2020 年 10 月 31 日
公司研究●证券研究报告

# 蚂蚁集团（688688.SH）

新股覆盖研究

| III

## 业务拆分与估值探讨

**主要看点**

◆ **选用 SOTP，推导得出合理区间 1.74-2.29 万亿元。**由于无可比公司，蚂蚁无法直接使用 P/E、P/B 等相对估值法。较长时间无现金股利及自由现金流可预测性差，DDM、DCF 也不适用。用户数、PS 等初创企业常用的方法并不适合大集团。我们基于分部估值法，推导取得合理区间 1.74-2.29 万亿元，每股 56.82-74.89 元。

◆ **蚂蚁集团概况：**支付宝年活跃用户超 10 亿，是我国居民最常用的 App 之一。主要通过 20 家重要子公司和 2 家重要联营企业开展业务，分支付、微贷、理财、保险四大板块。四板块 H120 利润占比分别 32%/53%/11%/6.6%（合计 103%）。

支付业务交易规模市占 55%，2021-25E 收入增速 12-18%，跨境支付或成增长点。参考 Paypal 与 Visa，40x 目标 PE 下，合理估值 6,492-9,889 亿元。

微贷业务促成贷款余额 2.15 万亿，与平安银行相近，联合贷款和分级 ABS 模式实现风险转移。虽然从逾期率看，蚂蚁风控能力较银行优势并不明显，但考虑消费贷、经营贷市场广阔且支付宝极其便利，我们看好微贷业务前景。蚂蚁链等新技术推动下 2021-25E 利润增速 20-30%，基于 PEG=1 得出合理估值 5,679-6,749 亿元。

理财业务促成 AUM 4.10 万亿元，占我国资管业总规模 7.49%，社会居民可投资资产 2.40%。考虑我国社会居民财富积累较丰厚且理财需求旺盛，支付宝渠道优势明显及智能投顾推动，2021-25E 利润增速 18-26%，合理估值 1,460-1,689 亿元。

保险板块年促成保费 518 亿元，已达到中等偏上保险公司水平。人口老龄化、保险意识提升下，2021-25E 利润增速 20%左右，合理估值 812-1,157 亿元。其他子公司、联营合营企业、账面现金等资产价值 2,957-3,451 亿元。

◆ **盈利预测：**基于分项业务测算，2020-22E 净利润分别 431 亿元、523 亿元和 653 亿元，同比+154%、21%和 25%，微贷、理财业务增速最快，收款码收费也将带来一次性业绩提升。1.74-2.29 万亿总市值对应 2021E PE 33-44x。

◆ **风险提示：**宏观经济下行；监管趋严；市场饱和与高基数下，业绩增速低于预期。

**公司近 3 年收入和利润情况**

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019A |
|---|---|---|---|
| 主营收入(百万元) | 65395.9 | 85722.3 | 120618.4 |
| 同比增长(%) | % | 31.1% | 40.7% |
| 营业利润(百万元) | 11101.2 | 3525.5 | 22400.9 |
| 同比增长(%) | % | -68.2% | 535.4% |
| 净利润(百万元) | 6951.3 | 667.1 | 16957.2 |
| 同比增长(%) | % | -90.4% | 2441.9% |
| 每股收益(元) | 0.46 | 0.04 | 0.85 |

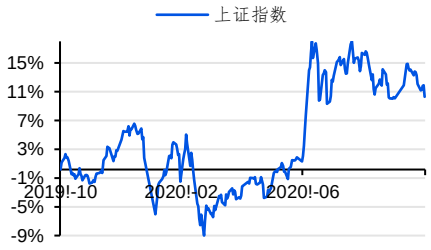
*数据来源：贝格数据华金证券研究所*

股价( ) 元

**交易数据**

| | |
|---|---|
| 总市值（百万元） | |
| 流通市值（百万元） | |
| 总股本（百万股） | 25,449.34 |
| 流通股本（百万股） | |
| 12 个月价格区间 | /元 |

**一年股价表现**




*资料来源：贝格数据*

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|

分析师 崔晓雁
SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098

**相关报告**

# 内容目录

**一、估值方法的选择 ..... 4**
（一）蚂蚁集团不适用的估值方法及原因 ..... 4
（二）我们选择 SOTP 推导蚂蚁集团估值 ..... 5
**二、分部推导估值 ..... 9**
（一）支付业务 ..... 9
1、支付：我国最大的数字支付服务商 ..... 9
2、支付业务拆分与利润贡献 ..... 10
3、可比公司：Paypal 与 Visa ..... 12
（1）Paypal：全球使用最广泛的第三方支付工具之一 ..... 12
（2）Visa：全球线下支付巨头 ..... 13
3、蚂蚁支付板块估值推导 ..... 14
（二）微贷业务 ..... 16
1、微贷：近年来业绩贡献最突出的板块 ..... 16
2、微贷板块业绩贡献与盈利预测 ..... 17
（1）微贷业务收入拆解与费率 ..... 17
（2）花呗、借呗：消费贷业务 ..... 18
（3）经营贷与蚂蚁链 ..... 20
（4）微贷业务盈利预测 ..... 21
3、微贷板块估值推导 ..... 23
（1）微贷业务估值推导 ..... 23
（2）网商银行估值推导 ..... 24
（三）理财业务 ..... 27
1、品类齐全的金融产品超市 ..... 27
2、盈利预测与可比公司 ..... 28
（1）理财平台：代销金融产品+技术服务 ..... 28
（2）天弘基金：掌管我国 AUM 最大的货币基金 ..... 30
3、理财板块估值推导 ..... 31
（1）理财业务 ..... 31
（2）天弘基金 ..... 31
（四）保险相关业务 ..... 33
1、保险科技平台 ..... 33
（1）保险产品代销+技术服务 ..... 33
（2）相互宝：最具蚂蚁特色的创新产品 ..... 34
（3）国泰保险：责任险、保证保险为主要保费来源 ..... 35
2、保险板块估值推导 ..... 36
（1）国泰保险 ..... 36
（2）保险产品代销与技术服务 ..... 38
（五）其他资产 ..... 39
（1）尚未估值的重要子公司和联营合营企业 ..... 39
（2）其他资产 ..... 40
**三、集团整体盈利预测与估值推导 ..... 41**
（一）集团整体估值 ..... 41

（二）集团整体盈利预测 ..... 42
**风险提示 ..... 44**

# 一、估值方法的选择

## （一）蚂蚁集团不适用的估值方法及原因

常用的估值方法，大致可分为相对估值法和绝对估值法。

相对估值法也称乘数估值法，通常选取可比公司或交易案例进行比较，以确定标的对象的评估参数。P/E、P/B、P/AUM、EV/EBITD、EV/FCF 等都是相对估值法。相对估值法是股票市场使用最多的方法，直观、快速、最有效率。但对于蚂蚁集团，我们认为简单的使用相对估值法并不严谨。原因正如蚂蚁招股书中表述的“公司从事的业务整体具有较强的创新性和独特性”、“在中国以及全球范围内暂无直接可比公司”。

绝对估值法，是通过估算企业未来自由现金流、净资产、净利润、现金分红等，预测股东未来收益并基于适当折现率折算成现时价值的方法。最主要包括 DDM（Dividend Discount Model 股利贴现模型）、DCF（Discount Cash Flow 现金流折现模型）、RNAV（Revaluated Net Assets Value 重估净资产）等。对于蚂蚁集团，我们认为 DDM、DCF 和 RNAV 也不适用。

- DDM 是最基本的股票内在价值评价模型，但 DDM 基于股利贴现，而蚂蚁集团的现金股利我们难以预测。这一判断主要基于：1）2017 年至今蚂蚁并未进行股利分配，2）蚂蚁在招股书风险提示中特别强调“公司无法保证董事会在审议利润分配方案时将会做出现金分红的决定。”

- DCF 是使用最广泛的绝对估值法，严谨、复杂、受教科书推崇。我们认为蚂蚁集团不适用 DCF 模型，原因在于蚂蚁集团从事大量金融类业务，尤其其中的微贷、保险类业务，尽管其表内余额占总业务体量比例不高，但绝对额较大。资金或称流动性是金融业务的生产资料，频繁大额流入流出，涉及会计科目如买入回购、卖出返售、拆入资金、拆出资金、应收保费、保险合同准备金等。这类资金流动受宏观、政策、市场环境、公司策略影响较大，且不同资金对应不同成本和久期，长期预测难度较大、准确性不高。这也是金融企业通常不用 DCF 的原因。

- RNAV 主要适用于地产、物业类企业。蚂蚁从事大量代理、技术服务等轻资产业务，不依靠资产负债表，不受资本约束，重估净资产无意义。

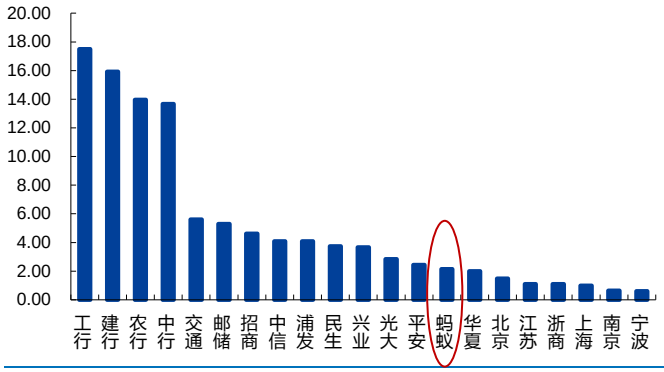
至于互联网企业普遍使用的市值用户比较数（P/Customers）、营销回报法（P/S），我们认为这类估值方法更适用于初创期的小型企业，短期难以实现会计利润但未来前景广阔，因此使用用户数、营业收入等先行指标进行估值，是一种投资决策上的妥协。

蚂蚁集团支付业务市场占有率已达我国的 55%；微贷促成贷款余额 2.15[1]万亿元，放贷规模略低于平安银行的 2.43 万亿，高于华夏、浙商等全国性股份行，高于所有上市城商行、农商行；理财业务促成管理资产规模 4.10 万亿元，占我国资管行业总规模[2]的 7.49%。蚂蚁集团最新一期

[1] 蚂蚁微贷、上市银行发放贷款及垫款均使用 2020 年中期末数据比较
[2] 证券业协会发布 2020 年中期末数据

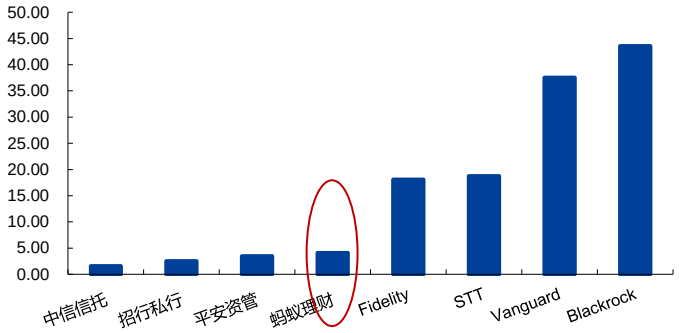
总资产 3,159 亿、净资产 2083 亿元；最近三年年营业收入超千亿元、净利润数百亿元。无论从哪个角度，蚂蚁集团都是大型企业，难以定义为初创期的小型企业。

图 1：H120 蚂蚁促成贷款余额与部分银行比较（单位:万亿元）



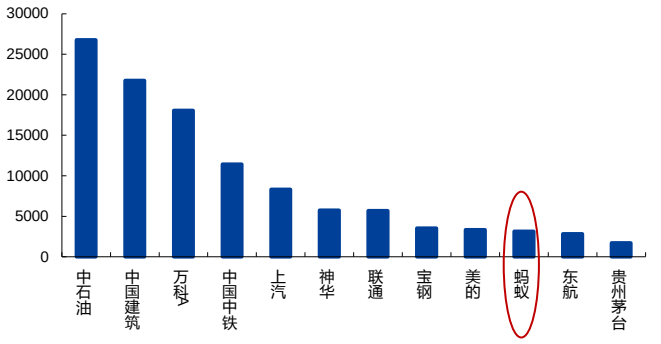

资料来源：蚂蚁集团招股书、WIND、华金证券研究所

图 2：蚂蚁促成理财 AUM 与部分优秀资管机构比较(单位:万亿元)



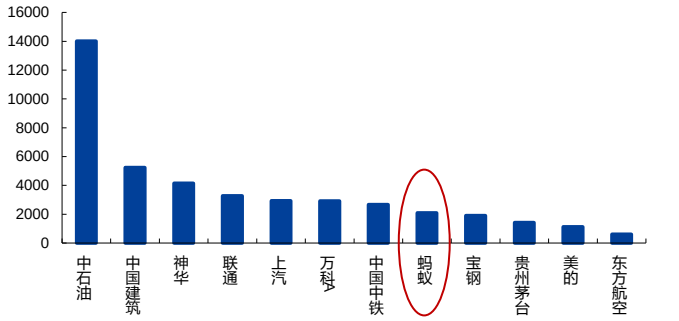

资料来源：蚂蚁集团招股书、WIND、华金证券研究所

图 3：H120 蚂蚁与部分上市公司总资产比较（单位:亿元）




资料来源：蚂蚁集团招股书、WIND、华金证券研究所

图 4：H120 蚂蚁与部分上市公司净资产比较（单位:亿元）




资料来源：蚂蚁集团招股书、WIND、华金证券研究所

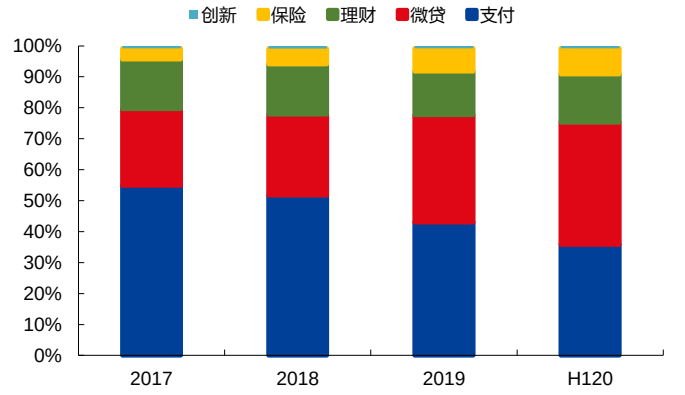
## （二）我们选择 SOTP 推导蚂蚁集团估值

考虑蚂蚁集团的特性，我们选择 SOTP（Sum of The Parts 分部估值法）推导公司价值。SOTP 是介于相对与绝对估值法之间的估值方法，适合多元化企业，不同业务条线根据业务属性选择不同估值方法，最后加总（有的需再给予一定溢价折价）推导集团整体价值的方法。

蚂蚁集团目前业务主要包括数字支付和商家服务、数字金融科技平台、集团整体研发/运营/投融资等职能部门三部分，其中数字金融科技平台又可分为微贷平台、理财平台、保险平台三个板块。

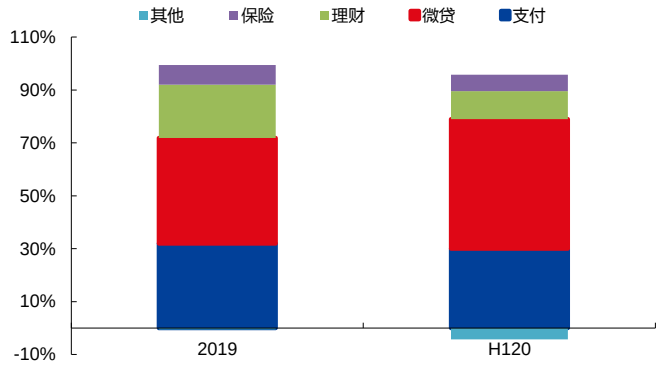
从收入结构来看，H120 支付、微贷、理财、保险、其他五个业务板块收入占比分别为 35.86%、39.41%、15.56%、8.42%、0.75%。从利润结构来看，H120 支付、微贷、理财、保险、其他五个业务板块的利润占比分别 32.37%、52.86%、11.45%、6.64%、-4.61%。

图 5：蚂蚁集团收入结构




资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所

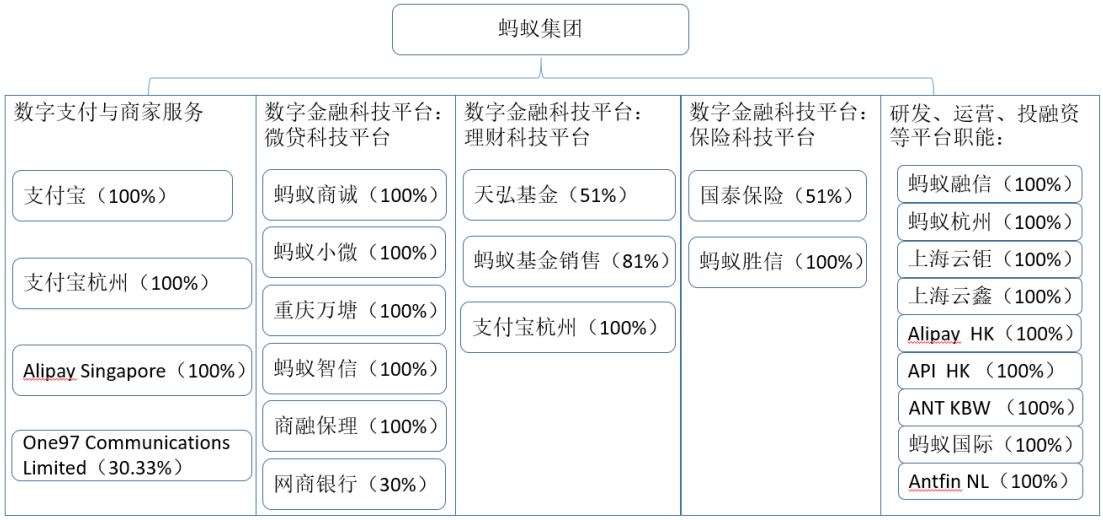
图 6：蚂蚁集团利润结构




资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所

蚂蚁的这些业务分别通过 20 家重要子公司[3]和 2 家重要参股合营联营公司实现。20 家重要子公司 2020 年 1-6 月总资产占公司合并报表总资产的 103.50%；权益净资产占比 92.03%；权益净利润占比 98.71%。整体而言，这些重要子公司已反映了蚂蚁“现阶段”绝大部分业务和资产，而其他业务或资产几乎处于盈亏平衡状态。

