策系统，平台可根据不同场景识别客户需求，提供匹配的保险方案，并通过智能承保工具，增强客户筛选和定价，提高承保能力。例如，平台基于电商平台积累的用户购物偏好数据，通过深度学习洞察电用户保险偏好，为用户推荐个性化保险产品，实现产品和用户的匹配。

图61、保险科技平台服务保险合作伙伴模式



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图62、自动核赔大幅提升运营效率



资料来源：新智元 2017 开源·生态 AI 技术峰会，兴业证券经济与金融研究院整理

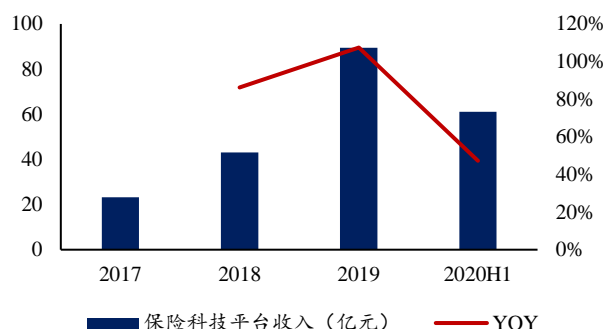
在理赔环节，平台运用服务自动化和欺诈检测系统降低理赔成本，改善运营效率。如在上传医疗记录申请理赔的情景中，利用光学字符识别（OCR）和自然语言处理（NLP）技术，快速、准确地识别并分析病历文本信息，评估其上传病历的真实性，筛除理赔欺诈。

3.4.2、收入端：保费贡献日益提高，收入高速增长

中国最大线上保险服务平台，收入实现高速增长。蚂蚁保险科技平台主要按照平台促成的保费或分摊金额向合作伙伴收取技术服务费。公司通过覆盖多场景的保险产品及其互助项目持续获取用户。截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，超过 5.7 亿支付宝用户通过保险科技平台投保或受保，或参与互助项目相互宝。同期平台促成的保费及分摊金额达 518 亿元。公司保险科技平台收入从 2017 年的 23.2 亿元快速增长至 2019 年的 89.5 亿元，2020 年上半年，平台收入同比增长 47%至 61.0 亿元。

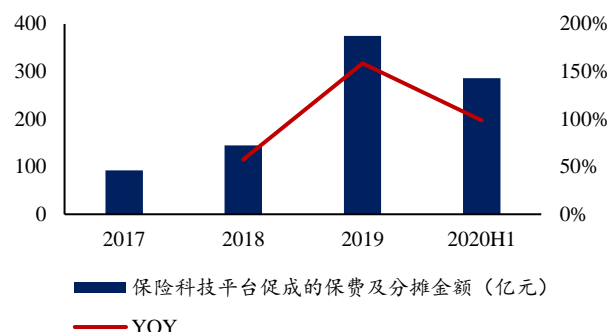
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图63、保险科技平台收入及增速



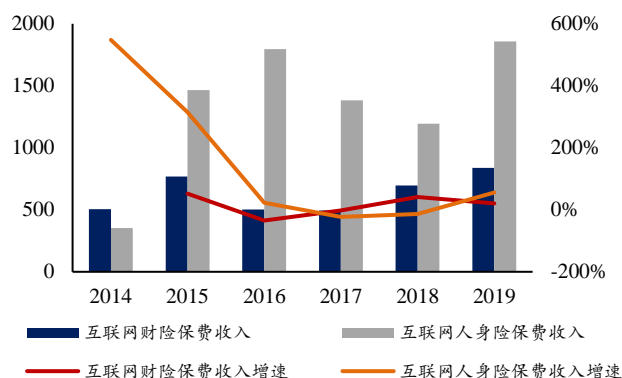
资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图64、保险科技平台促成的保费及分摊金额



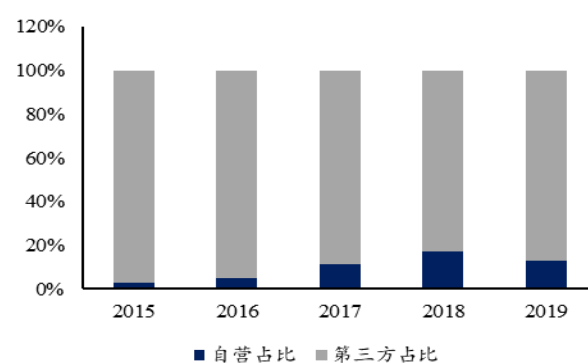
资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图65、互联网保险保费收入（亿元）



资料来源：中国保险业协会，兴业证券经济与金融研究院

图66、互联网人身险渠道结构



资料来源：中国保险业协会，兴业证券经济与金融研究院

第三方销售渠道崛起，平台促成保费收入有望继续突破。随着消费者移动互联网行为方式的崛起，保险公司的财险自营平台保费收入中，第三方渠道在2018年4月首次成为最大来源。2019年第三方业务占比上升到68.9%，其中网络平台占45.8%，保险专业中介机构占23.1%。而互联网人身险第三方渠道占比接近90%。公司作为中国最大的线上保险服务平台，占有第三方渠道核心流量，保费收入有望继续高速增长。

3.5、打造信用风控体系，保障产品平台平稳运行

3.5.1、芝麻信用开启信用生活，串联生态业务

建立芝麻分评级体系，依托海量数据精准刻画用户信用状态。2015年，蚂蚁集团旗下独立的第三方征信机构芝麻信用成立，推出芝麻信用分产品。基于用户支付、借贷、出行、住宿、公益等数百种场景各维度数据，运用云计算和机器学习技术，在用户信用历史、行为偏好、履约能力、身份特质及人脉关系五个维度呈现个人信用状况的综合评分，分值范围在350-950。较高的芝麻分代表用户信用状况良好，帮助用户获得更高效优质的服务。

