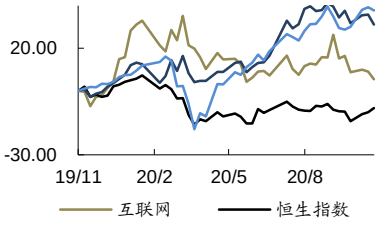
证券研究报告—海外市场研究

互联网

互联网专题研究

2020 年 10 月 30 日

一年该行业与恒生指数、标普500、纳指走势比较



海外市场专题

金融科技大时代——奔腾的蚂蚁，稳健的腾讯（一）

- **支付业务：蚂蚁和腾讯并非势均力敌，腾讯胜在格局**

蚂蚁和腾讯的支付业务存在显著分化：支付在蚂蚁体内承担了流量入口的重任，其盈利需求让位于战略需求；而微信支付在格局上优势显著：线上“腾讯系”电商份额快速扩张，线下随着“一码通行”的推进，微信支付的优势有望继续扩大。格局决定盈利，微信支付不仅可以作为金融业务的流量入口，同时也具备较强的盈利能力。我们测算，2019 年，腾讯的商业支付收入增速显著高于蚂蚁，并且有望在 2020 年以后加速分化。

- **支付格局演绎：线上双寡头稳固，线下微信支付优势显著**

短期来看，线上支付双寡头格局稳固，京东、美团、拼多多等互联网企业独占份额较小；线下场景中，商家格局更为分散，用户习惯起决定性作用，尤其是 “一码通行”的推进，微信支付的优势有望强化。

- **信贷业务现状：蚂蚁深刻改变业态，需求足够浩瀚**

互联网信贷所面向的长尾客群，具有旺盛的借贷需求。得益于完善的征信体系，蚂蚁的信贷业务一直在引领市场，也显著领先腾讯：1）个人消费贷：蚂蚁个人消费贷使用人数超过 5 亿，在贷余额超过 1.7 万亿；微信分付迟到 5 年，尚未全量放开；2）小微信贷：我们测算，蚂蚁服务客户超过 2000 万，超过腾讯微业贷的 20 倍。

- **如何看待蚂蚁及腾讯信贷业务的成长性？**

蚂蚁的三大业务有所分化：花呗不缺需求，风控能力突出，预计未来 3 年收入增速为 27%；借呗监管趋严，增速可能会放缓；小微贷受政策呵护，蚂蚁服务客户数有翻倍空间。**腾讯的机会仍然广阔，但需要时间：**信贷业务的马太效应不强，后入局者持续拥有机会。腾讯的消费贷、现金贷均未全量放开，当下的要点是完善小程序电商生态，线下推进商户的间连转直连，从而积累完善的用户数据，场景及数据完善后，变现只是时间问题。

- **投资建议**

我们认为蚂蚁集团的合理估值为 1.7-2.5 万亿，腾讯金融科技业务合理估值为即合理估值约 1.2-1.8 万亿。首次覆盖，给予**蚂蚁集团**“买入”评级；维持**腾讯控股**“买入”评级。

- **风险提示：**

政策风险；支付业务格局发生变动的风险；宏观经济波动的风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（港币）	总市值（亿港币）	EPS 2019	EPS 2020E	PE 2019	PE 2020E
0700	腾讯控股	买入	601	57603	9.9	12.8	53	41
6688	蚂蚁集团	买入	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

证券分析师：王学恒
电话： 010-88005382
E-MAIL： wangxueh@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030002
证券分析师：谢琦
电话： 021-60933157
E-MAIL： xieqi2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080008

相关研究报告：
《腾讯控股(00700)：全面超预期，手游再度成为最大亮点》——2020-08-13
《手游出海：腾讯的全球化野望》——2020-06-01
《互联网行业专题报告之一‖移动支付：收获期已至》——2020-03-29
《腾讯控股：微信生态——价值创造，一直在路上》——2020-03-02
《腾讯控股-0700.HK-金融科技：引领腾讯下一个十年》——2020-01-22

独立性声明：
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资摘要

关键结论与投资建议

金融科技业务中，蚂蚁和腾讯各有所长。本篇报告作为我们金融科技系列深度报告的第一篇，主要探讨支付及互联网信贷业务。

蚂蚁强在组织架构及征信体系，其信贷业务在市场中不存在同量级的竞争对手，至少领先腾讯 5 年的时间。花呗的需求足够旺盛，蚂蚁的风控能力足够优秀，能够支撑其规模扩张，未来 3 年业务复合增速有望超过 20%；现金贷业务受政策影响，增速可能会放缓；小微贷受政策呵护，蚂蚁当前仅渗透了 2000 万小微商户，未来 3 年收入复合增速有望超过 30%。蚂蚁的支付业务将定位于流量入口，其盈利需求让位于战略需求，短期内可能不会大规模盈利。

腾讯胜在支付，并且格局有望进一步优化：线上份额有望随生态继续扩张，线下随着一码通行的推进，优势有望更显著。其商业支付底盘超过 20 万亿，由于历史原因当前实际费率较低，费率恢复过程中有望创造广阔的利润空间。信贷业务马太效应不强，腾讯仍有广阔的发展空间。但腾讯的贷款业务尚属发展早期，需要迭代、完善征信体系，与生态共同成长。短期内，腾讯金融科技业务的估值由支付业务所支撑。

核心假设或逻辑

第一，腾讯的支付业务在格局上超过支付宝，盈利能力更强。长期来看，线上场景中，支付的市场份额有望小幅分散，但不影响微信和支付宝“双寡头”式格局；线下场景中，微信支付的优势有望持续。

第二，互联网贷款业务的核心壁垒是场景和风控，马太效应不强，并且需求足够旺盛。蚂蚁的征信体系完善，风控能力优异，在当前市场中没有同量级的竞争对手，未来三年收入复合增速有望超过 20%。

第三，腾讯的贷款业务尚属发展早期，需要较长的时间迭代、完善信用体系，贷款业务需要跟随生态的完善而缓慢增长。短期内，腾讯金融科技业务的估值主要由支付业务所支撑。

与市场预期不同之处

第一，我们认为，支付业务在蚂蚁和腾讯内的定位存在显著差别：支付是蚂蚁集团重要的流量入口，对企业整体而言，市场份额的重要性远胜于盈利能力；而微信本身是一座流量富矿，微信支付格局更好，具备盈利能力。

第二，我们认为，蚂蚁所面临的借贷群体需求端足够旺盛，限制其规模增长的，是政策以及自身的风控能力。蚂蚁的风控能力显著领先同行，花呗、小微贷款受政策鼓励，未来 3 年增速有望跑赢行业；现金贷业务监管趋严，未来增速可能会放缓。

股价变化的催化因素

对蚂蚁而言，花呗的生息比例、人均贷款余额增长超预期；小微贷款业务的商家拓展速度超出市场预期。

对腾讯金融科技业务而言，其商业支付费率恢复节奏超出市场预期；消费贷业务分付的拓展速度超出市场预期等。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，借贷业务的政策持续收紧，力度过大；

第二，随借贷规模增长，蚂蚁逾期率、不良率增长超出市场预期的风险；

第三，支付业务政策风险等。

内容目录

支付：蚂蚁的基础设施，腾讯呢？ 6
腾讯和蚂蚁的支付业务势均力敌吗？ 6
支付业务的核心壁垒：场景+用户使用习惯 12
移动支付市场的格局会如何演绎？ 13
贷款：长跑型业务，需求足够浩瀚 16
蚂蚁 VS 腾讯：领路者 VS 探索者 16
如何看待蚂蚁借贷业务的未来成长？ 20
如何看待腾讯借贷业务的长远发展？ 31
估值 34
如何定义腾讯金融科技与蚂蚁集团的性质？ 34
蚂蚁集团和腾讯金融最核心的差别是什么？ 34
如何对两者进行估值？ 35
推荐金融科技板块龙头，蚂蚁集团及腾讯控股 35
分析师承诺 36
风险提示 36
证券投资咨询业务的说明 37

图表目录

图 1：2017-2020H1 腾讯及蚂蚁集团销售推广费对比（亿元）.....7
图 2：微信及支付宝交易笔数对比.....7
图 3：支付宝及微信 MAU 对比（亿）.....7
图 4：各支付巨头所连接商户数（万）.....7
图 5：微信支付 VS 支付宝部分支付场景及 GMV（2019 年数据）.....8
图 6：腾讯 VS 蚂蚁支付收入对比估算（亿元）.....9
图 7：移动支付行业竞争简史.....9
图 8：国内历年网络零售 B2C 市场交易份额对比.....10
图 9：星巴克微信社交礼品券.....10
图 10：星巴克曾入驻微信九宫格.....10
图 11：历年除夕微信红包发放数量及增速（亿，%）.....11
图 12：支付宝在阿里系电商业务中费率测算.....11
图 13：阿里系为支付宝新增收入的理论值（亿元）.....11
图 14：微信支付-美团支付佣金及费率推算（亿元，%）.....12
图 15：微信支付-京东支付佣金及费率推算（亿元，%）.....12
图 16：2019Q1 网民线上第三方支付产品倾向调查.....12
图 17：2019Q1 网民线下第三方支付产品倾向调查.....12
图 18：2019Q1 中国网民微信支付、支付宝偏好使用场景调查.....13
图 19：腾讯系 VS 阿里 GMV 增速.....13
图 20：2014-2019 年社零线上及线下占比.....15
图 21：蚂蚁数字支付及商家服务增速预期（亿元，%）.....15
图 22：腾讯商业支付收入及增速预期（亿元）.....15
图 23：芝麻信用的数据维度.....16
图 24：微信支付大学生集星光活动.....17
图 25：支付宝绑定学生信息可享受优惠.....17
图 26：当前芝麻信用 VS 微信支付分所使用的数据维度.....17
图 27：蚂蚁 vs 腾讯主要信贷业务推进时点.....18
图 28：蚂蚁花呗消费场景布局.....19
图 29：银行信用卡贷款余额增速在持续降低.....21
图 30：消费贷（不含信用卡）仍然保持较快增长.....21
图 31：2014-2019 银行信用卡人均持卡量（张/人）.....21
图 32：2014-2019 年信用卡户均余额 VS 呗户均余额（元）.....21
图 33：蚂蚁贷款规模增长 VS 逾期率.....22
图 34：蚂蚁 VS 银行信贷规模及 D90+逾期率对比（亿，%）.....23
图 35：蚂蚁 VS 同类消费金融机构贷款规模对比（亿）.....23
图 36：蚂蚁 VS 京东数科 D90+逾期率对比.....23
图 37：蚂蚁 VS 非传统金融机构 D90+逾期率对比.....23
图 38：花呗拓展线下场景重要时间点及事件.....24
图 39：未来 3 年花呗希望将合作商家数量拓展到 4000 万家.....24
图 40：招商银行信用卡生息比例估算.....25
图 41：花呗收入及增速估算（百万元，%）.....25
图 42：借呗收入及增速估算（百万元，%）.....27
图 43：银行小微企业贷款余额走势及贷款占比情况（万亿，%）.....29
图 44：小微企业贷款市场供需不匹配.....29
图 45：我国主要金融机构小微企业贷款余额及增速.....29
图 46：网商银行累计服务小微企业及经营者数量及增速.....30
图 47：网商银行户均贷款余额（万元）.....30
图 48：蚂蚁小微经营者信贷逾期率.....30
图 49：蚂蚁小微贷收入及增速（百万元，%）.....31
图 50：腾讯金融业务处于蚂蚁的早期.....31
图 51：2018 年我国线下零售销售额占比推算.....33
图 52：我国消费信贷的市场规模及增速（万亿，%）.....33
图 53：互联网消费信贷的竞争格局.....33

表 1：我国头部互联网巨头均已手握支付牌照.....14

表 2：芝麻信用的数据来源 16
表 3：花呗分期 VS 分付业务对比 18
表 4：蚂蚁借呗 VS 微粒贷 19
表 5：网商贷 VS 微业贷 20
表 6：蚂蚁与 360 数科及乐信的 D90+逾期率对比 22
表 7：我国主要现金贷产品举例 26
表 8：2019 年以来我国贷款扶持中小微企业的政策及内容 28

支付：蚂蚁的基础设施，腾讯呢？

此前，市场对蚂蚁和腾讯的支付业务理解存在偏差：认为微信支付和支付宝的支付业务是势均力敌的，蚂蚁的支付业务是基础设施而非利润中心，则微信的支付业务也一定很难盈利。随着支付宝详细数据的披露，答案被揭开：腾讯支付业务格局更具优势，且格局上的差异已经体现在了交易笔数和流量端。

从数据中可见，支付在蚂蚁体内确实承担了基础设施和流量入口的重任，而微信支付具备盈利能力：财务方面，2017-2020H1，蚂蚁数字支付及商家服务业务的收入占比，从 55%退化到了 36%；线上是支付业务的核心变现场景，我们测算，支付宝最重要的线上支付场景——淘系电商中，其支付费率连续 3 年低于 0.2%；而微信支付的线上场景中，美团、京东等，费率在稳定恢复。