图 7：蚂蚁集团现有业务板块及重要子公司




资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所

注：基于招股书第 102 页适当调整；商融保理未列入重要子公司，但是招股书中提示的微贷业务组成部分；支付宝（杭州）净利润来着支付业务和理财业务

基于分部估值法，我们对不同业务板块、不同业务、不同公司选用不同的估值方法。最终推导取得蚂蚁集团合理估值区间为 1.74-2.29 万亿元，对应每股价格 56.82-74.89 元。

- 支付业务作为相对成熟的业务，参考 Paypal 与 Visa，使用 PE 估值法，给予 40x 目标 PE。
- 微贷业务区分本部开展与网商银行。

  本部开展的微贷业务基于 PEG=1，根据未来 3 年估算利润 CAGR 给予适当目标 PE。

[3] 重要子公司包括最近一年及一期总资产、净资产、营业收入及净利润（母公司报表口径）中任一指标占发行人合并报表对应科目相应指标比例超过 5%的子公司，及其他虽未达到前述标准但公司认为对公司具有重大影响的子公司。

网商银行作为持牌银行，展业受银保监会监管和资本约束，对比宁波银行、招商银行、富国银行等国内外优秀零售银行，按照 PB 估值法估值，给予 1.50-2.00x 目标 PB。

- 理财业务拆分为金融产品代销与天弘基金。

  金融产品代销业务同样基于 PEG=1，根据未来 3 年 CAGR 给予适当目标 PE。

  天弘基金作为已进入稳健发展阶段的资管公司，参考贝莱德、道富公司和惠理集团，给予 15x 的目标 PE。

- 保险业务拆分为保险产品代销和国泰保险。

  保险产品代销考虑未来 3 年 CAGR 约为 20%，给予 20x 目标 PE。

  国泰保险作为互联网保险，资产规模较小且处于盈亏平衡状态，对比港股上市的众安在线，按照 PS 法给予估值。

- **其他资产**：四大板块未包括的子公司、持有股权、账面现金等给予 1.00x PB。

表 1：蚂蚁集团分部估值表（单位：亿元）

| 业务板块 | 细分 | 项目 | 2021E | 2022E | 2023E | 备注 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **支付板块** | 支付业务 | 净利润 | 162 | 229 | 275 | |
| | | 目标 PE | 40 | 38 | 36 | 参考 Paypal 与 Visa |
| | | **合理估值** | **6,492** | **8,718** | **9,889** | |
| **微贷板块** | 微贷业务 | 净利润 | 187 | 251 | 333 | |
| | | 目标 PE | 30 | 24 | 20 | 基于 PEG=1 |
| | | 合理估值 | 5,615 | 6,016 | 6,664 | |
| | 网商银行 | 净资产 | 142 | 142 | 142 | |
| | | 目标 PB | 1.50 | 1.75 | 2.00 | 参考宁波银行、招商银行、富国银行 |
| | | 合理估值 | 213 | 249 | 285 | |
| | | 30%股权 | 64 | 75 | 85 | |
| | **小计** | | **5,679** | **6,091** | **6,749** | |
| **理财板块** | 金融产品销售 | 净利润 | 47 | 59 | 80 | |
| | | 目标 PE | 26 | 23 | 18 | 基于 PEG=1 |
| | | 合理估值 | 1,229 | 1,365 | 1,439 | |
| | 天弘基金 | 净利润 | 30.2 | 31.37 | 32.66 | |
| | | 目标 PE | 15 | 15 | 15 | 参考贝莱德、道富公司和惠理集团 |
| | | 合理估值 | 453 | 471 | 490 | |
| | | 51%股权价值 | 231 | 240 | 250 | |
| | **小计** | | **1,460** | **1,605** | **1,689** | |
| **保险板块** | 保险产品销售 | 净利润 | 28.6 | 34.1 | 41.2 | |
| | | 目标 PE | 20 | 20 | 20 | 基于 PEG=1 |
| | | 合理估值 | 571 | 681 | 824 | |
| | 国泰保险 | 营业收入 | 80 | 96 | 110 | |
| | | 目标 PS | 5.92 | 5.92 | 5.92 | 参考众安在线 |
| | | 合理估值 | 473 | 568 | 653 | |
| | | 51%股权价值 | 241 | 290 | 333 | |
| | **小计** | | **812** | **971** | **1,157** | |

| 业务板块 | 细分 | 项目 | 2021E | 2022E | 2023E | 备注 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **其他** | 其他重要子公司 | 净资产 | 1,098 | 1,098 | 1,098 | H120 末数据 |
| | 二级市场持股 | 市值 | 263 | 263 | 263 | 过去三年平均 |
| | 其他资产 | 净资产 | 153 | 153 | 153 | H120 末数据 |
| | 现金 | 现金 | 1,442 | 1,659 | 1,936 | |
| | **小计** | | **2,957** | **3,174** | **3,451** | |
| **合计** | | | **17,400** | **20,559** | **22,935** | |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

# 二、分部推导估值

## （一）支付业务

### 1、支付：我国最大的数字支付服务商

蚂蚁集团是我国最大的数字支付服务商，公司旗下最主要的平台——支付宝成立于 2004 年。支付宝 App 目前连接了中国超过 10 亿用户、超过 8,000 万商家及超过 2,000 家金融机构。截至 2020 年中期末的过往 12 个月期间，境内用户在平台上完成了共计 118 万亿元的总支付交易规模及 6,219 亿元的国际总支付交易规模。

支付业务盈利模式较多，大致可分为按交易金额收费、按交易笔数收费、阶梯计费、包年等方式，其中按照交易金额一定比例提取服务费最普遍。据草根调研显示，目前我国支付服务行业对企业和商户收取的费用比例通常是千分之 1-6，对个人往来暂不收费。

表 2：网络支付业务行业普遍收费标准

| 服务主体 | 支付服务内容 | 服务内容 | 基本服务标准 |
|---|---|---|---|
| 企业及商户 | B2C 网关支付 | PC 网页 | 按照交易金额的 0.30%收取服务费<br>（含每笔 0.1 元的信息服务费） |
| | | WAP 网页 | 按照交易金额的 0.40%收取服务费<br>（含每笔 0.1 元的信息服务费） |
| | B2B 网银支付 | — | 按照交易笔数 10 元/笔收取服务费<br>（含每笔 0.1 元的信息服务费） |
| | 信用卡快捷支付 | — | 按照交易金额的 0.60%收取服务费<br>（含每笔 0.1 元的信息服务费） |
| | 借记卡快捷支付 | — | 按照交易金额的 0.30%收取服务费<br>（含每笔 0.1 元的信息服务费） |
| | 部分付款服务 | 直连付款 | 按照交易笔数 1 元/笔收取服务费<br>（含每笔 0.1 元的信息服务费） |
| | 部分账户服务 | 账户转账、提现、安全信息服务<br>（反洗钱与反洗钱信息） | 转账按照交易金额的 0.10%收取服务费<br>（信息服务费按 0.1 元/次收取）<br>信息服务费服务按 0.1 元/次收取 |
| 个人 | 个人账户 | 充值、缴费、安全信息服务 | 目前暂不收费 |

*资料来源：华金证券研究所*

支付宝方面，收费标准与行业相当，借记卡支付通常向商家收取 0.3%的服务费，信用卡支付通常收取 0.6%的服务费。相对独特的差异在于，支付宝与收款码收款方约定 2021 年 3 月 31 日前不收取服务费；同时，按有效交易[4]笔数将商家划分为四个等级，并推出 1 万-30 万不等的年费包年服务；此外，顾客用花呗付款，商家需按 0.8%缴纳服务费。

根据艾瑞咨询披露的中国数字支付交易规模，2017 至 H120，蚂蚁集团市场占有率分别为 54.4%、55.0%、55.1%、54.8%。我国互联网支付领域目前为支付宝、微信两强并列的市场格

[4] 支付方实际支付金额大于等于 2 元

局，短期来看我们认为 55%是蚂蚁可望保持的市场份额。中长期来看，我们担忧央行的虚拟货币将攫取一定市场份额。

2020 年 10 月 9 日，数字人民币在深圳试点，191 万多人报名摇号，5 万人获赠约 1000 万元数字人民币。数字人民币是人民银行把数字货币和电子支付工具结合起来的一种货币，简称“DC/EP”（digital currency & electronic payment），目标是替代一部分现金。DC/EP 不需要网络就能支付，可在不同 APP 间直接转账划拨（支付宝、微信需转道银行）。未来正式推出后，若 DC/EP 的便利性、收益率均不弱于支付宝、微信，我们认为在央行的强势推动下，支付宝、微信或将丢失一定的市场份额。

最后，值得注意的是，受益于在网购领域的强大优势，及为购物双方提供了极大便利，支付宝溢价能力很强。2019 年 1 月支付宝宣布将商家首款手续费由原来的 0.55%上涨至 0.60%，企业与商户并未表现出显著的负面反响。由此我们认为未来支付宝若对收款码用户收费，阻力也不会太大。

## 2、支付业务拆分与利润贡献

由于蚂蚁披露数据较少，我们难以“准确”拆分企业/商户、收款码、个人等细项数据。结合市场调研和支付同业如拉卡拉（300773.SZ），我们假设支付宝向企业/商户收取费率与拉卡拉相当，H120 约 0.11%。考虑到目前收款码客户和个人往来暂不收费、电脑端转账 10 元封顶，我们使用数据支付业务收入倒算企业与商户交易规模，推导取得企业/商户交易规模约占总交易规模的 35-40%。

展望 2021-25 年，我们假设公司在国内数字支付领域市场占有率将保持在 55%不变，并将于 2022 年 1 月开始向部分交易体量较大的收款码客户收费，企业/商户费率保持不变。考虑到经济增长、数字支付普及率继续提升等因素，我们参考艾瑞咨询关于我国数字支付总交易规模未来 5 年仍将保持 10-15%的双位数增长的观点。基于上述假设，经测算我们认为受益于市场规模扩大和综合费率提升，2021-25 年蚂蚁支付业务收入仍可保持 12-18%的增速。

高市占率下，蚂蚁支付的国内业务增速难以大幅提升，跨境支付已成为蚂蚁支付的未来增长点。参考目前银行跨境转账手续费率大致在 0.50-1.00%，我们假设 2021-25 年公司经过 5 年发展，跨境交易规模达到 Paypal 目前的体量，交易规模增速 30-60%，费率 0.50%。2025 年跨境支付业务收入或可达到公司支付业务收入的 15%左右。

虽然存在海外疫情反复、中美竞争加剧、国际局势复杂以及我国严格外汇管制等风险因素，但相对于中国银行半年清算 229.40 万亿元的体量，我们认为低基数下，蚂蚁的海外业务/跨境支付业务即便未来 3-5 年保持较快增长，也具可能性。

表 3：蚂蚁支付业务交易规模拆分（单位：万亿元）

| | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | H120 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中国数字支付交易规模 | 126 | 165 | 201 | 227 | 262 | 295 | 333 | 371 | 412 | 214 |
| YoY | | 31% | 22% | 13% | 15% | 13% | 13% | 11% | 11% | |
| 蚂蚁总支付交易规模 | 69 | 91 | 111 | 126 | 145 | 164 | 186 | 208 | 232 | 118 |
| YoY | | 33% | 22% | 13% | 16% | 13% | 13% | 12% | 11% | |
| 蚂蚁国内业务市占率 | 54.4% | 55.0% | 55.1% | 55% | 55% | 55% | 55% | 55% | 55% | 55.1% |

| | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | H120 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 跨境支付交易规模 | | | | 0.80 | 1.28 | 1.92 | 2.78 | 3.90 | 5.07 | 0.62 |
| YoY | | | | | 60% | 50% | 45% | 40% | 30% | |
| 企业与商户交易规模 | 23.93 | 31.69 | 47.19 | 49.94 | 57.64 | 64.90 | 73.26 | 81.62 | 90.64 | 43.35 |
| YoY | | 32% | 49% | 6% | 15% | 13% | 13% | 11% | 11% | |
| 个人交易规模 | 44.57 | 59.11 | 63.91 | 74.91 | 86.46 | 97.35 | 109.89 | 122.43 | 135.96 | 74.65 |
| YoY | | 33% | 8% | 17% | 15% | 13% | 13% | 11% | 11% | |
| 跨境支付交易占比 | 0% | 0% | 0% | 0.6% | 0.9% | 1.2% | 1.5% | 1.9% | 2.2% | 0.5% |
| 企业与商户交易规模占比 | 35% | 35% | 42% | 40% | 40% | 40% | 39% | 39% | 39% | 37% |
| 个人交易规模占比 | 65% | 65% | 58% | 60% | 59% | 59% | 59% | 59% | 59% | 63% |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

表 4：蚂蚁支付业务收入拆分与预测（单位：亿元）

| | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | H120 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 支付业务收入 | 359 | 444 | 519 | 589 | 698 | 956 | 1,110 | 1,276 | 1,454 | 260 |
| YoY | | 24% | 17% | 14% | 18% | 37% | 16% | 15% | 14% | 13% |
| 企业与商户交易规模 | 23.93 | 31.69 | 47.19 | 49.94 | 57.64 | 64.90 | 73.26 | 81.62 | 90.64 | 43.35 |
| 个人交易中收款码规模 | | | | 74.91 | 86.46 | 97.35 | 109.89 | 122.43 | 135.96 | |
| 跨境支付交易规模 | | | | 0.80 | 1.28 | 1.92 | 2.78 | 3.90 | 5.07 | 0.62 |
| 企业与商户假设费率 | 0.15% | 0.14% | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% |
| 收款码客户假设费率 | | | | - | - | 0.05% | 0.05% | 0.05% | 0.05% | |
| 跨境业务假设费率 | | | | 0.50% | 0.50% | 0.50% | 0.50% | 0.50% | 0.50% | 0.50% |
| 企业与商户业务收入 | 359 | 444 | 519 | 549 | 634 | 714 | 806 | 898 | 997 | 238 |
| 收款码业务收入 | | | | | - | 146 | 165 | 184 | 204 | |
| 跨境业务收入 | | | | 40 | 64 | 96 | 139 | 195 | 253 | 22 |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所，*

*注：企业与商户费率参考拉卡拉、收款码客户参考目前综合费率、跨境支付费率参考银行跨境汇款费率*

利润贡献方面，由于蚂蚁并未披露分部报表，我们仅能通过支付宝（中国）、支付宝（杭州）和 Alipay Singapore 三家子公司 2019 和 H120 利润数据推测。根据招股书，三家子公司 2019 年和 H120 分别贡献净利润 84.04 亿元和 86.05 亿元，分别占公司合并报表归母净利润的 49.56%和 40.52%。但支付宝（杭州）的净利润中疑似包含了理财业务的技术服务费，我们将其剔除。剔除后，支付业务约贡献净利润 58.51 亿元和 68.73 亿元，分别占合并净利润的 34.50%、32.37%。

表 5：支付业务相关子公司财务数据（百万元）

| | | | 2019 | | | H120 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 持股比例 | 所得税率 | 总资产 | 净资产 | 净利润 | 总资产 | 净资产 | 净利润 |
| 支付宝 | 100% | 25% | 47,616 | 11,850 | 120 | 55,858 | 12,718 | 313 |
| 支付宝（杭州）拆 | 100% | 25% | 11,639 | -8,255 | 7,145 | 15,946 | 715 | 6,916 |

| | | | 2019 | | | H120 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Alipay Singapore | 100% | 17% | 16,857 | 3,046 | -1,415 | 15,126 | 7,908 | -356 |
| 合计 | | | 76,111 | 6,640 | 5,850 | 86,930 | 21,341 | 6,873 |
| 占合并报表比例 | | | 28.03% | 3.62% | 34.50% | 27.52% | 10.25% | 32.37% |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

*注：支付宝（杭州）净利润中包含理财业务业绩贡献，故进行剔除；Alipay Singapore 数据采用 7.00 汇率折算为人民币*

结合公司披露的 2019 和 H120 数字支付和商家服务收入和三家子公司企业所得税率，我们估算 2019 和 H120 蚂蚁支付业务税前利润率分别为 15.38%、35.41%。可比公司 Paypal 和 Visa 的税前利润率分别在 15%和 65%左右，我们认为蚂蚁支付业务 35%的税前利润率处于合理范围。但考虑到公司支付业务 H120 利润率提升过快，我们认为或由于疫情影响下部分正常费用未发生，未来将恢复正常。因此我们假设 2020-25 年蚂蚁支付板块税前利润率从 30%逐年提升 1 个百分点至 35%，支付板块盈利预测如下：

表 6：蚂蚁支付业务利润贡献预测（单位：亿元）

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | H120 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 支付业务收入 | 519 | 589 | 698 | 956 | 1,110 | 1,276 | 1,454 | 260.11 |
| YoY | | 14% | 18% | 37% | 16% | 15% | 14% | |
| 营业利润 | 19 | 177 | 216 | 306 | 366 | 434 | 509 | 38.06 |
| YoY | | 846% | 22% | 41% | 20% | 18% | 17% | |
| 估算净利润 | 59 | 133 | 162 | 229 | 275 | 325 | 382 | 68.73 |
| YoY | | 127% | 22% | 41% | 20% | 18% | 17% | |
| 税前利润率 | 15.38% | 30% | 31% | 32% | 33% | 34% | 35% | 35.41% |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

## 3、可比公司：Paypal 与 Visa

### （1）Paypal：全球使用最广泛的第三方支付工具之一

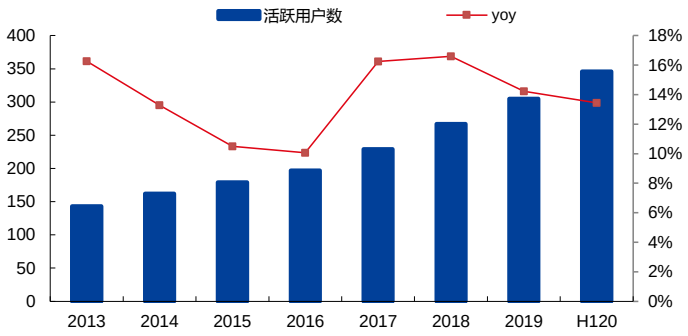
Paypal 是蚂蚁支付板块的可比公司之一。PayPal 创立于 1998 年 12 月，总部在美国加利福尼亚州，是目前全球使用最广泛的第三方支付工具之一。PayPal 是即时支付、即时到账的国际贸易支付工具，集信用卡、借记卡、电子支票等于一身，目前服务范围超过 200 个市场，支持币种超过 100 个。跨国交易中，将近 70%的在线跨境买家使用 PayPal 支付款项。