图67、芝麻信用评价体系

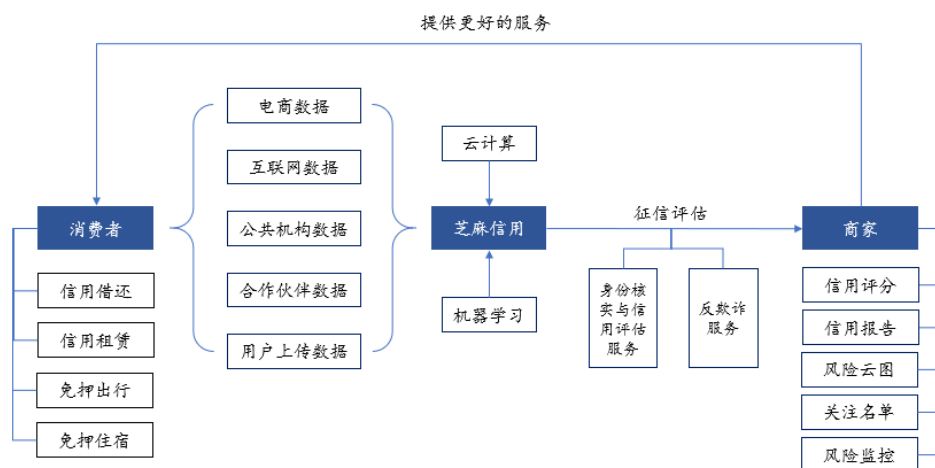


资料来源：支付宝 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

芝麻信用助力产品运作事前风险评估，服务蚂蚁业务生态。芝麻信用为蚂蚁集团各业务提供信用评估支持。相互宝互助计划推出后，要求个人用户芝麻信用分需达到 650 分以上方可加入，降低群体互信问题与道德风险，以及救助产生后的理赔勘察。此外，芝麻分也是开通花呗和借呗的准入条件，帮助蚂蚁金融机构合作伙伴对用户还款意愿及还款能力做出判断，形成信贷审批及授信策略。

开启信用生活，打造互信的商业环境。芝麻信用利用云计算、机器学习等科技客观呈现个人和企业的商业信用状况，目前已在租赁、借还、出行、住宿等众多场景中应用。在企业端，芝麻信用提供企业信用评分、信用报告、风险云图、关注名单和风险监控产品，建立企业信用全息画像，帮助守信企业降低交易成本，构建简单、诚信、平等、互惠的商业环境。

图68、芝麻信用产品应用



资料来源：芝麻信用官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3.5.2、风控体系：AI 驱动，精准风控构建金融安全生态

蚁盾风控大脑，无疆全域风控系统，实现金融风险系统性防范。蚂蚁基于自身业务场景多年验证，打造一套以 AI 智能算法、生物安全识别为基础的多层级立体闭环风控系统——蚁盾风控大脑。

图69、AI Decision: 多层级漏斗智能识别与决策

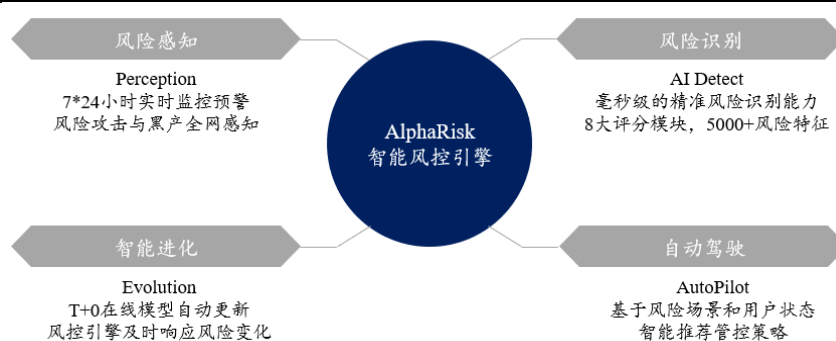


资料来源：阿里云开发者社区，兴业证券经济与金融研究院整理

蚁盾风控大脑通过 AI Ray 智能监控预警、AI Decision 多层级漏斗智能识别与决策、AI Insight 智能分析洞察和 AI Optimize 智能优化四个层面，实现对问题的智能下探和自动监控，精准定位，缩小风险异动范围，并基于五级分层的防控体系，使用模型驱动给出个性化风险决策。目前这套系统已向金融业全面开放，相继助力重庆三峡银行、重庆农商行等金融机构搭建新一代智能风控体系，并助力北京、广州、天津等地方政府金融监管进行科技创新，实现对金融风险的系统性防范。

AlphaRisk 智能风控引擎，打造金融级账户安全。除了蚁盾，支付宝第五代智能风控引擎 AlphaRisk 也应用 AI 技术，构建风险感知、风险识别、自动驾驶和智能进化四大模块，打造具有机器智能的风控系统。对支付宝平台交易进行全天候的实时风险扫描，对用户行为特征进行监控实时风险，检查是否存在手机丢失账户被盗用、欺诈被骗、违法套现等风险，在 0.1 秒内完成风险预警、检测、管控等复杂流程。截至 2020 年 6 月底的 12 个月期间，公司的支付资损率低于千万分之 0.6。

图70、AlphaRisk 智能风控引擎



资料来源：阿里云开发者社区，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

4、创新业务：科技赋能，开放生态连接

4.1、围绕“BASIC”，输出创新技术服务

聚集 BASIC 底层技术，输出创新技术服务和产品。2018 年 ATEC 大会上，蚂蚁集团提出全面开放，围绕“BASIC”核心技术进行战略布局，即 Blockchain(区块链)、AI(人工智能)、Security(安全)、IoT(物联网)和 Cloud computing(云计算)，从技术到能力、业务等各层次全面向行业开放。蚂蚁集团创新业务围绕“BASIC”底层技术，为各类企业和合作伙伴提供创新技术服务，核心产品包括蚂蚁链和 OceanBase 数据库等。

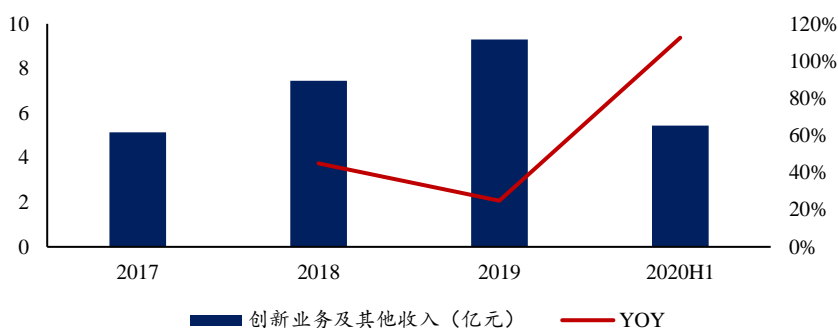
图71、蚂蚁集团输出创新技术产品和解决方案

解决方案	数字银行	金融解决方案	地方金融监管平台	计算和网络	
	数字保险	供应链解决方案	证券交易监管核查	数据库	
	数字证券	政务解决方案	智能反洗钱服务	应用服务	
产品	数字金融产品	区块链产品	监管科技产品	云基础服务	
技术	Blockchain 区块链	AI 人工智能	Security 安全	IoT 物联网	Computing 云计算