为了更好的分析未来支付行业的格局演变方向，我们需要讨论清楚：1）蚂蚁和腾讯的支付业务真的是势均力敌的吗？2）支付行业的核心壁垒是什么？

腾讯和蚂蚁的支付业务势均力敌吗？

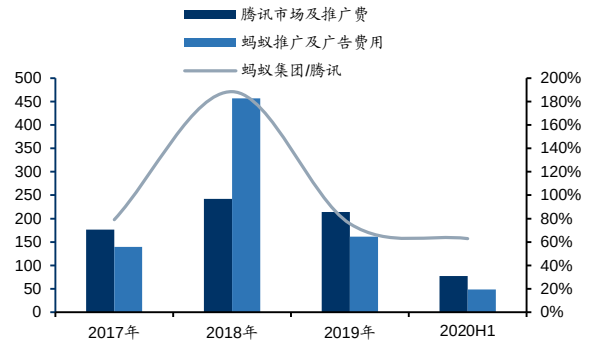
在支付业务中，收入占比最高、利润想象空间最大的业务是商业支付，信用卡还款、提现等个人支付业务创收不创利，在此不做详细讨论。我们通过几组核心数据，来对比支付宝和腾讯的商业支付情况：

1）销售费用&交易笔数：蚂蚁推广更激进，但腾讯交易笔数更强

蚂蚁在支付业务方面的补贴力度应强于腾讯：腾讯及蚂蚁集团都没有单独披露支付业务的销售费用，我们可以用整体数据进行推算。根据财报，腾讯的销售及市场推广开支包括了金融科技、云服务、手游及数字内容服务；而蚂蚁集团的销售及广告费，主要是指支付宝 App 向用户发放礼券、奖励及其他激励，并用于合作伙伴进行商家拓展及推广，结合 2017、2018 年支付宝对线下小微商户及服务商的补贴措施，我们判断，补贴的大部分用于支付及花呗业务。数据显示，2017、2019 及 2020H1，**蚂蚁集团的销售推广费用约为腾讯整体的 70%，2018 年，其销售推广费为腾讯总额的 1.9 倍**。考虑到手游是目前腾讯核心的利润来源，我们推测，该业务会占据相当比例的销售开支，蚂蚁对支付业务的补贴力度应高于腾讯。

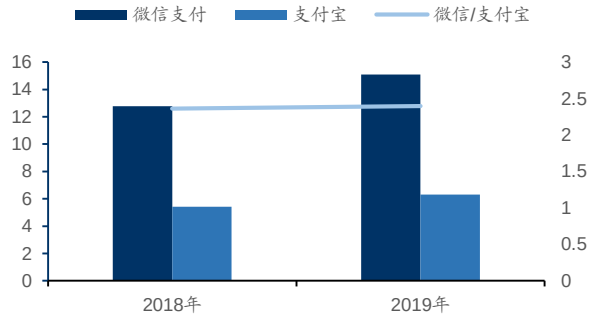
笔数方面，经过激烈的补贴大战后，微信与蚂蚁的交易笔数之比一直稳定在 2.4 左右。我们用支付宝及财付通披露的交易类客户投诉事件及占比来推算二者的支付笔数。2018-2019 年，微信支付与支付宝交易笔数的比值稳定在 2.4 倍左右，我们测算，剔除社交红包的影响后，微信支付的交易笔数仍显著高于蚂蚁。微信支付在交易笔数上表现强势，是微信在下沉市场更高的装机量、更强的用户粘性，及投资生态共振的结果。

图 1：2017-2020H1 腾讯及蚂蚁集团销售推广费对比（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

图 2：微信及支付宝交易笔数对比（亿笔）



资料来源：支付宝、财付通官网，国信证券经济研究所整理

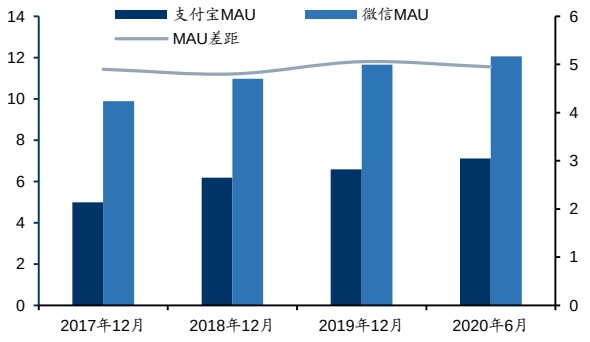
2）活跃用户数&商户数：蚂蚁强在商户数，而腾讯在用户侧显著胜出

移动支付具有双边网络效应，第三方支付平台通过场景覆盖，一边连接商户，一边连接用户，商户侧和用户侧的繁荣，对于整个支付生态的发展都有促进作用。

商户侧，蚂蚁更具优势，主要系淘系电商的资源独享。国家监管总局数据显示，截至 2020Q1，我国注册在案的个体工商户有 8353 万个。蚂蚁招股书中披露，截至 2020H1，支付宝月度活跃商户数超过 8000 万；微信支付方面，截至 2019 年 7 月，其连接个体商户与商家数量为 5000 万个。我们推测产生差异的原因如下：1）淘系电商、闲鱼等平台，有千万量级的商户为蚂蚁独占商户；2）双方对于活跃商户数的统计口径可能存在一定差别。

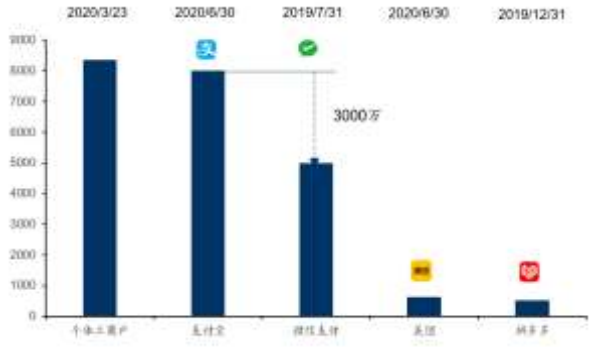
用户侧，腾讯更具优势，微信与支付宝的 MAU 差距稳定在 5 亿左右。遗憾的是，支付宝及微信均未单独披露支付业务的活跃账户数，我们用其母体流量微信和支付宝的 MAU 进行对比。数据显示，2017-2020H1，支付宝和微信的月活用户数均保持了稳定增长，但二者的差距始终维持在 5 亿左右。我们推测这 5 亿用户主要来自于下沉市场。

图 3：支付宝及微信 MAU 对比（亿）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

图 4：各支付巨头所连接商户数（万）



资料来源：公司公告，国家监管局，国信证券经济研究所整理

3）覆盖场景：蚂蚁强在线上，微信强在线下

线上约 11 万亿的零售场景中，蚂蚁占据绝对优势：场景是支付业务的纽带，经多年发展，微信与支付宝的场景渗透已经基本结束，接下来会进入存量竞争。**两者在线上场景均存在部分独占资源，但蚂蚁显著胜出：**以 2019 年数据为例，

支付宝在以淘系电商为主体的中国零售商业中独占了近 7 万亿的 GMV; 腾讯目前在线上稍显弱势：腾讯视频、小程序交易为其独占场景，而在“腾讯系”企业美团、拼多多、携程中，支付宝与微信支付共存，微信支付排序更加靠前。

线下约 30.5 万亿的零售场景，微信支付优势更强：与线上相比，线下场景的格局更加分散，且部分场景为国家管控行业，无法通过投资所独占，更多依赖于用户的使用习惯，在线下场景中，微信支付显著胜出。

图 5：微信支付 VS 支付宝部分支付场景及 GMV（2019 年数据）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

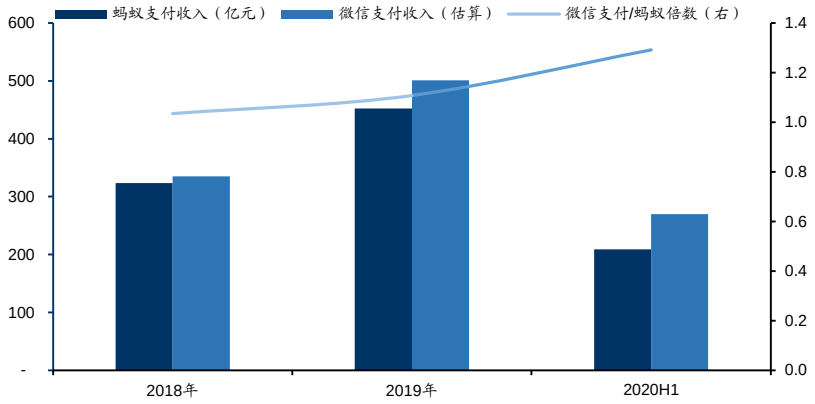
以上数据为各公司 2019 年数据，京东除微信支付外，还存在其他的第三方支付方式。京东、美团、拼多多部分 GMV 与微信小程序电商有重叠

4）收入：2019 年拉开差距，预计后续分化会更显著

我们测算，2018 年，双方的商业支付收入比较接近。但是从 2019 年开始，微信支付与蚂蚁的商业支付收入拉开了差距，前两年激进的线下补贴，并没有影响到微信支付的创收能力。

2019 年发生了什么？1）大规模补贴战落幕，微信支付的创收能力开始显现：从财报数据来看，2019 年，蚂蚁和腾讯非常默契的削减了营销补贴费用。这一年，腾讯的市场及推广费用为 214 亿元，同比降低 12%，销售费率同比降低 2.1pct; 同年，蚂蚁的市场及推广费用为 162 元，同比大幅降低 65%，销售费率降低 40pct，说明支付业务依靠补贴的竞争已经告一段落。我们测算，2019 年，微信商业支付收入增速约领先蚂蚁 10pct。**2）支付业务的定位出现分化：**支付宝招股书显示，数字支付是消费者日常生活和数字金融的基础设施，对拓展支付宝、App 在线上对用户的触达起到了重要作用，而腾讯从 2019 年开始独立披露金融科技及企业服务业务收入；**3）战略方向也发生了变化：**微信着力构建线上相对弱势的电商场景，着力发展微信生态; 蚂蚁着力推广“刷脸支付”，并巩固金融优势，避开在移动支付领域与微信支付的正面竞争。

图 6：腾讯 VS 蚂蚁支付收入对比估算（亿元）



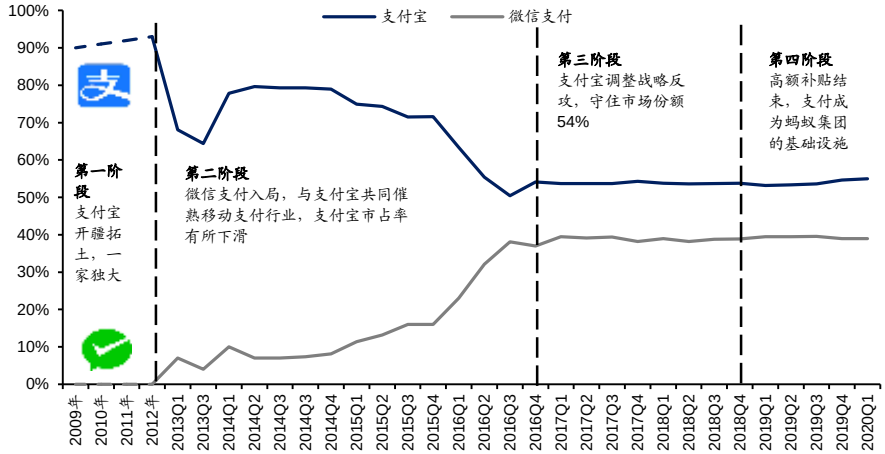
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

以上数据均通过财报披露数据估算，并非官方公布数据，可能与实际情况存在出入

为什么会出现这种分化？

资源禀赋不同，微信支付携生态而来，与支付宝之间，本身就是一场不对等的战争。回顾移动支付的竞争历史，核心在于对场景和用户的争夺。场景即商户，一方面由自身经营业务或投资业务所带来，另一方面由线下的商户拓展而来。腾讯自身在电商方面建树不多，但得益于其投资的京东、拼多多、美团等企业，以及小程序的快速发展，微信支付在线上场景的份额持续增长；在线下场景中，微信生态吸引了大批的商户入驻。

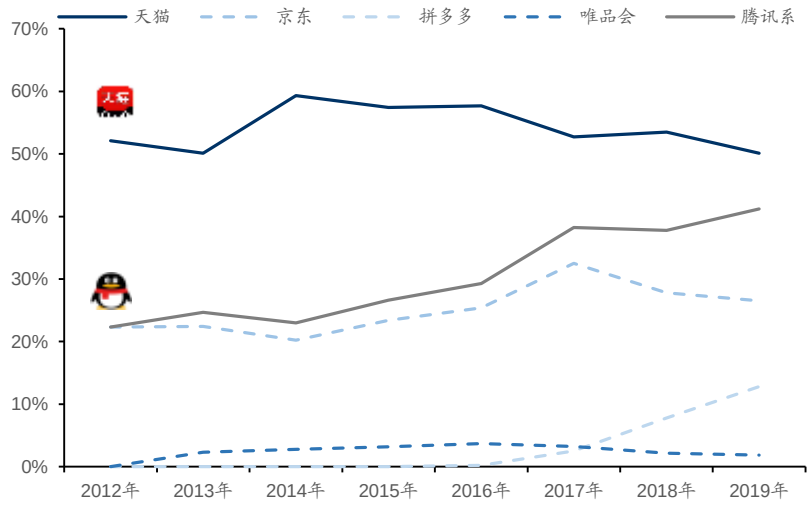
图 7：移动支付行业竞争简史



资料来源：国信证券经济研究所整理

线上场景中，微信的独占场景不及支付宝。2012-2019 年，天猫在线上 B2C 领域的市场份额始终保持在 50%以上，而战事最为激烈的 2014 年，腾讯系企业拼多多及美团尚未发迹，京东在线上零售的份额仅有 20%出头。随着拼多多迅速崛起，小程序电商 GMV 迅速增长，微信支付在线上电商的份额有所提升，但淘系电商的市场份额依然稳居第一。