2015 年 4 月 10 日，PayPal 从 eBay 分拆，在美国纳斯达克独立上市，股票代码 PYPL.O。2017 年 9 月，PayPal 与阿里巴巴全球速卖通达成合作。2019 年交易规模 7,119.25 亿美元，实现营业收入 177.72 亿美元；实现净利润 24.59 亿元。

PayPal 盈利主要依靠向商户端收取的支付服务手续费；个人端收费包括取现手续费、换汇手续费及 PayPal Credit 产品的利息费用等；其他收入主要是增值服务收入，包括个人及商户的信贷服务、订阅服务费、网关服务费及其他技术服务等。收入结构来看，自 2012 年以来，支付相关收入占比一直维持在 90%左右。

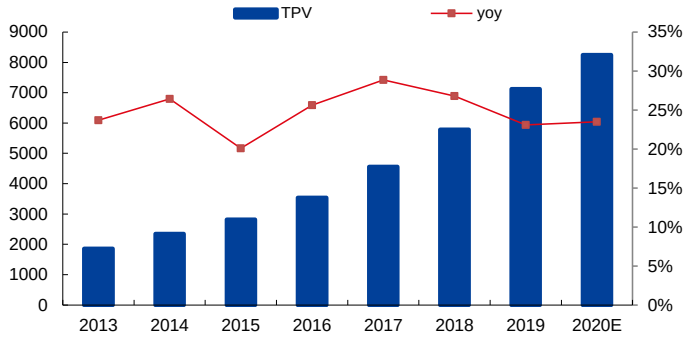
从增速来看，PayPal 自 2012 年[5]来客户数、交易规模、营业收入、净利润等均保持双位数高增长。

图 8：Paypal 2013 年以来活跃客户数及增速（百万户）



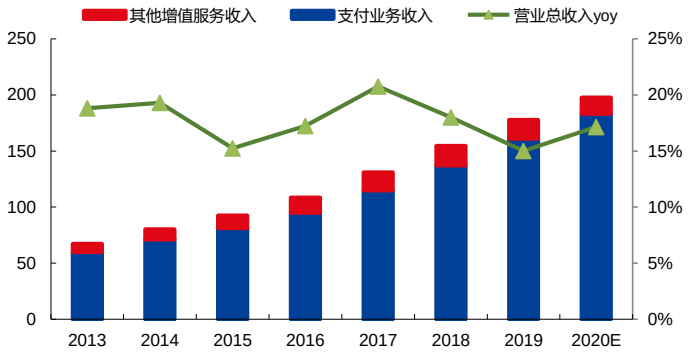

*资料来源：WIND，华金证券研究所*

图 9：Paypal 2013 年以来支付交易规模及增速（亿美元）



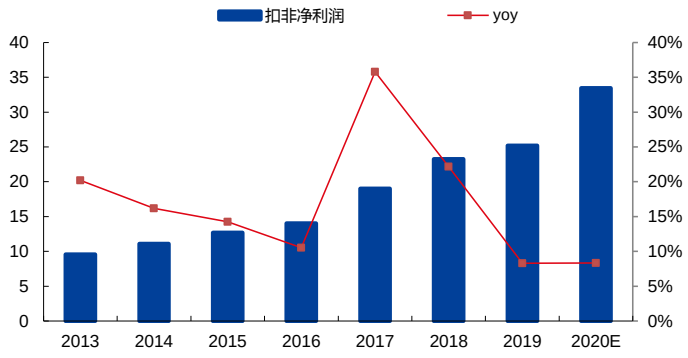

*资料来源：WIND，华金证券研究所，注：2020 全年数据为中期数据*2*

图 10：Paypal 2013 年以来营业总收入及增速（百万美元）




*资料来源：WIND，华金证券研究所，注：2020 全年数据为中期数据*2*

图 11：Paypal 2013 年以来扣非净利润及增速（百万美元）




*资料来源：WIND，华金证券研究所，注：净利润扣除非经常性损益影响，此外 2014 年净利润剔除所得税异常因素，2020 全年数据为中期数据*2*

## （2）Visa：全球线下支付巨头

Visa 是蚂蚁支付板块的另一可比公司。Visa 于 1977 年正式成立，2008 年 3 月在美国纽交所上市，股票代码 V.N。Visa 是一个由全世界银行等金融机构组成的支付和金融服务网络，服务全球 200 多个国家和地区，中国的银联就是参照 Visa 成立的组织。

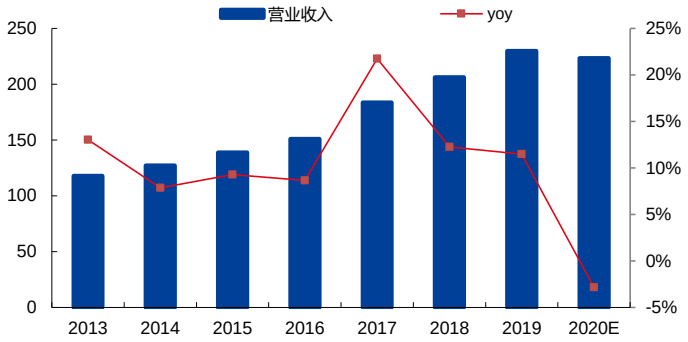
Visa 前身是 1959 年由美洲银行所发行的 Bank Americard（一种信用卡），1965 年十四家东部的银行在纽约州的水牛城成立“银行间卡片协会”（Interbank Card Association）。依托全球化的集中处理平台 VisaNet，Visa 为其金融机构和特约商户客户提供交易处理服务。如其金融机构客户提供丰富的信用卡产品；针对不同地域和消费水平的消费者细分群体，提供丰富的消费者借记卡产品；还提供种类繁多的预付费卡产品。Visa 还为各类企业和政府提供定制化的商业支付解决方案。公司主要提供交易处理服务、产品平台和支付网络管理服务。整体而言，Visa 是线下的全球支付巨头，2020 年上半年收购了美国一家线上支付公司 Plaid，进军线上支付。

[5] 可追溯最早时间

Visa 过往财务数据表现优异，除 2020 年疫情导致的特殊原因外，收入一直保持 10%左右的稳健增长，利润增速虽有所波动，但扣非摊薄 ROE 持续提升，由 2013 年的 18.53%升至 2019 年的 34.83%。Visa 的税前利润率最近 5 年平均为 64.58%、净利润率平均 46.87%，利润率丰厚。

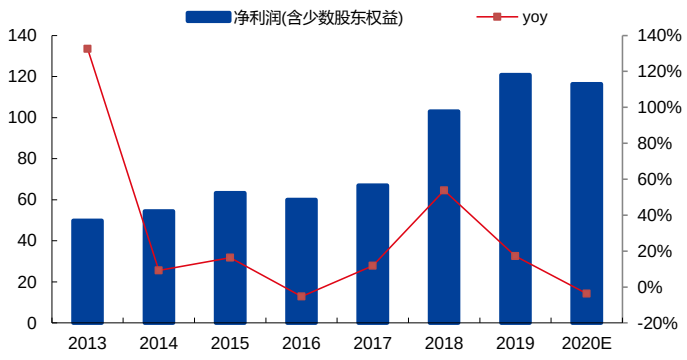
我们认为，Visa 的利润率远高于蚂蚁和 PayPal，一方面原因在于交易规模大，2019 年 Visa 总交易规模 8.8 万亿美元，远高于 PayPal 同期的 7,119 亿美元；另一方面，Visa 业务相对成熟，成本投入相对较少，而蚂蚁和 PayPal 起步较晚，网络社会日新月异，持续的技术革新需大量成本投入。

图 12：Visa 2013 年以来营业总收入及增速（百万户）



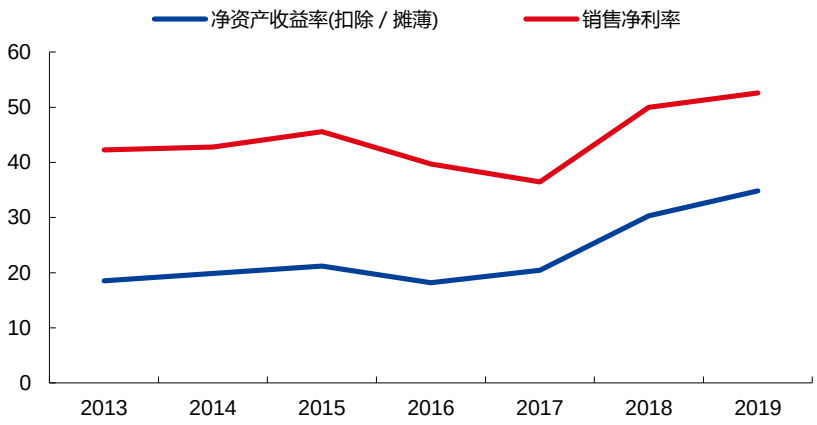

资料来源：WIND，华金证券研究所，注：2020 全年数据为三季报数据/3*4

图 13：Visa 2013 年以来净利润及增速




资料来源：WIND，华金证券研究所，注：2020 全年数据为三季报数据/3*4

图 14：Visa 2013 年以来净资产收益率与销售净利率（单位：%）



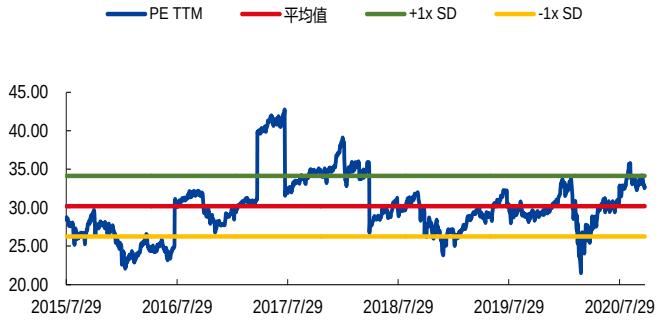

资料来源：WIND，华金证券研究所

## 3、蚂蚁支付板块估值推导

从股价市场表现来看，PayPal 和 VISA 都是十分优秀的公司，上市以来为投资者创造了十分可观的收益。

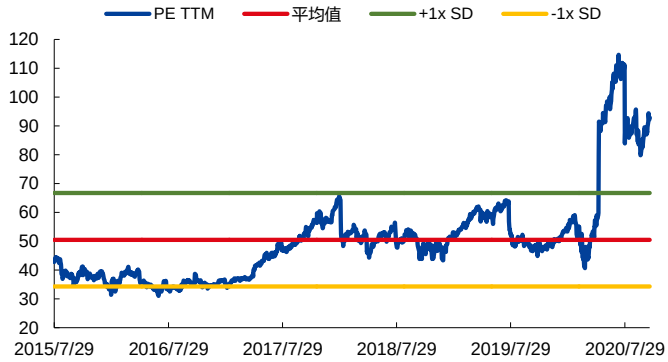
其中 Visa 估值倍数相对稳定，一直围绕在 30xPE 波动。资本市场对 PayPal 的认可则曾经历了一个过程。在 2015、16 及 17 年 1 季度，市场给予 PayPal 的 PE 在 36x 左右；2017 年，公司活跃客户数、净利润均大幅增长，交易规模和营业收入则录得连续两年高增长，资本市场逐步认可公司盈利模式，PE 中枢升至 50x 附近；2020 年 4 月至今，PayPal 股价再度大幅上涨，截止 10 月中旬 PayPal PE 达到 92x 的历史高位。我们认为，PayPal 今年能够取得如此高的估值溢价，一方面受益于美国科技股的大幅上涨，另一方面也是公司上市以来连续 7-8 年的双位数高增长，使得投资者对公司未来业绩更有信心。

图 15：Visa 最近 5 年平均 PE TTM 32.67x




资料来源：WIND，华金证券研究所

图 16：Paypal 上市以来平均 PE TTM 50.50x




资料来源：WIND，华金证券研究所

基于我们对蚂蚁支付板块的盈利预测，蚂蚁支付板块收入和利润未来 5 年有望实现 10-20%的持续增长，业绩增速与 PayPal 上市以来的业绩表现大致相当，优于 Visa 10%左右的稳健增长。

PayPal 和 Visa 两者均具有参考性，也与蚂蚁存在差异。Visa 具有线下优势，线上支付领域有待加强；PayPal 的技术能力优于蚂蚁，同时服务 200 多个国家和地区，业务天花板高于蚂蚁。因此我们计算 Visa 和 PayPal PE 的平均值得 41.59x，取整给予蚂蚁支付业务 40x 2021E PE，2022-25 年逐年降低至 Visa 平均水平。基于 2021-23 年盈利预测，推导得出蚂蚁支付板块的估值为 6,492-9,889 亿元。

表 7：蚂蚁支付业务估值推导（单位：亿元）

| | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|
| 支付业务收入 | 698 | 956 | 1,110 |
| 净利润 | 162 | 229 | 275 |
| 适用目标 PE | 40 | 38 | 36 |
| 合理估值 | 6,492 | 8,718 | 9,889 |

资料来源：华金证券研究所

## （二）微贷业务

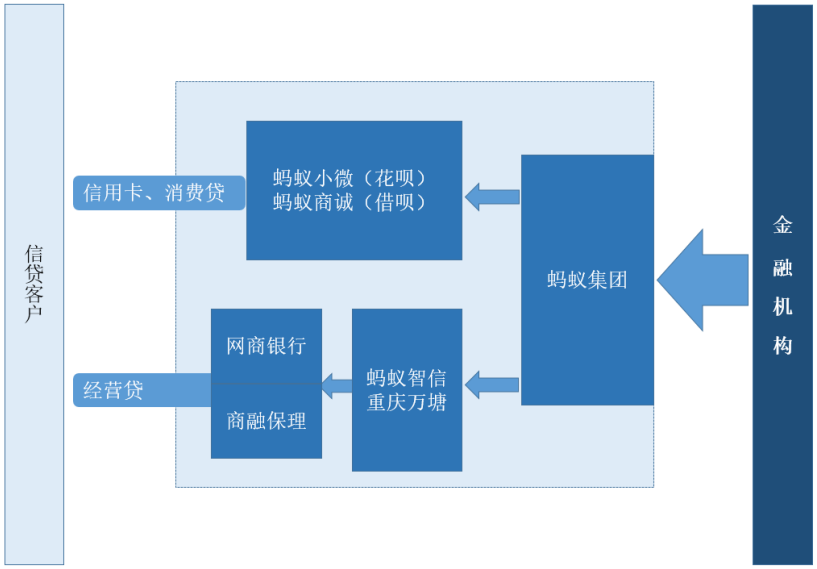
### 1、微贷：近年来业绩贡献最突出的板块

微贷业务是近年蚂蚁集团业绩贡献最突出的板块。2018 至 H120，微贷业务收入分别同比增长 39%、87%和 59%至 224.21 亿元、418.85 亿元和 285.86 亿元。H120，微贷业务收入占比升至 39.41%，利润占比升至 52.85%，是蚂蚁集团业绩贡献最大的板块。

截止 2020 年中期末，公司促成信贷余额 21,536 亿元，其中消费贷 17,320 亿元、小微经营贷 4,217 亿元。2014、15 年上线的“花呗”、“借呗”是蚂蚁开展消费贷业务的端口；商融保理和控股子公司——网商银行是开展小微贷款的主要平台。“花呗”、“借呗”背后是蚂蚁小微、蚂蚁商诚两家互联网小额贷款公司；网商银行、商融保理则依托蚂蚁智信、重庆万塘两家信息技术公司的技术支持。

资金来源方面，蚂蚁披露主要通过与金融机构合作的方式，蚂蚁提供技术支持，由金融机构实际放款，截止 2020 年中期末与约 100 家银行开展合作。H120 末，蚂蚁旗下子公司小贷公司表内贷款余额占比仅 1.68%，361.80 亿元，多数贷款已通过 ABS 证券化实现风险转移。

图 17：蚂蚁微贷业务示意图




*资料来源：华金证券研究所*

花呗：花呗为消费者提供最长 40 天的免息期，与信用卡类似，先消费后在下一个月结清账单，也可选择以 3-12 个月的期限进行分期还款。截至 2020 年中期 12 个月期间，花呗大部分分期用户贷款日利率为万分之四左右（即年化利率 14.6%）。截至 2020 年中期末，花呗用户平均余额约 2,000 元。

借呗：最低额度 1000 元，也可选择以 3-12 个月的期限进行分期还款，无免息期。截至 2020 年中期 12 个月期间，借呗大部分贷款的日利率同样在万分之四左右。

经营贷：蚂蚁披露通过公司平台促成发放的小微经营者贷款一般期限可达 12 个月，提前还款无罚息。截至 2020 年中期 12 个月，小微经营者贷款大部分贷款的日利率为万分之三左右（即

年化利率 10.95%），已结清贷款的平均期限少于 3 个月。截至 2020 年中期 12 个月期间，有超过 2,000 万小微经营者用户通过公司的微贷科技平台获得了信贷。与网商银行 2019 年年报中披露的“截至 2019 年末网商银行历史累计服务小微企业和小微经营者客户 2,087 万户，户均余额 3.1 万元”大致相当。

此外，在表内发放贷款余额和资产证券化转移金融资产所有权中，招股书提到了商融保理。全称商融（上海）商业保理有限公司，是蚂蚁全资子公司浙江融信的全资子公司，目前注册资本 3 亿元，2014 年设立，蚂蚁集团董事、支付宝前法人代表彭蕾曾担任商融保理的法人代表。由于信息来源限制，我们没有查到商融保理贷款规模、利率等信息。