资料来源：蚂蚁金融科技官网，兴业证券经济与金融研究院整理

创新业务收入贡献尚低，盈利模式逐渐形成。蚂蚁集团创新业务收入包括蚂蚁链技术服务、金融云技术服务等多项创新技术服务收入。由于创新相关业务尚处于发展初期阶段，在公司收入占比不足 1%。2019 年蚂蚁创新业务及其他业务收入同比增长 25%至 9.3 亿元，2020 年上半年实现收入 5.44 亿元，同比增长 113%。随着蚂蚁链和 OceanBase 数据库等业务商业化落地，以及日渐成熟的运营收费模式，创新业务收入有望突破。

图72、创新业务及其他收入



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

• BASIC 概念阐述:

区块链：加速信任经济的价值重塑。蚂蚁区块链通过提供生态连接与技术赋能，用算法和分布式技术架构实现去中心化和信任问题。在云平台基础上形成三层 BaaS 技术架构，底层是 BaaS Core，基于对主机以及容器提供灵活支持的云资源管理平台，实现跨平台的便捷运行和部署；向上一层是 BaaS Plus，把底层的服务和能力封装、服务化，开放为标准化的接口，供合作伙伴接入和使用；最上层是 BaaS Marketplace 和解决方案，提供链上金融、链上零售、链上生活等场景落地。

图73、蚂蚁区块链生态全景图



资料来源：阿里云开发者社区，兴业证券经济与金融研究院整理

人工智能：驱动金融生活、输出能力。从芝麻信用分、租车到贷款消费、风险控制、营销、智能助理等，蚂蚁集团 AI 技术有丰富的应用场景，助力效率提升，将技术、数据和商业场景良好结合。

图74、蚂蚁集团 AI 架构



资料来源：GMIS 2017 全球机器智能峰会，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

安全：打造全方位安全防御体系。蚂蚁集团安全科技包括数字身份识别、智能风控和数据隐私保护三大能力。通过对人脸识别、指纹识别、虹膜识别、活体检测等技术以及智能设备终端、传感器识别等不断迭代升级，为用户提供资金安全、数据安全等多维保障。2020年3月，蚂蚁旗下全球核身平台ZOLOZ生物识别技术通过ISO（国际标准化组织）国际安全认证，是中国首个达到该领域全球化检测合规性的公司。ZOLOZ对人脸识别的准确率高达99.99%，已覆盖超过2亿互联网金融用户，保障20亿次以上交易安全。

图75、蚂蚁集团安全科技架构



资料来源：2018 ATEC 大会，兴业证券经济与金融研究院整理

云计算：助力金融客户 IT 架构转型升级。蚂蚁基于多年积累的金融级互联网技术，向金融机构开放云计算能力和技术组件。通过公有云、私有云的形式进行标准化输出，让更多金融机构可以使用蚂蚁的分布式计算、大数据、移动、人工智能、安全风控等金融级能力，帮助金融机构快速向新金融转型。关键技术产品包括金融分布式中间件、分布式关系型数据库 OceanBase、一站式移动平台 mPaaS、金融级大数据平台等，具备低成本、高弹性、高可用、安全合规的特性。

图76、蚂蚁金融云架构



资料来源：蚂蚁集团官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表7、蚂蚁金融科技产品（Y/N：支持与否，金区/非金：是否金融业务）

产品	预付	自动续费	支持后付	支持预付转后付	支持后付转预付	杭州非金	北京非金	上海非金	杭州金区	上海金区
云服务器	Y	Y	Y	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y
云盘	N	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
快照	N	N	免费	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
云数据库 RDS	Y	Y ¹	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
云数据库 Redis	Y	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
云数据库 Memcache	Y	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
负载均衡	Y	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
对象存储	N	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
表格存储	N	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
文件存储	Y	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
日志服务	N	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
专有网络	N	N	免费	N	N	N	N	Y	N	N
弹性公网 IP	Y	N	Y	N	N	N	N	Y	N	Y
VPN	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	N	N
高速通道	Y	N	Y	N	N	Y	Y	Y	N	Y
物理专线	N	N	Y	N	N	Y	Y	Y	N	Y
数据传输	Y	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
分布式关系数据库 OceanBase	N	N	公测	N	N	Y	N	Y	Y	Y
分析型数据库	Y	N	Y	N	N	Y	Y	Y	N	N
云监控	N	N	免费	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
数据管理	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
Web 防火墙	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
安骑士	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
态势感知	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
高防 IP	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
堡垒机	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
数据库审计	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
开放搜索	Y	N	N	N	N	N	N	Y	N	Y
密钥管理服务	N	N	免费	N	N	Y	Y	N	Y	N
业务实时监控	N	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
移动开发平台	N	N	Y	N	N	Y	N	N	Y	N
数据分析平台	Y	Y	N	N	N	Y	N	N	Y	N
机器学习平台	Y	Y	N	N	N	N	N	N	N	N
数据集成平台	N	N	公测	N	N	N	N	N	N	N
微服务	N	N	Y	N	N	Y	N	Y	Y	Y
消息队列	N	N	Y	N	N	Y	N	Y	Y	Y
数据访问代理	Y	N	N	N	N	Y	N	Y	Y	Y
分布式事务	N	N	公测	N	N	Y	N	N	Y	Y
分布式链路跟踪	N	N	公测	N	N	Y	N	N	Y	Y
零号云客服	Y	Y	N	N	N	Y	Y	N	Y	Y
刷脸认证	N	N	Y	N	N	Y	N	N	Y	Y
研发效能平台	N	N	公测	N	N	Y	N	N	Y	Y
云效	N	N	公测	N	N	Y	N	N	Y	Y

资料来源：蚂蚁金融科技官网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：¹暂时不支持通过控制台修改自动续费

4.2、蚂蚁链：打造大规模商用区块链基石

行业领军者，保持核心技术优势领先。蚂蚁集团持续加大区块链技术储备，蝉联四年全球区块链专利申请数冠军，目前专利授权数高达 212 件，位居全球第一，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 37 -

在共识性能、隐私保护，节点全球部署等关键技术研发上均有突破。通过持续底层技术突破，打造具备高性能、高可靠、隐私保护、灵活稳定和简单易用等优势区块链产品和平台，截至 2020 年 7 月 23 日，蚂蚁链每日上链量超过 1 亿。

图77、2020 年全球区块链专利人排名

梯队	排名	Top专利人	国家/地区	授权专利数量
第一梯队 >=100件	1	阿里巴巴（含支付宝）	中国	212
	2	IBM	美国	136
	3	Coinplug	韩国	107
第二梯队 31-49件	4	Accenture	美国	49
	5	Bank of America	美国	49
	6	Metaps	韩国	44
	7	Nchain	英国	43
	8	Mastercard	美国	42
	9	腾讯（含前海微众银行、财付通）	中国	42
	10	Black Gold Coin	美国	41
	11	Strong Force IOT Portfolio 2016	美国	33
	12	Capital One Services	美国	31