图 8：国内历年网络零售 B2C 市场交易份额对比



资料来源：网经社，国信证券经济研究所测算

O2O 和线下场景是微信破局的关键，腾讯的投资及微信生态在线下场景的拓展中发挥了关键性作用。2014 年，滴滴和快的在线下发起了补贴大战，标志着线下场景争夺战正式开始；在纯线下场景中，为了抢占线下小微商户，微信生态的力量发挥了重要作用：微信开放公众号、朋友圈广告、小程序、卡包给小微商户，帮助头部商户与消费者建立更紧密的联系，这让很多行业的头部企业趋之若鹜。在格局分散的线下餐饮行业中，微信支付以九宫格流量入口和社交礼品券为筹码，与餐饮巨头星巴克签下了一定期限内的排他协议，并形成了非常强的示范效应。

图 9：星巴克微信社交礼品券



资料来源：微信，国信证券经济研究所测算

图 10：星巴克曾入驻微信九宫格

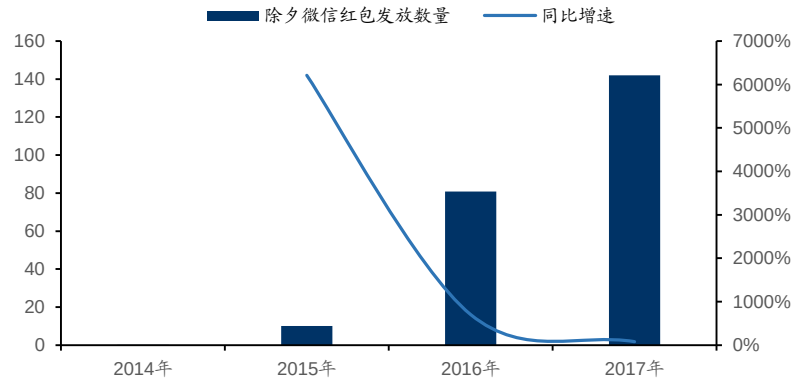


资料来源：微信，国信证券经济研究所整理

用户端，微信支付在用户绑卡这一关键环节的壁垒，被“春节红包”彻底的击碎。2014 年春节，腾讯推出微信红包，从除夕到初一吸引了超 500 万用户参与，收发红包数量达 1600 万个。用户收到红包后，自然产生提现诉求，绑卡行为随之发生。腾讯在 2014 年年报中披露，其微信支付和 QQ 钱包的绑卡量突破 1 亿，**微信支付凭借社交生态，用不到 1 年的时间完成了蚂蚁近 4 年的成绩**。此后，微信支付乘胜追击：2015 年冠名春晚，并联合外部企业推出“摇一摇”抢红包的形式，当晚收发红包总量超过 10 亿个。在随之而来的 2016、2017 年，除夕微信红包的收发数量逐年攀升，微信支付的市场份额持续走高。在民众的

狂欢中，腾讯通往支付的绑卡壁垒，被“红包”彻底击碎。

图 11：历年除夕微信红包发放数量及增速（亿，%）



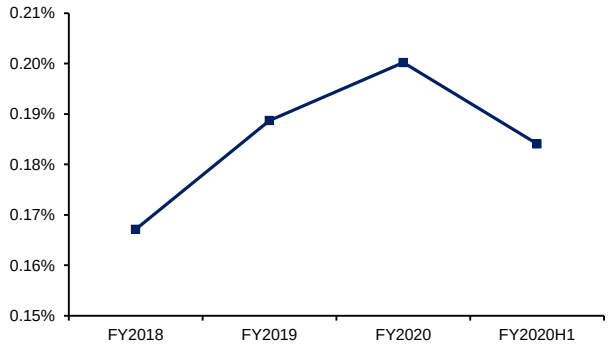
资料来源：国信证券经济研究所整理

可以说，微信支付能够后来居上，与腾讯的投资布局及微信生态关系密切。**微信支付在交易笔数上的胜利，是场景+流量的双重胜利。**

收入方面，微信支付与支付宝出现分化，主要是交易笔数和线上核心客户的费率不同所导致的。

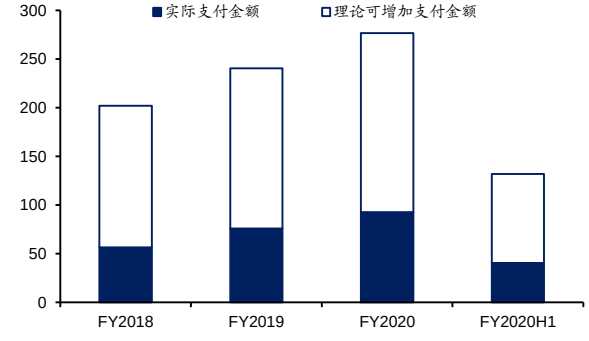
在盈利能力最强的线上场景中，支付宝为淘系电商充当了基础设施，费率常年稳定在 0.2%以下。线上是移动支付盈利的最佳场景。然而，通过蚂蚁与阿里的支付交易金额及 GMV 可以推算，FY2018-FY2020H1，支付宝在淘系电商中的商业支付费率稳定在 0.2%及以下，承担了淘系电商基础设施的角色。理论上，线上支付场景的费率可以达到 0.6%。若支付宝与阿里集团之间的交易费率达到 0.6%，FY2020 可以为蚂蚁集团带来 184 亿的新增收入。

图 12：支付宝在阿里系电商业务中费率测算（%）



资料来源：蚂蚁招股书，阿里年报，国信证券经济研究所测算

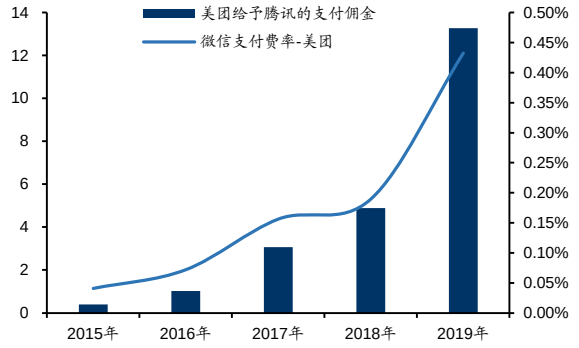
图 13：阿里系为支付宝新增收入的理论值（亿元）



资料来源：蚂蚁招股书，阿里年报，国信证券经济研究所整理

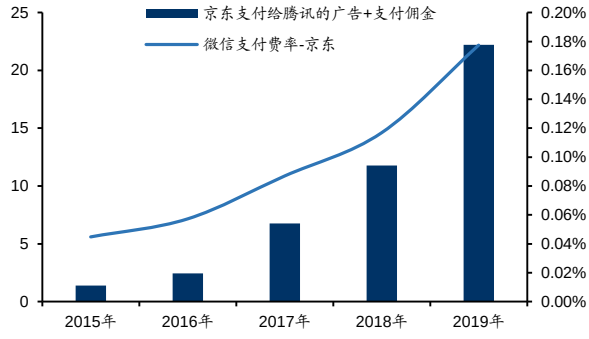
反观微信支付的线上业务，其支付的费率一直在恢复进程中。我们从美团、京东的公告数据中推测，在“腾讯系”互联网企业的发展初期，微信支付的费率非常低，支付和流量一样，是腾讯资源支持的一部分。而随着这类企业的发展壮大，线上支付的费率在持续恢复。通过公开数据可推算，2019 年，微信支付在美团、京东上的支付费率均有明显的提升，但距离 0.6%的理论值仍有较大的提升空间。2019 年这部分业务费率的恢复，是微信支付收入大幅增长的重要原因。

图 14：微信支付-美团支付佣金及费率推算（亿元，%）



资料来源：美团公告，国信证券经济研究所整理

图 15：微信支付-京东支付佣金及费率推算（亿元，%）



资料来源：京东公告，国信证券经济研究所整理

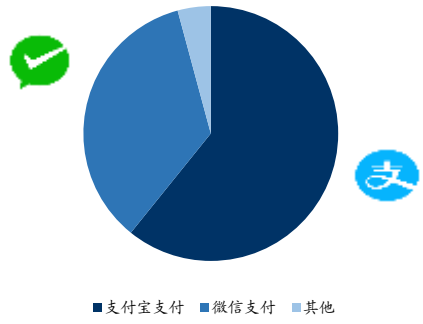
支付业务的核心壁垒：场景+用户使用习惯

通过上述分析，我们可以发现，移动支付在线上、线下的核心壁垒分别为场景和用户的使用习惯：

线上的独占场景有多重要？2014 年春节之前，支付宝在线上支付领域的优势是碾压性的，而腾讯在支付和电商方面却陷入了一个负循环：支付技术问题，导致电商的交易环节总是出现故障，影响了用户的购物体验，导致用户流失；电商整体发展较慢，财付通的交易量少，在内部就更能难得到机会和资源去优化、提升自己。而支付宝凭借着电商的绝对优势地位，给了马云“拿着望远镜也找不到竞争对手”的底气。易观数据显示，2014Q1，微信刚刚大举杀入移动支付领域之前，支付宝的市占率接近 80%。直到 2019Q1，艾媒咨询关于中国网民移动支付习惯的调研数据显示，在线上，依然有 60%的用户倾向于使用支付宝支付。

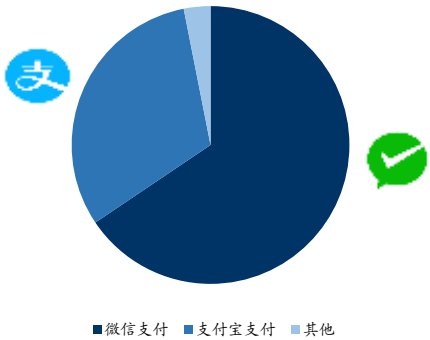
线下：用户的使用习惯，即用户量+启动频次。自 2014 年春节“微信红包”包发后，微信凭借着绝对领先的用户打开频次和使用时长迅速占领线下场景。艾媒数据显示，线下移动支付过程中，约 65.6%的网民习惯于微信支付，特别是在线下餐饮、出行、话费、交通卡充值等小额高频场景中，微信支付呈现出明显的优势。

图 16：2019Q1 网民线上第三方支付产品倾向调查



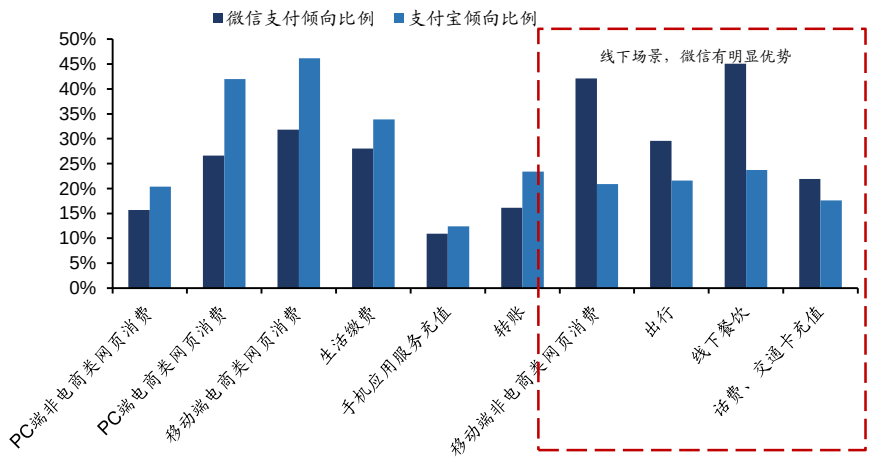
资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

图 17：2019Q1 网民线下第三方支付产品倾向调查



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

图 18：2019Q1 中国网民微信支付、支付宝偏好使用场景调查



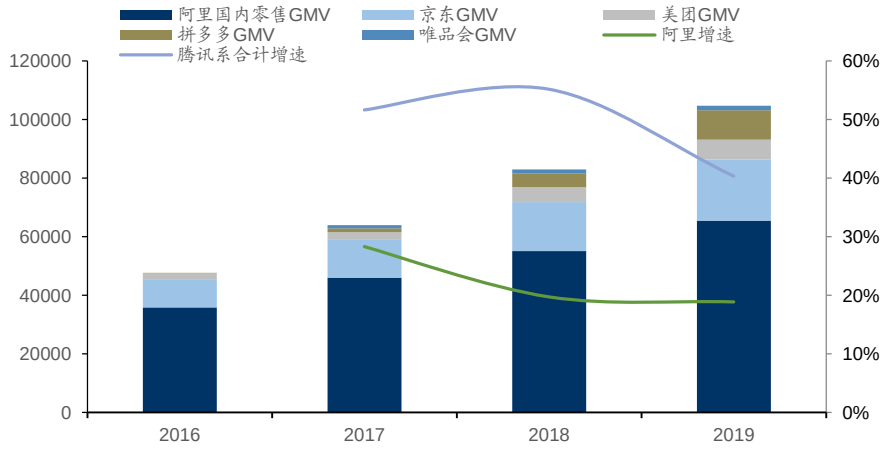
资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所测算

移动支付市场的格局会如何演绎？

以上两点要素，决定了未来移动支付的格局将如何演绎：

线上：逐场景而生，短期内腾讯系份额可能会有所增长。目前，腾讯系小程序电商 GMV 在快速增长，腾讯系企业美团、京东、拼多多 GMV 也在快速增长，短期内腾讯在线上支付的份额有望扩大，且费率有提升的空间。

图 19：腾讯系 VS 阿里 GMV 及增速（亿元，%）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所测算