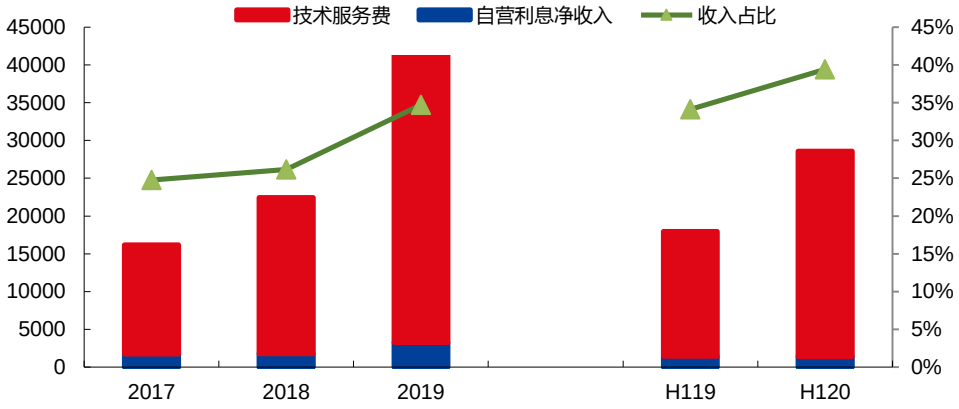
## 2、微贷板块业绩贡献与盈利预测

### （1）微贷业务收入拆解与费率

蚂蚁通过借呗、花呗、经营贷开展信贷业务，资金来源绝大部分来着金融机构。微贷平台按照金融机构获得的利息收入的一定百分比收取技术服务费。

通常金融机构所获得利息收入与借壳人资质、期限、增信措施等相关。蚂蚁微贷平台的贷款主要面向个人，且小额、短期，利率差异不大，具有一定同质性。微贷平台技术服务费与发放贷款规模也存在正相关关系。H120 微贷业务收入中 95.20%源自技术服务费。

图 18：蚂蚁微贷业务收入结构及收入占比（百万元）




资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所

2017 至 2020 年中期末，蚂蚁子公司（主要为蚂蚁商诚、 蚂蚁小微、商融保理）发放的自营贷款余额占微贷科技平台促成信贷余额的比例分别为 3.96% 、3.13%、1.86%和 1.68%。受表内信贷余额较少影响，自营利息净收入占比不足 5%。

基于收入和贷款余额和分项，我们估算报告期微贷板块自营净息差分别为 6.73%、5.99%、9.29%和 8.22%；与金融机构合作技术服务费率分别为 2.23%、2.44%、2.53%和 2.96%。若将蚂蚁技术服务费率视同息差，从 H120 数据比较来看，蚂蚁微贷业务盈利能力与上市银行大致相当。媒体报道[6]蚂蚁从金融机构放贷利息收入中收取 30%左右的技术服务费，根据技术服务费率倒算，金融机构放贷利率在 7.5-10%，处于消费贷、信用卡分期利率的合理区间。

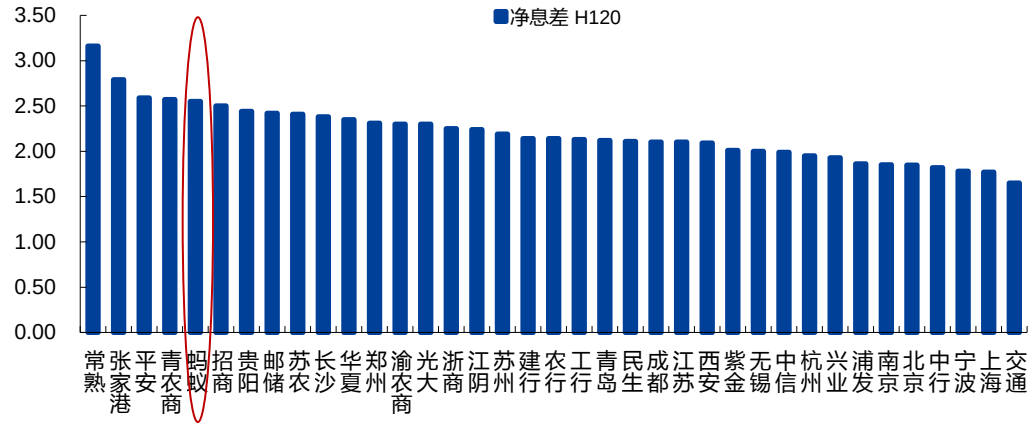
6 《稚少峰：蚂蚁上市，金融科技镀金时代结束》

表 8：蚂蚁微贷业务测算（单位：亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | H119 | H120 |
|---|---|---|---|---|---|
| 促成信贷余额 | 6,475 | 10,456 | 20,138 | 15,297 | 21,536 |
| 自营表内余额 | 256 | 327 | 375 | 306 | 362 |
| 第三方金额 | 6,219 | 10,129 | 19,763 | 14,991 | 21,174 |
| | | | | | |
| 微贷业务收入 | 161.87 | 224.21 | 418.85 | 179.25 | 285.86 |
| 自营利息净收入 | 17.25 | 17.47 | 32.59 | 14.16 | 13.72 |
| 技术服务费用 | 144.62 | 206.74 | 386.26 | 165.09 | 272.14 |
| | | | | | |
| 自营净息差 | | 5.99% | 9.29% | 8.94% | 8.22% |
| 技术服务费率 | | 2.44% | 2.53% | 2.16% | 2.96% |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

图 19：蚂蚁微贷业务技术服务费率与上市银行净息差比较（H120）




*资料来源：蚂蚁集团招股书、WIND、华金证券研究所*

## （2）花呗、借呗：消费贷业务

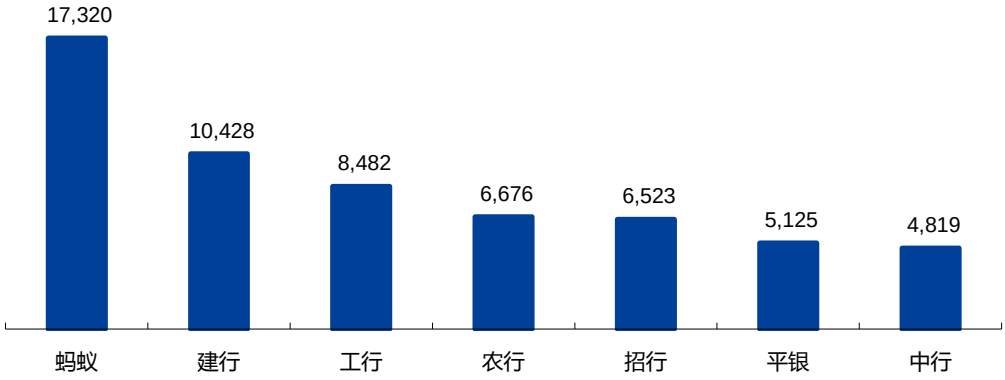
根据奥纬咨询的中国消费信贷市场规模数据，2020 年中期末，蚂蚁促成消费贷市场占有率为 13.32%。

“花呗”的主要竞品是银行信用卡。“借呗”的主要竞品是各类互联网贷款和银行消费贷。H120 末，蚂蚁促成的消费贷余额 1.73 万亿元。这一规模已大幅超越所有国内银行的单体体量，H120 末我国信用卡应收款+个人消费贷金额最大的三家银行是建设银行（1.04 万亿）、工商银行（0.85 万亿）和农业银行（0.67 万亿）。

2017 年以来，互联网金融领域，尤其 P2P 网贷行业的强监管导致大量互联网贷款从业机构退出市场，间接促进了蚂蚁微贷业务的发展。虽然近年来银行也在大力发展线上消费贷和分期业务，且 5-7%的利率水平明显低于蚂蚁，但银行要求较高，如工作单位位列白名单、缴纳社保公积金、拥有房产等。申请门槛高，审批周期长影响了银行线上消费贷的发展。

我国社会居民，尤其年轻人消费需求旺盛且对利率并不敏感，支付宝便利性强，而且其他第三方机构的消费贷利率更高。我们认为考虑到淘宝十数年积累的大数据、先进的信用评估模型、风险评估架构和以客户体验为核心的理念，“花呗”、“借呗”未来仍将是我国社会居民广泛使用的信贷工具。

图 20：H120 蚂蚁消费贷余额与上市银行信用卡+消费贷比较（单位：亿元）

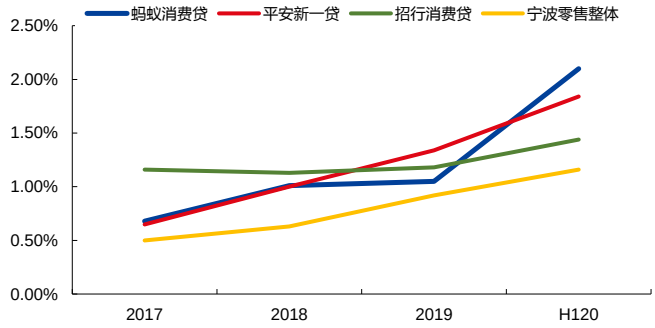



*资料来源：蚂蚁集团招股书、WIND、华金证券研究所*

从逾期数据来看，蚂蚁微贷业务消费贷 2017-19 年 90 天以上逾期率与招行、宁波、平安等优秀的上市银行同类业务不良率相当。H120 快速提升，蚂蚁促成消费贷的 90 天以上逾期率在上市银行中处于相对高位。

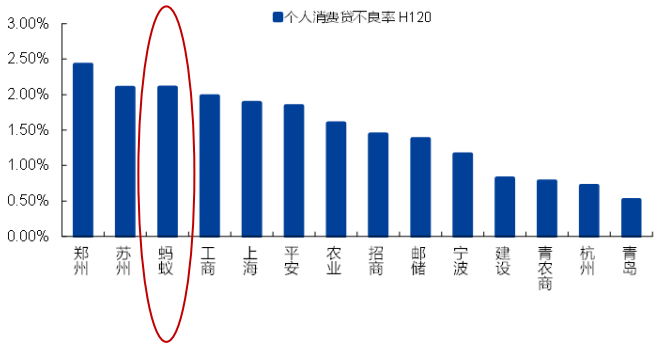
此外，蚂蚁逾期率的计算扣除了已核销贷款，银行未扣除。同时，蚂蚁贷款规模一直在快速增长之中，新发贷款到产生不良有时间差，大量新增贷款加入分母会迅速稀释不良率。因此蚂蚁披露数据可能低于实际值。综上所述，我们认为蚂蚁微贷业务的风控能力相对优质上市银行并未展现出显著优势。

图 21：蚂蚁消费贷业务 90 天以上逾期率与银行同类业务比较




*资料来源：蚂蚁集团招股书、公司公告、华金证券研究所，注：宁波银行零售贷款中约75%消费贷、20%经营贷*

图 22：蚂蚁消费贷 90 天以上逾期率与上市银行个人消费贷不良率比较（H120）




*资料来源：蚂蚁集团招股书、WIND、华金证券研究所，注：部分上市银行未单独披露个人消费贷不良率数据*

但蚂蚁从事信贷业务相对银行的优势在于以下三方面：

- 一方面，银行等持牌金融机构处于严格监管之下，业务发展受资本金约束，随着业务规模扩大需不断补充资本金，从而 ROE 受限；
- 另一方面，严格监管之下，持牌金融机构融资额度、放贷额度、同业资产/负债、流动性管理、营业网点设立都受到监管约束，且需提取各种拨备，业绩增速受限；
- 第三，蚂蚁通过与金融机构合作的方式获取资金，理论上不承担资金成本也无需承担坏账风险，从而资产质量更高。

风险转移方面，我们对多家金融机构与蚂蚁的合作进行了调研，合作方式众多。部分中小型银行出于突破展业区域限制、获取更多客户、自身风控能力不强等方面的考虑，愿意与蚂蚁合作并自行承担风险。从某些角度，也确实形成了双赢局面。

此外，资产证券化也是转移风险的重要路径。证券公司、基金子公司担任主承销商，为蚂蚁发行以花呗、借呗、商融保理应收债权为底层资产的 ABS。2014 年以来，蚂蚁小微以花呗债权累计发行 4,567 亿元、蚂蚁商诚以借呗债权累计发行 2,886 亿元。发行期限最短有 30 天，最长 2 年；发行利率随市场波动，优先级较低、次优级次之、次级最高。按发行规模，优先级占比约 85%，次优级占比 7.5%左右、次级占比 7.5%左右。通过分级，将不同收益率的产品销售给不同风险偏好的投资人，以实现转移风险。

花呗 ABS 利率略低，平均 3.75%，借呗 ABS 利率略高，平均 4.12%。优先级利率与银行理财相当，次优级较优先级高约 30bp。多数次级产品未披露利率，仅 2020 年 9 月发行的国泰借呗 2020-1（169437.SH）披露期限 1.611 年、发行规模 1.125 亿元、利率 7.50%。

2019 年以来，蚂蚁小微发行花呗 ABS 1,589 亿元、蚂蚁商诚发行借呗 ABS 380 亿元。目前，花呗借呗 ABS 存量余额 1,708 亿元，相对于蚂蚁促成贷款余额 2.15 万亿元，资产证券化规模较小。

参考 360 金融（QFIN.O）、趣店（QD.N）、乐信（LX.O）、拍拍贷（PPD.O）等上市网贷机构，虽然他们已基本转型助贷，但多以不同的形式对所撮合贷款提供担保或“兜底”，其中保证金是最普遍的担保形式。助贷平台按照贷款金额的一定比例向合作金融机构支付保证金并定期调整，当出现贷款违约时，合作金融机构从保证金中获得偿还。此外，担保也比较普遍，由关联担保公司或第三方担保公司提供担保，如果是由第三方担保公司提供担保，助贷平台则需向担保公司支付相关担保费用。我们在蚂蚁集团财务报表中发现认购花呗、借呗 ABS 次级份额账面价值 31.54 亿元。相对于公司庞大的贷款余额，我们认为自有资金认购部分并不能构成担保或“兜底”作用。

### （3）经营贷与蚂蚁链

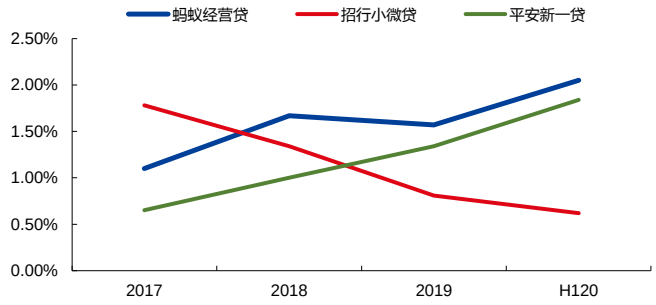
2020 年中期末，蚂蚁促成小微经营贷余额 4,217 亿元，规模与民生银行的 4500 亿大致相当、低于招商银行的 5200 亿。根据奥纬咨询的中国小微经营贷信贷行业数据，市场占有率 6.02%。

面向个体工商户和小规模私营企业主的小微贷款是金融机构支持实体经济的重要体现，也是监管层多年鼓励的发展方向，市场巨大，需求旺盛。近 10 年来，众多银行、小贷、保理、融资租赁等金融机构前赴后继进入这一“蓝海”市场，部分机构也曾短期取得优异成绩，然后每每遭遇经济波动，总会被大量坏账拖累，铩羽而归。目前，小微贷款仍被部分传统金融机构视为难以攻克的难关。究其原因，仍是信用体系难以搭建、风险控制不好把握。

蚂蚁小微经营者贷款大部分贷款的日利率为万分之三左右，年化利率约 10.95%。这一利率水平，低于 14-16%的民间借贷利率[7]，对广大中小微企业具有较强吸引力。

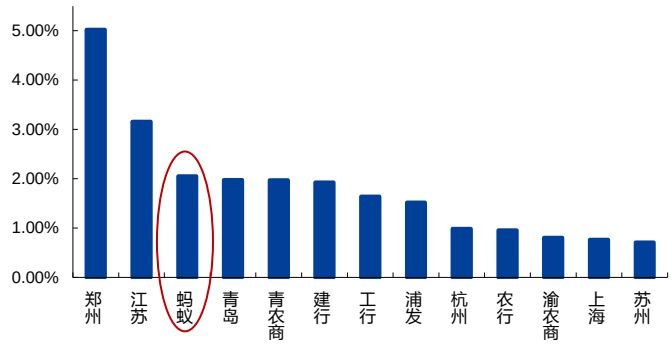
理论上，蚂蚁掌握淘宝商家的海量数据，在小微市场大有可为。但从逾期率数据来看，蚂蚁经营贷逾期率呈提升态势，一直高于平安银行新一贷产品，显著高于招商银行的小微贷业务。横向比较来看，好于部分城商行、农商行，但高于国有大行。

图 23：蚂蚁经营贷业务 90 天以上逾期率与银行同类业务比较




*资料来源：蚂蚁集团招股书、公司公告、华金证券研究所*

图 24：蚂蚁经营贷业务 90 天以上逾期率与上市银行经营贷不良率比较（H120）




*资料来源：蚂蚁集团招股书、WIND、华金证券研究所，注：部分上市银行未单独披露经营贷不良率数据*

我们认为蚂蚁经营贷业务并未像消费贷业务一样迅猛发展，归根到底还是没有解决小微企业的信用体系搭建、风险控制的问题。从招股书和各方宣传来看，我们认为蚂蚁正在试图用区块链技术——蚂蚁链解决这一难题。招股书中给出的两个蚂蚁链应用案例，供应链金融和设备租赁均在经营贷范畴。

公司披露，自 2016 年启动蚂蚁链平台以来，公司已经在超过 50 个区块链商业化应用和用户场景开创了先河，包括供应链金融、跨境汇款、慈善捐赠和商品溯源等。我们认同区块链技术应用广泛，但我们认为保持技术的先进性是蚂蚁各项业务继续成长、获取更多市场份额的基石，我们已将对其的认可体现在盈利预测之中，因此不再单独对区块链、创新业务进行估值。

此外，2020 年 10 月 21 日，网商银行推出“负账期”举措。网商银行将根据今年双 11 预售情况，为淘宝商家垫付货款。我们认为这一业务类似于以应收债权为质的抵押贷款。根据媒体报道，从 8 月到 10 月 23 日，双 11 备货期间，淘宝商家已累计向网商银行贷款超过 2600 亿，同比增长 35%。我们相信小微企业风险识别难题的解决不可能一蹴而就，也不会有神奇科技一下解决所有问题。但秉承逢山开路遇水搭桥的态度，在特定范围、特定时间、特定领域内实现风险有效识别还是可能的，我们对蚂蚁经营贷业务充满期待。

### （4）微贷业务盈利预测

[7] 取自人民银行发布的温州民间借贷综合利率

基于上述关于消费贷、经营贷的分析，我们假设公司消费贷业务市场份额在达到 15%后保持稳定、经营贷业务市场份额持续提升。我们假设 IPO 募集资金陆续用于微贷业务，自有资金占比提升以获取更高收益。