资料来源：2020 年区块链领域全球授权专利报告，兴业证券经济与金融研究院整理

蚂蚁区块链 BaaS 平台，完善的技术产品和行业解决方案，一站式应用开发平台及服务。蚂蚁区块链 BaaS 平台是基于蚂蚁联盟区块链技术和阿里云的开放式“区块链即服务”平台，将区块链作为一种云服务输出，支撑众多业务场景和上链数据流量，提供行业区块链解决方案基础。其具备高性能、强隐私保护等特性，简单易用，通过搭建一个开放、协作的平台，为客户提供一站式应用开发平台及服务，目前已在金融、政府、银行、医疗、生活、零售、通用服务等众多行业场景落地应用。

表8、蚂蚁链技术产品和解决方案

类别	领域	产品
技术产品	BaaS 平台	蚂蚁区块链 BaaS 平台、蚂蚁开放联盟链
	技术服务	跨链数据连接、分布式身份服务、可信计算服务、应用速搭平台
	增值服务	区块链合同、蚂蚁区块链授权宝、链上风控服务、可信身份认证
	多方安全计算	蚂蚁摩斯多方安全计算
	可信存证服务	可信存证服务
解决方案	金融行业	双链通供应链金融服务平台、双链通资产管理平台、蚂蚁摩斯联合风控、蚂蚁摩斯联合营销
	其他行业	区块链溯源服务、区块链版权、区块链融资租赁、区块链数字物流、区块链数字仓单、职业资格认证、区块链资金监管平台
	政务政府	区块链发票流转、区块链票据流转、区块链电子证照、可信数据服务平台
	综合方案	数字商品协作网络、区块链积分营销、区块链公益善款追溯、时间银行养老公益、集分宝

资料来源：蚂蚁链官网，兴业证券经济与金融研究院整理

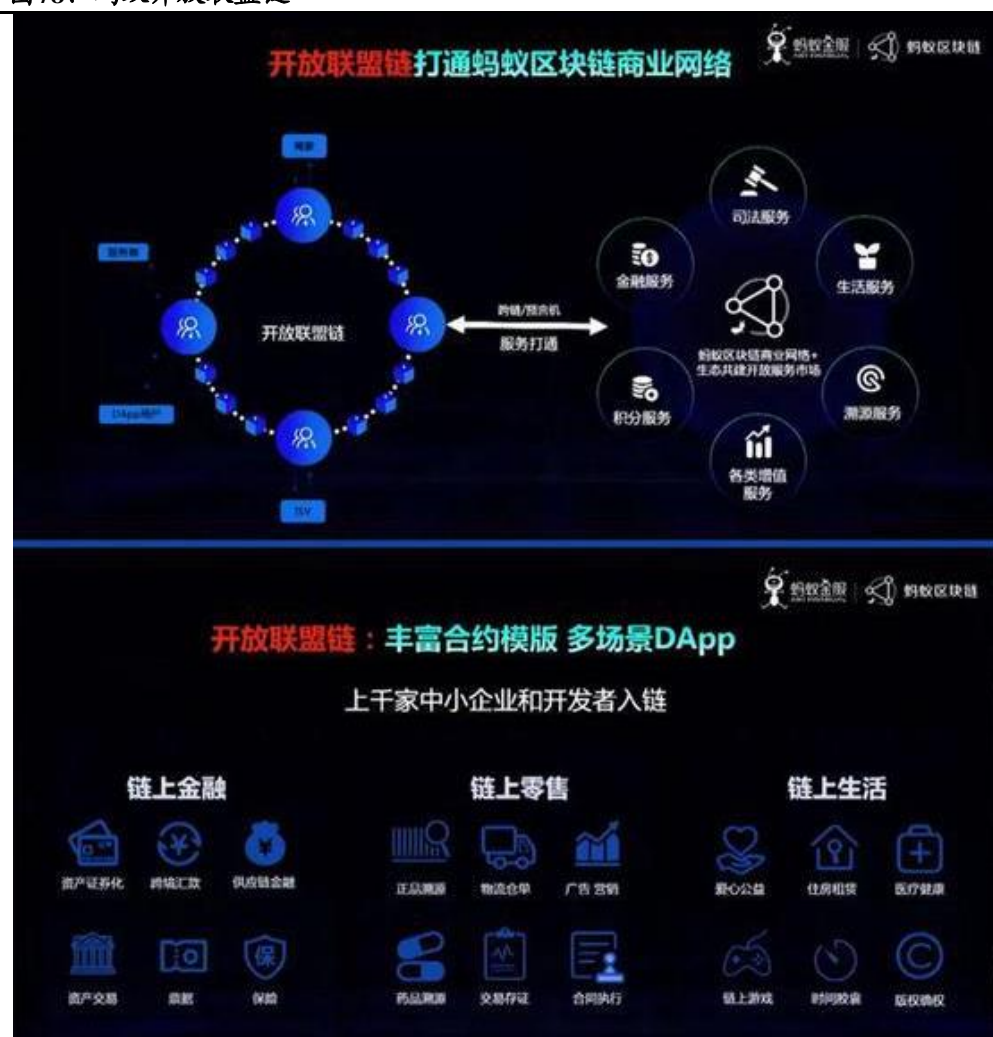
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 38 -

蚂蚁链提供 BaaS 平台和开放联盟链两大平台及多种技术和增长服务，已落地金融、政务民生、医疗健康、数字物流等行业 50 多个应用场景。如在商品溯源方面，利用区块链的分布式数据不可篡改性，记录从生产、流转到抵达消费者的整个过程；跨境汇款方面，蚂蚁开通香港和菲律宾、马来西亚和巴基斯坦两条区块链跨境汇款通道，建立同一套账本，降低协同和监管的时间和经济成本，实现秒级到账的汇款体验。在司法可信存证方面，蚂蚁区块链与杭州互联网法院合作上线区块链审批系统，法院可基于区块链上可信数据和证据直接判决案件。

开放联盟链平台，推动应用生态加速落地。2020 年 4 月，蚂蚁区块链面向中小企业正式推出“开放联盟链”，首次全面开放蚂蚁区块链的技术和应用能力，将企业区块链开发门槛从百万级降低至千元，缩短建链时间至最快一分钟。开放联盟链使中小企业共享蚂蚁区块链丰富的场景解决方案，覆盖供应链金融、物流、公益慈善等场景，开发者研发应用系统只需选择相应模块即可快速部署，助力各行业区块链商业场景快速落地，将支持百万企业实现规模化创新。