长远来看，线上支付的格局可能会继续分散：目前，头部互联网企业均已手握移动支付牌照，事实上，随着绑卡过程变得愈加便捷，在自身支付业务的渗透率足够高的时候，**巨头们完全可以发挥在线上支付中的引导及隔离作用：**例如，2011 年 5 月，京东以支付费率过高为由，终止了京东商城与支付宝的合作；2020 年，美团切断了部分用户的支付宝支付。并且美团在积极的引导消费者使用美团支付，一方面形成交易数据的闭环，同时，也能减轻平台向外支付的费用负

担。考虑到支付在金融业务中的重要入口作用，我们认为，未来线上移动支付的格局可能会小幅分散。但考虑到微信、支付宝两大巨头在启动频次、用户时长方面的碾压性优势，线上话费充值、生活缴费等公共场景，大概率仍由微信、支付宝两大巨头所把持。

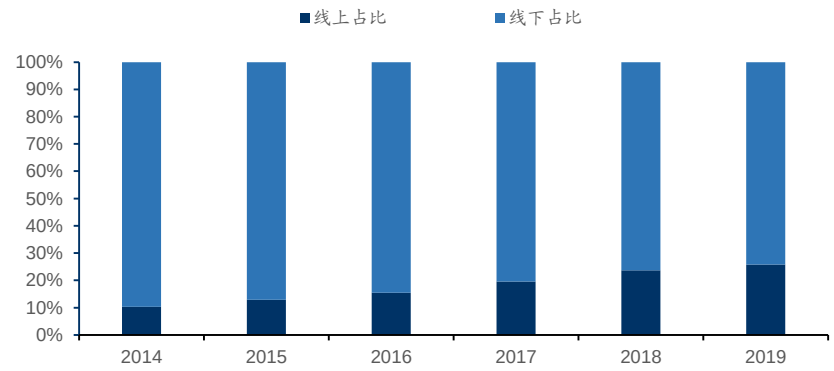
表 1：我国头部互联网巨头均已手握支付牌照

公司名称	牌照取得时间	牌照类型	牌照的取得方式	代表产品
蚂蚁集团	2011 年 5 月 3 日	互联网支付、移动电话支付、预付卡发行与受理（仅限于线上实名支付账户充值）、银行卡收单	自有	支付宝、淘宝、天猫
腾讯	2011 年 5 月 3 日	互联网支付、移动电话支付、银行卡收单	自有	微信、腾讯理财通
网易	2012 年 6 月 27 日	互联网支付	自有	网易支付（网易宝）、网易严选、网易云音乐
苏宁	2012 年 6 月 27 日	互联网支付	自有	苏宁易购、苏宁金融
京东	2012 年 10 月 29 日	互联网支付、移动电话支付、银行卡收单（北京市）	收购	京东支付(网银在线)、京东 APP、京东金融
百度	2013 年 7 月 6 日	互联网支付	自有	度小满金融、百度 APP
新浪	2013 年 7 月 6 日	互联网支付、移动电话支付	自有	新浪金融、新浪新闻、新浪财经
美团点评	2016 年 9 月 27 日	互联网支付、移动电话支付、银行卡收单	收购	美团、大众点评
唯品会	2016 年 10 月 17 日	互联网支付	收购	唯品会-品牌特卖
小米	2016 年初	互联网支付、移动电话支付、银行卡收单	收购	小米金融
字节跳动	2020 年 8 月 18 日	互联网支付	收购	今日头条、抖音
寻梦科技	2020 年 1 月 23 日	互联网支付、银行卡收单、移动支付、预付卡支付	收购	拼多多

资料来源：中国人民银行、国信证券研究所整理

线下：支付空间更大，但格局更加分散，随用户习惯而定。2019 年，我国社零总额中，线下约为线上的 3.6 倍，与线上场景相比，线下支付的场景难以独占，并且格局分散，更依赖于用户的使用习惯，在这方面，微信支付与竞品相比具有压倒性优势。

图 20：2014-2019 年社零线上及线下占比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所测算

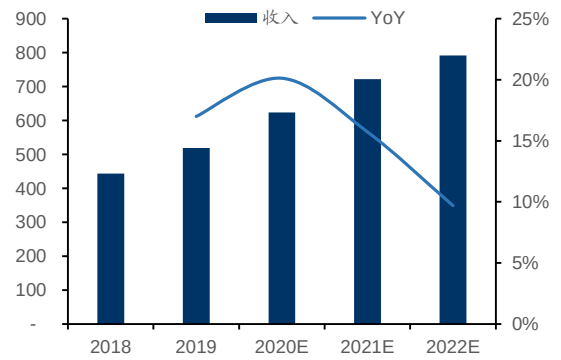
并且，随着线下扫码互联互通的推进，边际上对微信支付会更加利好。2019 年 8 月，央行发布金融科技三年发展规划，明确提出推动条码互联互通。同年 10 月，央行副行长范一飞在第六届世界互联网大会金融科技分论坛上也提到“将进一步加快制定条码支付互联互通标准，统一监管规则，推动实现不同 App 和条码的互认互扫”。2020Q2，网联完成标准条码互联互通“付款扫码”多机构的生产交叉验证。**若支付宝微信能够全面实现破壁互扫，线下的支付行为会更依赖用户的使用习惯，对微信支付会更加利好。**

基于对竞争格局的分析，我们对腾讯及蚂蚁支付业务所得结论如下：

支付业务对蚂蚁、对整个阿里系的战略意义都非常重大，将作为基础设施为其他业务引流：FY2020，饿了么超过 40%的新增消费者都来自于支付宝；支付环节，能够沉淀资金和数据，并衍生出信贷业务，继而为现金贷业务筛选客户，培育用户对于金融工具的心智。支付对蚂蚁的战略意义远超盈利意义，我们预计未来 3 年，数字支付与商家服务收入复合增速为 15%。

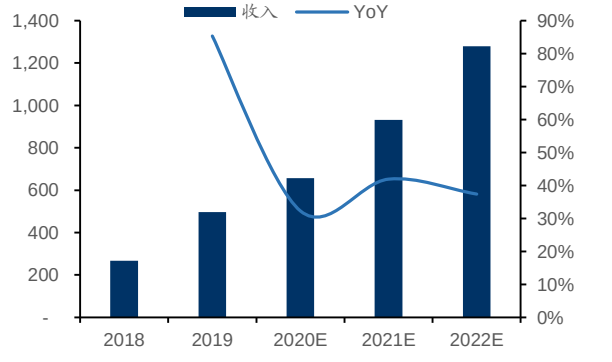
微信支付有望创造更多的利润。短期内，腾讯在线上电商场景的份额有望持续扩大，在线下更大的支付场景中，其优势更加显著，定价权更高，支付业务有望持续创造利润。未来 3 年，商业支付收入复合增速有望超过 35%。

图 21：蚂蚁数字支付及商家服务增速预期（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

图 22：腾讯商业支付收入及增速预期（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

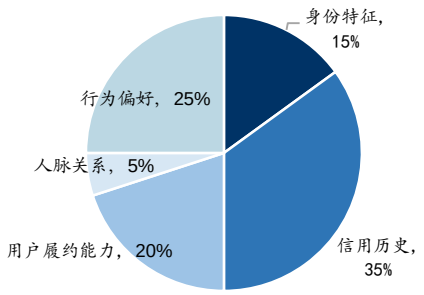
贷款：长跑型业务，需求足够浩瀚

蚂蚁 VS 腾讯：领路者 VS 探索者

为什么蚂蚁的信贷业务比腾讯快很多？

完善的征信体系是一切信贷业务的基石，得益于淘系电商的繁荣，蚂蚁在征信体系的构建上有天然优势。蚂蚁在征信体系的构建节奏显著快于腾讯，主要原因为淘系电商和支付宝两大平台沉淀和积累了大量用户行为、身份相关数据，这些数据与用户财务状况、信用能力有较强的相关性。2015 年初，蚂蚁推出芝麻信用，此前淘系电商已经运行了 12 年。从蚂蚁的征信维度中可以看出，电商、支付数据发挥了非常重要的作用。

图 23：芝麻信用的数据维度



资料来源：清华大学互联网产业研究院，国信证券经济研究所整理

表 2：芝麻信用的数据来源

数据维度	数据来源
基本信息	年龄、性别、职业、家庭状况
注册信息	注册方式、是否实名认证、注册时长
兴趣偏好	消费场景、消费层次、是否乐于分享
支付和资金	信用账户历史时长、信用卡张数、银行卡类型、每笔平均额
人脉关系	活跃度、粉丝数、影响力
黑名单信息	是否有过作弊交易、欺诈、公检法不良记录
外部应用	是否有信用卡逾期还款记录、外部商户恶意用户记录

资料来源：清华大学互联网产业研究院，国信证券经济研究所整理

相比之下，腾讯系缺少电商场景的辅助，核心数据维度的缺失，征信体系构建的节奏较慢。2017 年微信小程序上线，内嵌于微信，逐步实现了微信内资源整合与社交流量商业化。截至 2019 年 8 月，微信小程序总量达 236 万，同比增长 97%。电商、线下服务、餐饮、工具等小程序迅速普及，累积用户量达 8.4 亿，月活用户突破 6.8 亿，占微信平台月活用户的 62%，**用户使用习惯基本形成，场景化用户数据逐步丰富，进一步助推了信用体系的诞生。**2018 年下半年微信支付分开始内测，2020 年 6 月全量上线，比芝麻信用的推出晚了四年多的时间。

然而，征信体系的阶段性弱势，对腾讯是否构成绝对的壁垒？

征信是一项具有先发优势的业务，在这方面蚂蚁显著领先。随着微信生态的繁荣，腾讯有望缩短和蚂蚁之间的差距，但征信行业已经进入了规范发展期，腾讯可能需要较长的积累时间。我们逐一分析蚂蚁征信系统所使用的数据维度：

1）身份特征：包括就业类信息和稳定性信息，用户实名注册后，蚂蚁通过垂直场景引导用户完善学校、公司等信息。目前，微信绑卡用户均已完成实名认证，并通过大学生集星光等活动引导用户提供更多维度的信息，我们判断，以此为基础的个人信息丰富只是时间问题，对腾讯而言不存在刚性的获取壁垒。

图 24：微信支付大学生集星光活动



资料来源：微信，国信证券经济研究所整理

图 25：支付宝绑定学生信息可享受优惠



资料来源：支付宝 APP，国信证券经济研究所整理

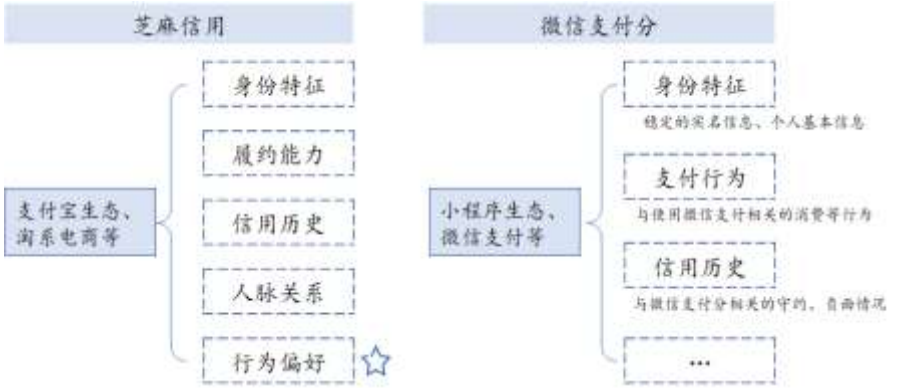
2）履约能力：主要通过用户的固定资产和流动资产（理财、余额类资产）水平、消费水平等数据评估。消费数据方面，微信的数据维度可能不及蚂蚁，但随着小程序生态的繁荣，该数据维度会有所强化；同样的，微信理财通、零钱通业务的发展，也会强化流动资产的数据。

3）人脉关系：在这个维度上，微信拥有绝对优势，但目前微信支付分并没有将其纳入评分体系。

4）信用历史：来自于用户的线上借贷、履约等行为，通过迷你信用行为（如小额信贷、租赁等）-用户履约-数据反馈-信贷额度调整的过程迭代产生。除了线下生活场景（如租赁充电宝等）中的履约行为外，2015 年起，蚂蚁开始从花呗借呗中积累用户信用的历史数据，而腾讯的微粒贷受众小，数据丰富度自然较弱。未来，随着分付用户覆盖群体的扩大，其信用数据会自动沉淀并对模型产生正反馈作用。

5）行为偏好：主要指与支付宝支付、微信支付相关的消费行为。微信支付在线下场景应用更广，而线上消费场景的起步虽晚于淘系电商，小程序的快速发展让各行各业看到了其中的商机，消费场景逐渐丰富。目前微信支付获取到的数据丰富度不及支付宝，但随着微信小程序电商的发展，腾讯与蚂蚁集团的差距有望逐渐缩小。

图 26：当前芝麻信用 VS 微信支付分所使用的数据维度



资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

拥有征信基础后，蚂蚁的信贷业务发展迅速，目前已拥有较为成熟的 C 端消费信贷和 B 端经营信贷产品体系。2015 年 1 月芝麻信用发布，拥有了完备的风控能力后，蚂蚁于同年 4 月迅速推出面向 C 端的小额消费信贷产品花呗、借呗。

支付用户拥有一定的数据沉淀，通过征信条件后则可开通花呗，花呗用户积累更多信用数据并评估通过后可以开通借呗。截止 2020 年 6 月，花呗借呗的累计用户数已经超过 5 亿。2015 年 6 月网商银行开业，开始面向个人经营者和小微商户发放“金额小、期限短”的纯信用小额贷款。截止 2019 年底，网商银行累计服务的个人经营者和小微企业客户超过 2087 万。

征信体系构建缓慢，导致了腾讯的信贷业务推进速度较慢。微信支付分比芝麻信用推出晚了 5 年，“微信支付分”所采用的数据维度均来自于微信支付数据，并没有加入腾讯最完善的社交关系数据，目前来看，更像是一个支付评分，而非完整的信用体系。同时，消费贷产品分付至今仍在内测中，微粒贷、微业贷触达客户数量都远低于蚂蚁借呗和经营贷款业务。**原因在于腾讯本身对于金融业务的发展持审慎态度，征信系统的发展滞后，对信贷业务的推进也形成了一定阻力。**

图 27：蚂蚁 vs 腾讯主要信贷业务推进时点



资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

蚂蚁 VS 腾讯借贷产品对比

我们从消费贷、现金贷及小微信贷三个业务，来对比腾讯和蚂蚁的信贷业务现状。

消费贷：发展节奏上，蚂蚁花呗已经初步完成场景和用户规模的扩张，成为中国规模最大（按信贷余额计算，截止 2020.6）的和渗透场景最广的消费信贷产品。而微信分付仍处于灰度内测阶段。产品形态上，花呗分期与微信分付对标，同为商品分期产品；花呗分期按月计息，而微信分付则按日计息。

表 3：花呗分期 VS 分付业务对比

	蚂蚁花呗分期	微信分付
上线时间	2015 年 8 月上线	2020 年 3 月开始灰度内测
流量入口	支付宝、淘宝	微信
期限	3/6/12/24 个月	未知
计息方式	按月计息	按日计息
手续费（利息）承担方	用户或商家	用户
实际年化利率	约 15-18%（取决于还款方式）	约 14%
资金提供方	98%均为银行资产	微众银行和财付通的小贷团队

资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

分付迟到 5 年，蚂蚁个人消费贷使用人数已超过 5 亿。依托淘系电商，花呗诞

生于线上。发布仅半个月，淘系商户就有超过 150 万户开通花呗。上线 3 个月触达亚马逊、大众点评等 40 余家互联网消费平台。2018 年底至 2019 年，支付宝发布“花呗当面花”功能，通过费率的减免和额度的提升迅速打开线下使用场景。相比之下，**分付的进展则迟缓很多：**2020 年 3 月，微信支付分开启灰度内测，此时花呗上线时间已经超过 5 年。

图 28：蚂蚁花呗消费场景布局



资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

现金贷：借呗与微粒贷同时推出，但借呗有芝麻信用和花呗数据的赋能，发展更迅速。借呗供公司平台上积淀了一定信用记录的花呗用户进行较大额消费时使用。相较于微粒贷，借呗拥有更强的征信基础。因此，借呗的发展比微粒贷更为迅速：**1）用户规模上：**借呗自 2015 年 4 月推出后，一年内授信用户超过 3000 万，我们估算当前在贷用户超过 1 亿，而同年 5 月推出的微粒贷 2019 年末服务用户数才刚刚超过 2800 万；**2）获客途径上：**借呗从花呗、淘宝内获客场景更丰富，用户习惯使用花呗后，自然会产生对借呗的需求。相比之下，微粒贷缺少消费贷产品对用户心智的培养和导流，目前客群主要来自 QQ 微信的社交生态，信贷场景仍需进一步拓展。

表 4：蚂蚁借呗 VS 微粒贷

	蚂蚁借呗	腾讯微粒贷
上线时间	2015 年 4 月	2015 年 5 月
开通门槛	芝麻信用分高于 600 开通几率大	白名单制，只能受邀开通
信贷额度	1000 元-30 万元	500 元-30 万元
贷款利率	≤0.05%	≤0.05%
授信方式	芝麻信用分	央行征信
用户规模	>1 亿（估算）	2800 万
人均信贷额度（2019 年末）	>8000（估算）	8000+
运营主体	重庆蚂蚁商诚小贷	微众银行

资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

小微信贷：蚂蚁网商贷门槛更低、目标客户群更大，授信模式已经成熟，而腾讯微业贷推出时间较晚，现阶段仅面向信用质量高的民营企业。2015 年起，蚂蚁集

团开始通过网商银行开展小微信贷业务，目标客户群为：1）淘系商家；2）线下码商；3）农村用户和小微商家。这类用户群体背后是约 1 亿的小店店主。2019 年底，网商银行触达的小微经营用户超过 2000 万。我们估算，蚂蚁小微信贷可触达客户数在未来仍有广阔增长空间。

相比之下，腾讯于 2017 年底才通过微众银行推出面向民营企业的“微业贷”。截止 2019 年末，微业贷触达小微民营企业仅为 90 万家，我们测算，服务数量不及网商贷的 1/10。同时，2019 年末，网商贷的户均信贷余额为 3.1 万元，远低于微业贷的 31 万元，也证实了二者业务面向客群的差异。我们判断，产生明显差异的原因如下：与消费贷相比，小微经营贷款的授信风险更大，大规模开放小额个人经营信贷需要很强的风控能力。因此征信能力较弱的微业贷选择先小范围试水，积累经验，**也体现了其对于金融业务的审慎态度**。

表 5：网商贷 VS 微业贷

	网商贷	微业贷
业务主体	网商银行	微众银行
启动时间	2015 年	2017 年底
服务对象	个人经营者及小微企业	小微民营企业
授信客户数	约 5000 万（截止 2019 年末）	23 万（截止 2020.6.17）
户均余额	3.1 万（截止 2019 年末）	31 万（截止 2019 年 7 月）
信贷余额	>4200 亿（估算）	100 亿

资料来源：网商银行财报，微众银行官网，公开资料，国信证券经济研究所整理

如何看待蚂蚁借贷业务的未来成长？

花呗：户均余额及生息率驱动增长

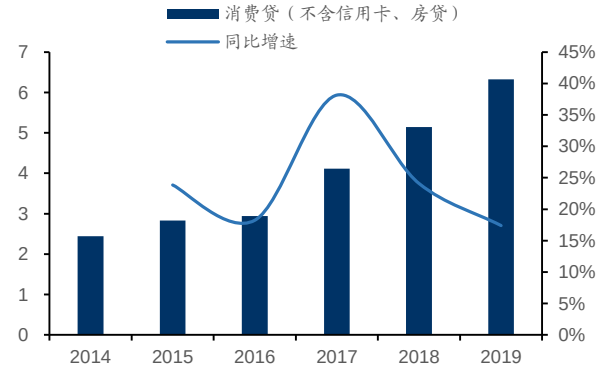
在不同的借贷群体中，行业增长的驱动力是不同的。高净值用户的信贷业务更多由需求驱动，因为他们可借贷的途径更多，消费需求的增长和投资需求的爆发，是这类人群的消费贷增长的原动力。央行数据显示，自 2018 年以来，信用卡贷款余额的增速从 35%下降到了 10%以下。而剔除信用卡、放贷后的消费贷余额，仍能保持接近 20%的增长，我们判断，主要系长尾用户及长尾需求的贡献。在需求方面，长尾用户的信贷需求是非常旺盛的。

图 29：银行信用卡贷款余额增速在持续降低（万亿元，%）



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

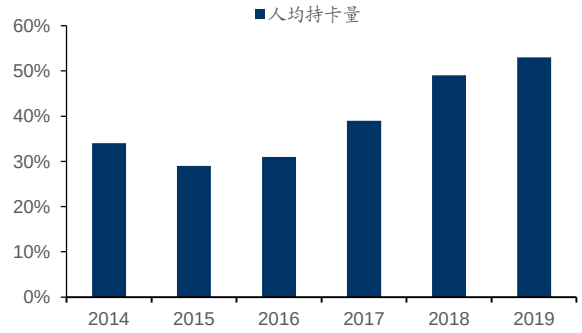
图 30：消费贷（不含信用卡）仍然保持较快增长（万亿元，%）



资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

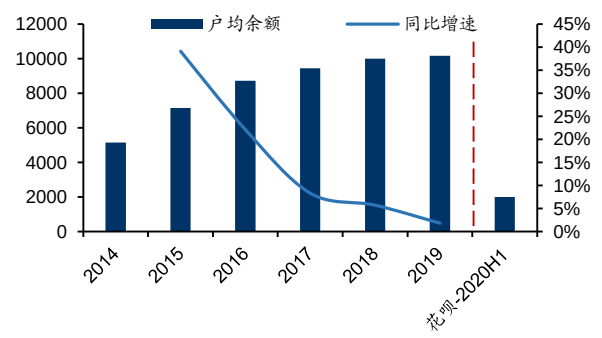
蚂蚁花呗所面向的增量群体，主要是不缺信贷需求的偏长尾用户，仍具增长空间。我国个人消费贷市场存在显著的分层：传统的金融机构依靠低利率、大额度、长短灵活的贷款期限等优势，早已获取了大量的头部用户。奥纬咨询数据显示，2019 年，我国 15 岁以上的中国人口中，有 75%没有信用卡，**长尾客群旺盛的信贷需求谁来满足？花呗的出现恰好解决了这一痛点：**数据显示，花呗用户中有 70%没有使用过信用卡。花呗定位于普惠信贷，着力向下沉市场渗透：2019 年春节，花呗首次联合饿了么、菜鸟、网商银行，推出针对务工群体的春运免息分期试点，帮助外卖骑手、快递员、码商等外来务工人员减轻购票负担，试点推出后，约有 300 万务工人员在买票时使用了该补贴；2020 年春节，花呗推出“春运分期免息计划”，大力拓展下沉市场。用户的迅速增长，反映出长尾客群对于消费信贷具有非常旺盛的需求。

图 31：2014-2019 银行信用卡人均持卡量（张/人）



资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

图 32：2014-2019 年信用卡户均余额 VS 呗户均余额（元，%）



资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

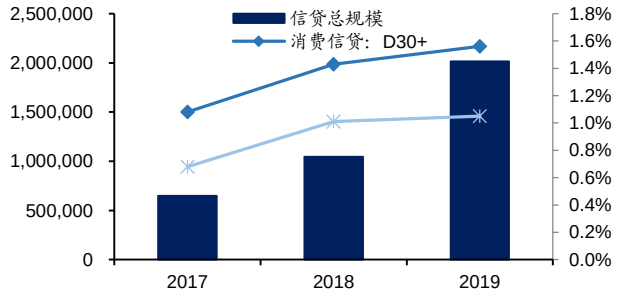
长尾群体的信贷需求足够浩瀚，但花呗需要在规模和风险中找到平衡。目前蚂蚁的信贷业务中，有 98%来自于助贷。信贷业务的特殊之处在于，**规模快速扩张时，往往伴随着风险的扩大。**例如：优质借贷人群的贷款余额增加时，其逾期率可能会显著增长；当助贷的人群从一线城市人群拓展到五环开外，整体坏账率可能会大幅提升。由此，我们判断，未来限制蚂蚁花呗规模增长的因素，不是政策，也不是需求，而是其风控能力及场景拓展能力。**互联网消费贷业务的竞争，归根结底是场景和风控能力的竞争。**

如何评价蚂蚁的风控能力？我们分别从纵向和横向角度来尝试说明。

纵向维度：逾期率的稳定性

纵向来看，随着规模的扩张，蚂蚁 D90+逾期率的表现相对稳定，疫情的考验，更证实了其超过其他机构的风控能力。2017-2019 年，蚂蚁促成的信贷余额从 6475 亿增长到 2.01 万亿，规模增长超过 3 倍，而消费信贷的 D30+逾期率从最初的 1.08%提升到了 1.56%，D90+逾期率从 0.68%提升到了 1.05%，仍低于同等规模量级下，传统金融机构的逾期率。同时，本次疫情对于蚂蚁的风控能力也是一次重大测试：疫情期间，蚂蚁的逾期率上升幅度，显著低于同类型的企业 360 数科及乐信，这也在印证其较强的风控能力。2020H1 疫情之下，蚂蚁 D30+、D90+的逾期率均增长至 2%以上，随着疫情的放缓，增速均有所放缓。

图 33：蚂蚁贷款规模增长 VS 逾期率（百万元，%）



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

表 6：蚂蚁与 360 数科及乐信的 D90+逾期率对比

企业名称	2019 年底	2020 年 6 月底
乐信	1.56%	2.82%
360 数科	1.31%	2.99%
蚂蚁	1.05%	2.10%

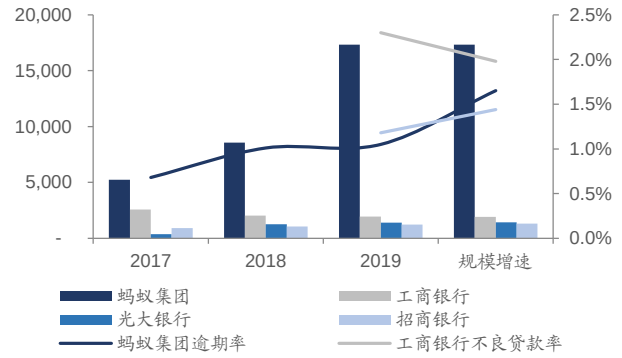
资料来源：蚂蚁招股书，乐信及 360 数科财报，国信证券经济研究所整理

横向维度：信贷规模及逾期率综合评价

横向来看，蚂蚁在促成信贷规模显著高于同行的情况下，蚂蚁的消费信贷 D90+逾期率表现优于传统的银行机构。我们与业内风控水平较高的招商银行、工商银行和光大银行进行对比，2017-2019 年，蚂蚁的个人消费信贷 D90+逾期率显著低于以上几大银行，传统银行机构放贷审核标准严苛，而蚂蚁主要依赖多维度用户数据，以上数据体现了蚂蚁在风控方面的实力。而自 2018 年以后，蚂蚁小微信贷的 D90+逾期率，较三大银行有所提升，我们推测，主要系服务小微企业数量增幅较快，及企业经营贷款坏账率高于个人信贷。

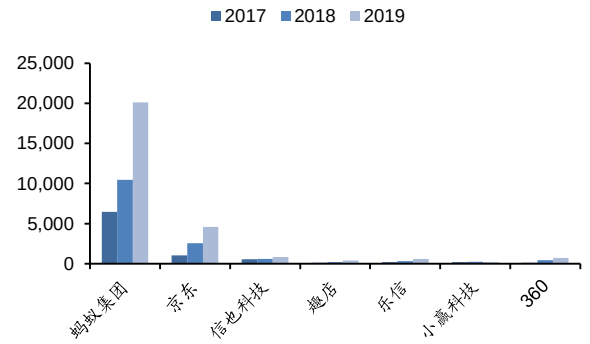
与同类的消费金融机构相比，蚂蚁在助贷规模超过同行的前提下，D90+逾期率表现也非常出色，仅次于京东及 360。我们认为原因为：京东及 360 同为互联网企业，能接触到海量用户，拥有用户数据及技术优势；且 2019 年，京东和 360 的贷款规模仅相当于蚂蚁的 23%及 4%，且信贷规模增速比蚂蚁更快，其逾期率表现自然相对优异。2017 年，蚂蚁的消费信贷规模为 6475 亿元，D90+逾期率为 0.68%；2019 年，京东数科的信贷规模为 4589 亿元，D90+逾期率为 0.82%

图 34：蚂蚁 VS 银行信贷规模及 D90+逾期率对比（亿元，%）



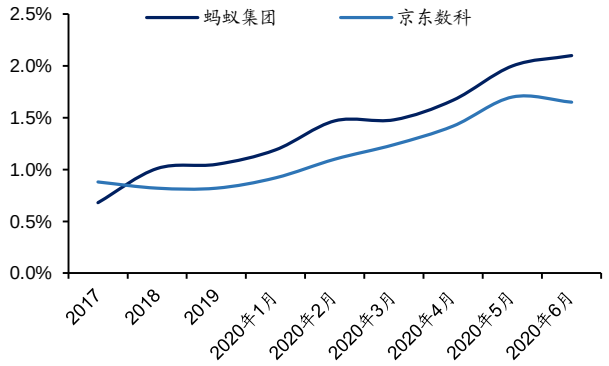
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理
注：蚂蚁信贷规模为根据招股书估算数据，剔除了小微企业贷款规模

图 35：蚂蚁 VS 同类消费金融机构贷款规模对比（亿元）



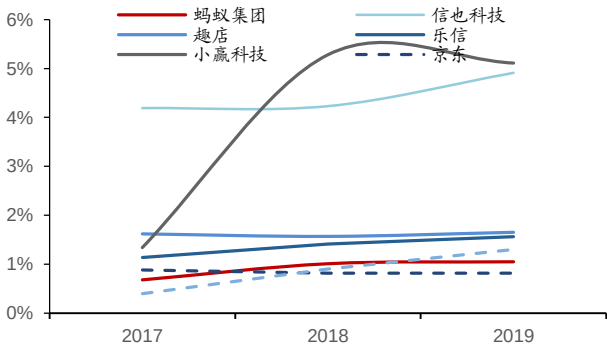
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图 36：蚂蚁 VS 京东数科 D90+逾期率对比



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图 37：蚂蚁 VS 非传统金融机构 D90+逾期率对比



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

我们认为，花呗未来规模的增长，主要来自于场景的拓展。自 2016 年开始，花呗在线下场景的拓展方面一直非常积极，尤其是 2019 年当面花的升级，让花呗在线下小额支付场景的渗透率大幅提升。

花呗对线下场景的拓展非常重视，在成立 1 年后，就非常积极的拓展线下场景：2016 年 5 月，花呗联手复旦大学华山附属医院推出医疗分期服务，与超过 150 家医院达成了协议；6 月初，花呗进入生活缴费领域，在浙江、上海等 7 个城市推出电费代扣功能；6 月 22 日，花呗与西单大悦城达成战略合作，在大悦城内接入超过 200 个商家。花呗在 2016 年使用了代理商模式，为了完成冷启动，调动代理商的积极性，允许代理商通过利率差来获利，这直接推动了花呗在线下场景的第一次爆发。

线下场景的拓展，不仅在用户端，商户端同样重要：2017 年 7 月，支付宝宣布收钱码升级，所有的收钱码都能支持花呗支付；2018 年，这个政策进一步升级，收款码无需开通即可使用花呗支付；2018 年 4 月，花呗招募花呗分期服务商，成功接入并推广线下花呗分期的服务商，花呗会奖励支付业务协作费，服务商奖励金额为有效交易金额的 0.8%。但花呗在线下约 0.8%的手续费依然让很多商户难以接受，2019 年 9 月，支付宝为了更好的纳入线下商户，升级当面花活动，符合当面花场景的线下交易，单笔金额在 150 元（含）以内均可使用花呗支付，无限额使用。这一活动大幅提升了商户及消费者在线下使用花呗的积极

性，对培养消费者使用花呗的习惯大有帮助，有效促进商户在线下接入花呗。

图 38：花呗拓展线下场景重要时间点及事件



资料来源：国信证券经济研究所整理

花呗分期预计未来 3 年接入商户数量翻倍。蚂蚁集团金融事业群总经理邵文澜称，2019 年花呗已有 2000 万商户使用，其中 500 万商户做过贴息营销，促使店铺的销售额提升了 15%以上，而花呗的服务商数量在 1 年内增长了近 4 倍。未来 3 年，花呗分期希望拓展 4000 万商户。

图 39：未来 3 年花呗希望将合作商家数量拓展到 4000 万家



资料来源：2020 支付宝合作伙伴大会，国信证券经济研究所整理

如何看待花呗的未来增速？

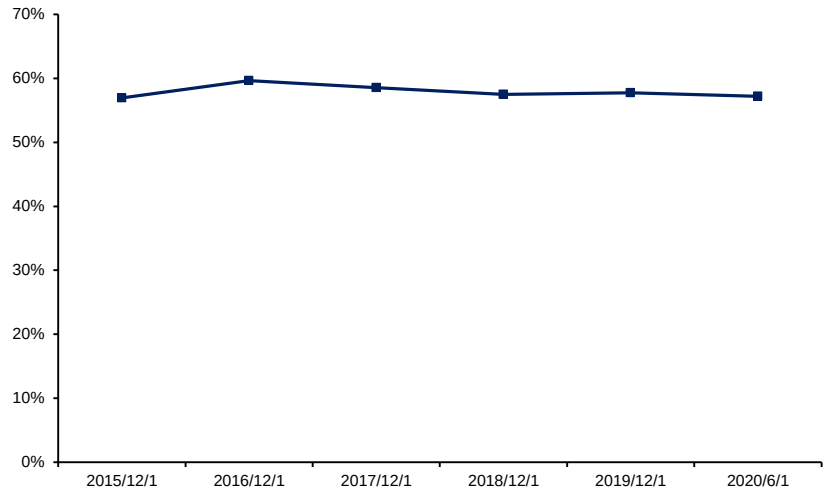
上文中，我们已经分析过，蚂蚁的消费贷产品，表现出了超越同行的抗风险能力，且消费贷受政策鼓励，花呗的增长仍有空间：

拆分来看，蚂蚁花呗的用户规模扩张已相对充分，未来增长主要依托于**生息率**及**单用户信贷额**的增加：

1）生息率：随着账单厚度的增加，花呗的生息比例有望继续提升。生息率的

增长，主要依托于花呗账单厚度的增加，以及花呗分期渗透率的提升。2019年，我国社零总额为41万亿元，其中，线上零售约8.5万亿元，线下零售额约32.3万亿元，接近线上的4倍，线下采购汽车、家具等大额支付的场景，是花呗分期尚未充分渗透的空间。我们估算，2019年以来，招商银行信用卡的生息比例稳定在50%以上。随着花呗账单厚度的增加，其生息的比例存在提升的可能性。

图40：招商银行信用卡生息比例估算（%）

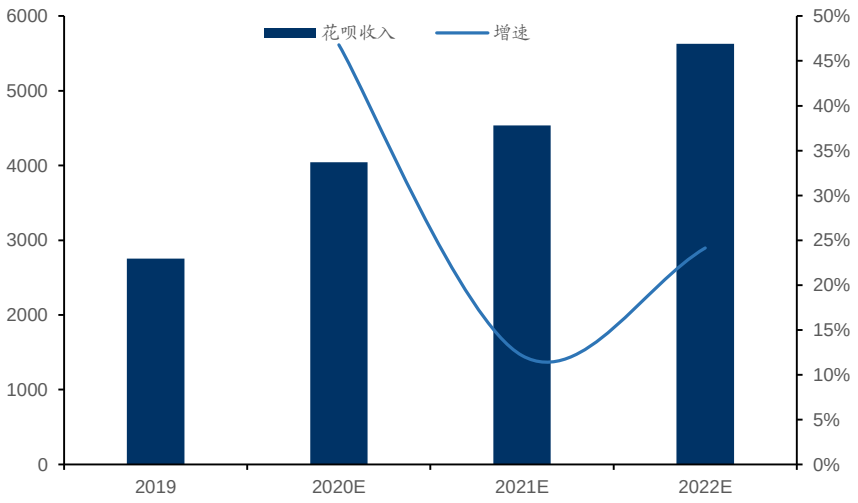


资料来源：招商银行财报，国信证券经济研究所测算

2）户均余额：有望随着场景的拓展，以及用户使用频次的提升而提升。蚂蚁集团在积极拓展线下场景，在用户与商家习惯了花呗这种分期付款方式后，用户使用花呗的频次会持续提升，从而提升单用户的借贷额度。

综合上述，我们预期，花呗未来3年的收入复合增速为27%。

图41：花呗收入及增速估算（百万元，%）



资料来源：国信证券经济研究所测算

借呗：现金贷的尽头是监管，未来增速可能会放缓

借呗：花呗是借呗的探路者，借呗不缺流量和数据，也不缺乏需求和竞争对手，影响其未来发展的要素是监管方向及自身风控能力。借呗与花呗存在两点核心差别：

竞争壁垒不同：借呗内嵌在消费场景中，这会隔绝很多缺少场景和流量入口的中小玩家。而现金贷类产品不需要消费场景，这导致借呗的竞争对手更加广泛。目前现金贷产品的设计和管理都比较相似，主要差异出现在额度和综合利率上。大型商业银行资金成本低、客户优质，年化利率一般较低，但难以覆盖无资产、无信用记录的客户群体；而互联网企业能覆盖到更加长尾的客群，以腾讯的现金贷产品“微粒贷”为例：截至 2019 年末，“微粒贷”的授信客户中，约 77%从事非白领服务业，约 80%以下为大专及以下学历，笔均贷款约 8000 元。

表 7：我国主要现金贷产品举例

机构类型	机构名称	产品名称	贷款模式	期限	利率定价
银行系	**农业银行**	网捷贷	自营	1 年，场景消费客户最长可为 5 年	年利率 10.08%
	中国银行	中银 E 贷	自营	贷款额度有效期 12 个月，可循环使用	年利率 5.58%
	建设银行	快 e 贷	自营	最长 12 个月	年利率 5.5%
	广发银行	e 秒贷	自营	3-36 个月	年利率最低 5.4%
非银行系	**蚂蚁集团**	蚂蚁借呗	自营（极少）、联合贷、助贷	最长 12 个月	日利率 0.015%-0.06%，多为 0.04% 年利率 5.5%-18.3%
	腾讯	腾讯微粒贷	联合贷	5、10、20 个月	日利率 0.02%-0.05%，多为 0.05% 年利率 7.3%-18.3%
	百度	百度有钱花	联合贷	最长 36 个月	日利率 0.04%-0.05% 年利率 14.6%-18.3%
	京东数科	京东金条	联合贷、助贷	1、3、6、12 个月	日利率多为 0.05% 对应年利率 18.3%

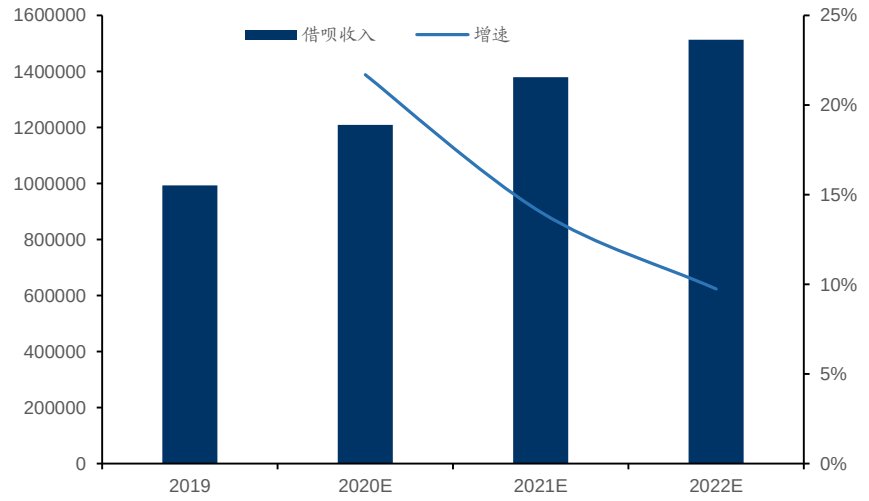
资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

2）监管方向不同：金融的尽头是监管，与消费贷相比，现金贷面临着较大的监管压力，未来现金贷的发展速度可能会放缓。监管对于花呗和借呗的政策方向是不同的：2017 年 12 月，央行联合银监会共同下发《关于整顿“现金贷”业务的通知》，暂停发放无特定场景依托、无指定用户的网络小额贷款，逐步压缩存量业务，限定期限完成整改。2018 年初，借呗因涉嫌杠杆过高违反央行规定被约谈，后续主动关闭了部分用户账号，以控制借贷余额。2020 年 8 月 20 日，

最高人民法院正式发布新修订的《最高人民法院关于审理民间借贷案件使用法律若干问题的规定》，将民间借贷的司法保护上限修改为 LPR 的 4 倍。**由此，我们判断，未来借呗这类现金贷的发展规模可能会趋缓。**

从政策风控角度出发，我们对现金贷产品的收入预期相对保守，预计其未来三年收入复合增速为 15%。

图 42：借呗收入及增速估算（百万元，%）



资料来源：国信证券经济研究所测算

小微信贷：政策呵护，空间广阔

政策端，对小微企业信贷大力支持，2020 年国务院政府工作报告中，小微企业相关内容出现了 12 次。与现金贷产品不同，小微企业信贷一直是监管的重点扶持业务，2019 年以来，央行、银保监会持续加强对小微企业信贷业务的扶持。并且疫情影响下，扶持力度有所加大：2020 年 6 月，央行在《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》中指出，**要求五家大型国有商业银行普惠型小微企业贷款增速高于 40%，去年要求增速为 30%**。政策的呵护是小微企业信贷高速发展的基石。以网商贷为代表的互联网小微企业贷款产品，是监管层呵护互联网借贷产业最核心的着力点。

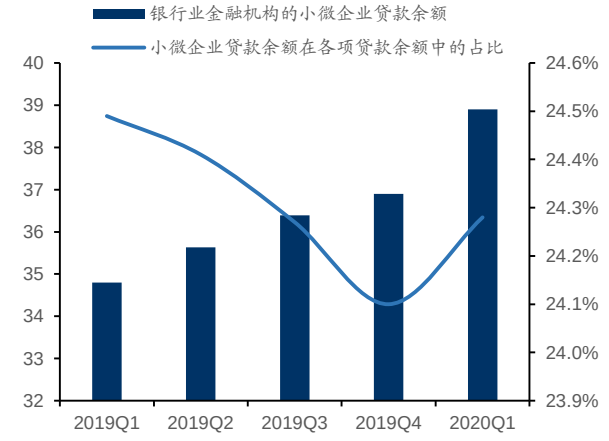
表 8：2019 年以来我国贷款扶持中小微企业的政策及内容

时间	发文机构	政策名称	相关内容
2019 年 3 月	中国银保监会	《关于 2019 年进步提升小微企业金融服务质量的通知》	优化“两增两控”总体目标，推动小微企业贷款继续增量扩面；巩固银行业小微企业贷软减费让利成效，带动降低小微企业综合融资成本。
2020 年 3 月	财政部	《关于充分发挥政府性融资担保作用，为小微企业和“三农”主体融资增信的通知》	政府控股的融资担保、再担保机构要积极为小微企业和“三农”主体融资增信，努力扩大业务规模，提升服务效率，及时履行代偿责任，依法核销代偿损失，协调金融机构尽快放贷，不抽贷、不压贷、不断贷，着力缓解小微企业融资难、融资贵。
2020 年 5 月	国资委	《关于进一步做好服务业小微企业和个体工商户房租减免工作的通知》	推动中央企业进一步做好房租减免工作,切实帮助服务业中小企业和个体工商户减轻经营负担。
2020 年 5 月	国家税务总局	《关于小型微利企业和个体工商户延缓缴纳 2020 年所得税有关事项的公告》	小型微利企业暂缓缴纳当期的企业所得税，延迟至 2021 年首个中报期内一并缴纳。
2020 年 6 月	中国人民银行、银保监会、财政部、发展改革委、工业和信息化部	《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段延期还本付息的通知》	对于普惠小微贷款银行业金融机构要应延尽延。对于 2020 年年底的到期的普惠小微贷款本金、2020 年年底前存续的普惠小微贷款应付利息，银行业金融机构应根据企业申请，给予一定期限的延期还本付息安排，最长可延至 2021 年 3 月 31 日，并免收罚息。对于 2020 年年底的到期的其他中小微企业贷款和大型国际产业链企业（外贸企业）等有特殊困难企业的贷款，可由企业与银行业金融机构自主协商延期还本付息。
2020 年 6 月	中国人民银行、银保监会、财政部、发展改革委、工业和信息化部	《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》	自 2020 年 6 月 1 日起,人民银行通过创新货币政策工具使用 4000 亿元再贷款专用额度，购买符合条件的地方法人银行 2020 年 3 月 1 日至 12 月 31 日期间新发放普惠小微信用贷款的 40%，以促进银行加大小微企业信用贷款投放，支持更多小微企业获得免抵押担保的信用贷款支持

资料来源：央行、银保监会官网，国信证券经济研究所整理

需求端：小微企业融资的需求长期难以满足，需求侧和资金供给侧存在着巨大的鸿沟。小微企业贡献了我国 80%以上的城镇就业和 90%以上的市场主体份额。然而，由于缺乏充足的数据和信用积累，目前在商业银行有贷款的、有贷款余额的小微企业和工商个体户的总数约为 2200 万，渗透率仅为 20%。我国小微企业的潜在融资需求达 4.4 万亿美元，潜在融资缺口为 1.9 万亿美元，缺口比重高达 43%。

图 43：银行小微企业贷款余额走势及贷款占比情况（万亿元，%）



资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

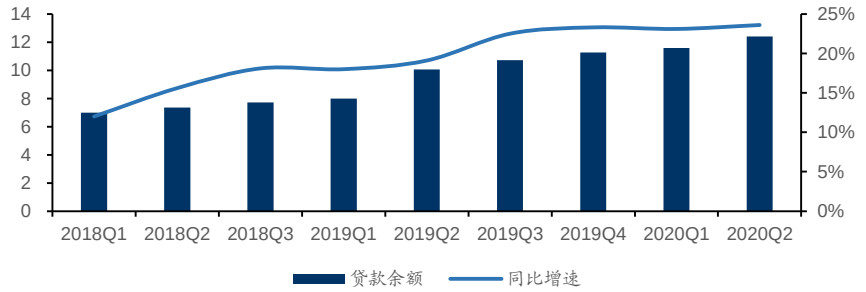
图 44：小微企业贷款市场供需不匹配



资料来源：零壹智库，国信证券经济研究所整理

从行业增速的实际表现来看，近年来，我国小微企业信贷的增速持续走高。2020Q2，我国主要金融机构小微企业贷款余额为 12.41 万亿，同比增长 23.6%，同比增速实现 8 个季度的连续增长，并且显著高于金融机构的各项贷款增速，供给、需求端均表现出了旺盛的生命力。

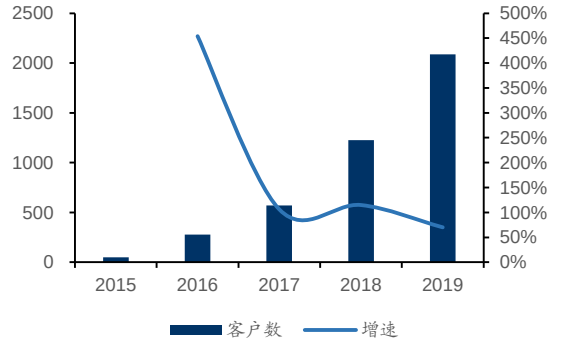
图 45：我国主要金融机构小微企业贷款余额及增速（万亿元，%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所测算

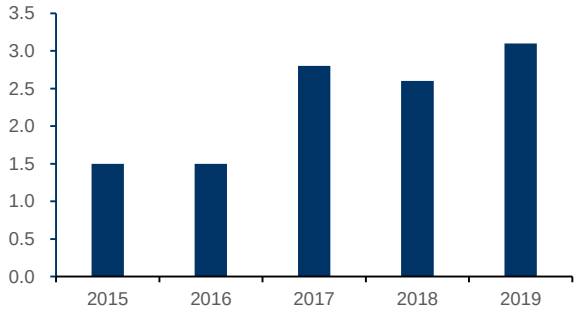
其中，蚂蚁的小微贷表现十分优异，累计服务小微企业和经营者客户数量连续 5 年翻倍。2020H1，蚂蚁促成的贷款总额为 2.1 万亿，其中，小微经营信贷为 4217 亿元，占比为 20%。截至 2019 年，网商银行累计服务的小微企业和小微经营者客户数量为 2087 万户，同比增长 70%；户均贷款余额为 3.1 万元，真正实现了普惠、小额。

图 46：网商银行累计服务小微企业及经营者数量及增速（万户，%）



资料来源：网商银行年报，国信证券经济研究所整理

图 47：网商银行户均贷款余额（万元）

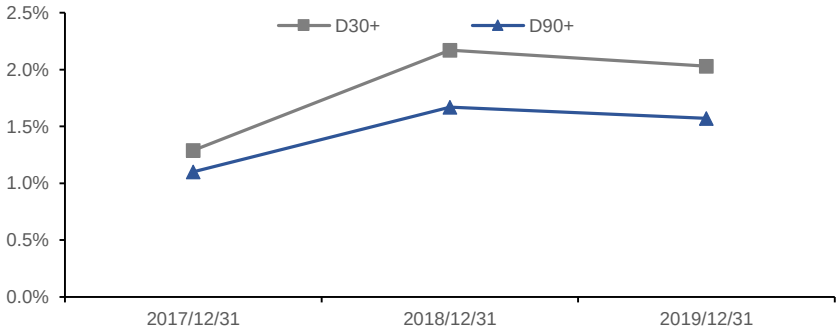


资料来源：网商银行年报，国信证券经济研究所整理

与银行等传统的金融机构相比，蚂蚁做 ToB 端贷款的差异化优势在哪里？小微企业的融资需求一般具有金额小、频率高、用款急、周期短的特点，蚂蚁的对应优势如下：**1）运营效率更高：**网商银行作为云上银行，能够做到自动化审核贷款，单笔运营成本约为 2.3 元，而传统银行靠人工审核小微企业的信贷资质，单笔贷款的业务成本高达 2000 元；**2）快速：**在服务淘宝商家的过程中，网商银行形成了基于大数据的“310 数据模式”，即 3 分钟申请，1 秒放贷，0 人工干预；**3）数据优势，触达传统银行难以触达的小微企业用户：**线上场景中，2019 年，天猫在网络零售 B2C 场景中市占率为 50.1%，多年运营积累了大量相关的与交易流水及供应链相关的消费数据；淘系电商交易记录，线下码商的“收钱码”，通过经营情况推断信用情况。网商银行董事长胡晓明表示：5 年来，网商银行所服务的 2900 万小微经营者中（含网店、路边摊、经营性农户），**80%是首次获得经营性贷款**。

风控端：蚂蚁小微企业贷款逾期率显著低于国内平均水平。从本次疫情的逾期表现来看，蚂蚁网商贷的逾期率上升幅度高于传统的金融机构，我们认为主要系客群差别所致：蚂蚁主要面向传统金融机构信用较少的小微客户，这类客群融资渠道单一，抗风险能力较差，更容易受到宏观环境的影响。根据《2019 年中国普惠金融发展报告》，2019 年 6 月，全国普惠型小微企业贷款的不良率为 3.75%，显著高于蚂蚁同期的 D90+逾期率，由此可见，蚂蚁在小微企业的风控能力方面是显著胜出的。

图 48：蚂蚁小微经营者信贷逾期率

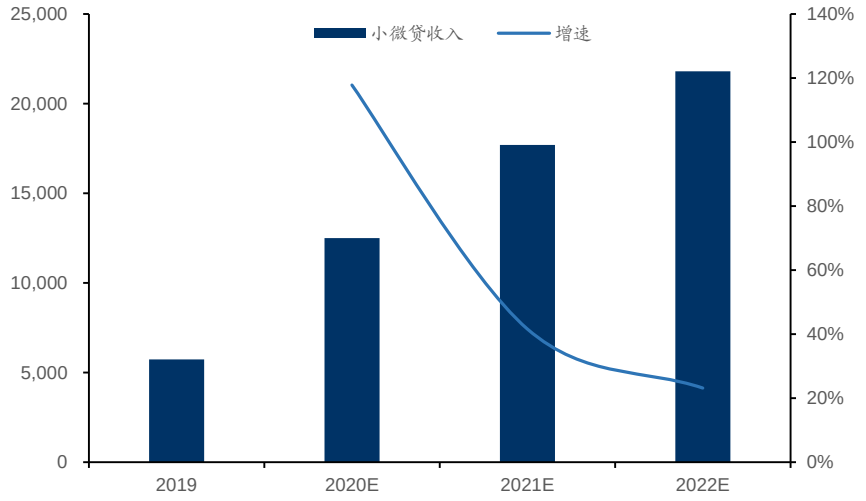


资料来源：蚂蚁招股书，国信证券经济研究所测算

蚂蚁有千万量级的商户尚未接入网商贷，政策呵护+数据优势，我们判断，小微

企业信贷的空间广阔。截至 2020H1，蚂蚁小微信贷接入商户数量约为 2000 万，与其 8000 万的商户底座相比，渗透率仅为 1/4，未来仍有广阔的发展空间。我们对该业务未来 3 年的增速保持乐观，估计其未来 3 年复合增速超过 30%

图 49：蚂蚁小微贷收入及增速（百万元，%）



资料来源：蚂蚁招股书，国信证券经济研究所测算

如何看待腾讯借贷业务的长远发展？

蚂蚁的启示：腾讯需要时间

蚂蚁“小额授信、迭代增长”的策略，或许能为腾讯金融科技业务的发展提供启示：芝麻信用体系是借贷业务的基石，腾讯已经于 2020 年 6 月推出了微信支付分；信用体系建立后，蚂蚁推出了花呗业务，采取“小额授信，迭代增长”的策略，并积极拓展线下场景，增加用户使用频次。通过消费贷业务筛选出优质客群，导流至借呗业务进行变现。依托于在线上淘系电商的数据，以及线下积极拓展码商，蚂蚁的小微企业贷款成长效率非常高。相应的，腾讯已经于 2020 年 3 月内测分付，我们通过前文分析可得，蚂蚁征信模型中的数据，对腾讯而言，需要通过场景的积累慢慢补齐，但并非不可得。目前来看，腾讯发展消费贷和小微贷的优势在线下，金融业务要随着生态的丰富而慢慢成长。

图 50：腾讯金融业务处于蚂蚁的早期



资料来源：国信证券经济研究所整理

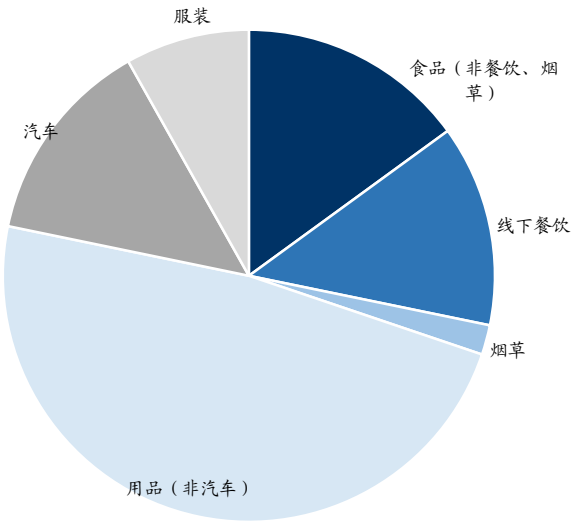
消费贷：马太效应不强，腾讯的优势在线下

互联网信贷并非一个赢者通吃的市场，会借助场景和数据而持续成长，新入局者仍有机会。我们认为，从提供者角度来看，信贷业务的马太效应并不明显，新进入者在积累了足够多的场景数据后，依然可以介入该市场，并且通过独占场景对竞争对手进行隔离。2019 年，小程序电商的交易额突破 8000 亿；2019Q4，微信商业支付的日均交易笔数超过 10 亿笔。从这个角度看，腾讯在线上电商场景的进攻，以及在线下码商里的优势，能够为消费贷提供良好的土壤。从用户角度来看，信贷产品也不具有垄断性，消费者希望使用的是场景广、额度高、利率低的产品，多一种信贷产品意味着更高的消费额度。

从监管角度出发，警惕市场集中度过高，能够抵御单一平台风控能力出现波动的风险。消费贷的监管已经在路上：2020 年 7 月，银保监会发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法》，该文件提出，商业银行应当按照适度分散的原则审慎选择合作机构，制定因合作机构导致业务中断的应急与恢复预案，避免对单一合作机构过于依赖而产生的风险。如果各银行对单一互联网巨头依赖过高，一旦平台风控能力出现波动，可能引发大规模的信用风险。由此，我们推测监管鼓励多巨头共生。

腾讯的优势在线下。腾讯在 2020 年 3 月内测分付，我们判断其优势在线下交易场景，且可发挥的空间较大。2019 年，我国社零总额为 41 万亿，其中，网上零售额 10.6 万亿，线下零售总额达 30 万亿。在线上的 10.6 万亿交易额中，淘系电商份额绝对领先；但是线下交易场景格局分散，微信支付优势更强，如：1）烟草、石油、药品等国家管控行业，巨头无法通过投资占领，依赖于消费者的使用习惯；2）餐饮行业规模约 4.3 万亿，格局分散，支付习惯有赖于用户装机量；3）城镇线下零售如服装、家具等，每年交易额也在万亿以上。这些消费场景消费贷渗透仍不充分，是微信消费贷能够施展的场景。

图 51：2018 年我国线下零售销售额占比推算

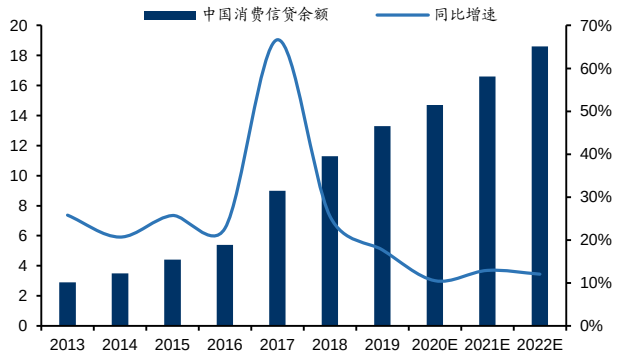


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

此外，微信分付具有崛起的先天条件，消费贷是资源、场景变现的一种方式：微信在支付业务的推广过程中，在线下完成了庞大的用户规模和场景渗透，并且形成了完备的服务商、代理商体系，在下沉市场商户的渗透率具有优势。

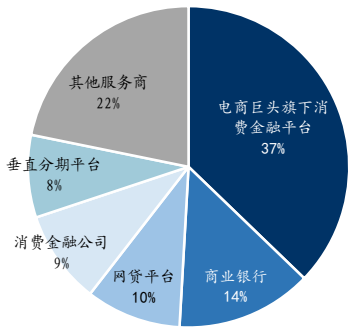
短期内，由于不设免息期，分付的渗透节奏可能会比较慢。免息是培养用户使用粘性的重要方法，如果分付在推广前期坚持不设免息期，且补贴力度较小，前期进展可能比较慢。但远期来看，互联网消费贷的市场足够浩瀚，截至 2019 年 6 月，我国金融机构个人消费贷款余额为 12.7 万亿，蚂蚁作为头部机构，占比约为 10%。并且消费贷依托场景而生，腾讯的消费信贷产品拥有充足的发展空间。

图 52：我国消费信贷的市场规模及增速（万亿元，%）



资料来源：网商银行年报，国信证券经济研究所整理

图 53：互联网消费信贷的竞争格局



资料来源：头豹研究院，国信证券经济研究所整理

现金贷：需要消费贷引路

现金贷行业的特点是竞争者众、门槛低但高压监管。现金贷与消费贷不同，不需要依托于场景而存在，是一个先发优势不明显、竞争者众但门槛相对较低的行业，但由于资金流向不可监控，承受了更高压的监管。放贷方的风控能力是核心的竞争力。

消费贷可以视为现金贷的入口，分付蓬勃发展后，可能会为腾讯的现金贷带来更大的机会。从花呗的发展路径中可以得到一定启示：信用支付产品依靠免息、多场景渗透的方式吸引用户，并积累用户数据，迭代丰富风控模型，并为现金贷业务筛选用户。目前的金融科技公司，大多配备了“信贷产品+现金贷产品”的组合，如蚂蚁集团的“花呗+借呗”、京东数科的“白条+金条”，美团的“月付+生活费”等。而微粒贷缺乏现金贷产品导流和积累数据，发展节奏相对更慢。

微粒贷发展进程较慢，除组织架构问题外，缺少信用支付产品进行探路，供需之间存在矛盾也是一大原因：根据微众银行数据，截至 2019 年末，“微粒贷”已向全国 31 个省、直辖市、自治区近 600 座城市超过 2800 万客户发放超过 4.6 亿笔贷款，累计放款金额超过 3.7 万亿元；我们推测，放款用户数量仅为蚂蚁的 1/4。微粒贷位于微信九宫格入口，发展节奏较慢的原因，除了组织架构问题外，与其开放用户量有关：微粒贷当前采用邀请制，即借款只开放给那些还款能力强、还款意愿高的用户，但这些用户未必是缺少贷款的用户，供需之间存在一定的矛盾。由此，我们判断，腾讯的信用支付产品蓬勃发展后，现金贷的机会才会更大。

小微信贷：有望随电商生态的发展而蓬勃

微业贷：从核心数据上看，目前，腾讯的小微信贷和蚂蚁的差距非常大，我们判断差异的核心原因在于商户端数据的积累。在小微企业信贷方面，蚂蚁通过交易场景的数据，能够比传统金融机构能好的触达、识别出小微企业，这是其核心优势；并且对于近 1000 万淘系电商交易场景的独占，让小微信贷顺利完成了冷启动，并延伸到了线下的场景。微信支付在线下场景端的强势，但由于在推广过程中的数据隔离，使腾讯难以真正的接触到小微商户的数据，这样导致的结果是：截至 2019 年末，微业贷触达 90 万家小微民营企业，授信企业仅 23 万家；而截至 2020H1 的 12 个月内，超过 2000 万的小微经营者从蚂蚁体内获得了信贷。

腾讯小微信贷的发展，有赖于支付业务对大额交易场景的覆盖，以及腾讯电商生态场景的增长。对腾讯而言，发展小微企业信贷的核心要素在于积累真实的小微商户数据，线上，微信电商生态在逐渐繁荣；线下，微信支付足够强势，间连转直连后，能够实现对商户数据的更好触达。值得注意的是，小微信贷是一个政策呵护、且存在巨大的需求的业务，行业仍处于攻坚期，腾讯在线下商户还有充分的施展空间。

估值

如何定义腾讯金融科技与蚂蚁集团的性质？

我们更愿意将蚂蚁集团和腾讯金融科技定义为生活服务平台，尤其是在蚂蚁转型做助贷后，其业务扩张模式轻资产化，服务 ToC 端新客户的边际成本近乎于 0。两家企业的核心商业模式均为通过支付业务引流，金融业务变现。参考互联网企业的发展路径，金融科技只是其变现的一种方式，未来商业模式可以无限裂变。

蚂蚁集团和腾讯金融最核心的差别是什么？

流量入口：腾讯流量入口更大，但不够独立；蚂蚁流量入口相对较小，但胜在独立。这个本质上的差别，决定了腾讯在金融业务的裂变和推进节奏上，会更加谨慎，因为要照顾到母体 App 的产品属性和用户底盘；而蚂蚁的金融业务延

展速度会更快、更激进，但会更关注导流业务的市占率。这也是二者支付业务走势出现分化的核心原因之一。

发展节奏：蚂蚁更为激进，腾讯更加稳健。通过前文对比，我们可以发现，腾讯在做金融业务方面动作并不激进，但这并不意味着腾讯不重视金融业务，相反，金融科技势必扛起腾讯业绩增长的大旗，腾讯已经对金融业务进行了多轮组织架构的调整：1）2015 年，腾讯将基础支付（QQ 支付、微信支付）、理财、征信等业务合并升级为腾讯支付基础平台与金融应用线（Financial Technology，简称 FiT）。2）在 2018 年 9 月末的整体架构大调整中，FiT 业务线整合大数据和云计算能力升级为腾讯金融科技。3）2019 年一季度，腾讯将“金融科技及企业服务”板块的收入从原先的“其他收入”中拆出来进行单独披露，并成为腾讯除游戏外第二大业务。而蚂蚁凭借数据体系优势，早早的建立起了完善的征信系统，并且已经形成了“飞轮”效应，这让它在发展节奏上更加激进。

如何对两者进行估值？

蚂蚁集团：我们认为，蚂蚁集团各项业务互为生态，通过单业务估值加总的方法，很难体现出业务之间的联系，例如，蚂蚁支付业务不赚钱，却是非支付业务的重要流量入口，该业务对集团的价值，并不完全体现在净利润上。

我们更愿意使用简单的 PE 法进行估值。蚂蚁集团现有业务中，支付业务具有双边网络效应，且格局清晰；贷款业务空间巨大，蚂蚁胜在风控，预计未来三年复合增速超过 30%；理财、保险业务均处于发展早期，可施展空间巨大，我们未来三年的收入复合增速分别为 27%及 57%。我们预计蚂蚁 2020 年净利润为 422 亿元，给予其 PE 40-60x，对应目标市值 1.7-2.5 万亿元。

腾讯金融科技业务：我们测算，2019 年，腾讯金融科技业务的整体收入，相当于蚂蚁集团的 70%。两者对比，腾讯强在入口级业务，蚂蚁强在变现型金融业务；支付业务双边网络效应更强，而金融业务的想象空间更为浩瀚，考虑到不同业务的壁垒，及腾讯未拆分金融业务，理应存在一定折价。我们测算，当前，腾讯金融科技业务的合理估值为蚂蚁的 70%，即合理估值约 1.2-1.8 万亿。

推荐金融科技板块龙头，蚂蚁集团及腾讯控股

我们持续看好金融科技大赛道的蓬勃发展，首次覆盖，给予蚂蚁集团“买入”评级；维持腾讯控股“买入”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（港币）	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
0700	腾讯控股	买入	601	9.87	12.79	15.68	53	41	33	11.93
6688	蚂蚁集团	买入	-	0.64	1.40	1.75	-	-	-	-

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

政策风险；支付业务格局发生变动的风险；宏观经济波动的风险等。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032