表 9：蚂蚁微贷业务收入预测

| | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | H120 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中国消费信贷市场规模（万亿） | 13.00 | 16.00 | 18.00 | 21.00 | 23.00 | 24.00 | 13.00 |
| 蚂蚁消费信贷余额（万亿） | 1.76 | 2.24 | 2.61 | 3.15 | 3.45 | 3.60 | 1.73 |
| 市占率 | 13.50% | 14.00% | 14.50% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 13.32% |
| | | | | | | | |
| 中国小微经营者信贷市场规模(万亿) | 8.00 | 10.00 | 13.00 | 17.00 | 21.00 | 26.00 | 7.00 |
| 蚂蚁经营贷余额（万亿） | 0.50 | 0.65 | 0.91 | 1.28 | 1.68 | 2.21 | 0.42 |
| 市占率 | 6.20% | 6.50% | 7.00% | 7.50% | 8.00% | 8.50% | 6.02% |
| | | | | | | | |
| 促成贷款余额（亿元） | 22,510 | 28,900 | 35,200 | 44,250 | 51,300 | 58,100 | 21,536 |
| 自营余额（亿元） | 450 | 2,178 | 2,304 | 2,585 | 2,926 | 3,162 | 362 |
| 第三方余额（亿元） | 22,060 | 26,722 | 32,896 | 41,665 | 48,374 | 54,938 | 21,174 |
| 自营净息差 | 8.00% | 8.00% | 8.00% | 8.00% | 8.00% | 8.00% | |
| 技术服务费率 | 2.55% | 2.55% | 2.55% | 2.55% | 2.55% | 2.55% | |
| | | | | | | | |
| 自营净利息收入（亿元） | 36 | 174 | 184 | 207 | 234 | 253 | 14 |
| 技术服务费（亿元） | 563 | 681 | 839 | 1,062 | 1,234 | 1,401 | 272 |
| 微贷业务收入（亿元） | 599 | 856 | 1,023 | 1,269 | 1,468 | 1,654 | 286 |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

利润贡献方面，与支付业务板块类似，我们通过相关子公司 2019 和 H120 利润数据推测。根据招股书，四家子公司[8]2019 年和 H120 分别贡献净利润 73.00 亿元和 112.24 亿元，占公司归母净利润的 43.05%和 52.85%。

结合子公司所得税率倒算，2019 和 H120 微贷业务板块营业利润分别为 224.01 亿元和 247.41 亿元，税前利润率分别 19.99%和 44.52%。

表 10：微贷业务相关子公司财务数据（单位：百万元）

| | | | 2019 | | | H120 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 持股比例 | 所得税率 | 总资产 | 净资产 | 净利润 | 总资产 | 净资产 | 净利润 |
| 蚂蚁商城 | 100% | 15% | 20,678 | 17,609 | 1,197 | 21,546 | 18,239 | 622 |
| 蚂蚁小微 | 100% | 15% | 32,820 | 17,144 | 1,579 | 24,177 | 17,586 | 434 |
| 蚂蚁智信 | 100% | 10% | 9,984 | 4,064 | 3,281 | 16,460 | 11,831 | 7,308 |
| 重庆万塘 | 100% | 15% | 5,553 | 1,655 | 1,242 | 10,307 | 4,529 | 2,861 |
| 合计 | | | 69,036 | 40,472 | 7,300 | 72,490 | 52,184 | 11,224 |
| 占比 | | | 25.42% | 22.09% | 43.05% | 22.95% | 25.06% | 52.86% |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

表 11：蚂蚁微贷业务利润预测（单位：亿元）

| 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | H120 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|

[8] 商融保理财务数据未披露

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | H120 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 微贷业务收入 | 419 | 599 | 856 | 1,023 | 1,269 | 1,468 | 1,654 | 286 |
| YoY | | 43% | 43% | 20% | 24% | 16% | 13% | |
| | | | | | | | | |
| 税前利润率假设 | 20% | 40% | 25.0% | 28.0% | 30.0% | 32.0% | 33.0% | 45% |
| 营业利润 | 84 | 239 | 214 | 286 | 381 | 470 | 546 | 127 |
| 企业所得税率 | 12.8% | 12.0% | 12.5% | 12.5% | 12.5% | 12.5% | 12.5% | 11.8% |
| | | | | | | | | |
| 估算净利润 | 73 | 211 | 187 | 251 | 333 | 411 | 478 | 112 |
| YoY | | 189% | -11% | 34% | 33% | 23% | 16% | |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

## 3、微贷板块估值推导

### （1）微贷业务估值推导

理论上，蚂蚁微贷业务，应参考上市助贷公司，然而目前上市的 360 金融（QFIN.O）、趣店（QD.N）、乐信（LX.O）、拍拍贷（PPD.O）等公司体量太小、股东实力和资源难与蚂蚁比拟，可比性较差。

表 12：蚂蚁微贷业务利润数据与美股助贷公司比较（单位：人民币 亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | H120 | 金融机构资金占比 |
|---|---|---|---|---|---|
| 蚂蚁微贷 | | | 73.00 | 112.24 | 98% |
| 360 金融 | -1.66 | -19.04 | 25.02 | 10.60 | 75% |
| 趣店 | 21.64 | 24.91 | 32.64 | -3.07 | 55% |
| 乐信 | 0.26 | 19.77 | 22.95 | -2.59 | 70% |
| 拍拍贷 | 13.00 | 6.61 | 3.81 | -0.35 | 31% |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、WIND，华金证券研究所*

蚂蚁的微贷业务与银行也存在一定差异，主要集中在监管环境差异下，业绩增速、ROE 空间和潜在资产质量不同，因此银行的 PB 估值法也不适用。

在无适当参考案例的情况下，我们认为 PEG=1 是相对可行的标准。根据盈利预测，蚂蚁微贷板块 2021-24 年、2022-25 年、2023-25 年净利润 CAGR 分别为 29.8%、23.8%和 19.6%，因此我们分别给予 30x、24x 和 20x PE 的目标 PE。基于 2021-23 年预测净利润，推导取得合理估值约 5,615-6,664 亿元。

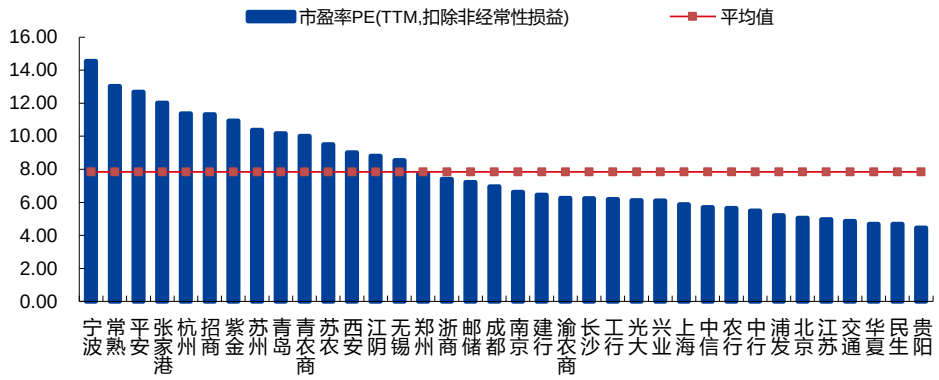
表 13：蚂蚁微贷业务估值推导（单位：亿元）

| | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|
| 估算净利润 | 187 | 251 | 333 |
| 适用 PE | 30 | 24 | 20 |
| 合理估值 | 5,615 | 6,016 | 6,664 |

*资料来源：华金证券研究所*

我们给予蚂蚁微贷业务的估值倍数基于其较高的增长率，高于银行估值，但具有合理性。目前 A 股上市银行中估值最高的宁波银行是 14.5x PE，上市银行平均 PE 7.8x。

图 25：上市银行 PE TTM 估值比较



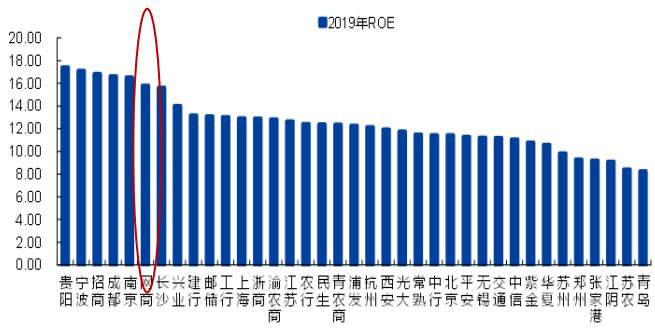

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所，注：使用 2020 年 10 月 22 日收盘价*

## （2）网商银行估值推导

网商银行是蚂蚁旗下重要联营合营企业，小微经营贷的重要参与者。疫情环境下，今年双 11 推出的“负账期”举措十分亮眼。但由于蚂蚁仅持有网商银行 30%的股权，网商银行不纳入合并报表，网商银行业绩贡献未包括在微贷业务收入之中。

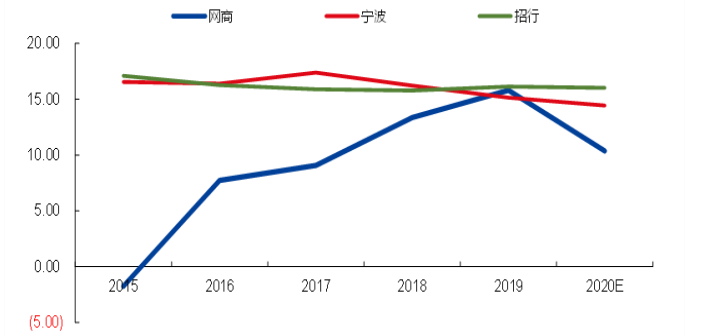
网商银行在其 2019 年年报中表述将致力于“帮助解决小微企业、个人创业者融资难融资贵、农村金融服务匮乏等问题”。同时，网商银行是我国“第一家将核心系统架构在金融云上的银行”，并称“拥有处理高并发金融交易、海量大数据和弹性扩容的能力”。然而，从网商银行 2019 年 ROE[9]来看，网商银行的盈利能力处于上市银行较前列，但并未展现出互联网银行和背靠阿里、蚂蚁的显著优势。网商银行 2019 年 ROE 15.81%，达到与招行、宁波相接近的水平，但 2020 年上半年受宏观环境影响，又快速下降。

图 26：网商银行 2019 年 ROE 与上市银行比较（单位：%）




*资料来源：蚂蚁集团招股书、WIND，华金证券研究所*

图 27：H120 网商银行资本充足率与全国性上市银行比较（%）




*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所，注：2020 年预测值为中报、三季报数据简单年化*

网商银行与其他银行一样，同受银保监会监管，受资本金约束、自行承担坏账损失。此外，作为互联网银行，没有柜面，没有工作人员对个人开户申请进行现场核验，只能为公众开设Ⅱ类和Ⅲ类账户，使得互联网银行只能通过其他银行的Ⅰ类账户转入资金，通过大额存单、发行理财产品等方式曲线吸收存款，因此资金成本相对较高。

[9] 2019 年 ROE 为网商银行成立以来峰值

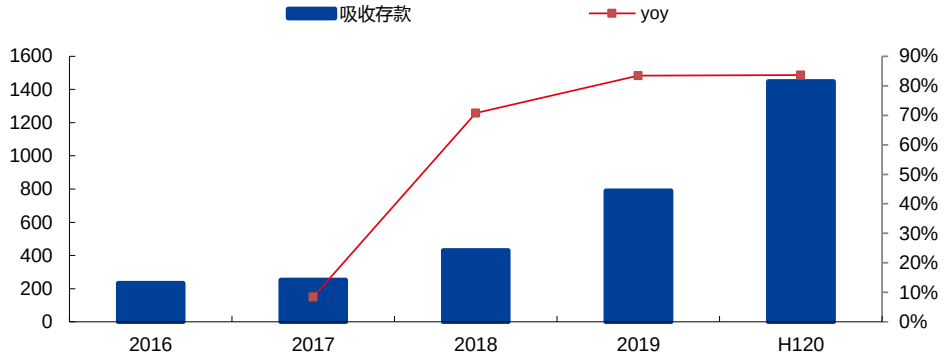
表 14：我国个人银行账户类型、功能及开户方式

| 账户类型 | 功能范围 | 开户方式 |
|---|---|---|
| Ⅰ类户 | 1、存款、**转账、支取现金**<br>2、购买投资金融产品<br>3、消费和缴费支付 | 1、柜面开户<br>2、自助机具（远程视频柜员机和智能柜员机等）开户**+银行工作人员现场核验** |
| Ⅱ类户 | 1、存款<br>2、购买投资金融产品<br>3、限定金额的消费和缴费支付 | 1、柜面开户<br>2、自助机具（远程视频柜员机和智能柜员机等）开户<br>3、电子渠道（网上银行和手机银行等）开户 |
| Ⅲ类户 | 限定金额的消费和缴费支付 | 1、自助机具（远程视频柜员机和智能柜员机等）开户<br>2、电子渠道开户 |

*资料来源：中国人民银行，华金证券研究所*

网商银行推出了大额存单（3 年期，年利率 3.85%）、余利宝（随存随取，货币基金浮动收益）等产品，推动吸收存款金额快速提升。

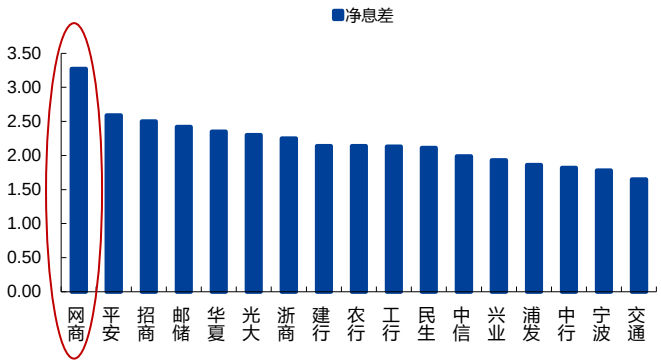
图 28：网商银行吸收存款余额及增速（单位：亿元）




*资料来源：网商银行、华金证券研究所*

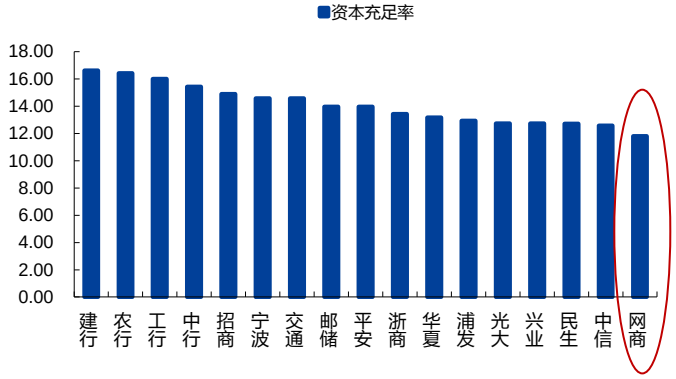
2018 年以来网商银行吸收存款增速较快，目前净息差水平也显著高于上市银行，然而我们注意到网商银行 2020 年中期末资本充足率仅 11.81%，已低于绝大多数上市银行，显示业务发展已接近短期资本上限。

图 29：H120 网商银行净息差与全国性上市银行比较（%）




*资料来源：WIND，华金证券研究所*

图 30：H120 网商银行资本充足率与全国性上市银行比较（%）




*资料来源：WIND，华金证券研究所*

考虑到网商银行蚂蚁仅有 30%的持股比例，我们担忧蚂蚁难以独立为其快速大额补充资本金。我们认为网商银行的 ROE 很难在短时间内超越上市银行中的佼佼者——招行和宁波。基于

网商银行目前 ROE 不高，资本约束下未来也难快速提升的判断，我们认为很难给予过高的估值溢价。

过去 5 年，招行的平均 PB(LF)为 1.44x；宁波的平均 PB(LF)为 1.61x；峰值分别是 1.96x 和 2.27x。此外，参考全球闻名的零售银行——富国银行，2010 年至今 10 年来 PB(MRQ)峰值 1.79x，最近 5 年平均 1.31x。

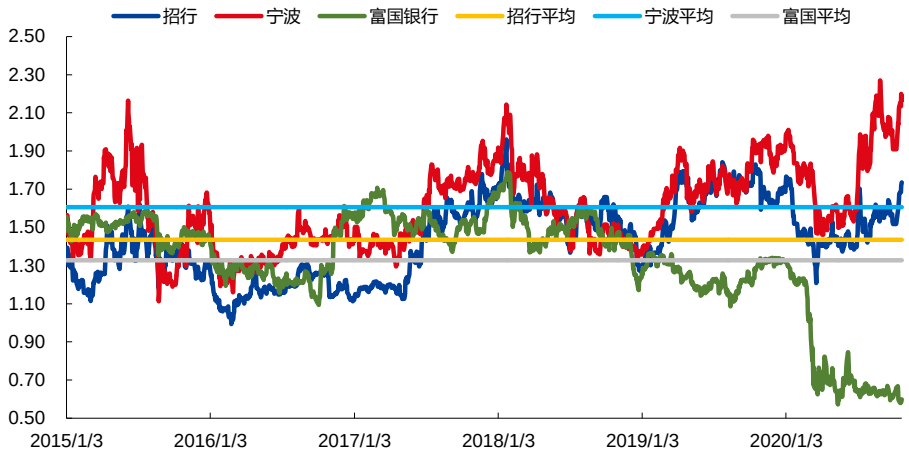
综合招商银行、宁波银行、富国银行的历史估值水平，我们认为给予网商银行 1.50-2.00x 的目标 PB 相对合理，2.00x 是考虑了目前市场较乐观的预期。基于 2022 年预测净资产[10]142.26 亿元（较 H120 数据+32%），网商银行合理估值为 213-285 亿元，30%股权对应 64-85 亿元。

表 15：网商银行估值推导（单位：亿元）

| | 悲观情景 | 中性 | 乐观情景 |
|---|---|---|---|
| 估算净资产 | 142 | 142 | 142 |
| PB 倍数 | 1.50 | 1.75 | 2.00 |
| 总估值 | 213 | 249 | 285 |
| 30%股权 | 64.02 | 74.68 | 85.35 |

*资料来源：华金证券研究所*

图 31：宁波银行、招商银行、富国银行历史 PB (LF)