图78、蚂蚁开放联盟链



资料来源：蚂蚁区块链线上发布会，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 39 -

4.3、OceanBase 数据库：独立公司化运作，探索科技商业化模式

行业领先的数据库，满足金融行业性能、成本和扩展性需求。OceanBase 是在 2010 年由阿里巴巴和蚂蚁金服自主研发的金融级分布式关系数据库，技术能力处于世界前列，具备高性能、高可用、强一致、可扩展和高兼容性等优势，适用于对性能、成本和扩展性要求高的金融场景。

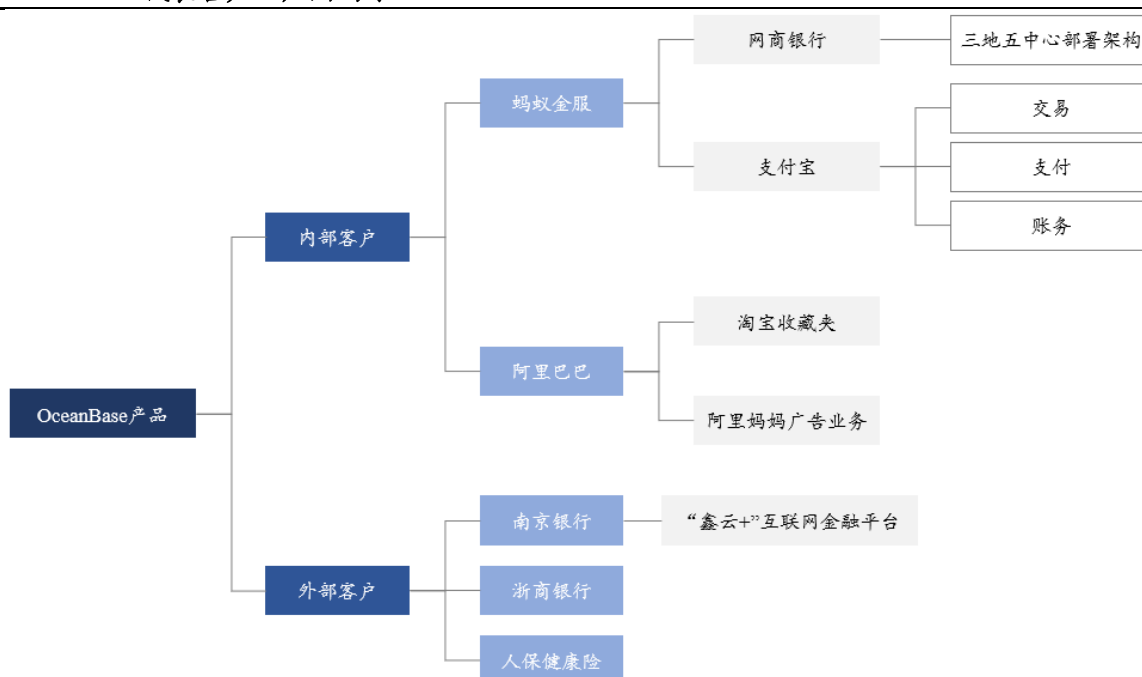
表9、OceanBase 产品优势

产品优势	特点
强一致	数据多副本通过 Paxos 协议同步事务日志，多数派成功事务才能提交。缺省情况下读、写操作都在主副本进行，保证强一致
高可用	数据采用多副本存储，少数副本故障不影响数据可用性；通过“三地五中心”部署实现城市级故障自动无损容灾
高可扩展	集群节点全对等，每个节点都具备计算和存储能力，无单点瓶颈。可线性、在线扩展和收缩
高性能	存储采用读写分离架构，计算引擎全链路性能优化，准内存数据库性能
高度兼容	兼容常用 MySQL 功能及 MySQL 前后台协议，业务零修改或少量修改即可从 MySQL 迁移至 OceanBase
低成本	使用 PC 服务器和低端 SSD，高存储压缩率降低存储成本，高性能降低计算成本，多租户混部充分利用系统资源

资料来源：蚂蚁金融科技官网，兴业证券经济与金融研究院整理

多场景落地，走向外部商用。OceanBase 支撑了多年来支付宝、网商银行等重要业务，历经阿里超大规模业务、支付宝金融级应用以及双 11 等历练。自 2017 年开始，OceanBase 走向外部商用，技术服务对外输出，覆盖金融、交通、铁路、航天等领域，目前已经在数十家商业银行落地，其中包括南京银行、浙商银行、苏州银行、人保健康险等。2020 年，OceanBase 正式通过阿里云向全球开放。

图 79、OceanBase 代表客户及应用场景



资料来源：蚂蚁金融科技官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

升格为独立公司，探索科技商业化模式。2020年6月8日，蚂蚁集团宣布将OceanBase独立进行公司化运作，成立数据库公司—北京奥星贝斯科技（由蚂蚁100%控股），新公司将在年内发布重大版本升级，并计划在未来三年内服务全球超过万家企业客户。OceanBase技术输出的商业模式走向成熟，全面对外开放，实现科技商业化。

5、盈利预测与估值

5.1、股权结构与发行安排

历年融资引进重大战投与顶尖投资机构。蚂蚁金服在2014年成立时，原始股东是杭州君瀚和杭州君澳两家有限合伙；2015年7月A轮融资，引入了包括社保基金、中国人寿、国开金融等外部股东。2016年4月，由中投海外和建信信托领投，完成B轮融资，估值达到600亿美元。2018年6月，蚂蚁新一轮融资引入新加坡政府投资公司、泛大西洋资本、银湖投资、凯雷投资等海外投资者，融资金额140亿美元，是迄今为止金额最高的单笔未上市融资，该轮估值超过1500亿美元。

表10、蚂蚁集团融资历程

时间	融资轮次	融资金额	投资者	估值
2018/6/23	战略投资	16亿人民币	太平洋保险	-
2018/6/8	Pre-IPO	140亿美元	贝莱德	1500亿美元
			GIC 新加坡政府投资公司	
			Temasek 淡马锡	
			加拿大养老基金	
			马来西亚国库投资	
			泛大西洋资本	
			凯雷投资	
			红杉资本	
			华平投资	
			银湖投资	
2018/2/1	战略投资	未披露	阿里巴巴	-
2017/5/18	债权融资	35亿美元	未披露	-
2016/4/26	B轮	45亿美元	中投海外	600亿美元
			建信信托	
			中国人寿在内的多家保险公司	
			国开金融	
2015/9/1	战略投资	未披露	部分A轮战略投资者跟投	-
			中邮资本	
2015/7/1	A轮	120亿人民币	全国社保基金	300亿美元
			上海金浦产业基金	
			春华资本 Primavera	
			中国太平洋保险	
			国开金融	
			中国人保	
			中国人寿	
			新华人寿	