*资料来源：WIND、华金证券研究所*

[10]不分红不增资假设下的预测净资产

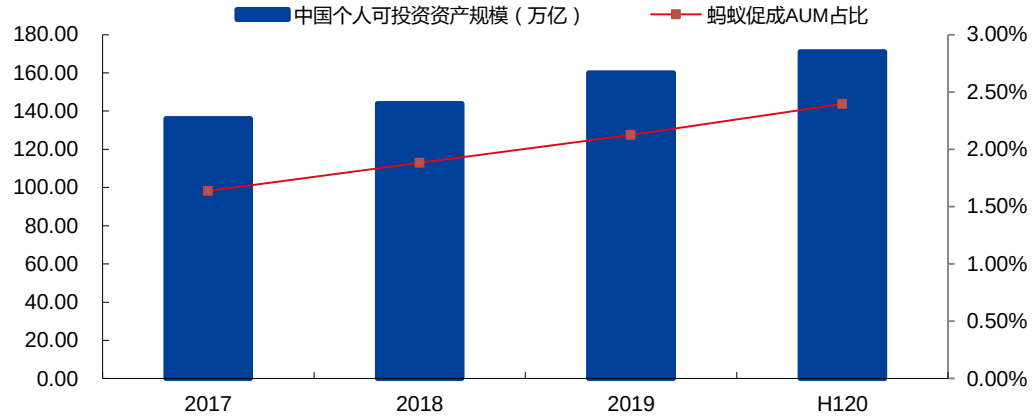
## （三）理财业务

### 1、品类齐全的金融产品超市

截止 2020 年中期，蚂蚁理财科技平台已形成品类齐全的金融产品超市，代销品种超过 6000 种，品类包括余额宝（货币基金）、理财产品、基金、银行存款、尊享（私募产品）等。除控股子公司天弘基金外，还有蚂蚁基金销售公司对接合作金融机构，合作资管机构约 170 家。

截止 2020 年中期末，公司促成的管理资产规模 4.10 万亿元，上半年实现收入 112.83 亿元。按照促成资产管理规模与我国社会居民可投资资产规模的比例，蚂蚁目前占 2.40%的市场份额。

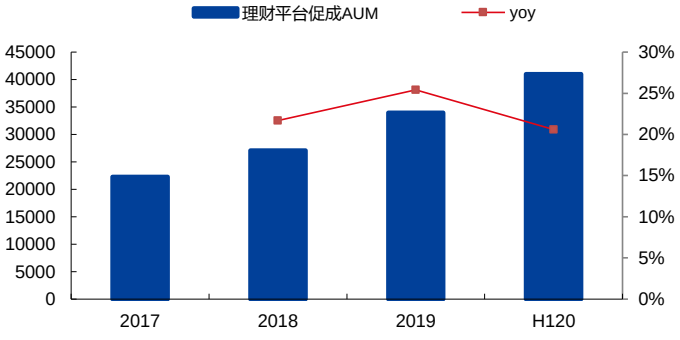
图 32：蚂蚁促成的管理资产规模占我国个人可投资资产规模




资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所

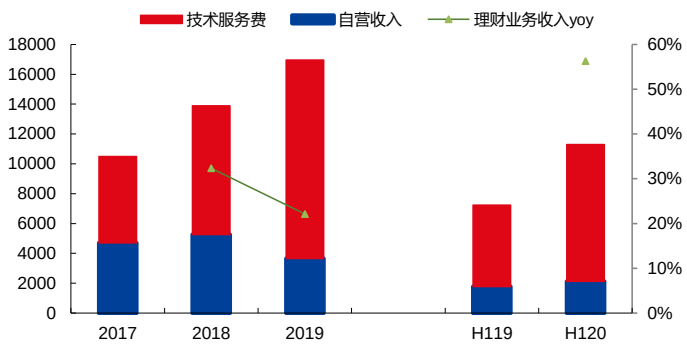
2017 年以来，蚂蚁理财平台促成的管理资产规模分别增长 21.67%、25.42%、20.61%；理财业务收入分别增长 32.34%、22.11%、56.25%，增速喜人。收入结构来看，天弘基金贡献的自营收入逐年下降，H120 已降至 18.82%。

图 33：理财平台促成 AUM（亿元）




资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所

图 34：理财业务收入及增速（百万元）




资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所

天弘基金承接余额宝部分货币基金，直接从事资产管理业务产生的收入，但自营收入需扣除平台服务费，服务费率与其他第三方金融机构费率相若。根据基金公告，天弘余额宝的管理费率是 0.30%、销售服务费率 0.25%。基于天弘基金营收、蚂蚁理财自营收入和 AUM 等数据倒算，天弘基金支付的技术服务费率保持在 0.24%左右。

基于蚂蚁理财板块财务数据、促成 AUM，我们测算 2017 至 H120 蚂蚁理财收取的技术服务+产品销售综合费率分别为 0.26%、0.35%、0.44%、0.45%，高于天弘技术服务费率。我们认为应为蚂蚁理财对不同类别的金融产品收取不同的服务费率，货币基金较低，固收类产品次之、权益类产品较高。自 2018 年余额宝向多家基金公司开放，自营占比下降；同时随着上线产品种类不断丰富，综合服务费率因此逐年提升。

表 16：蚂蚁理财业务测算（单位：亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | H120 |
|---|---|---|---|---|
| 促成资管规模 | 22,267 | 27,093 | 33,981 | 40,986 |
| 自营资管规模 | 7,348 | 8,941 | 11,214 | 13,525 |
| 第三方规模 | 14,919 | 18,152 | 22,767 | 27,461 |
| | | | | |
| 理财业务收入 | 104.90 | 138.82 | 169.52 | 112.83 |
| 自营资管收入 | 47.04 | 52.66 | 36.62 | 21.24 |
| 销售+技术服务费用 | 57.86 | 86.16 | 132.90 | 91.59 |
| | | | | |
| 天弘技术服务费率 | 0.24% | 0.23% | 0.24% | 0.24% |
| 自营净管理费率 | 0.27% | 0.34% | 0.29% | 0.33% |
| 销售+技术服务费率 | 0.26% | 0.35% | 0.44% | 0.45% |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

天弘基金和蚂蚁基金销售两家子公司，2019 和 H120 的利润贡献分别是 11.33 亿元和 7.01 亿元，占公司合并报表的 6.68%和 3.30%。相对于 169.52 亿元和 112.83 亿元的理财业务收入，利润金额过低。我们认为理财业务或将相关技术服务费用计入了集团整体研发运营平台——支付宝（杭州），从而形成了支付宝（杭州）近百亿的净利润。

表 17：理财业务相关子公司财务数据（单位：百万元）

| | | | 2019 | | | H120 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 持股比例 | 所得税率 | 总资产 | 净资产 | 净利润 | 总资产 | 净资产 | 净利润 |
| 天弘基金 | 51% | 25% | 12,035 | 10,402 | 2,160 | 12,496 | 11,005 | 1,287 |
| 蚂蚁基金销售 | 81% | 25% | 4,323 | 397 | 38 | 14,154 | 460 | 55 |
| 支付宝（杭州）拆 | 100% | 25% | 11,639 | -8,255 | 2,554 | 15,946 | 715 | 1,731 |
| 按权益合计 | | | 16,358 | 5,626 | 3,686 | 26,650 | 5,985 | 2,432 |
| 占比 | | | 6.02% | 3.07% | 21.74% | 8.44% | 2.87% | 11.45% |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所，*

*注：净资产、净利润按持股比例计算；按权益合计仅净利润包括支付宝（杭州），招股书中天弘基金财务数据与 WIND 中不一致，以招股书为准*

## 2、盈利预测与可比公司

### （1）理财平台：代销金融产品+技术服务

从业务模式来看，蚂蚁的理财业务主要是金融产品代销，与东方财富旗下的天天基金网、陆金所的财富管理以及以销售固定收益类非标产品闻名的诺亚财富类似。不同之处主要在于客户群体不同：

- 蚂蚁理财客户是海量的支付宝用户，注册用户超 5 亿，户均余额 0.82 万元，风险偏好较低，看重“小确幸”和“稳稳的幸福”。
- 东方财富网以股吧和股票相关财经资讯起家，股民是公司客户基本盘，天天基金网销售公募基金，其中股票型、混合型产品贡献大部分电子商务收入。公司未披露代销产品管理资产规模。
- 陆金所以富裕人群为目标客户，购买金额 30 万元以上的客户贡献了公司约 75%的代销资产规模，户均资产 2.93 万元。起售门槛较高的资管计划、银行产品、私募产品占其代销产品总额的 49.0%。
- 诺亚财富的客户群则更为高端，起售点 100 万元甚至更高的信托、私募产品是主要销售品种，户均购买金额 800 万。

如前文测算，蚂蚁理财代销金融产品的综合费率约 0.44%，高于东方财富（天天基金网）、陆金所 0.19%和 0.10%[11]。我们认为这一差异是由分母口径和产品结构不同造成的，蚂蚁披露的是促成管理资产规模，而东方财富、陆金所披露的是交易额。根据草根调研，三家平台代销公募基金费率基本一致。

金融产品代销市场竞争激烈，银行、券商、100 多家拥有牌照的第三方独立机构角逐其中，公募基金申购费已低至一折。但基于我国经济持续发展、社会居民可投资资产不断增长且理财需求旺盛，我们仍十分看好资产管理和理财市场。同时，目前市场呈现出趋于头部公司集中的迹象，蚂蚁正是这一领域的优势公司。

虽然在产品类别、代销价格（申购费折扣）、产品资讯、产品类别等方面，蚂蚁、天天基金网、陆金所各有优势，但支付宝用户粘性强、使用频率高，渠道优势明显。此外，蚂蚁在人工智能和数据分析等方面长期投入，又选择与全球领先的先进公司进行合作，我们认为智能投顾或可成为蚂蚁未来的特色，进而成为推动公司理财管理资产规模[12]持续提升。基于渠道优势和智能投顾前景可期，我们假设 2021-25 年蚂蚁在金融产品代销领域的市场份额继续提升。

表 18：蚂蚁理财业务技术服务收入预测（单位：亿元）

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | H120 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中国个人可投资资产规模（万亿） | 160 | 182 | 199 | 219 | 241 | 261 | 287 | 171 |
| 蚂蚁促成资管余额 | 3.40 | 4.55 | 5.17 | 6.13 | 7.23 | 8.09 | 9.18 | 4.10 |
| 蚂蚁市占率 | 2.12% | 2.50% | 2.60% | 2.80% | 3.00% | 3.10% | 3.20% | 2.40% |
| | | | | | | | | |
| 技术服务费率 | 0.44% | 0.45% | 0.48% | 0.50% | 0.55% | 0.55% | 0.55% | 0.45% |
| 技术服务费 | 133 | 179 | 233 | 283 | 367 | 421 | 475 | 92 |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

2019、H120，蚂蚁理财业务实现超百亿元收入，而旗下基金销售子公司利润仅 3,844 万元和 5,464 万元。我们认为相关技术服务费计入了其他会计主体，如支付宝（杭州）。

[11] 0.44%、0.19%和 0.10%均为 2019 年数据
[12] 含自营和合作

以同样以公募基金销售为主业的东方财富做为参考。东方财富 2012 年取得金融产品代销牌照，2015 年 11 月获取证券牌照，2012-15 年代销金融产品是公司主要业绩来源，这一期间税前利率保持在 30%左右。考虑到蚂蚁在科技研发的投入比例高于东财约 4 个百分点，2019、H120，蚂蚁研发支出占营业收入的比例分别为 8.79%、 7.89%，高于东财的 7.21%和 3.92%。我们在 30%的基础上减 4 个百分点，假设蚂蚁理财业务税前利润率为 26%，估算取得理财板块 2019 年和 H120 计入支付宝（杭州）的净利润分别为 25.54 亿元和 17.31 亿元。

表 19：蚂蚁理财业务利润预测（单位：亿元）

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | H120 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 技术服务费 | 133 | 179 | 233 | 283 | 367 | 421 | 475 | 92 |
| yoy | | 35% | 30% | 21% | 30% | 15% | 13% | |
| 税前利润率 | 26% | 26% | 27% | 28% | 29% | 30% | 31% | 26% |
| 估算营业利润 | 34.55 | 46 | 63 | 79 | 107 | 126 | 147 | 23.81 |
| 估算净利润 | 25.92 | 35 | 47 | 59 | 80 | 95 | 110 | 17.86 |
| yoy | | 35% | 36% | 26% | 35% | 19% | 17% | |

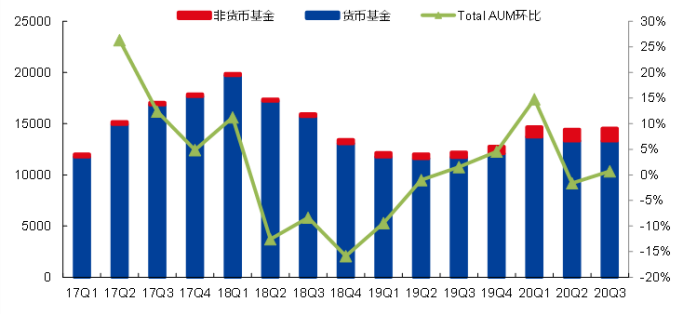
*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所，注：不含天弘基金*

## （2）天弘基金：掌管我国 AUM 最大的货币基金

2017 年 9 月《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》正式发布，其中要求“基金规模挂钩风险准备金”。同期，监管层在《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》培训视频会上，也特别提示了规模过大的货币基金背后潜藏的系统性风险不可不容小觑。受监管环境变化影响，2018 年 2 季度以来天弘基金管理规模持续下降至 2019 年 2 季度，此后缓步回升，目前维持在 1.33 万亿元。考虑到货币基金规模过大，投资收益率难以提升；同时，2020 年中期末，余额宝已接入 24 家公募基金，我们预期中短期内天弘基金管理的货币基金规模将保持在 1.3 万亿。

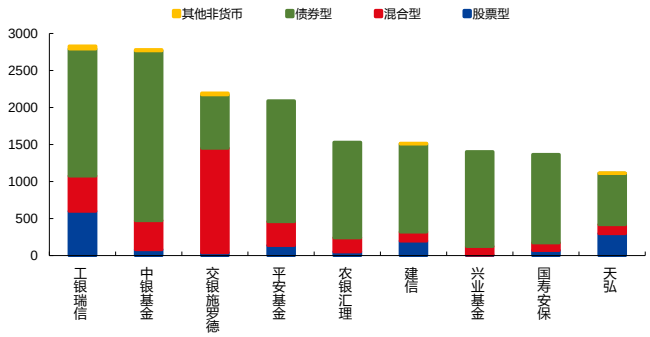
值得注意的是，2018 年以来，天弘旗下非货币基金规模持续提升，已由 2018 年 1 季度末的 204 亿元增至 2020 年 3 季度末的 1,239 亿元。其中债券型 692 亿元、股票型 298 亿元、混合型 122 亿元，及 QDII、被动指数型等 127 亿元。非货币基金的增长已成为公司利润增长的新引擎。当然，支付宝用户多为低风险偏好人群，对非货基业务发展支撑有限。我们预期天弘非货基业务增速与基金行业平均大致相当。

图 35：天弘基金管理规模及结构（亿元）




*资料来源：WIND、华金证券研究所*

图 36：天弘非货基与部分可比基金公司比较（亿元）




*资料来源：WIND、华金证券研究所*

基于上述分析和判断，我们对天弘基金的管理资产规模、营业收入、净利润、净资产等粗略估算如下：

表 20：天弘基金利润预测（单位：亿元）

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | H120 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 天弘管理资产规模 | 12,785 | 14,800 | 14,940 | 15,105 | 15,286 | 15,451 | 15,665 | 14,437 |
| 货基 | 12,079 | 13,300 | 13,300 | 13,300 | 13,300 | 13,300 | 13,300 | 13,303 |
| 非货基 | 706 | 1,500 | 1,640 | 1,805 | 1,986 | 2,151 | 2,365 | 1,134 |
| | | | | | | | | |
| 货基管理费率 | 0.55% | 0.55% | 0.55% | 0.55% | 0.55% | 0.55% | 0.55% | 0.55% |
| 非货基管理费率 | 0.73% | 0.80% | 0.80% | 0.80% | 0.80% | 0.80% | 0.80% | 0.43% |
| | | | | | | | | |
| 营业收入（百万元） | 7,240 | 8,334 | 9,023 | 9,219 | 9,434 | 9,653 | 9,887 | 4,102 |
| 技术服务费支出 | 2,820 | 3,045 | 3,192 | 3,192 | 3,192 | 3,192 | 3,192 | 1,589 |
| 其他营业成本 | 1,541 | 1,667 | 1,805 | 1,844 | 1,887 | 1,931 | 1,977 | 796 |
| 营业利润 | 2,879 | 3,621 | 4,026 | 4,183 | 4,355 | 4,530 | 4,718 | 1,716 |
| 净利润 | 2,160 | 2,716 | 3,020 | 3,137 | 3,266 | 3,398 | 3,538 | 1,287 |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、WIND，华金证券研究所*

## 3、理财板块估值推导

### （1）理财业务

对于金融产品代销业务，蚂蚁一方面赚取产品代销的销售收入，但更重要的是技术服务费。产品销售收入体现在蚂蚁基金销售公司，H120 净资产 4.60 亿元、净利润 5,464 万元，持股比例 81%。资产和盈利金额均较小，对公司整体估值影响不大。

计入支付宝（杭州）的技术服务费金额较大，2019 年 132.90 亿元、H120 91.59 亿元。参考东方财富网基金代销业务税前利润率，我们估算 2020 年这块业务净利润或达 34.87 亿元。

同样基于 PEG=1，以 2022-25 年复合增速倒算 2021-23E 目标 PE，推导取得目标 PE 分别为 26x、23x 和 18x。基于 2021-23 年预测净利润，公司理财板块合理估值约为 1,229-1,439 亿元。

表 21：蚂蚁理财业务估值推导（单位：亿元）

| | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|
| 理财业务收入 | 233 | 283 | 367 |
| 净利润 | 47 | 59 | 80 |
| 适用目标 PE | 26 | 23 | 18 |
| 合理估值 | 1,229 | 1,365 | 1,439 |

*资料来源：华金证券研究所*

### （2）天弘基金

整体而言，我们认为天弘高速成长期已过，处于稳步发展阶段。公司货币基金规模 1.3 万亿元，短期内难快速提升；非货币基金业务 2020 年 3 季度末规模 1200 多亿，位居 141 家公募基金公司的第 30 位，处于基金行业中上游。考虑到蚂蚁的客户资源普遍风险偏好不高，我们认为天弘非货基业务中短期内难以爆发式增长。

对于成熟期资产管理公司，我们参考美股上市的贝莱德和道富公司。贝莱德（BLK.N）是全球规模最大的资产管理公司，2020 年中期末管理资产 6.5 万亿美元，上半年净利润 20.20 亿美元，最近 5 年净利润复合增长率 6.17%。道富公司（STT.N）是稍逊于贝莱德和先锋集团的全球第三大资产管理公司，2020 年中期末管理资产规模 2.8 万亿美元，公司同时也是全球最大的托管银行。道富公司今年上半年净利润 13.28 亿美元，最近 5 年净利润复合增长率 4.88%。

成熟期企业，PE 是相对较好的估值指标。贝莱德和道富公司最近五年 PE TTM 平均分别为 17.55x 和 13.79x。根据我们估算，2021-25 年天弘基金净利润复合增速 5%左右。我们认为给予公司 15x 的目标 PE 较为合理。香港联交所主板上市的资产管理公司——惠理集团，是亚洲最大的独立资产管理公司之一，2020 年下半年以来平均 PE TTM 16.15x，也与 15x 相近。

图 37：贝莱德和道富公司最近五年 PE TTM




*资料来源：WIND、华金证券研究所*

基于天弘基金 2021-23 年预期净利润和 15x PE，推导得出天弘基金合理估值 471 亿元，51%股权对应约 240 亿元。

表 22：天弘基金估值推导（单位：亿元）

| | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|
| 净利润 | 30.20 | 31.37 | 32.66 |
| 适用目标 PE | 15 | 15 | 15 |
| 合理估值 | 453 | 471 | 490 |
| 51%股权价值 | 231 | 240 | 250 |

*资料来源：华金证券研究所*

## （四）保险相关业务

### 1、保险科技平台

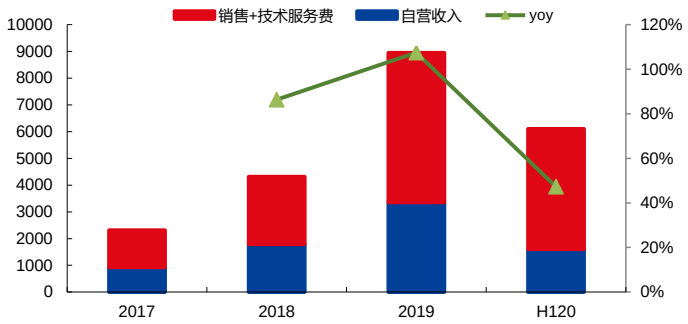
蚂蚁的保险板块由四部分构成，保险产品销售、互助计划——相互宝和持股 51%的控股子公司国泰保险，以及负责提供保险相关技术支持的全资子公司蚂蚁胜信。根据招股书，过往 12 个月期间，超过 5.7 亿支付宝用户投保、受保或参与相互宝，促成保费及分摊保费金额 518 亿元。保险公司基于平台促成的保费及分摊金额，向蚂蚁支付服务费。

#### （1）保险产品代销+技术服务

目前蚂蚁与约 90 家保险机构进行合作，上线产品 2,000 种，覆盖寿险、健康险、财险。蚂蚁促成保费中 9%左右由国泰保险承保，H120 国泰保险净利润仅 316 万元。因此，蚂蚁保险板块主要收入和利润来源于保险产品代销和相关技术服务。

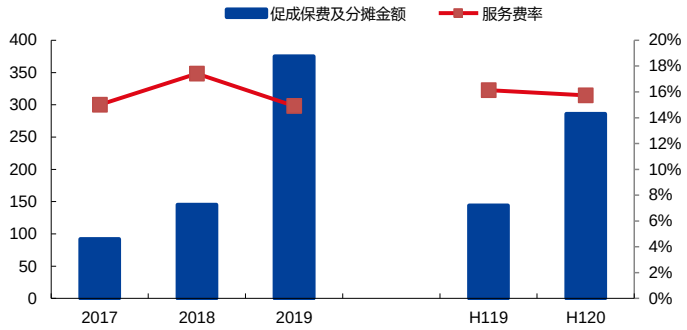
H120 保险板块收入 61.04 亿元，剔除来着国泰的自营收入 16.07 亿元，代销+技术服务费共 44.97 亿元。结合 H120 年促成保费及分摊金额为 286 亿元，我们估算 H120 蚂蚁保险板块收取的服务费率为 15.72%。根据公司披露，H120 保费及分摊金额的增长主要来自于寿险和健康险产品。

图 38：蚂蚁保险板块收入及增速（百万元）




资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所

图 39：蚂蚁保险板块促成保费金额及服务费率（亿元）




资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所

2019、H120 保险板块代销+技术服务费分别 55.92 亿元、44.97 亿元，同期蚂蚁胜信净利润分别 13.52 亿元和 14.09 亿元。蚂蚁胜信 2016-21 年企业所得税率 15%，依此倒算，蚂蚁理财板块税前利润率分别为 28.45%和 36.86%。

表 23：蚂蚁胜信财务数据及税前利润率推导（单位：百万元）

| | 2019 | H120 | 备注 |
|---|---|---|---|
| 营业收入 | 5,592 | 4,497 | |
| 利润总额 | 1,591 | 1,657 | |
| 净利润 | 1,352 | 1,409 | |
| | | | |
| 税前利润率 | 28.45% | 36.86% | |
| 企业所得税率 | 15% | 15% | |

资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所，

### （2）相互宝：最具蚂蚁特色的创新产品

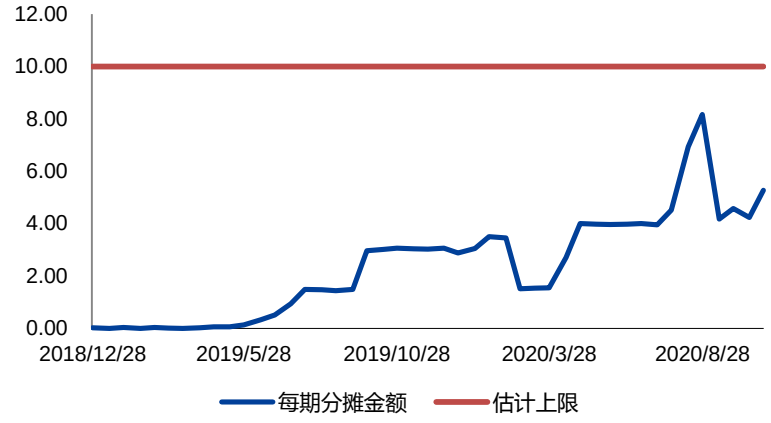
相互宝是蚂蚁 2018 年 12 月推出的网络互助计划。2018 年 10 月最初推出的叫做“相互保”，是信美人寿相互保险社承保的一款保险产品，上线 7 天加入用户超过 1000 万，上线一个月用户达到 2000 万。后因监管合规原因，变更为“相互宝”，成为网络互助计划，由蚂蚁集团独立运营，信美人寿不再承保。截止 2020 年 10 月，相互宝会员达到 1.08 亿，已成为全球最大的互助保障平台。

截止 2020 年 10 月，相互宝已推出四个互助计划，分别是大病互助计划、慢性病人群防癌计划、老年防癌计划和公共交通意外计划，其中大病互助计划是最早推出也是参与人数最多的一款。

相互宝大病互助计划，面向 30 天到 59 岁人群，先免费加入，后每月 14 日和 28 日分摊费用，保障 99 种重疾+恶性肿瘤+特定罕见病，无需发票报销，初次确诊即可一次性申领 10 万或 30 万[13]互助金，与社保、医保不冲突，叠加使用。蚂蚁集团收取 8%的管理费，用于案件调查、产品运营、技术等工作。由于成员年龄较年轻，相互宝的重疾发病率仍低于社会平均水平。

关于费用分摊，2018 年 11 月，在相互保升级为相互宝的支付宝公告中，成承诺“2019 年度分摊金额 188 元封顶，如有多出部分，全部由蚂蚁金服承担”。目前，相互宝每次约 4-5 元（2020 年 10 月 28 日人均分摊 5.27 元），年总保费尚低于 188 元，也低于平均 250 元[14]的百万医疗险年保费。

图 40：相互宝每期分摊金额（元）




*资料来源：华金证券研究所整理*

基于 2020 年以来的单期分摊金价格为 4 元，及 1.08 亿会员估算，相互宝年分摊金额 103.68[15]亿元，蚂蚁集团年管理费收入可达 8.29 亿元。同时需要说明的是，相互宝确实面临一定争议，主要集中在三方面：

- **监管的不确定性。**2020 年 9 月，银保监会打击非法金融活动局发布《非法商业保险活动分析及对策建议研究》称，相互宝等网络互助平台会员数量庞大，属于非持牌经营，涉众风险不容忽视，部分前置收费模式平台形成沉淀资金，存在跑路风险。相互宝回应

[13] 39 岁以下人群可申领 30 万，40-59 岁人群申领 10 万互助金
[14] 按 30 岁男性估算
[15] 103.68=4.00*2*12*1.08

称，上线之初就实行实名制、无资金池、全程风控、公开透明这四大准则，确保互助社区的平稳、健康、可持续运行。

考虑到相互宝是后付费模式，即互助申请获批，会员获得一次性互助金后，费用再由其他所有成员分摊，我们认为相互宝不存在资金池。但相互宝确实是后期会员承担先期会员风险的模式。网络互助目前属于监管空白地带，相互宝运营也未计提任何责任准备金，无精算模型测算成本费用、潜在风险，未来监管如何处置仍面临一定不确定性。

- **分摊金上涨过快。**2018 年相互宝上线之初，每月扣费仅几分钱，现在每月扣费两次，每次已升至 5 元，上涨速度确实较快。我们认为目前分摊金额仍然不大，年成本 100 元左右，仍显著低于市面上的消费型健康险、重疾险。我们预期在分摊金额相对百万医疗险仍有优势的情况下（预计临界点为每期 10 元），相互宝仍有吸引力。超越这一临界点，或出现阶段性会员流失。

  考虑我国人口结构和年龄结构，长远来看，我们担忧当未来会员增速趋缓、理赔人数增加，相互宝或陷入分摊金上涨过快、会员不堪重负选择退会、分摊金更快上涨、更多会员退会的恶性循环。

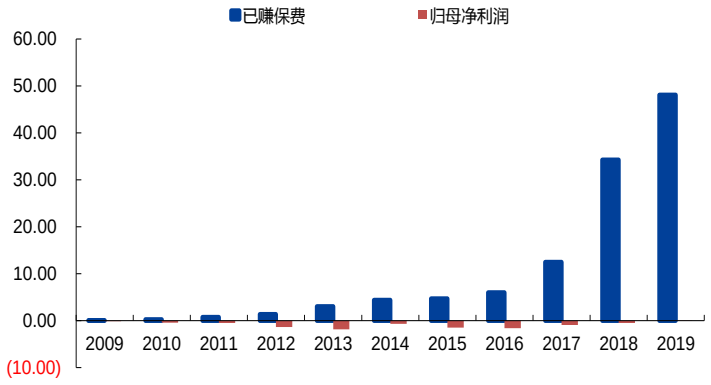
- **拒赔、退会等负面信息有增多迹象。**相互宝不是保险产品，公司在服务条款中明确“我们不承诺您能获得确定的风险保障”。“全额给付”、“不可抗辩条款”等保护保户的法规不适用相互宝。但部分会员将其视为保险产品，我们关注到 2020 年以来，网络上出现个别关于相互宝理赔困难、拒绝赔付、投诉无门等信息。

  由于相互宝会员人数庞大，即便发布负面信息的会员占比很低，也是不容忽视的人群数量。未来随着会员人数增加、年龄提升，理赔案例也会增加，负面新闻或影响用户体验，拖累蚂蚁集团信誉。

### （3）国泰保险：责任险、保证保险为主要保费来源

国泰保险，全称国泰财产保险有限责任公司，2008 年成立，台湾国泰金控出资设立，是大陆第一家台资保险公司。2016 年 7 月，保监会批复同意蚂蚁金服以增资 8.3 亿元的形式入股国泰产险，持有国泰产险 51%股份并成为控股股东。蚂蚁入主后，国泰产险的保费收入有了显著改善，盈利也在 2019 年实现扭亏为盈，H120 净利润 316 万元。

图 41：国泰产险设立以来已赚保费和净利润（亿元）

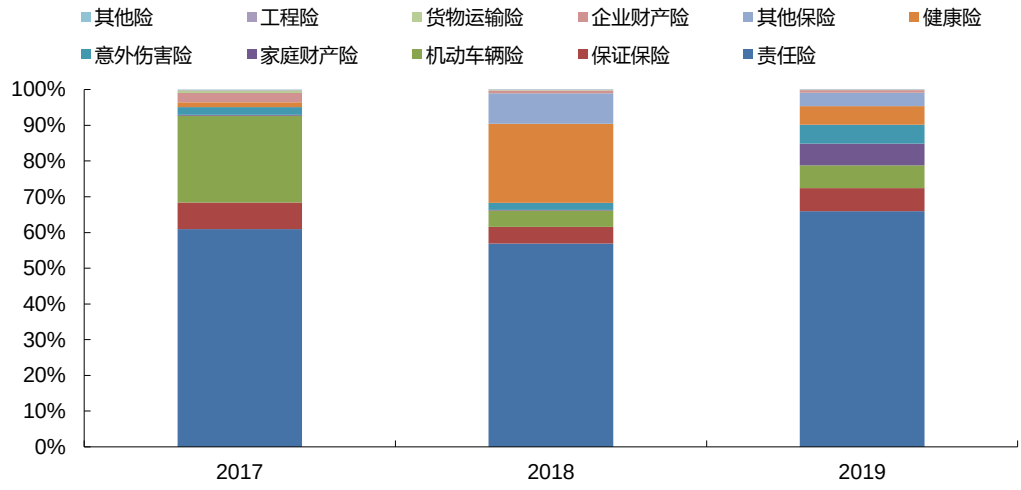



*资料来源：WIND、华金证券研究所*

蚂蚁入主后，国泰管理层曾表示公司确定了一条与传统保险或纯互联网保险不一样的路径，公司将关注未被传统保险公司满足的 80%社会小微个体用户群体，积极探索通过科技保险创造出价格超低廉但充分覆盖碎片化风险的保险产品，并推动分支机构通过科技保险体系线上、线下服务目标客户。从国泰产险 2017-19 年保费的产品结构来看，责任险和保证保险是其保费主要来源，2019 年占比高达 72.43%。

承保盈利情况，从按产品分部的财务报表来看，国泰责任险业务自 2018 年实现承保盈利，2019 年综合成本率约 97.32%，但其他险种仍处于承保亏损状态。2019 年国泰产险保险业务整体综合成本率 102.16%，仍处承保亏损状态。

图 42：2017-19 年国泰产险保费结构（按产品）




*资料来源：国泰产险年报、华金证券研究所*

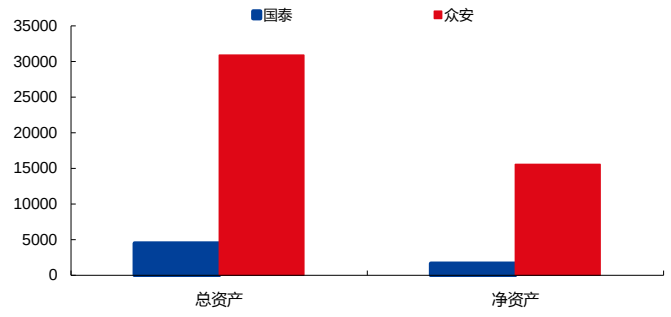
## 2、保险板块估值推导

### （1）国泰保险

国泰产险的可比公司是众安在线（6060.HK）。众安在线是 2013 年阿里、腾讯、平安共同发起设立的互联网保险公司。截止 2020 年中期末蚂蚁集团直接持股 13.53%，是众安的第一大股东。国泰产险和众安在线共同点较多，主要包括三个方面：

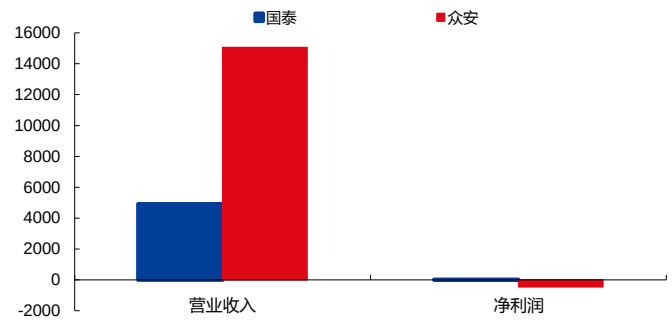
- 都拥有互联网基因，试图用技术手段开拓传统保险公司尚未覆盖的领域。
- 都是财产险公司，业务范围相同，发售产品包括责任险、保证保险、车险、财产险、信用险、短期健康险、意外险等。
- 目前业务规模都较小，仍处于盈亏平衡或小幅盈利/亏损状态。2019 年国泰产险综合成本率约 102%、众安在线 113.3%；2019 年国泰产险净利润 474 万元、众安在线亏损 4,541 万元；同时， H120 末国泰净资产 16.66 亿元、众安净资产 155.81 亿元，众安偿付能力充足率 547%远高于国泰的 209.27%。

图 43：2019 年末国泰与众安总资产、净资产比较（百万元）




资料来源：国泰保险年报、WIND、华金证券研究所

图 44：2019 年末国泰与众安营收、净利润比较（百万元）



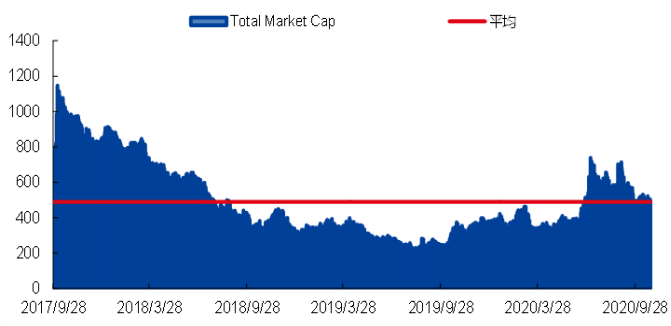

资料来源：国泰保险年报、WIND、华金证券研究所

由于众安的资产规模远高于国泰、保费金额也高于国泰，同时两家公司盈利状况均不佳，我们认为使用 PB、PE 均不适用。在难以找到恰当指标的情况下，我们认为众安的总市值基本可反映市场对一家质地尚优、处于起步状态的互联网保险公司的估值。上市以来众安在线平均总市值为 490.08 亿元人民币。