资料来源：天眼查，IT桔子，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 41 -

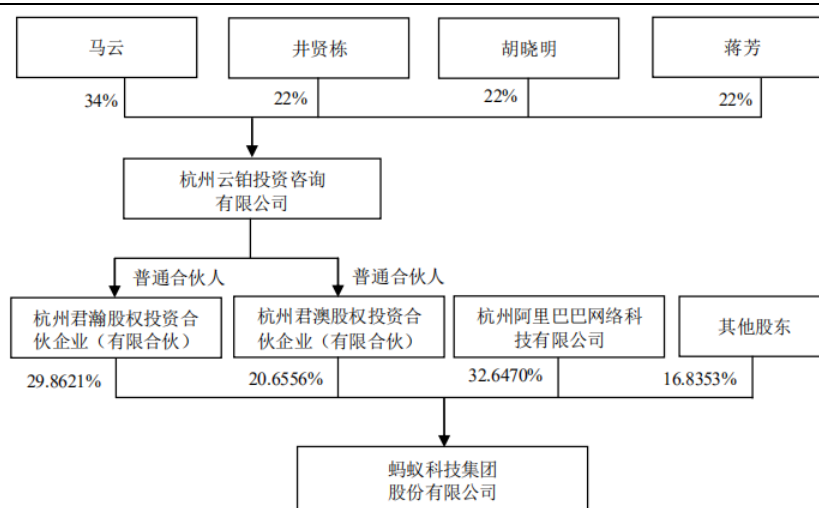
多元的重量级战投，阿里巴巴份额居首。根据招股书披露，蚂蚁集团目前有 54 家股东，其中阿里巴巴以 33% 的持股比例居首，阿里及蚂蚁员工的两只持股计划君瀚与君澳分别持股 29.86%、20.66%，三者持有约 83% 的股份。除此之外，蚂蚁集团的股东还包括全国社保基金、中国人寿、人保等国字号机构，上海金融发展投资基金等地方性资金，以及云峰基金、华谊兄弟、巨人资本等背景下的上海众付、上海麟鸿、上海祺展等私募基金，和春华资本等知名私募。

表11、蚂蚁集团持股 1%以上股东

股东	持股比例	股东背景
杭州阿里巴巴网络科技有限公司	32.65%	
杭州君瀚股权投资合伙企业（有限合伙）	29.86%	杭州君洁投资（蚂蚁高管）
		马云
		谢世煌
		杭州云铂投资（马云 100% 控股）
杭州君澳股权投资合伙企业（有限合伙）	20.66%	杭州君济投资
		杭州云铂投资
		阿里高管
全国社会保障基金理事会	2.94%	国字号
置付（上海）投资中心（有限合伙）	1.94%	国字号
上海众付股权投资管理中心（有限合伙）	1.29%	私募基金
中国人寿保险（集团）公司	1.05%	国字号
上海麟鸿投资中心（有限合伙）	1.04%	私募基金
上海祺展投资中心（有限合伙）	1.01%	私募基金

资料来源：天眼查，兴业证券经济与金融研究院整理

图80、蚂蚁集团股权结构



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司控制权稳定，马云为实际控制人。蚂蚁集团控股股东杭州君瀚及杭州君澳，合计持有 50.52% 股份。杭州君瀚及杭州君澳的普通合伙人及执行事务合伙人为杭州云铂，马云持有杭州云铂 34% 的股权。根据多方签订的《一致行动协议》等，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 42 -

马云能够实际支配杭州云铂股东会与行使蚂蚁集团股东权利相关事项的表决结果，并间接控制蚂蚁集团 50.5177% 的股份，为公司实际控制人。不过马云通过杭州君瀚及杭州君澳持有的对应蚂蚁集团股份的经济利益仅限于其作为杭州君瀚的有限合伙人所享有的部分，而非杭州君瀚及杭州君澳持有的全部蚂蚁集团股份对应的经济利益。

上交所科创板和港交所主板同步上市，拟发行数量不低于发行后 10%。蚂蚁集团上市前共拥有 A、B、C 三类股份，A 类普通股一股一票，B、C 类股份无表决权，主要是财务投资人与公司员工持股平台所有。B 类和 C 类股份投资者通过持有蚂蚁国际股份的方式，间接持有蚂蚁集团股份。本次 H 股发行过程中，蚂蚁国际将以现金按照本次 H 股发行的发行价格赎回 B、C 类股份，并由原股份持有人通过一比一形式认购同等数量的 H 股。B 类及 C 类股份投资者将转变为蚂蚁集团普通股股东，同股同权。

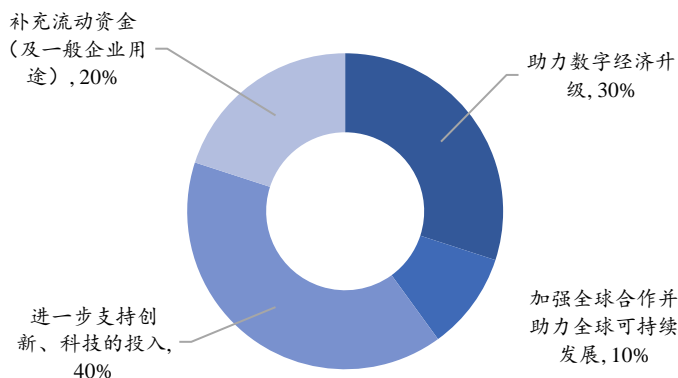
表12、蚂蚁集团上市前三类股份投资者

股份类型	表决权	直接持有对象	持有者	持有股份
A 类	一股一票	蚂蚁集团	境内投资者	237.78 亿股
B 类	无表决权	蚂蚁国际 (Ant International Co., Limited, 蚂蚁集团子公司)	境外员工持股计划平台	2.59 亿股
C 类			GIC、Khazanah Nasional Berhad 等 45 家境外投资者	18.39 亿股
			阿里巴巴集团全资子公司 Taobao Holding Limited	11.58 亿股

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

在蚂蚁集团向上交所及港交所递交的招股文件中，蚂蚁拟在 A+H 发行的新股数量，合计不低于发行后总股本的 10%，发行后总股本不低于 300.3897 亿股。由于其中有 32.56 亿 H 股是以换股的形式，授予给蚂蚁国际 B 类和 C 类股份持有人，所以 A+H 股增量发行的数目约在 30 亿股以上。公司募集资金净额将用于公司愿景和长期战略的实施，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。

图81、募集资金用途



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

与阿里巴巴高度战略协同，但保持经营决策与业务的独立性。阿里巴巴集团是间接持有蚂蚁集团 5%以上股份的关联法人，但不属于蚂蚁集团的控股股东。蚂蚁集团在实际控制权、经营决策情况、业务、组织运作等方面均独立于阿里巴巴集团。双方签署了《支付宝商业协议》《数据共享协议》《交叉许可协议》《商标协议》《中小企业贷款合作框架协议》等重要协议，保持长期的互惠商业关系。

蚂蚁集团向阿里巴巴收取支付处理和担保交易服务等费用。阿里巴巴根据费率及其交易市场上实际处理的支付额向蚂蚁集团支付费用。我们测算，蚂蚁集团收取的支付费率约在 0.13%-0.15%，低于一般支付宝 0.45%-0.6% 的纸面利率水平。

表13、蚂蚁集团向阿里巴巴收取的经常性关联交易款项及金额

交易类型	交易金额（亿元）			
	2017	2018	2019	2020H1
支付处理和担保交易服务收入	56.3	75.66	92.36	40.44
行政和支持服务收入	0.70	2.08	1.30	0.66
交易平台软件技术服务费及其他服务收入	1.15	0.75	4.06	3.60
限制性股份单位相关款项				0.70
合计	58.16	78.49	97.73	44.70

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

表14、蚂蚁集团向阿里巴巴收取的服务费率测算

单位：百万元	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
阿里系电商 GMV（十亿元）	2,444	3,092	3,767	4,820	5,727
阿里支付交易清算费	3,853	4,898	5,487	6,295	8,252
阿里获得交易佣金	-	246	409	497	591
毛利率测算	0.16%	0.16%	0.15%	0.13%	0.14%
净利率测算	0.16%	0.15%	0.13%	0.12%	0.13%

资料来源：阿里巴巴财报，兴业证券经济与金融研究院预测

此外，蚂蚁金服成立时约定以分润方式，向阿里巴巴支付交易平台软件技术及云计算服务费等费用。知识产权许可方面，2017-2019 年，蚂蚁集团分别向阿里巴巴支付许可使用费及软件技术服务费 48.12/2.51/34.81 亿元。2019 年 9 月，阿里巴巴根据《股权和资产购买协议》的约定取得蚂蚁集团 33% 新发行股份，向其转让了相关的知识产权，终止了许可使用费及软件技术服务费的分润（但仍需支付经常性的关联交易与费用分摊）。

表15、蚂蚁集团向阿里巴巴支付的经常性关联交易款项及金额

交易类型	交易金额（亿元）			
	2017	2018	2019	2020H1
数据共享运维成本分摊	0.04	0.04	0.04	0.00
微贷软件系统使用和服务费	0.89	0.89	0.89	0.45
行政和支持服务收入	6.61	9.20	12.04	5.82
交易平台软件技术服务费及其他服务费	7.54	12.58	20.51	10.36
云计算服务费及设备与软件采购款项	3.46	4.81	13.30	10.10
限制性股份单位和期权相关款项	0.40			2.67
合计	18.94	27.52	46.78	29.4

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院预测

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

5.2、盈利预测与估值

5.2.1、收入预测

1) 数字支付与商家服务

2020H1 的商家服务推广受到疫情影响，预计下半年移动支付服务的用户、商家数量和交易规模将恢复环比增速。备付金重启付息后，每年也可为公司带来 20 亿元以上利润。预计 2020-22 年收入分别增长 17%/13%/12%至 610/688/768 亿元。

2) 数字金融科技平台

微贷科技平台：目前我国消费信贷余额占现金及存款规模的比重 14%，小微经营者具备未被充分服务的信贷需求，渗透率仍有提升空间。预计 2020-22 年收入分别为 663/918/1194 亿元，对应增速为 58%/39%/30%。

理财科技平台：智能投顾等数字化财富管理服务需求的持续提升，预计 2020-22 年收入分别为 269/401/566 亿元，对应增速为 59%/49%/41%。

保险科技平台：作为中国最大的线上保险服务平台，产品创新与承保渠道上优势明显，预计 2020-22 年收入分别为 150/240/370 亿元，对应增速为 68%/60%/54%。

3) 创新业务及其他

创新相关业务尚处于发展初期，预计随着蚂蚁链和 OceanBase 数据库等业务商业化将实现高速增长。预计 2020-22 年分别增长 110%/100%/100%至 20/39/78 亿元。

表16、蚂蚁集团分部收入（亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
数字支付与商家服务	359	444	519	610	688	768
数字金融科技-微贷科技平台	162	224	419	663	918	1194
数字金融科技-理财科技平台	105	139	170	269	401	566
数字金融科技-保险科技平台	23	43	89	150	240	370
创新业务及其他	5	7	9	20	39	78
总收入	654	857	1206	1711	2287	2977
占比						
数字支付与商家服务	55%	52%	43%	36%	30%	26%
数字金融科技-微贷科技平台	25%	26%	35%	39%	40%	40%
数字金融科技-理财科技平台	16%	16%	14%	16%	18%	19%
数字金融科技-保险科技平台	4%	5%	7%	9%	10%	12%
创新业务及其他	1%	1%	1%	1%	2%	3%
增速						
数字支付与商家服务		24%	17%	17%	13%	12%
数字金融科技-微贷科技平台		39%	87%	58%	39%	30%
数字金融科技-理财科技平台		32%	22%	59%	49%	41%
数字金融科技-保险科技平台		86%	107%	68%	60%	54%
创新业务及其他		45%	25%	110%	100%	100%
Total revenues		31%	41%	42%	34%	30%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院预测

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

5.2.2、成本及费用预测

公司 2020 年上半年受公共卫生事件影响，减少了推广和广告活动。随着国内经济活动和消费回归正常，平台的交易成本及营销相关支出将回复至正常增速。预计 2020-2022 年销售费用率分别为 12%/14%/13%；管理费用率分别为 5.1%/5.5%/5.5%；研发费用率分别为 8.5%/9%/9%。

表17、蚂蚁集团 IS 简表

单位：亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	654	857	1206	1711	2287	2977
YoY		31%	41%	42%	34%	30%
数字支付与商家服务	359	444	519	610	688	768
数字金融科技平台	290	406	678	1082	1559	2130
创新业务及其他	5	7	9	20	39	78
营业成本	-237	-409	-605	-797	-1072	-1410
毛利润	417	448	601	914	1215	1567
YoY		8%	34%	52%	33%	29%
营业利润	111	35	224	544	629	788
YoY		-68%	535%	143%	16%	25%
持续经营业务产生的 除税前溢利	109	31	211	537	621	779
YoY		-72%	575%	155%	16%	25%
净利润	82	22	181	412	497	623
YoY		-74%	737%	128%	21%	25%
归属公司股东利润	70	7	170	401	486	612
少数股东损益	13	15	11	11	11	11
毛利率	64%	52%	50%	53%	53%	53%
营业利润率	17%	4%	19%	32%	28%	26%
归母净利率	11%	1%	14%	23%	21%	21%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院预测

5.2.3、估值逻辑与对照标的

我们根据蚂蚁各业务属性与增速进行 SOTP 分部估值，加总的估算结果为人民币 17,723 亿元，对应我们对公司 2021 年的盈利预测，约为 36 倍 PE。我们分部的估值逻辑如下：

1) 数字支付与商家服务：对标海外支付巨头 PayPal，三年的 PE 估值中枢约为 59 倍，然而海外的交易手续费率与竞争态势不同，PayPal 支付业务盈利率远高于支付宝，给予公司支付业务估值为 2021 年的 30 倍 PE。

2) 数字金融科技-微贷科技平台：参考 Lending Club、360 金融、信也科技消费金融公司，采用“市值/贷款余额估值”；2019 年 Lending Club、360 金融、信也科技的市值/贷款余额分别为 0.09、0.05 和 0.07 倍。蚂蚁为全球领先的科技金融龙头，在技术能力和渠道规模上具有巨大优势，给予其 2021 年 0.2 倍市值/贷款余额估值。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 46 -

3) 数字金融科技-理财科技平台：对标美国最大线上证券经纪商之一嘉信理财和东方财富。东方财富旗下天天基金和蚂蚁基金同为基金第三方销售巨头，收入较为相近，但其非货币型基金销售占比高于蚂蚁，业务弹性更高，而嘉信理财息差收入占比较大，与蚂蚁有所差异。参考嘉信理财和东方财富 2020 年平均 44 倍 PE，给予蚂蚁理财科技业务 2021 年 50 倍 PE。

4) 数字金融科技-保险科技平台：蚂蚁保险业务主要经营保险代销，同时具有强科技属性，对外输出技术服务；参考美国风险管理和保险经纪公司达信在 2020 年 30 倍左右 PE，给予蚂蚁保险科技平台 35 倍 PE（2021 年）。

5) 创新业务及其他：考虑蚂蚁链及数据库等巨大应用潜力，给予 21 年 60 倍 PE。

表18、蚂蚁集团分部估值

	2021E 净利润 (亿元)	2021E 促成贷款 余额 (亿元)	PE	P/贷款 余额	估值	价值 占比
数字支付与商家服务	55		30		1651	9%
数字金融科技平台	421		37		15,479	87%
微贷科技平台		39000		0.2	7800	44%
理财科技平台	108		50		5413	31%
保险科技平台	65		35		2266	13%
创新业务及其他	10		60		592	3%
总市值			17,723			
对应 PE			36 倍			

资料来源：兴业证券经济与金融研究院预测

6、风险提示

风险提示：

1) 监管政策收紧；2) 海外拓展不及预期；3) 第三方支付行业竞争加剧。

附表

资产负债表				
单位: 人民币亿元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	670	1016	1271	1713
应收账款及其他应收款	131	164	231	283
预付款项	6	10	11	17
其他应收款	26	37	50	65
其他流动资产	559	609	663	690
流动资产	1392	1837	2226	2769
长期股权投资	268	268	268	268
无形资产	150	315	533	817
商誉	53	53	53	53
固定资产	58	99	152	219
其他非流动资产	793	852	895	934
非流动资产	1323	1588	1900	2291
总资产	2716	3425	4126	5060
短期借款	146	161	177	194
应付账款及其他应付款	184	271	341	464
合同负债	25	30	35	38
其他流动负债	355	472	580	736
流动负债	710	933	1132	1433
长期借款	80	88	93	98
其他非流动负债	30	30	31	37
非流动负债	110	119	124	134
总负债	820	1052	1257	1567
股本	235	300	300	300
资本公积金	534	534	534	534
未分配利润	238	638	1124	1736
其他综合收益	826	826	826	826
非控制性股东权益	63	74	85	97
总权益	1896	2373	2870	3493
总负债和总权益	2716	3425	4126	5060

现金流量表				
单位: 人民币亿元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	181	412	497	623
固定资产折旧	13	26	37	49
无形资产摊销	3	6	11	14
经营性应收项目的减少	-165	-49	-80	-73
经营性应付项目的增加	58	210	184	288
经营活动产生现金流量	173	526	570	848
购建资产支付的现金	-149	-238	-318	-414
投资活动产生现金流量	-275	-268	-335	-428
吸收投资收到的现金	122	65	0	0
取得借款收到的现金	225	23	20	22
融资活动产生现金流量	39	88	20	22
现金净增加	-62	346	255	442
现金的期初余额	460	398	743	998
汇率影响	1	0	0	0
现金的期末余额	398	743	998	1441

利润表				
单位: 人民币亿元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1206	1711	2287	2977
成本	-605	-797	-1072	-1410
毛利	601	914	1215	1567
销售及推广费用	-181	-207	-320	-385
行政费用	-93	-86	-126	-163
研究及开发成本	-106	-145	-206	-268
提取保险合同准备金净额	-2	-2	-2	-2
其他收入净额	12	80	81	57
营业利润	224	544	629	788
EBITDA	226	569	668	841
折旧和摊销	16	32	48	63
EBIT	210	536	620	778
财务费用	-13	-19	-25	-33
税前利润	211	537	621	779
所得税费用	-30	-125	-124	-156
税后净利润	181	412	497	623
非控制性股东应占利润	11	11	11	11
母公司股东应占利润	170	401	486	612
EPS(元)	0.85	1.33	1.62	2.04

主要财务比率				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业增长率	41%	42%	34%	30%
营业利润增长率	535%	143%	16%	25%
净利润增长率	2442.3%	136.4%	21.2%	26.0%
盈利能力				
EBIT/营收	17%	31%	27%	26%
EBITDA/营收	19%	33%	29%	28%
毛利率	64%	52%	50%	53%
营业利润率	19%	32%	28%	26%
净利率	14%	23%	21%	21%
ROE	9.3%	17.4%	17.4%	18.0%

偿债能力				
资产负债率	30%	31%	30%	31%
流动比率	1.96	1.97	1.97	1.93
速动比率	1.96	1.97	1.97	1.93

营运能力				
资产周转率	0.47	0.56	0.61	0.65
应收帐款周转率	11.58	11.58	11.58	11.58

每股资料				
每股收益	0.85	1.33	1.62	2.04
每股经营现金流	0.73	1.75	1.90	2.82
每股净资产	8.06	7.90	9.55	11.63

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 48 -

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。