我们认为 490 亿元的估值对国泰产险同样适用，51%股权对应 250 亿元。国泰产险 H120 末净资产仅 16.66 亿元，490 亿元总估值对应 PB 29.41x。

若参考 PS 估值法，众安最近三年 PS 平均值 5.92x。假设国泰 2020-22 年已赚保费同比分别增长 30%、25%、20%和 15%（2019 年同比+42%），基于 2021-23 年营业收入，国泰的合理估值为 473-653 亿元，490 亿元估值处于区间之内。51%股权对应 241-333 亿元。

图 45：众安在线上市以来总市值（人民币，亿元）




资料来源： WIND、华金证券研究所

图 46：众安在线上市以来 PS TTM




资料来源：WIND、华金证券研究所

表 24：国泰保险估值推导（单位：亿元）

| | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|
| 营业收入 | 80 | 96 | 110 |
| 目标 PS | 5.92 | 5.92 | 5.92 |
| 合理估值 | 473 | 568 | 653 |
| 51%股权价值 | 241 | 290 | 333 |

资料来源：华金证券研究所

### （2）保险产品代销与技术服务

相互宝为公司带来稳定可观的管理费收入，然而这一业务处于监管空白，各种不确定性较大，我们难以预测其未来发展。从蚂蚁招股书来看，公司对相互宝的期待也主要在于投资者教育、保险意识提升和产品引流。因此，对相互宝业务我们不做单独估值。

保险产品销售方面，我们同样基于 2017-H120 我国保险保费规模及蚂蚁市占率、技术服务费率数据估算未来促成保费及分摊金额和技术服务费，再根据 2019 年、H120 收入和利润数据估算税前利润，最后假设蚂蚁胜信 2022-25 年仍能享受 15%的优惠企业所得税率。大致估算下，蚂蚁保险板块 2021-25 年利润复合增速约 20%。

表 25：蚂蚁保险业务技术服务收入及利润预测（单位：亿元）

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | H120 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中国保险保费规模（万亿） | 4.30 | 4.50 | 5.00 | 5.70 | 6.60 | 7.50 | 8.60 | 2.20 |
| 蚂蚁市占率 | 0.87% | 1.38% | 1.40% | 1.42% | 1.44% | 1.46% | 1.48% | 1.30% |
| 促成保费及分摊（亿元） | 375 | 622 | 700 | 809 | 950 | 1,095 | 1,273 | 286 |
| 技术服务费率 | 14.91% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.72% |
| 技术服务费 | 5,592 | 9,324 | 10,500 | 12,141 | 14,256 | 16,425 | 19,092 | 4,497 |
| | | | | | | | | |
| 税前利润率 | 28.45% | 32% | 32% | 33% | 34% | 35% | 36% | 36.86% |
| 营业利润 | 1,591 | 2,984 | 3,360 | 4,007 | 4,847 | 5,749 | 6,873 | 1,657 |
| 净利润 | 1,352 | 2,536 | 2,856 | 3,406 | 4,120 | 4,886 | 5,842 | 1,409 |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

由于暂无可比公司，我们参照理财板块，在 PEG=1 假设下，给予 20x 的目标 PE。基于 2021-23 年盈利预测，推导得出蚂蚁保险板块估值为 571-824 亿元。

表 26：蚂蚁保险业务估值推导（单位：亿元）

| | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|
| 保险业务收入 | 105 | 121 | 143 |
| 净利润 | 28.56 | 34.06 | 41.20 |
| 适用目标 PE | 20 | 20 | 20 |
| 合理估值 | 571 | 681 | 824 |

*资料来源：华金证券研究所*

## （五）其他资产

### （1）尚未估值的重要子公司和联营合营企业

除支付、微贷、理财、保险业务板块已进行估值的子公司之外，蚂蚁还有浙江融信、蚂蚁（杭州）、Alipay HK 等 10 家重要子公司或联营合营企业。这些子公司主要承担蚂蚁集团研发、运营、投融资等职能。对此我们按照 H120 末净资产的 1.00x PB 估值，得出 1,048.09 亿元。

表 27：蚂蚁集团部分重要子公司（单位：百万元）

| 子公司 | 持股比例 | 业务范围 | H120 净资产 | 备注 |
|---|---|---|---|---|
| 浙江融信 | 100% | 持有部分从事金融业务子公司的股权 | 636 | |
| 蚂蚁（杭州） | 100% | 主要从事运营和研发的业务平台 | 1,021 | |
| 蚂蚁（国际） | 100% | 境外融资及境外员工激励平台 | 958 | 143 百万美元 |
| 上海云钜 | 100% | 主要开展战略投资及投资管理业务 | 8,351 | |
| ANT KBW | 100% | 境外股权投资平台 | 22,363 | 3,338 百万美元 |
| Alipay HK | 100% | 境外业务平台及股权投资平台 | 28,173 | 4,205 百万美元 |
| API HK | 100% | 境外股权投资平台 | 7,331 | 1,094 百万美元 |
| Antfin NL | 100% | 境外股权投资平台 | 33,791 | 5,044 百万美元 |
| ONE97 | 30.33% | 支付及相关服务 | 7,203 | 7,860 千万印度卢比 |
| 权益合计 | | | 104,809 | |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

*注：未包含上海云鑫创业投资有限公司，上海云鑫持有的上市公司股权按市值计算*

除上述业务和资产外，蚂蚁集团还直接或通过上海云鑫创业投资有限公司间接持有众安在线、恒生电子、邮储银行、朗新科技、卫宁健康等上市公司股权。

这些投资有的是战略投资，有的在限售期，有的长期向好，我们假设公司短期内不会出售。股票市场波动较大，尽管这些股权多数最新股价更高，但我们还是选用最近三年平均市值，估算这些股权的价值。11 只可查的蚂蚁集团直接或间接持股的上市公司股权价值 263.34 亿元。

表 28：蚂蚁集团直接间接持有的上市公司股权（单位：亿元）

| 代码 | 证券简称 | 持股比例 | 最新总市值 | 最近三年平均总市值 | 持股价值 |
|---|---|---|---|---|---|
| 6060.HK | 众安在线 | 13.53% | 520 | 453 | 61.30 |
| 600570.SH | 恒生电子 | 20.72% | 972 | 573 | 118.75 |
| 601658.SH | 邮储银行 | 0.85% | 3,958 | 4,409 | 37.48 |
| 300682.SZ | 朗新科技 | 11.38% | 188 | 123 | 13.96 |
| 300253.SZ | 卫宁健康 | 4.98% | 403 | 267 | 13.28 |
| 300339.SZ | 润和软件 | 5.05% | 96 | 96 | 4.83 |
| 603776.SH | 永安行 | 8.36% | 42 | 38 | 3.21 |
| 603636.SH | 南威软件 | 5.06% | 64 | 60 | 3.01 |
| 300248.SZ | 新开普 | 6.28% | 65 | 43 | 2.68 |
| 300271.SZ | 华宇软件 | 1.63% | 191 | 164 | 2.68 |
| 300663.SZ | 科蓝软件 | 3.42% | 96 | 63 | 2.16 |
| 合计 | | | 6,593 | 6,289 | 263.34 |

*资料来源：WIND、华金证券研究所，注：最新市值使用 2020 年 10 月 28 日收盘价*

### （2）其他资产

蚂蚁集团除 20 家重要子公司、2 家重要联营合营企业外，还有集团本部和境内控股子公司 56 家，境外控股子公司 92 家，参股的合营及联营公司 56 家。这些资产公司未一一披露，我们也无法进行一一估值。因此我们根据公司合并报表净资产减去已披露重要子公司、联营合营公司净资产，估算其他资产净资产，然后给予 1.00x PB，最终取得这部分资产价值 153.44 元。

表 29：蚂蚁集团净资产分布（单位：百万元）

| 板块 | 公司名称 | 持股比例 | H120 末净资产 | 权益净资产 |
|---|---|---|---|---|
| 支付 | 支付宝 | 100% | 12,718 | 12,718 |
| | 支付宝（杭州） | 100% | 715 | 715 |
| | Alipay Singapore | 100% | 7,908 | 7,908 |
| | 小计 | | 21,341 | 21,341 |
| 微贷 | 蚂蚁商诚 | 100% | 18,239 | 18,239 |
| | 蚂蚁小微 | 100% | 17,586 | 17,586 |
| | 蚂蚁智信 | 100% | 11,831 | 11,831 |
| | 重庆万塘 | 100% | 4,529 | 4,529 |
| | 网商银行 | 30% | 10,713 | 3,214 |
| | 小计 | | 62,897 | 55,398 |
| 理财 | 天弘 | 51% | 11,005 | 5,612 |
| | 蚂蚁基金销售 | 81% | 460 | 372 |
| | 小计 | | 11,465 | 5,985 |
| 保险 | 国泰财险 | 51% | 1,666 | 850 |
| | 蚂蚁胜信 | 100% | 3,730 | 3,730 |
| | 小计 | | 5,396 | 4,579 |
| 其他 | 浙江融信 | 100% | 636 | 636 |
| | 蚂蚁（杭州） | 100% | 1,021 | 1,021 |
| | 蚂蚁（国际） | 100% | 958 | 958 |
| | 上海云钜 | 100% | 8,351 | 8,351 |
| | 上海云鑫 | 100% | 808 | 808 |
| | ANT KBW | 100% | 22,363 | 22,363 |
| | Alipay HK | 100% | 28,173 | 28,173 |
| | API HK | 100% | 7,331 | 7,331 |
| | Antfin NL | 100% | 33,791 | 33,791 |
| | ONE97 | 30% | 7,203 | 2,185 |
| | 小计 | | 110,635 | 105,617 |
| 合计 | | | | 192,919 |
| 集团合并报表归属于母公司所有者权益 | | | | 208,263 |
| 其他资产权益净资产 | | | | 15,344 |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

# 三、集团整体盈利预测与估值推导

## （一）集团整体估值

基于分部估值法，不同业务板块不同业务采用不同的估值方法，推导取得蚂蚁集团合理估值区间为 1.74-2.29 万亿元，对应每股价格 56.82-74.89 元。

表 30：蚂蚁集团分部估值表（单位：亿元）

| 业务板块 | 细分 | 项目 | 2021E | 2022E | 2023E | 备注 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **支付板块** | 支付业务 | 净利润 | 162 | 229 | 275 | |
| | | 目标 PE | 40 | 38 | 36 | 参考 Paypal 与 Visa |
| | | **合理估值** | **6,492** | **8,718** | **9,889** | |
| **微贷板块** | 微贷业务 | 净利润 | 187 | 251 | 333 | |
| | | 目标 PE | 30 | 24 | 20 | 基于 PEG=1 |
| | | 合理估值 | 5,615 | 6,016 | 6,664 | |
| | 网商银行 | 净资产 | 142 | 142 | 142 | |
| | | 目标 PB | 1.50 | 1.75 | 2.00 | 参考宁波银行、招商银行、富国银行 |
| | | 合理估值 | 213 | 249 | 285 | |
| | | 30%股权 | 64 | 75 | 85 | |
| | **小计** | | **5,679** | **6,091** | **6,749** | |
| **理财板块** | 金融产品销售 | 净利润 | 47 | 59 | 80 | |
| | | 目标 PE | 26 | 23 | 18 | 基于 PEG=1 |
| | | 合理估值 | 1,229 | 1,365 | 1,439 | |
| | 天弘基金 | 净利润 | 30.2 | 31.37 | 32.66 | |
| | | 目标 PE | 15 | 15 | 15 | 参考贝莱德、道富公司和惠理集团 |
| | | 合理估值 | 453 | 471 | 490 | |
| | | 51%股权价值 | 231 | 240 | 250 | |
| | **小计** | | **1,460** | **1,605** | **1,689** | |
| **保险板块** | 保险产品销售 | 净利润 | 28.6 | 34.1 | 41.2 | |
| | | 目标 PE | 20 | 20 | 20 | 基于 PEG=1 |
| | | 合理估值 | 571 | 681 | 824 | |
| | 国泰保险 | 营业收入 | 80 | 96 | 110 | |
| | | 目标 PS | 5.92 | 5.92 | 5.92 | 参考众安在线 |
| | | 合理估值 | 473 | 568 | 653 | |
| | | 51%股权价值 | 241 | 290 | 333 | |
| | **小计** | | **812** | **971** | **1,157** | |
| **其他** | 其他重要子公司 | 净资产 | 1,098 | 1,098 | 1,098 | H120 末数据 |
| | 二级市场持股 | 市值 | 263 | 263 | 263 | 过去三年平均 |
| | 其他资产 | 净资产 | 153 | 153 | 153 | H120 末数据 |
| | 现金 | 现金 | 1,442 | 1,659 | 1,936 | |
| | **小计** | | **2,957** | **3,174** | **3,451** | |
| **合计** | | | **17,400** | **20,559** | **22,935** | |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

## （二）集团整体盈利预测

基于分项业务预测，我们预计公司 2020-22 年营业收入分别 1,552 亿元、1,999 亿元和 2,503 亿元，同比分别增长 28.68%、28.77%和 25.21%。2020-22 年净利润分别为 431 亿元、523 亿元和 653 亿元，同比分别增长 154.21%、21.43%和 24.72%。

公司合理估值区间 1.74-2.29 万亿元，对应 33.2-43.8x 2021E PE。

表 31：蚂蚁集团核心财务数据预测（单位：亿元）

| | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | H120 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（亿元） | 654 | 857 | 1,206 | 1,552 | 1,999 | 2,503 | 3,020 | 725 |
| yoy | | 31% | 41% | 29% | 29% | 25% | 21% | 38% |
| 归母净利润（亿元） | 70 | 7 | 170 | 431 | 523 | 653 | 791 | 212 |
| yoy | | -90% | 2442% | 154% | 21% | 25% | 21% | 1460% |
| 总资产 | 1,337 | 2,371 | 2,716 | 5,342 | 5,769 | 6,381 | 7,170 | 3,159 |
| yoy | | 77% | 15% | 97% | 8% | 11% | 12% | |
| 归母净资产 | 622 | 1,478 | 1,833 | 4,255 | 4,726 | 5,314 | 6,026 | 2,083 |
| yoy | | 137% | 24% | 132% | 11% | 12% | 13% | |
| ROE（%） | 12.74% | 0.63% | 10.43% | 14.16% | 11.66% | 13.00% | 13.95% | 10.85% |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

收入分项来看，支付、微贷、理财、保险未来仍然是公司主要收入来源。蚂蚁链等技术支撑下，小微经营贷推动微贷业务收入增速最快，理财业务收入增速也较快。大额收款码用户开始收费，或为公司支付业务收入带来一次性的快速增长。

表 32：蚂蚁集团各板块收入数据预测（单位：亿元）

| | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | H120 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 支付业务收入 | 359 | 444 | 519 | 589 | 698 | 956 | 1,110 | 260 |
| yoy | | 24% | 17% | 14% | 18% | 37% | 16% | 13% |
| 微贷业务收入 | 162 | 224 | 419 | 599 | 856 | 1,023 | 1,269 | 286 |
| yoy | | 39% | 87% | 43% | 43% | 20% | 24% | 59% |
| 理财业务收入 | 105 | 139 | 170 | 216 | 272 | 322 | 406 | 113 |
| yoy | | 32% | 22% | 28% | 26% | 18% | 26% | 56% |
| 保险业务收入 | 23 | 43 | 89 | 137 | 160 | 187 | 218 | 61 |
| yoy | | 86% | 107% | 53% | 17% | 17% | 17% | 47% |
| 其他收入 | 5 | 7 | 9 | 11 | 13 | 15 | 17 | 5 |
| yoy | | 45% | 25% | 17% | 20% | 15% | 10% | 113% |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

我们预计公司 2020-22 年总资产分别 5,342 亿元、5,769 亿元、6,381 亿元，同比分别增长 96.70%、8.00%、10.62%。2020-22 年归属母公司股东净资产分别为 4,255 亿元、4,726 亿元、5,314 亿元，同比分别增长 132.20%、11.07%、12.43%。

表 33：蚂蚁集团资产负债表数据预测（单位：亿元）

| | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | H120 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 328 | 699 | 670 | 1,847 | 1,442 | 1,659 | 1,936 | 1,047 |
| 其他流动性资产 | 587 | 615 | 723 | 2,006 | 2,685 | 2,943 | 3,282 | 698 |
| 非流动性资产 | 422 | 1,057 | 1,323 | 1,489 | 1,641 | 1,779 | 1,952 | 1,414 |
| 总资产 | 1,337 | 2,371 | 2,716 | 5,342 | 5,769 | 6,381 | 7,170 | 3,159 |
| 流动负债 | 602 | 830 | 710 | 911 | 846 | 853 | 912 | 911 |
| 非流动负债 | 82 | 18 | 110 | 99 | 104 | 107 | 109 | 99 |
| 负债合计 | 684 | 848 | 820 | 1,010 | 951 | 960 | 1,021 | 1,010 |
| 归母所有者权益 | 622 | 1,478 | 1,833 | 4,255 | 4,726 | 5,314 | 6,026 | 2,083 |

*资料来源：蚂蚁集团招股书、华金证券研究所*

# 风险提示

1、蚂蚁集团招股书披露信息有限，很多细项数据未披露，使得我们只能参照可比公司、行业平均估算，预测准确性或不足。

2、支付宝、蚂蚁智信、重庆万塘、蚂蚁胜信等重要子公司 H120 净利润超过 2019 年全年，蚂蚁智信、重庆万塘 H120 净利润甚至达到 2019 年全年的 223%、230%。疫情过后，经济重回正轨。我们担忧高基数下，公司 2021 年业绩增速或面临较大压力。

3、蚂蚁集团所从事的微贷、相互宝等业务处于监管空白地带，若监管态度变化，公司业绩将面临较大负面风险。

4、蚂蚁集团所从事支付、微贷、理财、保险等业务与宏观经济景气密切正相关，若宏观经济景气不佳，蚂蚁集团的业绩也将受到拖累。

5、蚂蚁集团目前业务体量已十分庞大，支付、消费贷（花呗、借呗）等业务市场占有率已高，相对较为乐观的市场，我们担忧公司未来业绩增速或低于预期。

6、蚂蚁集团掌控大量个人、企业数据，若未来出于保护隐私、防止垄断等原因出台限制数据使用的法律法规，或直接影响公司商业决策和风险管理等模型和系统，进而影响公司业务开展。

**公司评级体系**

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

**分析师声明**

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn