公司研究

公司深度研究

申港证券股份有限公司证券研究报告

从蚂蚁筑家到大象翩跹

——蚂蚁集团（688688.SH）

传媒&海外

申港证券 SHENGANG SECURITIES

评级 买入（首次）

2020 年 10 月 25 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

方璇 研究助理

fangxuan@shgsec.com

投资摘要：

我们认为，金融科技平台的本质还是互联网流量变现——以普惠金融服务为产品的方式。蚂蚁集团的核心竞争力在于：基于天然流量、场景和积累深厚的技术体系，在战略先发优势下对市场迅速占领，以快速而精准的执行力全方位深耕金融服务体系。

数字支付与商家服务：蚂蚁集团核心的引流入口，高频+高壁垒。公司基于线上+线下多场景搭建通道，链接用户和商家，确定了用户流、信息流（商家+物流+金融服务）、资金流的完整闭环。

- 支付宝和财付通七年支付战役暂落幕，双寡头竞争格局趋稳且各有优势，良性竞争下未来支付行业真实利润率有望提升。
- 从四方模式到三方模式再到断直连，第三方支付公司通过科技重构产业链，实现利益再分配，覆盖低交易成本，取得高收益，这是商业结果。
- 中国二十年商户费率改革奠定现阶段支付费率基础，公司费率优惠力度预计将减小，加权支付费率未来有望提升。
- 社会消费水平是支付业务的基石，第三方支付规模增速整体放缓进入稳态阶段，中国线上实物商品销售额整体增速目前保持在 15%-20%。

综上，我们预期此部分收入增速未来三年 CAGR 在 15%-20%。

微贷科技：最大的利润重心，且 20H1 已成为最大收入重心。蚂蚁集团是中国最大的线上消费信贷和小微经营者信贷科技服务商，集团生态圈成为消费信贷重要基础设施。微贷三大产品开创了在线消费信贷新模式，与竞品相比普惠优势显著，高回报的商业模式决定了利润重心地位。基于流量、场景、风控和运营优势，微贷业务 2018-2020H1 平台收入增速分别为 39%、87%、59%，远高于行业增速水平，且轻资产运营模式下逾期率显著低于竞争对手，我们预计微贷未来仍以助贷模式为主，良性、可持续风控生态是公司成功持续运营之本。

- 花呗&借呗：中国个人短期消费贷款余额 8 万亿，花呗借呗占比 21.5%，场景和流量决定高市占率，壁垒高，美团、微信可能是强劲对手。
- 小微贷款：中国普惠小微贷款余额 13.5 万亿，蚂蚁占 3.1%，市占率低于花呗借呗主要因为场景属性弱且利率与银行比偏高。
- 2015-2019 年中国个人短期消费信贷 CAGR 为 24.7%，2020 年受疫情影响市场整体萎缩，普惠小微贷款 2018-2020 年的 CAGR 为 37%。

综上，我们预期此部分收入增速未来三年 CAGR 在 20%-25%。

理财科技：公司是中国最大的线上理财服务平台，目前公司理财科技平台促成的资产管理规模达 4 万亿+。

- 2017 年以来理财风向从暴热遇冷转理性，我们认为在居民投资方式分层、可投资资产结构分层、投资渠道分层三大趋势下，蚂蚁财富“小而美”长尾优势鲜明，有利于释放长尾低净值+年轻用户理财需求，同时客群与银行体系差异化错开，有助于有效解决长尾用户的财富管理问题和缩小社会贫富差距。
- 公司具有鲜明的技术优势、流量优势和产品整合优势，线上可随时进行，低门槛，便利，且销售费率低于其他渠道，迅速赢得市场。银行和基金公司的优势在于资金，蚂蚁的优势在于流量和低费率，目前公司公募基金代销收入规模已超过部分头部银行和天天基金等独立理财平台，市占率持续提高中。

- 2012-2020 中国公募基金管理规模 CAGR 为 26%，2012-2019 中国银行理财规模 CAGR 为 24%。

综上，我们预期此部分收入增速未来三年 CAGR 在 25%-30%。

保险科技：公司是中国最大的线上保险服务平台，超过 5.7 亿支付宝用户通过其平台投保或受保，或参与了互助项目“相互宝”，公司先发优势明显。

- 中国保险深度仅 4%，远低于美国 11%，日本 8%。2019 年中国在线保费规模达到 2696 亿元，在线率仅 6.3%，蚂蚁保费规模 375 亿，市占率 14%。
- 保险行业保费规模和在线率均有巨大成长空间。腾讯微保是最大竞争对手，但在线保险仍是高速增长蓝海。2019 年中国保费收入规模在 4.3 万亿，同比增速 13%。2019 年在线保费规模同比增速 43%，预计仍将维持 40%+的三年 CAGR。
- 与其他互联网保险服务渠道对比，保险佣金率有望提升。

综上，我们预期此部分收入增速未来三年 CAGR 在 40%-50%。

创新业务：数据库和区块链技术全球领先。由于商业化较晚，目前仅占总收入比重 1%，长期看好技术领先优势下创新业务商业化进程加速。

- 数据库 OceanBase 处理速度世界第一：2019 年首次打破了由 Oracle 保持了 9 年 TPC-C 世界纪录，成为首个登顶该榜单的中国数据库产品，2020 年再次打破自己的世界纪录。
- 蚂蚁链是全球区块链技术引领者， 2017、 2018、 2019 及 2020 年上半年公司与区块链相关的专利申请数均排名全球第一。

投资观点：我们认为，公司是金融科技领域的世界巨头，流量、场景、技术优势明显，商业模式及底层数据壁垒较高难被颠覆，运用绝对估值法和分部估值法，我们认为公司的合理估值在 2.0-2.5 万亿，2020E 归母净利润 460 亿，对应 PE 在 43-52 倍。

风险提示：政策风险，竞争风险，业务增速不及预期

内容目录

1. 蚂蚁的力量：千里之行始于足下 7
2. 数字支付与商家服务：蚂蚁生态圈的核心驱动 11
2.1 用户流、信息流、资金流闭环下的核心逻辑 11
2.2 支付宝和财付通七年支付战役暂落幕 寡头竞争格局趋稳 16
2.3 支付体系及费率演化的前世今生 19
2.3.1 从四方模式到三方模式 19
2.3.2 从三方模式到断直连：新四方模式起航 20
2.3.3 二十年商户费率改革奠定现阶段支付费率基础 21
2.3.4 第三方支付公司的利益再分配：新四方 vs 老四方 22
2.3.5 中国支付费率处于世界低位 23
2.4 寡头竞争格局、数字支付规模及增长空间 24
2.4.1 支付业务规模进入稳态增长阶段 24
2.4.2 社会消费水平是第三方支付增长的基石 25
2.4.3 支付业务增长空间测算 26
3. 微贷：最大的利润中心 28
3.1 快速扩张的微贷平台 28
3.1.1 蚂蚁集团生态圈成为消费信贷重要基础设施 28
3.1.2 在线消费信贷和小微贷款未来增速仍可期 30
3.1.3 轻资产运营模式下风险可控 33
3.2 微贷如何成为长期利润重心？ 34
3.2.1 花呗借呗开创在线消费信贷新模式 34
3.2.2 高回报率的盈利模式及竞争格局 36
3.2.3 微贷未来将仍以助贷模式为主 39
3.2.4 良性、可持续风控生态是消费金融成功持续运营之本 39
4. 理财科技：重新定义财富管理 44
4.1 中国财富管理市场结构化分层 45
4.2 蚂蚁财富“小而美”长尾优势鲜明 48
5. 保险：互联网金融的最新战地 53
5.1 数字化加码 互联网保险高速扩张 54
5.2 保险业务盈利模式分析 56
6. 创新业务：全球领先的硬科技实力 58
7. 业绩预测与估值 63
8. 风险提示 66

图表目录

图 1： 蚂蚁集团生态结构 7
图 2： 复盘蚂蚁与腾讯在金融科技端布局 8
图 3： 五大业务板块收入（亿元）及增速 9
图 4： 支付宝的单用户价值持续提升 10
图 5： 支付宝产品使用深度提高 10
图 6： 利润情况一览 10
图 7： 数字支付与商家服务收入（亿元）及增速 11

图 8： 支付宝生态场景图 11
图 9： 支付业务示意图 12
图 10： 第三方支付市场份额 14
图 11： 支付宝商家券营销案例 14
图 12： 支付宝领取线下红包案例 15
图 13： 支付宝消费券案例 15
图 14： 蚂蚁集团主要费用率 17
图 15： 蚂蚁集团净利率 17
图 16： 第三方支付市场份额 18
图 17： 财付通 vs 支付宝用户网民渗透率及重合度对比 18
图 18： 2019Q3 四大场景交易金额和交易笔数分布 18
图 19： 2019Q3 移动支付场景分布 18
图 20： 传统银行卡四方模式 19
图 21： 四方模式的 721 分成体系 19
图 22： 三方模式：第三方支付机构、发卡行、商户 19
图 23： 三方模式中第三方支付机构承担了事实的转接清算角色 20
图 24： 断直连模式示意图 21
图 25： 线上收单业务新四方模式 vs 老四方模式 22
图 26： 线下收单业务新四方模式 vs 老四方模式 23
图 27： 2011-2020H1 中国第三方支付交易规模 24
图 28： 2011-2020H1 移动支付占比 25
图 29： 支付增速 vs 社零增速 网上实物零售增速 vs 线下社零增速 25
图 30： 社零总额及增速、网上商品服务零售额及实物商品零售额增速 26
图 31： 网上实物商品销售额占比 26
图 32： 网上商品及服务（含虚拟商品及服务）零售额占比 26
图 33： 蚂蚁理财平台发展历程 vs 腾讯、美团 28
图 34： 微贷科技平台收入及增速 29
图 35： 微贷科技平台促成的信贷规模及增速 29
图 36： 蚂蚁集团自动化快速信贷全流程 30
图 37： 我国消费贷款组成及增速 30
图 38： 我国个人短期消费贷款渗透率显著提升 30
图 39： 消费金融参与主体 31
图 40： 中国个人可支配收入 VS 消费支出 31
图 41： 各国消费信贷余额占现金与存款比重 32
图 42： 中国普惠小微企业贷款余额（万亿元）及增速 32
图 43： 中国小微企业贷款余额（万亿元）及增速 32
图 44： 花呗 ABS 交易流程图 34
图 45： 花呗用户年龄分布 35
图 46： 花呗余额分布 35
图 47： 借呗用户年龄分布 36
图 48： 借呗借款余额分布 36
图 49： 花呗、借呗、小微贷款盈利模式 36
图 50： 助贷 vs 自营放贷的优势 39
图 51： 公司 D90+逾期率 vs 银行信用卡不良率 vs 消费金融公司不良率 41
图 52： 公司平台促成的消费信贷逾期率 41
图 53： 京东数科促成的消费信贷逾期率 42

图 54： 公司消费信贷历史批次 M1+逾期率 42
图 55： 公司促成的小微贷款逾期率 43
图 56： 京东数科促成的小微贷款逾期率 43
图 57： 理财科技平台收入（亿元）及增速 44
图 58： 理财管理规模（亿元）及增速 44
图 59： 蚂蚁理财平台发展历程 vs 腾讯 44
图 60： 中国财富管理规模及增速 45
图 61： 中国财富管理方式结构化趋势 45
图 62： 2019 年财富管理方式结构占比 45
图 63： 中国互联网理财用户规模及使用率 45
图 64： 2012-2020.10 中国公募基金净值 CAGR 为 26% 46
图 65： 货基大幅缩水至半成不到 46
图 66： 中国个人持有的可投资资产总体规模(万亿元） 46
图 67： 高净值人群个人持有可投资资产规模分布 46
图 68： 基金（申）认购渠道占比 47
图 69： 理财热度指数 48
图 70： 户均金融资产结构分布决定蚂蚁和银行客群分化 49
图 71： 互联网系平台具有明显流量优势 50
图 72： 互联网平台代销综合费率仍具价格优势 51
图 73： 公司保险科技平台收入（亿元）及增速 53
图 74： 保险科技平台促成的保费&分摊规模(亿元）及增速 53
图 75： 蚂蚁保险平台发展历程 vs 腾讯 53
图 76： 中国保费收入规模及增速 55
图 77： 中国互联网保费收入规模（亿元）及增速 55
图 78： 2019 年各险种在线率（互联网保费收入/整体保费收入） 56
图 79： 中国保险保费组成 56
图 80： 保险深度（保费规模/GDP） 56
图 81： 2019 年保险科技平台收入实现过程 57
图 82： 相互宝产品要点：先入保，后分摊成本，目前最高年分摊金额 188 元 57
图 83： 创新业务及其他收入（单位：万元） 58
图 84： 蚂蚁集团“BASIC”技术 58
图 85： 研发费用（单位：亿元） 59
图 86： 全球范围已获颁专利证书的专利及已公开的专利申请 59
图 87： 蚂蚁链发展大事记 59
图 88： 全球范围内授权区块链专利的专利权人排名 60
图 89： 区块链专利情况 60
图 90： 区块链自研技术 60
图 91： 区块链自研技术占比 60
图 92： 蚂蚁链核心优势 61
图 93： 蚂蚁链获奖情况 61
图 94： 蚂蚁链招投标应用案例——招投标 61

表 1： 蚂蚁与腾讯主要生态数据对比 8
表 2： 各业务板块变现率一览 9
表 3： 支付宝个人交易收费模块及标准 12
表 4： 财付通收费模块及标准 12

表 5： 支付宝对商户收费标准 13
表 6： 财付通对商户收费标准 13
表 7： 支付宝 vs 微信支付战役史 16
表 8： 支付宝四大业务场景示例 18
表 9： 世界各地第三方支付费率 23
表 10： 花呗使用场景 29
表 11： 花呗、借呗核心业务模式 33
表 12： 自营放贷杠杆利用率测算 33
表 13： 借呗花呗主要子公司财务数据 34
表 14： 花呗、借呗基本情况一览 35
表 15： 蚂蚁花呗 VS 美团月付 37
表 16： 花呗分期利率 vs 银行信用卡利率 37
表 17： 借呗利率 vs 美团生活费 vs 微粒贷 vs 京东金条 vs360 网贷 38
表 18： 网商银行利率 VS 其他银行 38
表 19： 公司与乐信、360 数科及京东数科的 90 天+逾期率对比 40
表 20： 银行 2019 年代销基金增速落后于独立基金销售机构 47
表 21： 2019 年代表公司代销基金收入 47
表 22： 公募基金各销售渠道费率一览（以代表性公募产品为总结） 51
表 23： 互联网巨头保险牌照一览 53
表 24： 支付宝和微保保险品种同样丰富 54
表 25： 支付宝和微信保险产品基本无差 54
表 26： 慧择保险代销佣金率 57
表 27： 三大区块链平台对比 61
表 28： 五大业务板块核心预测逻辑梳理 63
表 29： 业绩预测（亿元） 64
表 30： 分部估值过程及结果（亿元） 65

1. 蚂蚁的力量：千里之行始于足下

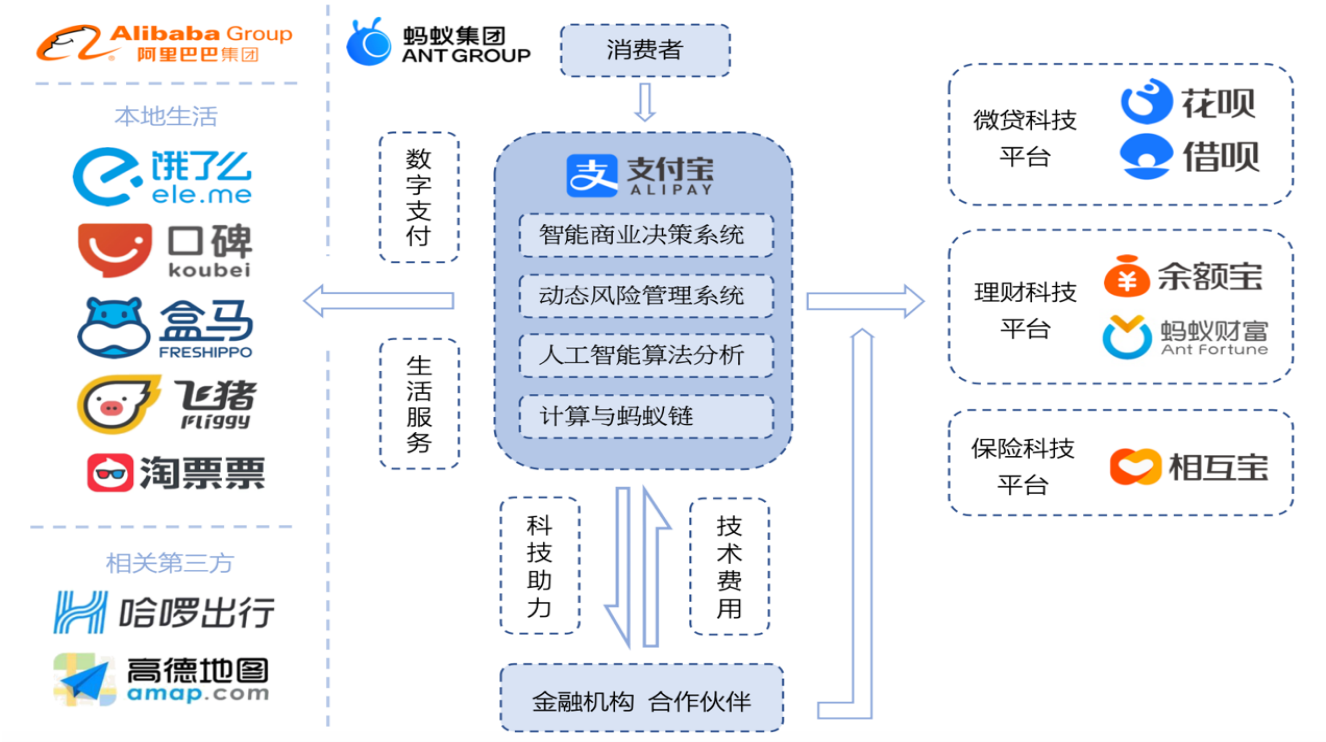
互联网行业的第一层逻辑是 Freemium 模式，免费服务吸引用户，增值服务将部分免费用户转化为收费用户，实现平台 C 端收入。

第二层逻辑在 B 端，免费产品 C 端吸引流量，商家为流量和交易买单，将传统的二维买卖关系，升级为“2C+平台+2B”的三维立体关系。

我们认为，金融科技平台的本质还是互联网流量变现——以普惠金融服务为产品的方式。因此，蚂蚁集团的核心竞争力在于：基于天然流量、场景和积累深厚的技术体系，在战略先发优势下对市场迅速占领，以快速而精准的执行力全方位深耕金融科技生态。

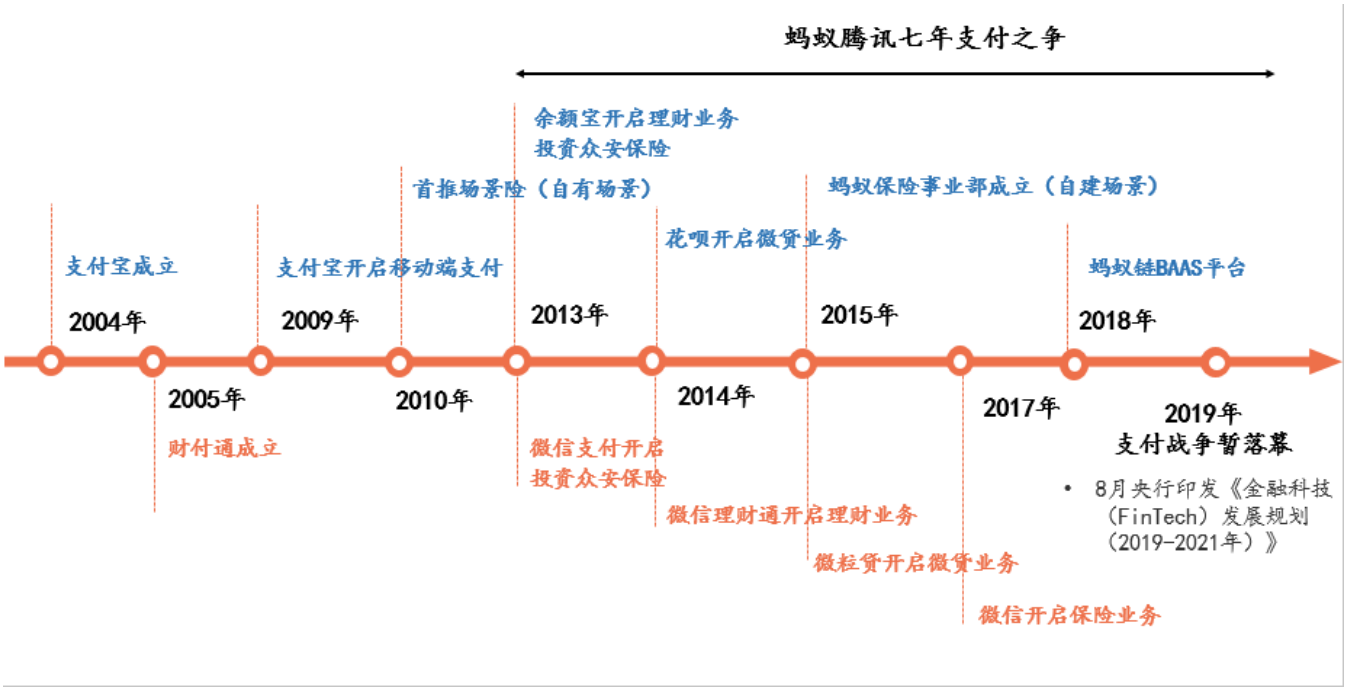
作为覆盖 10 亿用户量和 8000 万商家的超级互联网巨头，公司经历了十六年从工具性产品到开放性平台的跨越，无论是产品设计上的创新性还是流量变现模式的多维性，蚂蚁集团一直走在行业的最前列，从为用户、商家提供便利可靠的支付工具为开始，到通过保险、理财、微贷业务的陆续开展服务金融业合作伙伴，目前的蚂蚁集团已经凭借 “C 端普惠引流+ B 端赋能提效+集团多维变现”形成了一个成熟的商业闭环。

图1：蚂蚁集团生态结构



资料来源：申港证券研究所整理

图2：复盘蚂蚁与腾讯在金融科技端布局



资料来源：招股书，申港证券研究所整理

表1：蚂蚁与腾讯主要生态数据对比

	支付宝	财付通
月活	7 亿+	8 亿+
覆盖商家数	8000 万+	5000 万+
接受线上支付的国家和地区	200+	60+
合作银行	100 家	234 家
合作资产管理公司	170 家	22 家
合作保险机构	约 90 家	33 家
大理财产品	6000+	1000+
保险产品	2000+	213

资料来源：招股书，腾讯官网，微保官网，申港证券研究所整理

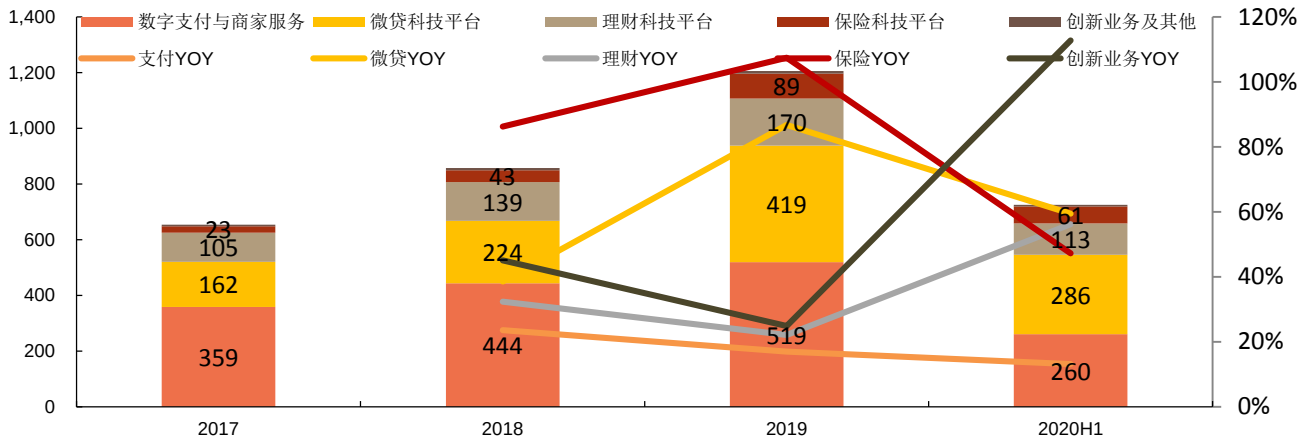
小，蕴含力量。小的本质是高频，蚂蚁的生态始于高频的支付，这是最重要的引流场景。同时我们研究发现，与传统金融机构相比，增值服务如信贷、理财、保险业务的人均量级较小，如人均信贷余额、人均 AUM 都较低，但用户量级可能远超传统机构十倍，以小为大是一种对抗风险的力量。

金融科技创新的意义，不仅在于将金融产品搬到线上，形成一个超级金融百货中心，最重要是能够通过高频业务积累用户数据，形成有效风控和营销体系，将合适的产品卖给合适的人，唤醒沉睡的普惠金融需求，尤其是下沉市场或长尾客户。同时，蚂蚁集团与传统金融机构的目标客群本身也有一定差异或错位。因此，蚂蚁显著便利且优惠的 2C 服务吸引了庞大的用户集群和生态链，造就了蚂蚁的万亿帝国。

资金角度，公司开拓性采用虚拟账号的方式，让资金流转更加便利，我们观察到：资金往往流入体系容易流出体系难，或者流入体系便宜出体系贵，丰富场景覆盖下用户粘性高，资金在体系内更高频或更多的使用和周转为核心创收来源。

从收入结构去看，微贷 2020H1 的占比已经首次超过支付业务。增速来看，2019 年保险科技>微贷科技>创新业务>理财科技>支付业务。我们预计未来三年 CAGR：创新业务>保险科技>理财科技>微贷科技>支付业务。

图3：五大业务板块收入（亿元）及增速



资料来源：招股书，申港证券研究所

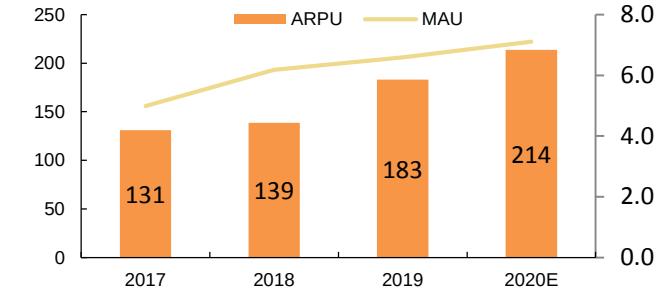
表2：各业务板块变现率一览

	2017	2018	2019	2020H1
1、数字支付与商家服务				
支付宝平台实现的消费支付规模（万亿元）	9	16	23	-
YOY		86%	41%	-
数字支付与商家服务收入	359	444	519	-
变现率	**0.41%**	**0.27%**	**0.23%**	**-**
2、微贷科技平台				
微贷科技平台促成的信贷规模（亿元）	6,475	10,456	20,138	21,536
YOY		61%	93%	7%
微贷科技平台收入	162	224	419	286
变现率		**2.65%**	**2.74%**	**2.74%**
3、理财科技平台				
理财科技平台促成的资产管理规模(亿元)	22,267	27,093	33,981	40,986
YOY		22%	25%	21%
理财科技平台收入	105	139	170	113
变现率		**0.56%**	**0.56%**	**0.60%**
4、保险科技平台				
保险科技平台促成的保费及分摊规模(亿元)	92	145	375	518
YOY		58%	159%	38%
保险科技平台收入	23	43	89	61
变现率	**25.2%**	**29.7%**	**23.9%**	**23.6%**

资料来源：招股书，申港证券研究所测算。

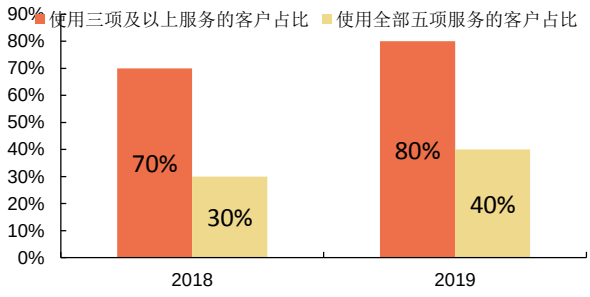
*注 1：2020H1 微贷变现率计算方法为 H1 收入*2/期初期末促成的信贷规模均值，理财变现率同理。注 2：2020H1 保险科技变现率计算方法为 H1 收入*2/当期促成的保费及分摊规模。*

图4：支付宝的单用户价值持续提升



资料来源：招股书，申港证券研究所

图5：支付宝产品使用深度提高



资料来源：2019 阿里投资者日文件，申港证券研究所

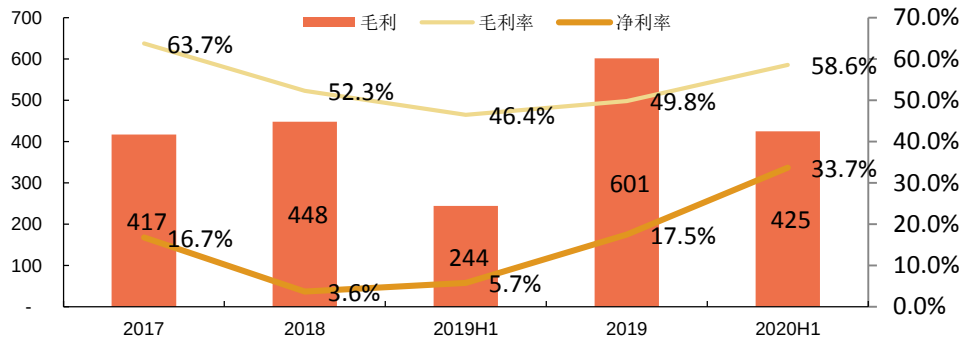
收入端：公司产生手续费收入的主要是消费类交易、金融类交易以及个人类交易中的提现和信用卡还款。

- **消费类交易**：为全球商家提供数字支付基础服务同时对商户收手续费。
- **金融类交易**：1）微贷科技：主要按照金融机构等合作伙伴相应获得利息收入的一定百分比收取技术服务费；2）理财科技：主要按照平台促成金融机构合作伙伴实现资管规模的一定百分比收取技术服务费；3）保险科技平台：公司主要按照公司平台促成金融机构合作伙伴相应收取保费的一定百分比获得技术服务费，或按照相互宝项目参与用户支付的分摊金额的一定百分比获得技术服务费。
- **个人类交易**：1）提现：支付宝免费额度为 2 万元；财付通提现免费额度仅 1000 元。2）信用卡还款：支付宝免费额度为每人每月 2000 元，而财付通信用卡还款无免费额度。

成本端：主要为交易成本、服务成本和运维成本。

- **交易成本**：为促成平台上的交易而发生资金流入时，公司向金融机构支付的费用；
- **服务成本**：主要为支持及完成各类交易向 ISV 及其他合作服务商等支付的成本；
- **运维成本**：主要为带宽、客服等成本。

图6：利润情况一览



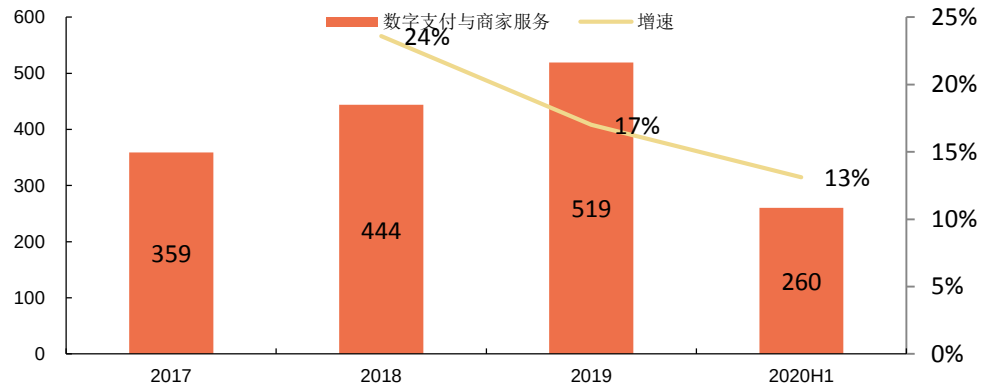
资料来源：招股书，申港证券研究所

2. 数字支付与商家服务：蚂蚁生态圈的核心驱动

2.1 用户流、信息流、资金流闭环下的核心逻辑

蚂蚁集团 2004 年最初起步于快捷支付和担保交易，在电子商务行业的发展初期，为了解决消费者和商家之间在线上交易中的信任问题，便利的支付宝应运而生。

图7：数字支付与商家服务收入（亿元）及增速



资料来源：招股书，申港证券研究所

一、支付业务是蚂蚁集团核心的引流入口，科技革命和强劲的补贴重塑社会支付习惯。衣食住行中高频的交易场景是基础，零成本的资金转入方式+余额宝高收益产品的诞生，配合让人心动的场景优惠和红包攻势，用户开始积极将资金转入体系内，这是第一步。其后，大部分资金的二次流转基本都可以以手续费的模式创收，变现方式包括消费、理财、借贷和保险交易等。

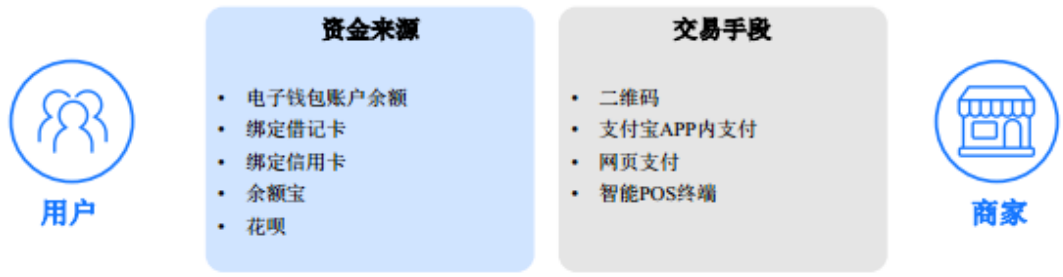
图8：支付宝生态场景图



资料来源：招股书，申港证券研究所

支付的第一步是资金转入，公司的打法是贴钱让用户将资金转入并养成使用习惯。个人交易领域，对用户而言，从银行将资金转入支付宝是零费率，由支付宝补贴交易成本给银行和清算机构，App 内用户之间转账也不需要支付费用。只有提现和信用卡还款才真正需要用户支付手续费，最后这些手续费也大部分转移给银行。

图9：支付业务示意图



资料来源：招股书，申港证券研究所

表3：支付宝个人交易收费模块及标准

账户	操作	对象	发起端	收费标准（人民币计算）
支付宝余额	转账	到支付宝账户	电脑端	费率均为 0.1%，最低 0.5 元，10 元封顶。
			App	免费
		到银行	电脑端 App	同一身份证下的所有支付宝实名账户终身共享 2 万元免费额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元。
	提现	到银行	电脑端 App	同一身份证下的所有支付宝实名账户终身共享 2 万元免费额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元。
	信用卡还款	-	电脑端	费率均为 0.1%，最低 0.1 元。
			App	支付宝实名个人用户每人每月有 2000 元免费还款额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元。
余额宝	提现转账	到银行卡	银行卡转入的	免费
			支付宝余额转入的	不可直接转出至银行卡，必须转出至余额后转至银行卡。
	信用卡还款	-	电脑端	费率均为 0.1%，最低 0.1 元。
			App	支付宝实名个人用户每人每月有 2000 元免费还款额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元。

资料来源：支付宝 APP，申港证券研究所

表4：财付通收费模块及标准

操作	收费标准（人民币计算）
转账	只能转账给微信好友，支付方式包括零钱、零钱通、银行卡，**转出资金进入对方零钱**，无手续费
提现	**零钱**：同一身份证有终身累计 1000 元免费提现额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元。 **零钱通**：仅限银行卡转入的资金，无手续费。零钱转入的金额

操作	收费标准（人民币计算）
	不可提现到银行卡。
信用卡还款	费率均为 0.1%，最低 0.1 元。或者参与定投理财，每月定投 500 元以上，可享受免费还款服务。

资料来源：微信支付，申港证券研究所

二、支付是一种高频业务，蚂蚁基于线上+线下多场景搭建通道，促进用户完成交易闭环。支付业务的创收来自用户的高频消费交易，单位资金周转频次越高，支付业务创收越多。支付宝和财付通官方费率趋平，线上目前最高为 0.6%-1%，线下目前普遍在 0.2%-0.6%，其中线下大部分采用服务商分成模式**（服务商根据支付宝要求统一划定最低 0.38%的费率，支付宝端收取 0.2%起步，费率有提高趋势）。**受益于支付宝线上优势的保持、场景多元化、消费复苏及支付宝小程序 GMV 的增加，商户手续费收入可实现稳态增长。

表5：支付宝对商户收费标准

分类	产品		官方标准费率（实际可能有优惠更低）	备注
基础支付	电脑网站支付		0.6%	特殊行业只支持手机网站支付和 APP 支付，包括：休闲游戏；网络游戏点卡、游戏渠道代理；游戏系统商；网游周边服务、交易平台；网游运营商（含网页游戏），费率为 1%。结算周期为 T+1
	手机网站支付		0.6%-1%	
	APP 支付		0.6%-1%	
	当面付		0.6%	
	收钱码	借记渠道	免费	
		贷记渠道	0.8%	
企业付款 (B2B/B2C)	到支付宝		免费	
	支付宝批量付款		0.5%	最低 1 元，最高 25 元
营销产品	集分宝		10%	

资料来源：蚂蚁集团官网，申港证券研究所

表6：财付通对商户收费标准

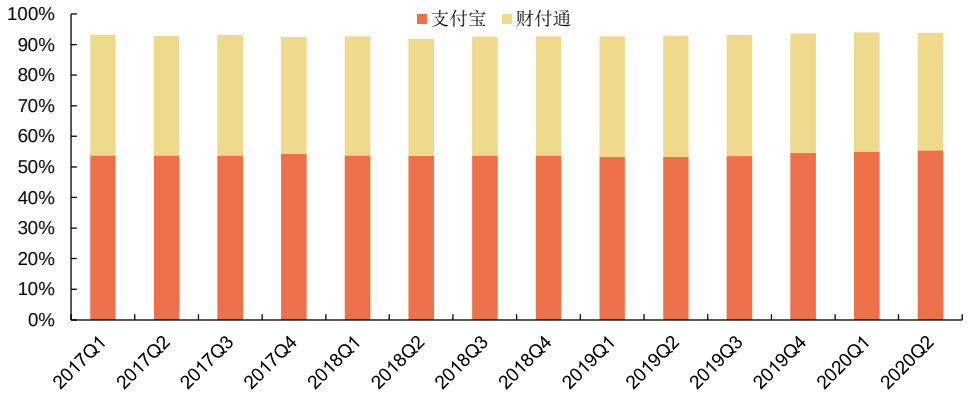
分类	接入费	官方标准费率（实际可能有优惠更低）	备注
公众号支付	300 元/年	0%-1%	大部分行业费率 0.6%，结算周期为 T+1； 部分交通运输，居民生活，商业服务，教育医疗，生活缴费，金融二级行业低率低于 0.6%，结算周期为 T+7； 网络媒体，计算机服务，游戏费率为 1%，结算周期为 T+7
APP 支付	300 元/年	0%-1%	
WAP 支付	300 元/年	0%-1%	
小程序支付	300 元/年	0%-1%	
企业支付	免费	免费	

资料来源：微信支付客服，申港证券研究所

三、未来支付行业真实利润率将会提升。支付宝和财付通合计渗透率已经超过 90%，

同时互联网用户规模基本见顶，补贴效果一直在下降，支付战争耗损太大，双方都不再继续就低费率和高补贴竞争，促进费率回归合理水平，释放利润。

图10：第三方支付市场份额



资料来源：易观千帆，申港证券研究所

四、支付即营销。业务场景链接用户和商家，通过提供快、准、狠的营销工具和玩法刺激流量长期变现。商户业务构建出广泛的营销窗口，广布各行各业、横跨线上线下，支付生态逐渐成为一个获客、活客、粘客的重要平台。

- **优惠券：**通过支付宝流量曝光，消费者可以在支付宝首页、热搜榜 TOP、商户支付成功页以及其他商户的支付成功页等多个渠道领取商家发出的优惠券，助力商家将店外支付流量引流到门店，为商户实现拉新促活、业绩提升。同时商户可以在门店再做些扫码领券、支付有礼等，将流量升级变现，实现从拉新到盘活一整套的营销玩法。

图11：支付宝商家券营销案例



资料来源：申港证券研究所整理

- **红包：**1）线下门店直扫码领红包，当场可使用。2）线上领取红包：支付宝打开进入红包活动界面->点击实体店通用红包领取->领到后限时使用->在线下实体门

店即可抵扣。

图12：支付宝领取线下红包案例



资料来源：申港证券研究所整理

- **消费券：**为刺激疫情后消费，政府通过支付宝、腾讯和美团等平台精准定向发消费券，消费券全国通用，没有门槛，只要在参与报名的商家消费都能用。截至 2020 年 8 月 17 日，支付宝平台上用户已经兑换使用了价值 35 亿元的代金券和电子优惠券，相应带动了 280 亿元的消费。支付宝凭借中心化+去中心化的流量分发模式，基于吃、住、玩、购等商业场景精准地派发消费券，覆盖商业场景广、转化率高，对商户来说也是重大利好。

图13：支付宝消费券案例



资料来源：申港证券研究所整理

2.2 支付宝和财付通七年支付战役暂落幕 寡头竞争格局趋稳

纵览支付宝和财付通的七年赛跑时间线，这场支付战争由 2013 年微信支付的诞生开始针锋相对，到 2016 年底格局初定战火重燃，再到 2019 年双方火力减弱。总结下来，支付战役落幕主要原因有四：

1）贯彻监管精神。2017 年开始陆续传出监管约谈二家，尤其是央行 281 文件明确提出，不得滥用本机构及关联企业的市场优势地位，排除、限制支付服务竞争；不得采用低价倾销、交叉补贴等不当手段拓展市场；不得夸大宣传、散布虚假信息，损害其他市场主体的商业信誉。监管入场是最直接、有效原因。

2）移动支付的习惯已经养成。用户增长开始逐渐放缓，第三方支付跑马圈地时代告一段落，继续基于大补贴竞争，原本一场没有输家的战役可能会两败俱伤。

3)对利润的追逐：多年补贴烧掉巨大行业利润，加上 2019 年备付金上缴且无利息，第三方支付利润减少，无论是投资方还是大股东都开始追求稳态增长下的盈利。

4）出于反垄断考虑，支付宝和财付通互相需要彼此。

表7：支付宝 vs 微信支付战役史

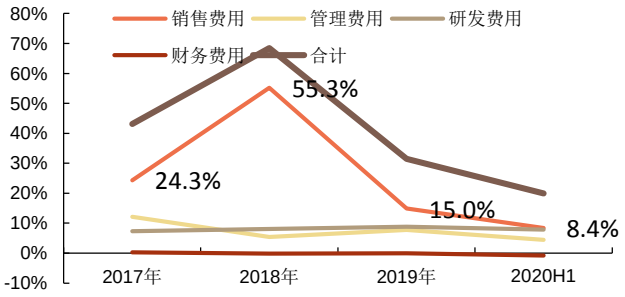
	支付宝	微信	监管
2004	支付宝成立		
2005		财付通成立	
2009	上线移动端业务		
2012	推出二维码支付		
2013	3 月蚂蚁金服成立，6 月余额宝上线	**微信支付成立**	
2014	**1 月支持网约车之战**	**1 月滴滴接入微信支付，腾讯支持网约车之战**	
		除夕夜红包，超过 3000 万用户绑定了自己的银行卡	
		3 月入股京东	央行暂停二维码支付
2015	1 月芝麻信用上线	除夕 5300 万微信支付冠名春晚	
		2 月“微信支付日”商超线下补贴活动	
	4 月线下商超补贴战		
	6 月口碑上线		
	7 月独家接入 kfc		
		9 月独家接入麦当劳	
2016	**2.7 亿冠名春晚，集五福活动火爆**	1 月领投美团	
		7 月投资拼多多	
	8 月推出春雨计划让利线下商家和服务商，新增社交功能		8 月支付清算协会明确支出二维码业务需要遵循安全标准，**承认二维码地位**
		9 月推出星火计划让利线下商家和服务商	
	11 月爆发圈子事件		
		12 月独家接入星巴克（9 个月独占）	银联联合多家银行推出二维码标

	支付宝	微信	监管
		12 月马化腾宣布线下份额超过支付宝	准和一码通用
2017	3 月上线收钱码，大力推出红包补贴	3 月摩拜单车接入微信九宫格	
		5 月推出绿洲计划，部分餐饮商户实行 0 费率政策（限 50 万家）	**网传央行约谈支付宝、财付通**
	11 月推出社交活动“赚红包”	**11 月上线乘车码，接入中国铁路 12306，入股大润发**	
	12 月接入杭州地铁	12 月入股永辉超市	**12 月央行发布 281 文件，提出不得采用低价倾销、交叉补贴等不当手段拓展市场**
		12 月联手京东投资唯品会	
2018	6 月推出蓝海行动，部分餐饮商户实行 0 费率		
		12 月发布《关于抵制“零费率”、维护合作伙伴市场健康发展的倡议书》	
2019	**1 月宣布，支付宝将开始恢复 0.6%的标准费率(此前优惠费率 0.55%)。**	**1 月发布《关于规范微信支付合作伙伴拓展商户费率的公告》**	

资料来源：申港证券研究所整理

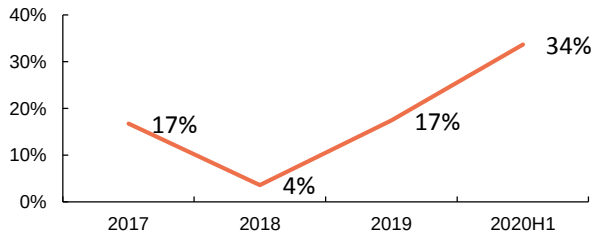
销售费用率持续下降，释放利润。17-18 年为支付竞争白热化阶段，公司销售费用率达到 24.3%、55.3%，对应净利率为 17%和 4%。19 年双方共同息战后，销售费用率大幅下降至 15%，0H1 进一步下降至 8.4%，释放了大量利润。2019 年净利率回到 17%，20H1 净利率为 34%。

图14：蚂蚁集团主要费用率



资料来源：招股书，申港证券研究所

图15：蚂蚁集团净利率



资料来源：招股书，申港证券研究所

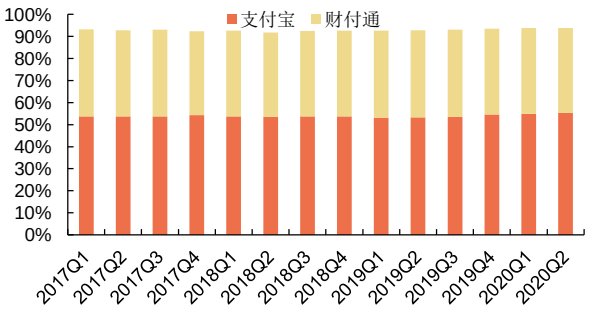
移动支付交易规模占比中，支付宝和微信支付基本二分天下，格局稳定难以有新方式破局。2019 年支付宝规模占比 54%，微信支付占比 39%，2020Q2 支付宝占比 55%，微信支付占比 38%，基本无变化。

从用户规模上看基本都触及用户天花板，支付宝低线城市仍有空间。根据 IPSOS,2019Q3 财付通（注：合并微信支付和手机 QQ 钱包）和支付宝的共同渗透率为 93.8%，较 2019 年 4 月调查（94.3%）基本持平；两巨头各自的渗透率分别为 92.4%和 72.1%，推算活跃用户规模分别达到 10.0 亿和 7.8 亿，相较于 2019 年 4 月调查均有增长。

根据 Ipsos，二者渗透率差距主要因为：支付宝在三线及以下低级别城市的渗透率

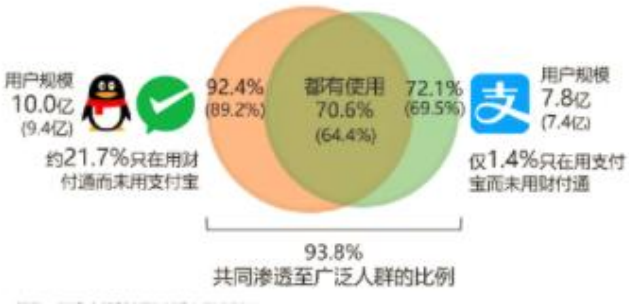
为 59.0%，而财付通高达 93.6%，也就是说低线城市支付宝仍有 40%的用户空间。

图16：第三方支付市场份额



资料来源：易观千帆，申港证券研究所

图17：财付通 vs 支付宝用户网民渗透率及重合度对比



资料来源：Ipsos，申港证券研究所（括号内为 2019Q1 数据）

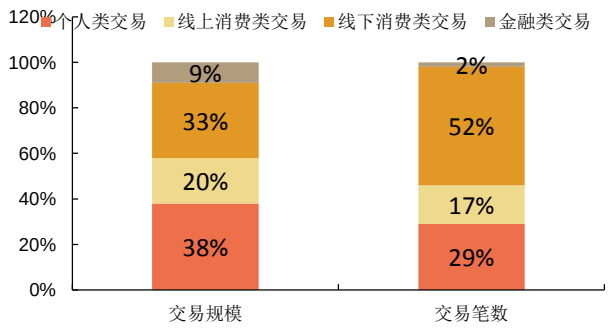
支付宝在线上的优势依旧保持。Ipsos 数据显示，支付宝在线上消费类交易和金融类交易较财付通更有优势，尤其是金融类交易，源于其在支付领域和电商及 O2O 模式的优势，且开展金融业务较早。微信主要的优势阵营是个人交易和线下消费，交易金额占比均为 48%，对比支付宝分别是 39%和 41%。线下消费是小额交易的代表，52%的交易笔数占据 33%的交易规模。

表8：支付宝四大业务场景示例

个人类交易	线上消费类交易	线下消费类交易	金融类交易
资金免费转入	网购	线下商超零售	花呗
红包	游戏充值	线下餐饮	借呗
转账	线上休闲娱乐预订	票务/娱乐场所消费	微贷
手机充值	线上航旅预订	日常租车	理财
生活缴费		日常共享出行	保险购买
信用卡还款		日常公共交通出行	基金申购
		个人健康/护理	
		境外出差/旅游/购物	

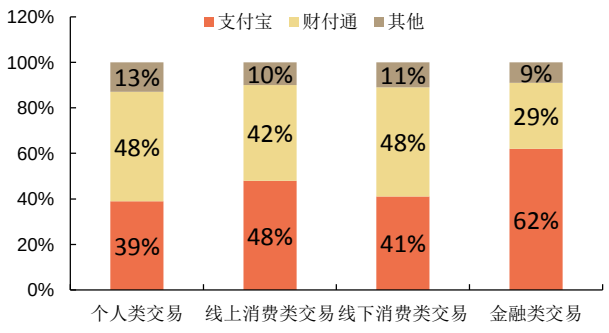
资料来源：申港证券研究所整理

图18：2019Q3 四大场景交易金额和交易笔数分布



资料来源：Ipsos，申港证券研究所

图19：2019Q3 移动支付场景分布



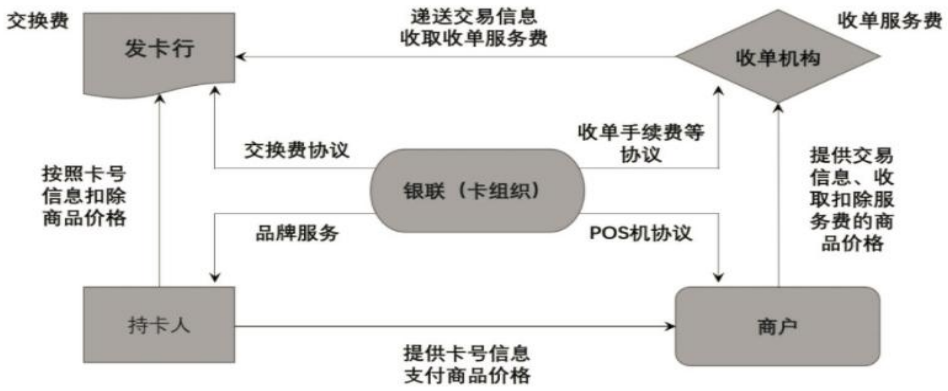
资料来源：Ipsos，申港证券研究所

2.3 支付体系及费率演化的前世今生

2.3.1 从四方模式到三方模式

2010 年之前以银行卡为中心的传统四方模式是主流。四方包括：卡组织（银联）、发卡行、收单行、商户，银联专门承担清算职能、标准制定、市场秩序维护，商业银行负责发卡和支付，收单机构负责特约商户的开拓与管理、授权请求、帐单结算等活动。商户交易手续费的分成模式一般是：发卡行分成 70%、银联 20%、收单机构 10%。

图20：传统银行卡四方模式



资料来源：申港证券研究所整理

2010 年开始第三方支付机构崛起，互联网支付出现直连“三方模式”。伴随 2010 年《非金融支付机构管理办法》出台，收单机构正式被监管机构认定为包括商业银行和第三方支付机构在内的各类主体。一些市场份额较大、创新能力较强的第三方支付机构依托强大 C 端和线上优势，通过直连发卡银行方式（绕过银联），建立起短平快的互联网支付“三方模式”，并迅速垄断移动支付市场。

图21：四方模式的 721 分成体系



资料来源：申港证券研究所整理

图22：三方模式：第三方支付机构、发卡行、商户



资料来源：申港证券研究所整理

2.3.2 从三方模式到断直连：新四方模式起航

金融科技创新一方面使得支付业态更加丰富，服务更加便利，另一方面也使得一些第三方支付机构借创新绕道发展、野蛮生长，造成支付市场乱象，影响到国内支付领域的价格体系和市场秩序。

同时，在“三方模式”下，第三方支付机构并不参与银联等清算组织的网络清算，而是自行向发卡行进行清算，第三方支付机构承担了事实的转接清算角色，进而自成体系、自主运营、自行定价，执行非常灵活的价格策略，快速占领线上线下商户市场的支付入口，对传统银行卡“四方模式”造成较大冲击。

图23：三方模式中第三方支付机构承担了事实的转接清算角色

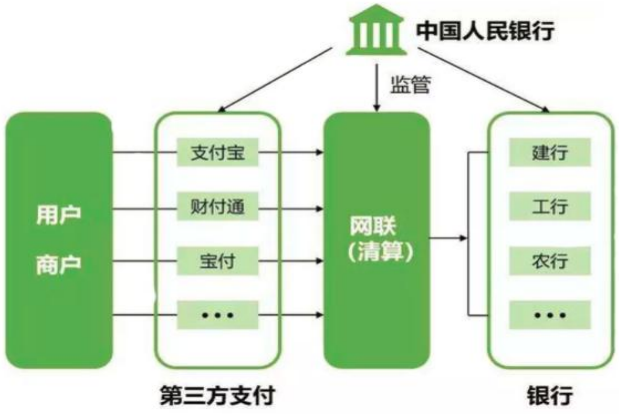


资料来源：申港证券研究所整理

由于第三方支付的迅猛发展，从 2014 年开始，央行对第三方支付陆续出台了相关政策进行规范：

- 2015 年 12 月出台《非银行支付机构网络支付业务管理办法》，明确了**第三方支付行业只能是中国支付体系的补充，作为非银支付机构，小额、便捷是其本质，需要做好客户信息安全、资金安全，以及风险防范。**
- 2016 年开始的互联网金融整治，包含了第三方支付行业，央行出台了**《非银行支付机构分类评级管理办法》**，支付机构被分为 5 类 11 级，多次出现 D、E 类评级的机构将被暂停支付业务。
- 2017 年 8 月 4 日，央行下发《关于将非银行支付机构网络支付业务由直连模式迁移至网联平台处理的通知》，**拉开了“断直连”大幕。**
- 2018 年 4 月 16 日网联发布《关于非银行支付机构网络支付清算平台渠道接入工作情况通告的函》，公布截至 2018 年 4 月 13 日，共有 462 家商业银行和 115 家支付机构接入网联平台。
- 2019 年 1 月 14 日，蚂蚁金服官方发布公告称**支付宝积极落实中国人民银行关于支付机构客户备付金集中存管和断直连等相关要求，已经完成了断直连、备付金集中存管和备付金账户销户。**

图24：断直连模式示意图



资料来源：申港证券研究所

2.3.3 二十年商户费率改革奠定现阶段支付费率基础

自 1993 年起，国家根据市场变化不断完善商户费率管理制度，先后六次规范调整商户收单价格体系，一方面逐步建立起产业分润模式，另一方面贯彻让利于民、普惠金融导向，不断降低商户费率。

- **1993 年确定信用卡业务最低扣率 1%-4%。**
- **1996 年将信用卡业务费率下调至 2%。**1 月央行在上调信用卡透支限额的基础上，规定信用卡业务费率不得低于交易金额的 2%，由银行和商户议定，也未提出分润要求。
- **1999 年实施行业分类费率与分润机制。**1 月，央行首次将商户费率按照行业进行划分，其中宾馆、餐饮、旅游、娱乐等行业不得低于交易金额的 2%，其他行业不得低于 1%，并首次引入收单分润机制，形成发卡银行、清算组织、收单机构按比例分润的雏形。
- **2004 年固定“721”分润模式。**2004 年初，人民银行发布 126 号文件《中国银联入网机构银行卡跨行交易收益分配办法》，明确了发卡银行、收单机构以及清算组织的分润比例为“7:2:1”，并进一步细化行业分类，对于民生类和公益类商户实施费率优惠，设置房地产、汽车销售等大额交易领域商户的手续费封顶措施。**但优惠行业和封顶行业的出现，为后期商户收单市场套码乱象提供了滋生的土壤。**
- **2013 年全面下调商户费率。**2013 年 2 月，人民银行发布 263 号文件《中国人民银行关于切实做好银行卡刷卡手续费标准调整实施工作的通知》，按照行业大幅下调商户费率，并对发卡银行和清算组织分润实行政府定价，对收单机构分润实施政府指导价。其中，**餐饮类商户费率 1.25%，一般类商户费率 0.78%，民生类商户费率 0.38%，公益类商户实行零费率。**
- **2016 年推动 96 费改和借贷分离定价。**2016 年 3 月，国家发改委发布 557 号文件《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，1）在继续大幅下调商户费率的基础上，取消行业费率，有效遏制了套码乱象。2）首次提出借贷分离的定价机制，对发卡银行和清算组织分润实施政府指导价，对收单机构分润实施市场议价。

96 费改之后统一为三类：标准类 0.6%，优惠类 0.38%，公益类 0%。这也奠定了目前第三方支付费率的基础。

经过六次价格调整，商户平均费率水平从最初的 3%下降到目前的 0.6%左右，第三方支付公司开始成为支付产业链利润分配的重要影响者和受益方。

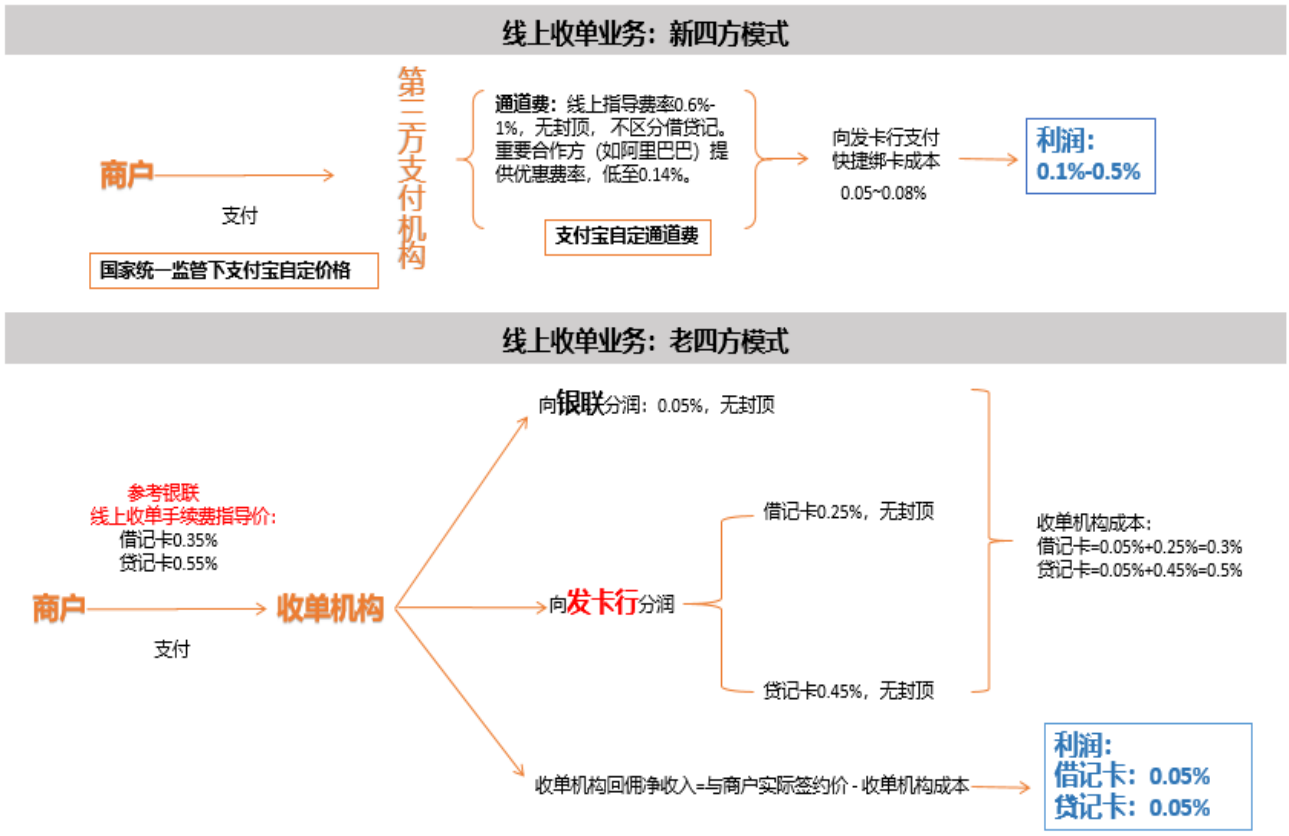
2.3.4 第三方支付公司的利益再分配：新四方 vs 老四方

在新四方价格机制下：**一是通过科技重构产业链，实现利益再分配，覆盖低交易成本，取得高收益。**在收单侧，第三方支付机构以平均 0.2%-0.6%的费率向商户收取通道费；在发卡侧，第三方支付机构借助平台和备付金等优势强势议价，向发卡银行低价支付 0.05%—0.08%的快捷支付费用，**整体毛利率约为 0.1%-0.5%。而原四方模式下第三方支付机构的毛利率仅为 0.05%-0.085%。**

二是凭借打造产业链多元场景争夺用户，在金融服务领域二次流量变现，与银行、保险公司、基金公司合作共赢。

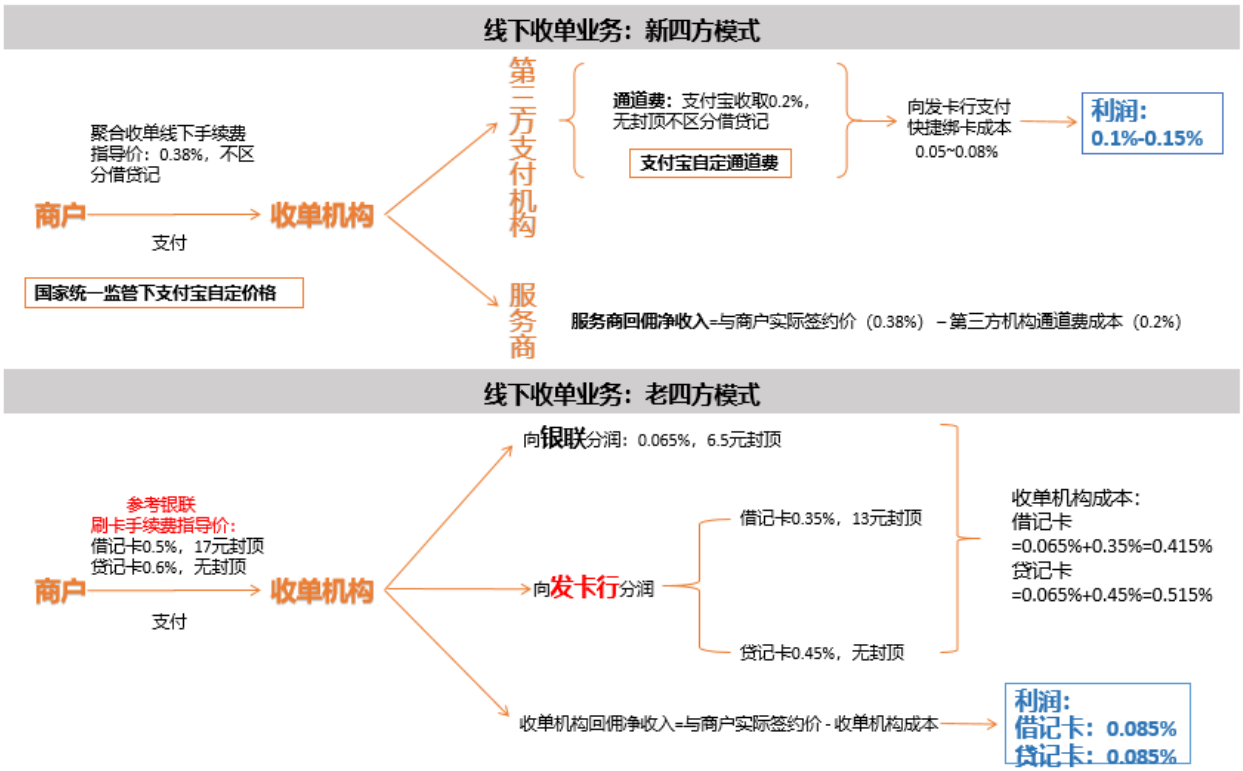
三是“断直连”要求下的成本转移。2018 年微信支付将民生银行提现服务费从 0.1%提升至 0.15%引发热议，根本原因是人民银行“断直连”，即切断快捷支付“三方模式”引发的价格反映，第三方支付机构通过将成本转移至用户，来弥补交易成本的增加。

图25：线上收单业务新四方模式 vs 老四方模式



资料来源：申港证券研究所整理

图26：线下收单业务新四方模式 vs 老四方模式



资料来源：申港证券研究所整理

2.3.5 中国支付费率处于世界低位

经过多次费率改革，我国的支付费率目前在 0.2%-0.6%之间，与发达国家相比，仍有 5-10 倍的提价空间。

表9：世界各地第三方支付费率

支付工具	场景		费率	
美国				
Paypal	普通场景	标准费率	$3000 及以下	4.4%+$0.3
		优惠费率	$3000-$10000	3.9%+$0.3
			$10000-$100000	3.7%+$0.3
			$100000 以上	3.4%+$0.3
	ebay	标准费率	$3000 及以下	3.9%+$0.3
		优惠费率	$3000-$10000	3.4%+$0.3
			$10000-$100000	3.2%+$0.3
			$100000 以上	2.9%+$0.3
Square	Card-present			2.6%+$0.1
	Card-not-present			3.5%+$0.1
	Online Sales			2.9%+$0.3
	注册用户			2.5%+$0.1
Stripe	2.9%+$0.3			
英国				

Checkout	普通场景	标准费率	欧洲卡	0.95% + $0.20
			非欧洲卡	2.90% + $0.20
		优惠费率	达到一定交易额	0.10%-0.40% +银行返还手续费 + $0.08
Worldpay	Card-present			2.90% + $0.30
	Card-not-present			3.30% + $0.30
俄罗斯				
yandex checkout	普通场景	标准费率	100 万卢布以下	3.5%-6%
		优惠费率	100 万卢布以上	2.8%-5%
印度				
Paytm	借记卡			0%
	Paytm Wallet		100000 印度卢比及以下	0%
			100000 印度卢比以上	0.84% + GST

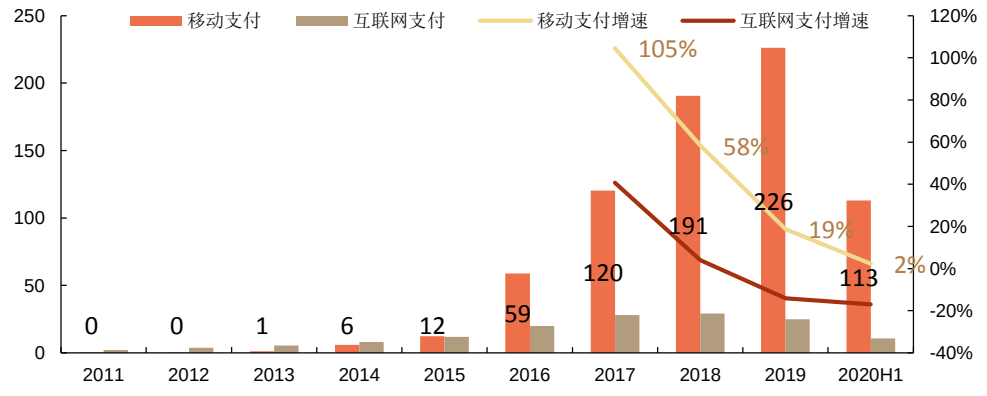
资料来源：申港证券研究所整理

2.4 寡头竞争格局、数字支付规模及增长空间

2.4.1 支付业务规模进入稳态增长阶段

我国第三方支付交易规模近十年增长迅猛且移动支付逐渐占据主导。从 2011 年，我国第三方支付交易规模仅为 2.3 万亿元至 2019 年已达到 226 亿万元。其中，移动支付增速放缓，从快速增长过渡到平稳发展阶段，2018 年移动支付全年增速 58%，2019 为 19%，2020H1 受疫情影响整体收缩到 2%。互联网支付（非移动支付渠道）自 2019 年开始呈现负增长。

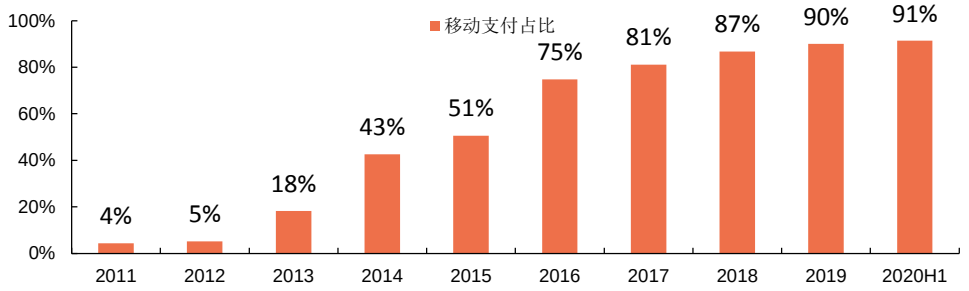
图27：2011-2020H1 中国第三方支付交易规模



资料来源：wind，申港证券研究所

目前，移动支付占据 9 成以上。得益于移动支付的便捷性和移动端支付的优惠费率政策，用户逐渐从 PC 端迁移到移动端，移动支付 2015 年首次超过了互联网支付，目前移动支付规模占比为 91%。

图28：2011-2020H1 移动支付占比

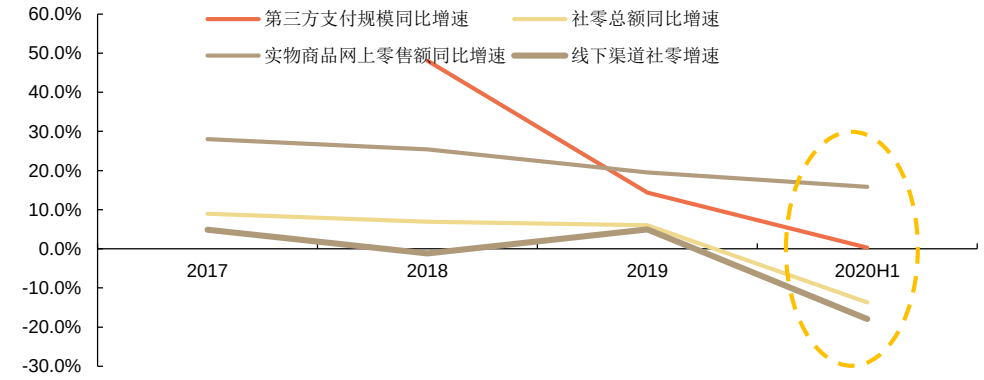


资料来源：wind，申港证券研究所

2.4.2 社会消费水平是第三方支付增长的基石

支付规模增速与社会消费总额正相关。2019 年社零总额为 41 万亿，同比增速 8%，受疫情影响，2020H1 社零总额增速为-13.7%，因此第三支付规模增速整体也受压，实现低增速 0.3%，但基于电商渠道对网上实物商品的拉动，仍高于社零增速。2020 年 1-8 月社零总额 23.8 亿元，同比增长-8.6%（其中 8 月为年内首次单月同比转正，0.5%），社会消费整体复苏情况良好。

图29：支付增速 vs 社零增速 网上实物零售增速 vs 线下社零增速



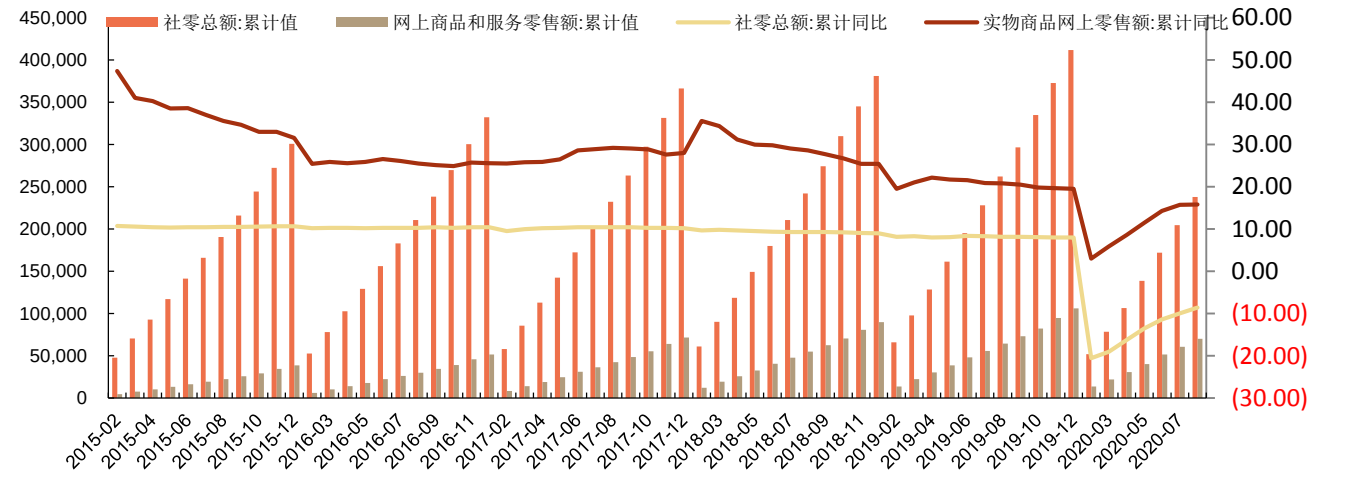
资料来源：国家统计局，申港证券研究所

疫情下线上渠道成为消费的重要增长极，仍保持二位数良好增长：

1）线上实物商品销售额整体增速目前保持在 15%-20%，15-18 年为 30%，预测未来三年在 10-15%。

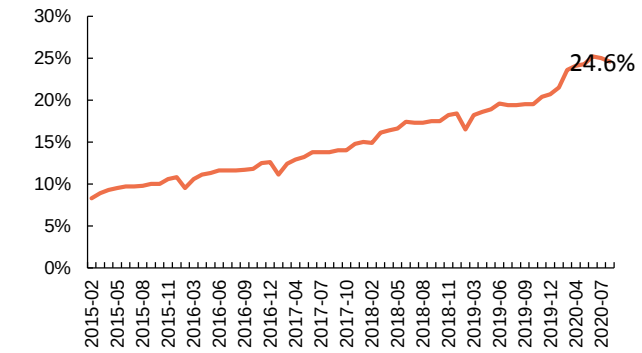
2）线上渠道占社零比重进一步提升至 30%。2020 年 1-8 月全国实物商品网上零售额同比为 15.8%（2019 年为 19.5%），占社零总额的 24.6%（2019 年为 20.7%）。加上网上虚拟商品及服务后，网上商品及服务零售总额占社零总额的 30%。在疫情防控常态化背景下，线上销售渠道成为社会消费和第三方支付的重要增长驱动。

图30：社零总额及增速、网上商品服务零售额及实物商品零售额增速



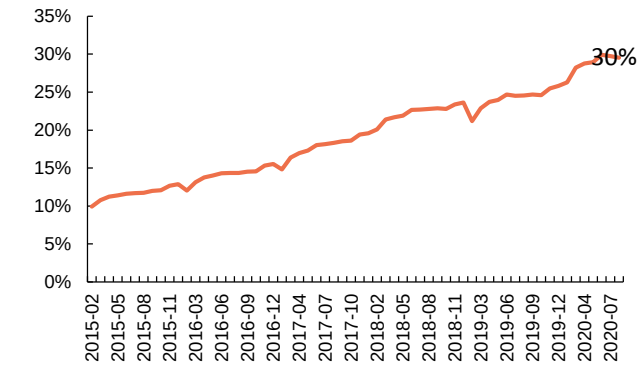
资料来源：国家统计局，申港证券研究所

图31：网上实物商品销售额占比



资料来源：国家统计局，申港证券研究所

图32：网上商品及服务（含虚拟商品及服务）零售额占比



资料来源：国家统计局，申港证券研究所（括号内为 2019Q1 数据）

2.4.3 支付业务增长空间测算

支付业务收入=阿里体系内线上交易额*阿里体系内线上支付平均费率+阿里体系外线上交易额*阿里体系外线上支付平均费率+线下交易额*线下支付平均费率，根据测算，我们预期此部分收入增速未来三年 CAGR 在 15%-20%。

线上交易额增速：1）天猫+淘宝 GMV，FY2019 增速为 18.8%，FY2020 增速为 15.1%，预测未来三年保持在 15%-20%。2）其他电商及线上渠道，预测未来三年在 15%左右。

线上交易费率：1）阿里体系内，根据阿里财报测算，FY2018-2020 稳定在 0.13%-0.14%，预计将继续保持；2）其他电商及线上渠道，保持 0.6%费率或者逐渐向官方费率看齐。

线下交易额增速：预计保持 10%左右。

线下交易费率：有较大提升空间，目前线下服务商仍享受 0.38%优惠协定价，其中支付宝收取 0.2%，服务商分成 0.18%，费率提升可能性较大。

根据测算，我们预计支付业务未来三年 CAGR 在 15%-20%。

3. 微贷：最大的利润中心

互联网巨头蜂拥至消费金融战场，表面上是金融服务之争，实际是生态圈之争。生态圈越广则信用支付产品的影响力越大，信贷产品使用越多，GMV 越高，用户行为数据越多，画像越精准。同时还能产生商家手续费和利息费分成。可以看到，蚂蚁、腾讯、美团、京东等均是从巨头自有生态切入，向生活场景逐步渗透，占领用户心智，巩固商业护城河。

3.1 快速扩张的微贷平台

根据招股书，数字金融科技平台收入的增长“预计将成为公司未来增长的重要驱动因素”，其中以微贷科技平台收入和利润贡献最高。微贷科技的营业收入主要来自于按照金融机构等合作伙伴相应获得利息收入的一定百分比收取技术服务费。

截止 2020 年 6 月底，在微贷科技平台撮合的 2.1 万亿元的贷款中：1.73 万亿为个人消费贷款，通过旗下全资控股的两家小贷公司与金融机构合作发放，**占中国个人短期消费贷款余额的 21.5%**。4217 亿元为小微贷款，旗下参股银行网商银行（持股 30%）是最重要的合作方，**占中国小微贷款余额的 3.1%**。

图33：蚂蚁理财平台发展历程 vs 腾讯、美团



资料来源：申港证券研究所整理

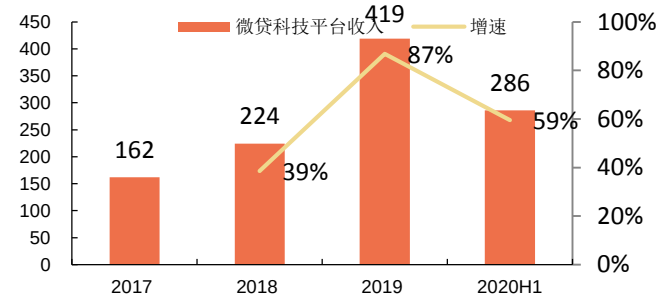
3.1.1 蚂蚁集团生态圈成为消费信贷重要基础设施

蚂蚁集团是中国最大的线上消费信贷和小微经营者信贷科技服务商。自 2014 年平台成立以来，微贷平台呈现快速扩张趋势，2020H1 创收 286 亿元，为集团贡献了 39%的收入且仍保持高增速，2018-2020H1 平台收入增速分别为 39%、87%、59%。

2017 年、2018 年、2019 年平台促成的信贷余额分别为 6475 亿元、10456 亿元和 20138 亿元，2018 年、2019 年的增速分别为 61.5%和 92.6%。

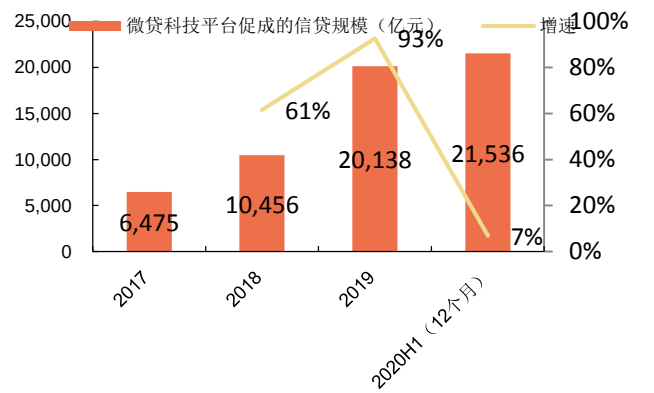
2020H1 的信贷余额为 21536 亿元，较 2019 年末上升了 6.9%，信贷规模增速有所放缓，预计 Q1 受到疫情的影响，信贷规模有所收缩，Q2 恢复增长。

图34：微贷科技平台收入及增速



资料来源：招股书，申港证券研究所

图35：微贷科技平台促成的信贷规模及增速



资料来源：招股书，申港证券研究所

信贷余额和业务收入保持高增速，主要源于蚂蚁的竞争优势：

第一、流量优势：支付宝月活 7 亿+，年活 10 亿+，背靠阿里电商+本地生活强大流量基础利于低成本获客，同时集团品牌效应深入用户心智，降低宣传门槛。

第二、场景及风控优势：长期积累的场景、用户和风控优势。公司具备顶尖用户数据存储、清洗、处理及输出的能力，样本质量国内第一梯队，风控模型经过海量数据训练和优化。

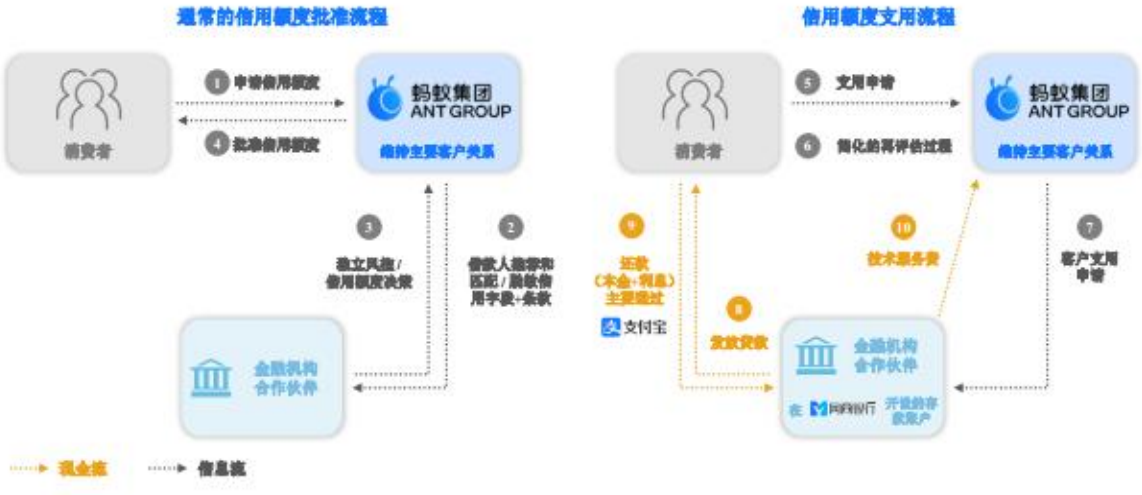
表10：花呗使用场景

阿里巴巴旗下店铺	淘宝、天猫、支付宝、大众点评、美团
阿里巴巴旗下店铺	淘宝、天猫、支付宝、大众点评、美团
其他线上平台	电商：当当、亚马逊、苏宁、国美在线、1 号店、聚美优品 出行：去哪儿、12306、携程等 本地生活：饿了么、口碑等 3C 商城：小米、华为、海尔等 娱乐：优酷等
线下商超及便利店	沃尔玛、家乐福、华润、欧尚、永辉超市、莲花等
其他线下场景	地铁、家电、家居、教育、家具、母婴、生活服务等

资料来源：申港证券研究所整理

第三、运营优势：优秀的运营能力能够提供好的产品体验，高效自动化流程方便业务迅速扩张，客服 24h 在线提供帮助。

图36：蚂蚁集团自动化快速信贷全流程

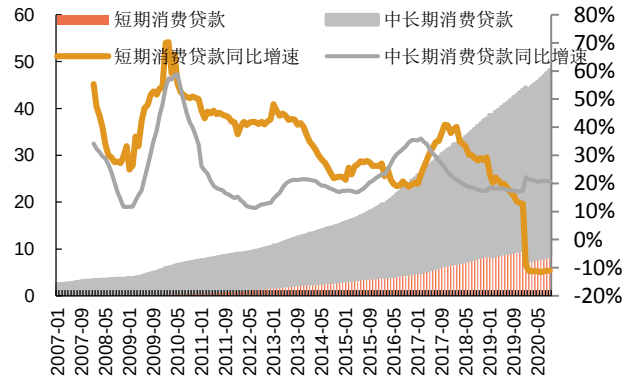


资料来源：招股书，申港证券研究所

3.1.2 在线消费信贷和小微贷款未来增速仍可期

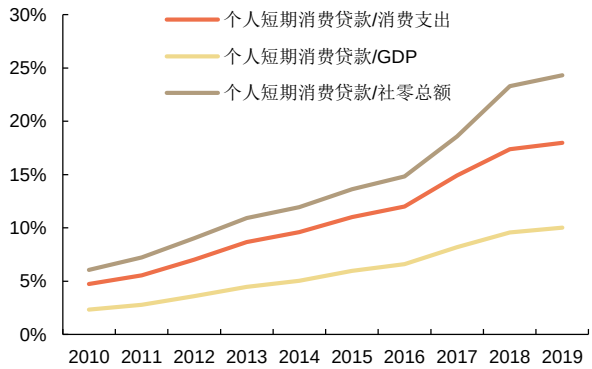
2015 至 2019 年，我国个人短期信贷消费余额已从 4.1 万亿元上升至 9.92 万亿元，CAGR 为 24.7%，对居民生活的渗透率提升明显。受疫情影响至今，消费需求整体萎缩，个人短期消费贷款缩水至 8.47 万亿，同比增速在-11%。

图37：我国消费贷款组成及增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

图38：我国个人短期消费贷款渗透率显著提升



资料来源：Wind，申港证券研究所

当前我国的短期消费信贷市场参与主体分为几大类：

一类是传统商业银行。资金实力雄厚，从信贷余额看商业银行占据绝对主导，信用卡+个人短期消费贷款是最重要的组成部分，其中信用卡规模上半年整体出现增长停滞或负增长。银行主要借助互联网巨头的流量和风控技术发展短期消费信贷业务。

第二类是持牌的消费金融公司。主要是通过信用下沉、三方合作、银行提供资金等模式完成，目前通过审批的有 27 家，其中 16 家属于银行系。截至 2019 年末，27

家消费金融公司贷款余额 4723 亿元，较上年增长 30.5%。消费金融公司整体客户数突破 1.2 亿人。

第三类是互联网巨头。包括像阿里、京东、美团、国美，拥有平台、场景、流量和技术。融入“数据+风控模型+算法”，有效地将风控系统量化，多与商业合作放贷，自有资金比例较低。

第四类是网贷分期平台。自有业务场景数据较少，优势相对有限，多在海外上市，估值水平整体较低。

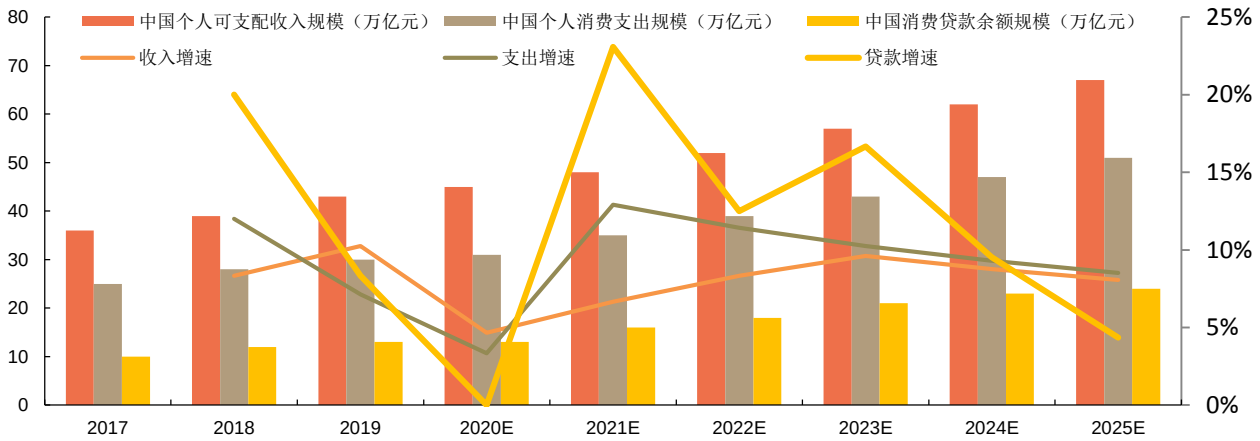
图39：消费金融参与主体



资料来源：申港证券研究所整理

中国消费信贷市场规模的扩张主要由消费者的消费支出和使用信贷进行消费的意愿提升驱动。根据招股书预测，中国消费信贷市场 2019-2025 年的期间 CAGR 为 11.4%，其中在线消费信贷规模期间 CAGR 为 20.4%。

图40：中国个人可支配收入 VS 消费支出



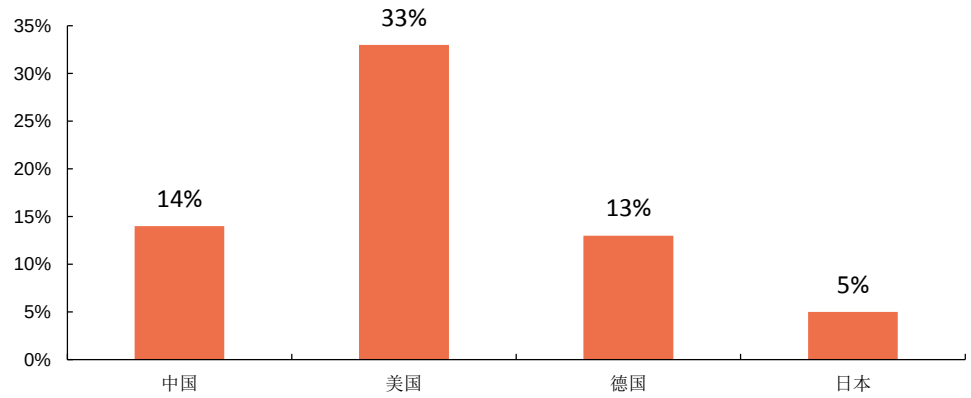
资料来源：奥纬咨询，招股书，申港证券研究所

用户空间：截至 2019 年底，超过 18 岁的中国人口（占中国总人口 76%）有 75%

尚未拥有信用卡，测算约 7-8 亿人，奠定花呗&借呗潜在用户群体基础，目前花呗&借呗合计用户 5 亿+，未来用户预计仍有 50%空间。

信贷余额空间：2019 年，中国消费信贷余额占现金及存款规模的比重为 14%，而美国则为 33%，与美国相比仍有一倍空间。

图41：各国消费信贷余额占现金与存款比重

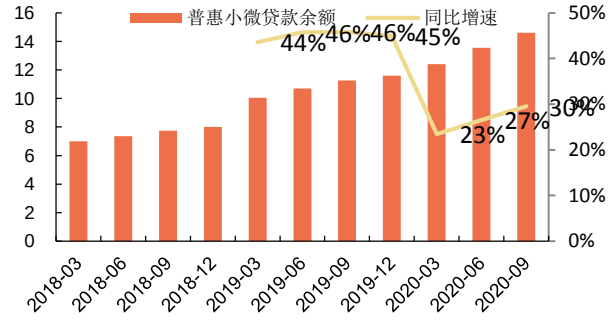


资料来源：招股书，申港证券研究所

蚂蚁集团促进达成的小微贷款属于普惠小微贷款，平均余额在 2 万左右。全口径小微企业贷款包括向小型、微型企业发放的贷款，个体工商户贷款以及 小微企业主贷款。**普惠型小微企业贷款是指单户授信小于 1,000 万元的小微企业贷款。**

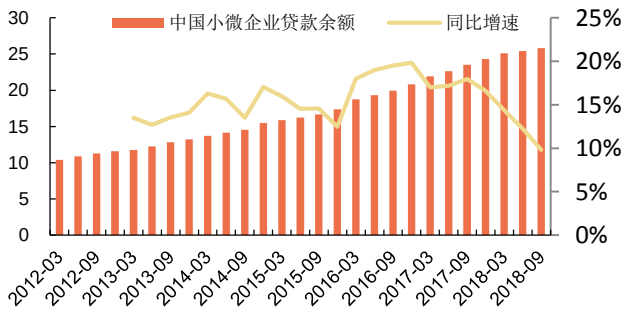
受益于 17-18 年《关于对普惠金融实施定向降准的通知》、《关于 2018 年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知》两项政策，普惠小微企业贷款扩张速度较快，2018-2020 年的 CAGR 为 37%，高于全口径小微企业贷。2020 年 9 月中国普惠小微贷款余额 13.6 万亿，而公司 2020 年 6 月底微贷科技平台贷款余额 4217 亿元。

图42：中国普惠小微企业贷款余额（万亿元）及增速



资料来源：央行，申港证券研究所

图43：中国小微企业贷款余额（万亿元）及增速



资料来源：央行，申港证券研究所

3.1.3 轻资产运营模式下风险可控

蚂蚁以 2%的表内贷款，撬动了 1.73 万亿元的规模，助贷/联合贷占比 98%。计入资产负债表内发放贷款和垫款科目的余额仅包括各期末公司通过合并范围内的子公司（主要为蚂蚁商诚、蚂蚁小微、商融保理）发放的自营贷款余额，2017 年末、2018 年末、2019 年末和 2020 年 6 月末占公司微贷科技平台促成的信贷余额的比例分别仅为 3.96%、3.13%、1.86%和 1.68%。

除自有资金需要承担全部风险之外，联合贷蚂蚁与合作伙伴共同承担风险，大部分余额集中在助贷业务上，基本由合作金融机构承担全部风险。

表11：花呗、借呗核心业务模式

	业务模式	定义	资金提供方	风险承担	监管方
花呗	自有资金放贷	蚂蚁自有资金放贷，2.3 倍杠杆上限	自有资金（ABS 等）	蚂蚁小微	地方金融办
	联合贷	蚂蚁和合作金融机构共同放贷	大部分来自金融机构，小部分来自自有资金	双方共同	银保监会
	助贷	合作金融机构放贷，蚂蚁提供技术服务	全部来自外部金融机构	合作金融机构	
借呗	联合贷	蚂蚁和合作金融机构共同放贷	大部分来自金融机构，小部分自有资金	双方共同	
	助贷	合作金融机构放贷，蚂蚁提供技术服务	全部来自外部金融机构	合作金融机构	

资料来源：招股书，申港证券研究所

从自营放贷来看，按照净资产 2.3 倍放贷上限，公司自营贷款规模最高为 823 亿，目前自营比例仅 362 亿，杠杆利用率仅 44%。

表12：自营放贷杠杆利用率测算

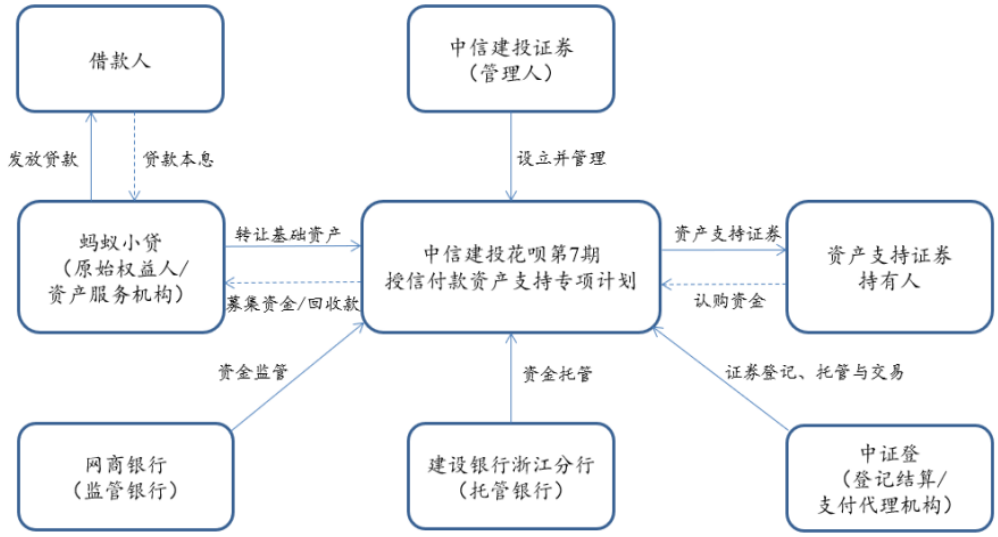
	自有资金放贷主体	注册资本	净资产（截止 2020.6.30）	杠杆上限（vs 净资产）	贷款规模
花呗	蚂蚁小微	120	176	2.3	405
借呗	蚂蚁商诚	40	182	2.3	419
最大自营贷款规模					823
自营贷款比例					1.68%
实际自营贷款规模					362
杠杆利用率					44%

资料来源：招股书，wind，申港证券研究所

9 月 17 日，千方科技和鱼跃医疗同时披露，收到蚂蚁集团转交的《中国银保监会关于筹建重庆蚂蚁消费金融有限公司的批复》，意味着蚂蚁又获得了消费金融牌照，蚂蚁消费金融注册资金 80 亿元，按 10 倍杠杆计，可发放贷款 800 亿元。

花呗 ABS 流程：1）通过计划管理人（中信建投证券）设立的专项计划，认购人认购资金并获得 ABS。 2）计划管理人将专项计划资金用于购买原始权益人（蚂蚁小贷）的基础资产（放出的贷款）。 3）监管银行（网商银行）监管基础资产现金流转情况。 4）该次计划完成后，托管银行根据计划管理人的分配指令，将本息发放至指定账户。

图44：花呗 ABS 交易流程图



资料来源：ABS 产品专项说明书，申港证券研究所

3.2 微贷如何成为长期利润重心？

较高的息差是高利润的重要原因。2020H1，花呗和借呗主要子公司产生净利润 112 亿，贡献了 51%的净利润，花呗和借呗主要子公司净资产合计占集团比重为 24%。

表13：借呗花呗主要子公司财务数据

	净资产（亿元）	净利润（亿元）	对蚂蚁集团净利润贡献
借呗-蚂蚁商城（消金）	182	6.2	3%
花呗-蚂蚁小微（消金）	176	4.3	2%
借呗-万塘（技术服务）	118	73.1	33%
花呗-智信（技术服务）	45	28.6	13%
净资产占集团比重			24%
利润贡献占比			51%

资料来源：招股书，申港证券研究所

3.2.1 花呗借呗开创在线消费信贷新模式

花呗：流量、场景和风控是核心要素。花呗背靠支付场景，40 天免息期，高用户粘性下天然受益增长，主要用户是无信用卡人群，90 后比例近一半。很多线下场景不支持使用信用卡，也为花呗创造使用机会。

借呗：流量、低利率和风控是核心要素。作为用于消费的借款服务，满足用户临时借贷需求，随时可借随时可还（资金流向支付宝账户或者银行卡）。**与花呗不同的是，借呗场景属性较低，流量和低利率更重要。**

表14：花呗、借呗基本情况一览

	花呗	借呗
推出时间	2014 年 12 月	2015 年 4 月
业务特征	类似信用卡	短期消费贷
核心要素	**场景、流量、风控**	**流量、低利率、风控**
截止 2020 年 6 月 12 个月用户数	5 亿+	
申请条件	18 周岁以上；芝麻信用分 600+；实名认证	
免息期	40 天	无
期限/分期	3-12 个月	3-12 个月
日利率	最低 0.02%，大部分在 0.04%或以下	0.015%-0.065%
年化利率	7.3%-14.6%	5.5%-24%（12.8%-16%居多）
资金成本	自营：约 3%-6% 助贷：资金成本理论为 0	助贷为主，资金成本理论上为 0
最低信用额度	20 元	1000 元
信用额度参考因素	1）个人信用及逾期情况；2）支付宝支付和缴费行为和频次；3）职业及资产情况；4）其他非正规平台借贷记录。	
截止 2020 年 6 月花呗/借呗总信贷余额	1.7 万亿元	
截止 2020 年 6 月用户平均余额	2000 元	-

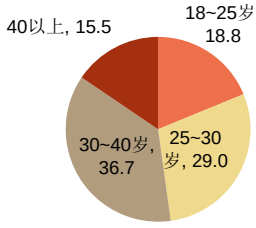
资料来源：招股书，申港证券研究所整理

根据《2018 中国消费信贷市场研究》，消费信贷的目标客群符合以下几个特征：**年龄偏低、中低等收入、中高等学历、有稳定工作**。

- 年龄分布：18-29 岁占比 36%，30-39 岁占比 30%，40-49 岁占比 33%，50 岁及以上很少使用消费信贷。
- 收入分布：月收入 2000-4999 占样本总数 70%，其次为 5000-9999，2000 以下低收入群体以及 10000 以上高收入群体使用消费信贷较少。
- 教育程度：整体较高，专科生占比 57.5%，本科生占比 24.5%；
- 工作性质方面：企业员工与公务员占比最大，为 84%。

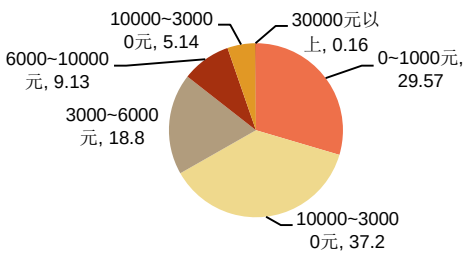
花呗、借呗的用户更年轻化。花呗以 25-40 岁为主，90 后占比 48%，高于中国消费信贷市场均值 36%，大部分用户的额度在 6000 元以下，平均人均额度为 2000 元。借呗 90 后占比 53.5%，大部分用户的额度在 3 万元以下。

图45：花呗用户年龄分布



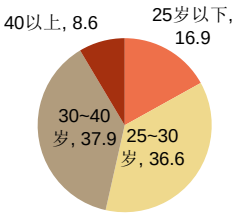
资料来源：2019 年花呗 ABS 产品说明书，申港证券研究所

图46：花呗余额分布



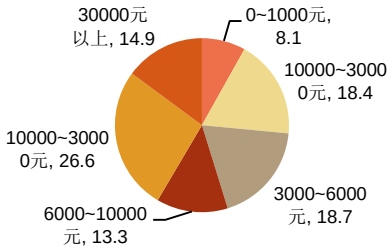
资料来源：2019 年花呗 ABS 产品说明书，申港证券研究所

图47：借呗用户年龄分布



资料来源：2018 年借呗 ABS 产品说明书，申港证券研究所

图48：借呗借款余额分布



资料来源：2018 年借呗 ABS 产品说明书，申港证券研究所

3.2.2 高回报率的盈利模式及竞争格局

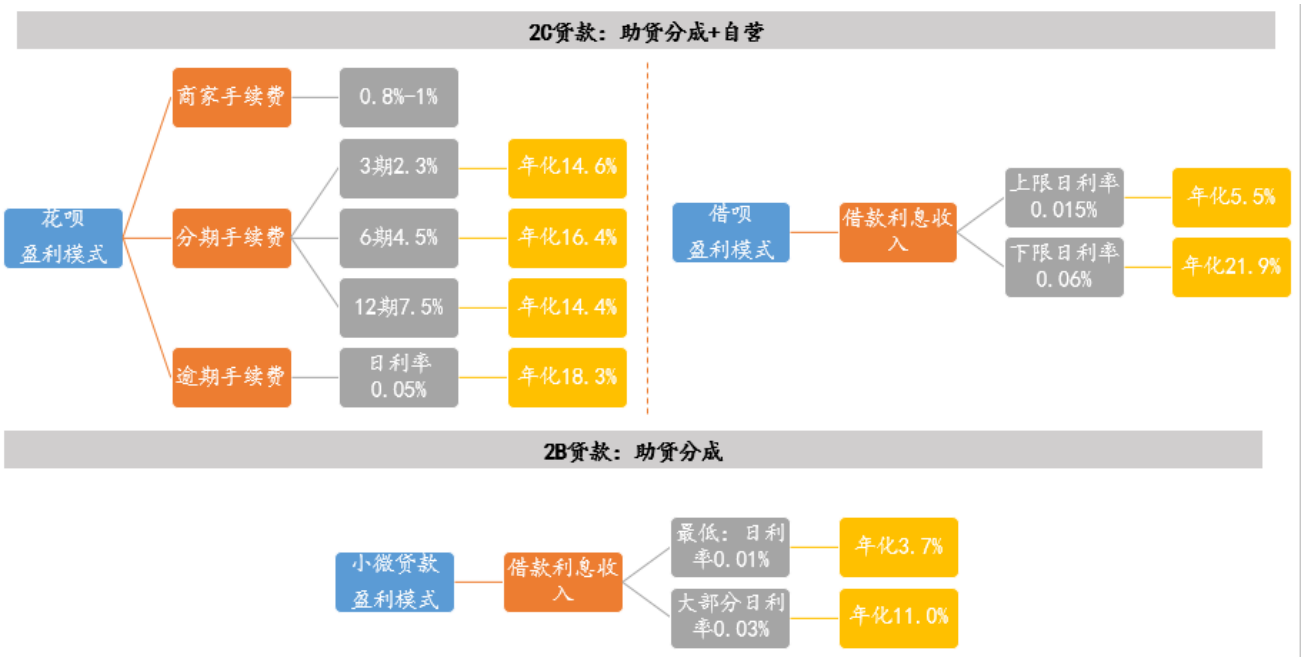
微贷业务的盈利模式主要是按照利息收入的一定百分比收取技术服务费，因此该等收入与公司平台促成的消费信贷及小微经营者信贷余额相关。

花呗（2C）：商家手续费（使用花呗消费时收取，类似支付）+分期手续费（助贷/分成利息收入按一定比例分成）+逾期手续费；

借呗（2C）：助贷/联合贷分成利息收入按一定比例分成；

小微贷款（2B）：助贷分成利息收入按一定比例分成；

图49：花呗、借呗、小微贷款盈利模式



资料来源：支付宝，申港证券研究所

花呗——对比美团月付：1）在用户争夺和支付习惯养成上，支付宝和微信有先发优势；2）场景来看，支付宝生态覆盖度更广，美团月付目前的生态圈限制在自身产品体系之内，且线下扫描和实体店消费暂不开放。3）花呗的整体额度高于美团月付，同时花呗的主体蚂蚁小微注册资本金更高。未来，信用支付更多的战场在于场景搭建和用户习惯的争夺。

花呗——对比传统信用卡：利率相比传统信用卡处在合理水平。

表15：蚂蚁花呗 VS 美团月付

	蚂蚁花呗	美团月付
公司主体	重庆蚂蚁小微小额贷款有限公司	重庆美团三快小额贷款有限公司
注册资本	120 亿元	4.6 亿美元（约 30.8 亿元）
产品属性	小额消费贷	小额消费贷
免息期	最长 40 天	最长 38 天
应用场景	1.阿里商平台：淘宝、天猫等 2.外部消费平台：1）大部分电商购物平台，如亚马逊、苏宁等；2）本地生活服务类网站，如饿了么、哈啰出行等； 3）主流 3C 类官方商城，如海尔、小米、OPPO 等； 3.海外购物的部分网站； 4.实体商户：开通了花呗收款业务的实体商户。	美团系 App：包括美团、大众点评、美团外卖、美团打车、美团买菜等
分期手续费	3 期 2.3%，6 期 4.5%，12 期 7.5%	3 期 3%，6 期 6%，9 期 9%，12 期 12%
还款方式	全额、分期、延期还款、最低还款	全额、分期和延期还款
额度	额度较高，余额平均 2000	额度低于花呗，额度 500-1500 为主
使用限制	扫码支付、实体店消费、线上支付	只能在美团 App 上线上支付

资料来源：支付宝，美团，申港证券研究所

表16：花呗分期利率 vs 银行信用卡利率

	3 期	6 期	9 期	12 期	18 期	24 期
花呗	2.50%	4.50%		7.50%		
工行	1.65%	3.60%	5.40%	7.20%	11.70%	15.60%
农行	1.44%	2.88%	4.05%	5.40%	8.10%	10.80%
中行	1.95%	3.60%	5.40%	7.50%	11.70%	15.00%
建行	2.10%	3.60%		7.20%		
中信	2.40%	4.80%	6.84%	8.76%	13.50%	18.00%
浦发	2.70%	4.68%	6.57%	8.88%	13.68%	18.24%
招行	2.85%	4.80%	6.75%	9.00%	13.50%	18.00%
广发		3.90%		7.80%	12.60%	17.28%

资料来源：各大信用卡官网，申港证券研究所

借呗——对比其他互联网平台：1）利率相比美团、微粒贷等下限更低，上限处在行业合理水平，但高于微粒贷。2）流量对比：总体来看，互联网头部平台流量优势明显且稳固，用户粘性较高。截止 2020 年 6 月，支付宝月活 7.1 亿，微信月活

12 亿，美团交易用户数 4.5 亿，京东活跃买家数 4.2 亿，360 数科累计注册用户 1.5 亿。

表17：借呗利率 vs 美团生活费 vs 微粒贷 vs 京东金条 vs360 网贷

	下限日利率	上限日利率
借呗	0.015%（最低）	0.06%
美团生活费	0.020%	0.065%（最高）
微粒贷	0.030%	0.05%（最低）
微信周转（灰度测试）	0.050%（最高）	
京东金条	0.019%	0.06%
360 借钱	0.030%	0.05%（最低）

资料来源：公司官网，申港证券研究所

小微贷款——对比其他银行：1）网商银行作为民营银行，利率相对更高，大部分年化在 11%左右或以下。而银行 2020 年 7 月整体新发小微贷款平均利率水平为 5.27%（比去年同期低 0.91 个百分点）；**2）蚂蚁的优势在于普惠：覆盖面国内最广**（服务过 2000 万+小微经营者，80%从未在其他银行获得过经营性贷款；微众银行覆盖 90 万+；中国整体 9000 万+小微）。**3）单位用户平均额度低，目前均值在 2 万+，微众银行户均余额在 3.1 万，而 2019 年银行普惠型小微客户户均贷款余额均在 20 万-150 万之间。**

根据井贤栋先生 18 年演讲，网商银行到 2021 年的目标是服务 3000 万+小微经营者。

表18：网商银行利率 VS 其他银行

	贷款平均利率
网商银行等蚂蚁集团放出的小微贷款	最低 3.7%，大部分年化在 11%左右或以下
工商银行	4.15%（普惠型小微企业贷款）
建设银行	4.41%（普惠型小微企业贷款）
农业银行	4.26%（普惠型小微企业贷款）
中国银行	4.04%（普惠型小微企业贷款）
邮储银行	5.64%（普惠型小微企业贷款）
招商银行	4.62%（新发放普惠型小微企业贷款）
浦发银行	4.92%（上半年普惠两增口径累放利率普惠型小微企业贷款）
民生银行	6.02%（上半年累计发放普惠型小微企业贷款）
光大银行	4.99%（新投放贷款加权平均利率）
南京银行	5.18%（年化利率）
宁波银行	5.58%（平均收息率）
青岛银行	5.73%（普惠型小微企业贷款）

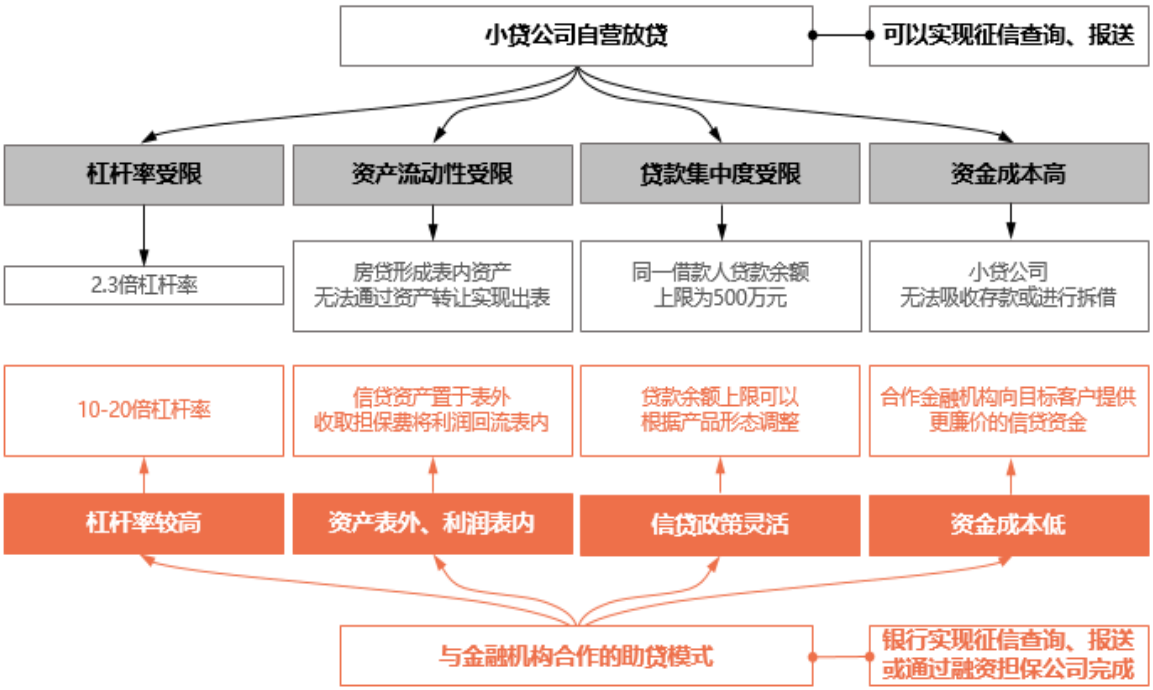
资料来源：各银行官网，申港证券研究所整理

3.2.3 微贷未来将仍以助贷模式为主

助贷监管逐渐落地，有利于提高助贷平台合规性。今年 7 月，银保监会正式发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法》，承认了助贷公司可依法合规开展业务，但对其资质要求更加严格。办法强调，除了“核心风控环节应当由商业银行独立有效开展”，其他环节银行均可与第三方公司合作。如果需要从合作机构获取借款人风险数据，应通过适当方式确认合作机构的数据来源合法合规、真实有效，对外提供数据不违反法律法规要求，并已获得信息主体本人的明确授权。商业银行不得与违规收集和使用个人信息的第三方开展数据合作。

除了数据安全性上的优势，相比自营放贷，蚂蚁助贷的优势还包括：1）杠杆系数更高；2）资产表外，利润表内；3）信贷政策灵活；4）资金成本更低。在自营杠杆率受限情况下，通过助贷模式提供技术服务，为资金方提供获客、风控初筛、贷后监测、服务与催收等服务，实现业务爆发式增长。

图50：助贷 vs 自营放贷的优势



资料来源：申港证券研究所整理

3.2.4 良性、可持续风控生态是消费金融成功持续运营之本

传统金融机构的风控是一大痛点：

- 银行未能适应线上数字化环境，业务开拓受限。
- 风险控制滞后，风控系统上线后，持续几个月都无法动态更新。
- 智能化进程受阻，风控系统还处于专家经验型的规则时代。但互联网时代，数据的量级、维度已经是人工处理难以胜任的程度。

2017 年互联网金融风险专项整治、P2P 网贷风险专项整治工作领导小组办公室正式下发《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》，现金贷平台高利率覆盖高风险的粗放模式成为过去式。

良性、可持续性的风险防控业态，才是消费金融成功持续运营的根本。蚂蚁集团通过大数据技术，从身份识别、历史信用、资产状况、消费稳定性、行为稳定性、收入预测，到反欺诈、反多头借贷，为个人消费金融建立起超过 10 万多项指标，150 种风控模型，5000 多种风控策略，有效控制风险，让更多人可以享受到消费金融服务，同时也能降低贷款成本。

目前，蚂蚁集团的风控体系有三大核心能力：

- **数字身份。**在互联网，用户都是虚拟的身份，如何保证识别虚拟身份后面对应的自然人，是第一个核心的能力。使用数字身份确保交易安全和更流畅交易，提升用户体验。
- **人工智能的风控引擎（AlphaRisk）。**用于实时风险检测和控制。
- **数据和隐私保护。**利用大数据和机器学习技术来控制每个阶段的泄漏风险，有效保护数据免受内部和外部威胁。

个人消费信贷方面，公司 5 亿用户量级基础下消费信贷逾期率仍较低，资产质量良好。截至 2017 年 12 月 31 日、2018 年 12 月 31 日、2019 年 12 月 31 日，公司促成的消费信贷资产 90 天以上逾期率分别为 0.68%、1.01%和 1.05%。

- **对比消费金融公司：**2019 年消费金融公司平均不良贷款率为 2.63%，略高于信用卡的平均不良水平，较 2018 年有小幅下降（下降 0.11 个百分点）；从不良率的中位数来看，2019 年为 2.03%，较 2018 年有小幅上升（上升 0.1 个百分点）。不良率的中位数与平均数相差较大，也在一定程度上反映了各家机构的风险成本的差异，部分机构的风险成本压力尤甚。

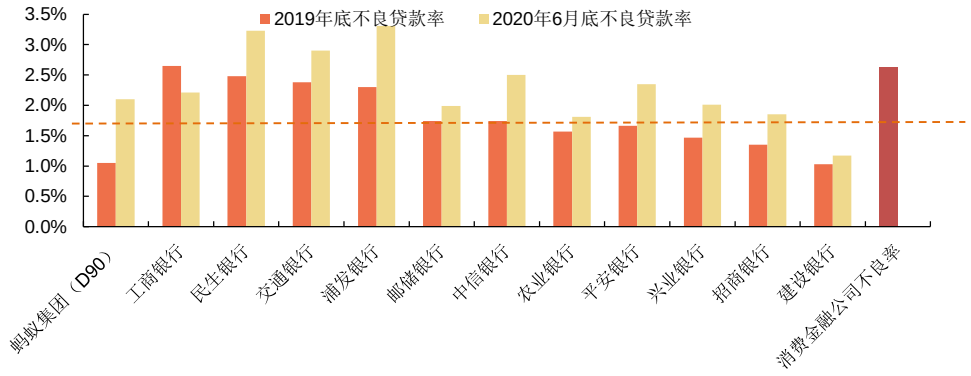
表19：公司与乐信、360 数科及京东数科的 90 天+逾期率对比

企业	2019 年底	2020 年 6 月底
乐信	1.56%	2.82%
360 数科	1.31%	2.99%
蚂蚁集团	1.05%	2.10%
京东数科	0.82%	1.65%

资料来源：招股书，公司财报，申港证券研究所

- **对比银行信用卡：**D90 显著低于信用卡不良率中位数水平，同时显著低于消费金融公司平均不良率，风控能力良好。

图51：公司 D90+逾期率 vs 银行信用卡不良率 vs 消费金融公司不良率



资料来源：招股书，公司财报，申港证券研究所

- **对比京东数科：公司逾期率稍微更高，主要源于京东数科的白条（类似花呗）和金条（类似借呗）发展相对支付宝晚 1-2 年，目前业务量级仍较小。**

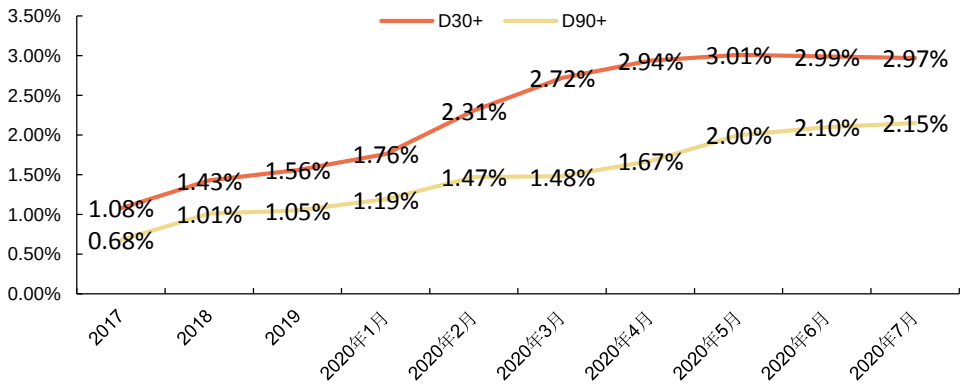
  1）收入总量：京东白条+金条 2019 年合计收入 69 亿，支付宝微贷平台收入 419 亿；

  2）放贷余额：京东数科只披露了金条放贷规模，未披露白条放贷余额和金条放贷余额，根据招股书大致估算截止 2020 年 6 月底，金条的放贷余额为 1500 亿元，白条科技服务收入和金条较为接近（30 亿+），估算白条放贷余额为 1500 亿+，合计 3000 亿+。而截至 2020 年 6 月底，蚂蚁促成的消费贷款余额 1.73 万亿元，360 数科及乐信分别为 785 亿元及 619 亿元。

  3）用户规模：截至 2020 年 6 月底，白条 YAU 5545 亿，金条 YAU1424 亿，不去重合计接近 7000 万，而蚂蚁微贷用户 5 亿+。

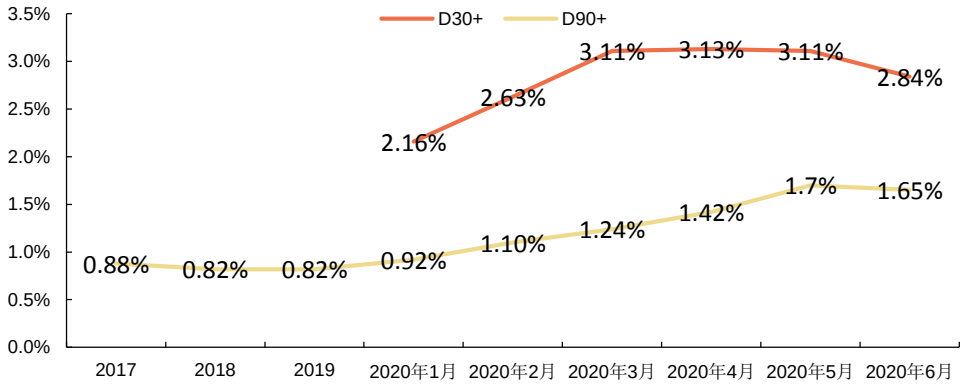
随着中国消费和商业活动逐渐从新冠疫情的负面影响中恢复，公司 30 天或以上的余额逾期率在 2020 年 5 月达到相对高点、随即在 2020 年 6 月及 7 月持续改善。 90 天或以上的余额逾期率也从 2020 年 6 月开始趋于稳定。

图52：公司平台促成的消费信贷逾期率



资料来源：招股书，申港证券研究所

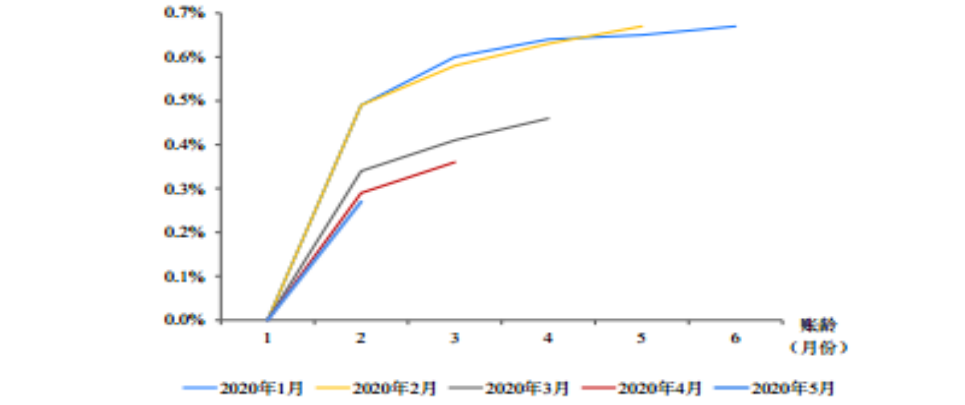
图53：京东数科促成的消费信贷逾期率



资料来源：京东数科招股书，申港证券研究所

公司平台促成的消费信贷在 2017-2019 年的历史批次 M1+逾期率皆小于 0.5%。尽管受新冠疫情影响， 公司平台促成的消费信贷于 2020 年前五个月的历史批次 M1+逾期率皆小于 0.7%，并从 2020 年 2 月起逐月改善。

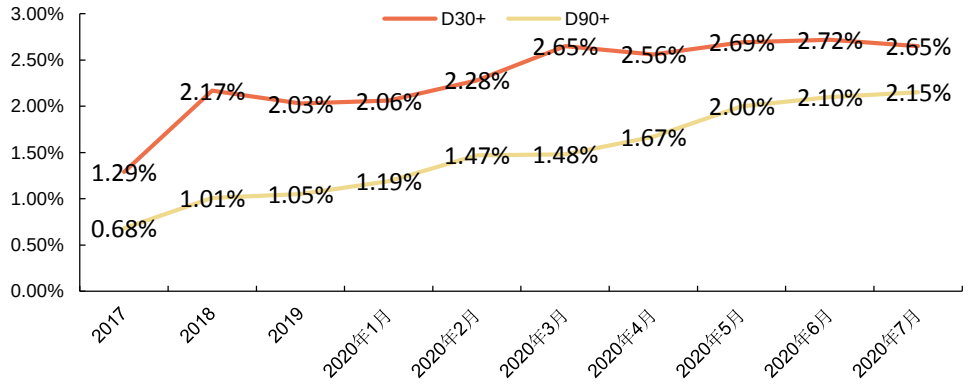
图54：公司消费信贷历史批次 M1+逾期率



资料来源：招股书，申港证券研究所

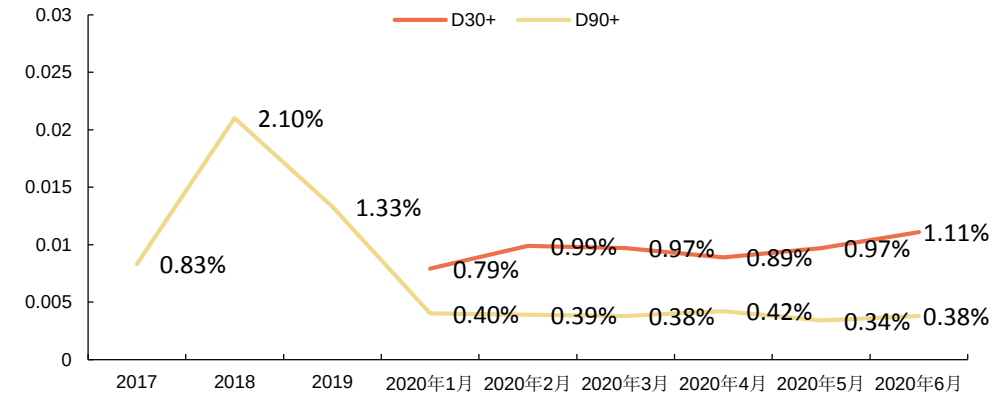
小微企业贷款方面：截止 2020 年 6 月底，公司逾期率 2.72%，低于银行小微企业不良贷款率平均水平 2.99%，高于京东数科，业务量级差别是主要原因（蚂蚁 4000 亿 vs 京东 120 亿）。

图55：公司促成的小微贷款逾期率



资料来源：招股书，申港证券研究所

图56：京东数科促成的小微贷款逾期率



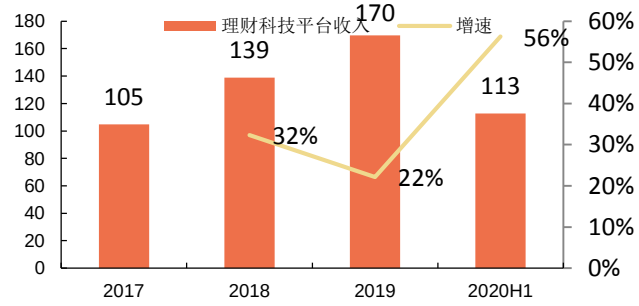
资料来源：招股书，申港证券研究所

4. 理财科技：重新定义财富管理

公司是中国最大的线上理财服务平台。截至 2020 年 6 月 30 日，公司的理财科技平台促成的资产管理规模达 40,986 亿元，并与约 170 家资产管理公司合作开展业务（数量同比增加 40%），其中包括中国绝大部分的基金公司、领先的保险公司、银行和证券公司。理财科技的营业收入主要按照平台促成金融机构合作伙伴实现资管规模的一定百分比收取技术服务费。

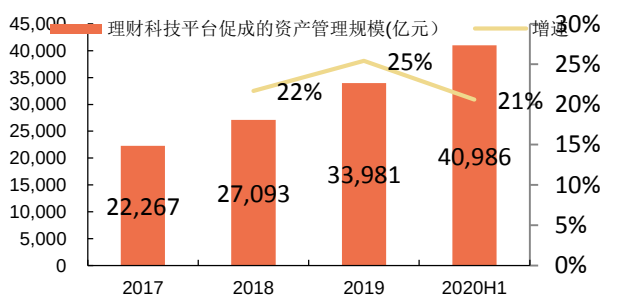
根据 2020 外滩大会，在过去一年，债券&权益类的基金用户规模同比上涨 130%，债券&权益类的基金资产规模同比上涨 185%。

图57：理财科技平台收入（亿元）及增速



资料来源：招股书，申港证券研究所

图58：理财管理规模（亿元）及增速



资料来源：招股书，申港证券研究所

图59：蚂蚁理财平台发展历程 vs 腾讯



资料来源：申港证券研究所整理

4.1 中国财富管理市场结构化分层

一是居民投资方式分层。

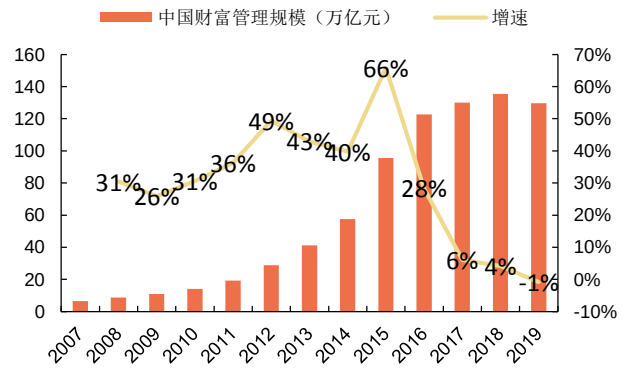
中国财富管理规模增速放缓，公募基金增速亮眼。2019 年财富管理规模为 129.7 万亿，同比下降 0.9%，主要因为券商资产管理大幅下滑及货币基金缩水。

其中，2019 年公募基金规模增速最快，同比增长 13%到 14 万亿，货币基金占比持续下降，目前不足一半（42%）。2012-2020 中国公募基金净值 CAGR 为 26%。

银行理财占比近五年保持稳定，2019 年规模保持在 32 万亿几乎无增长，是目前占比最高的财富管理方式。2012-2019 中国银行理财规模 CAGR 为 24%。

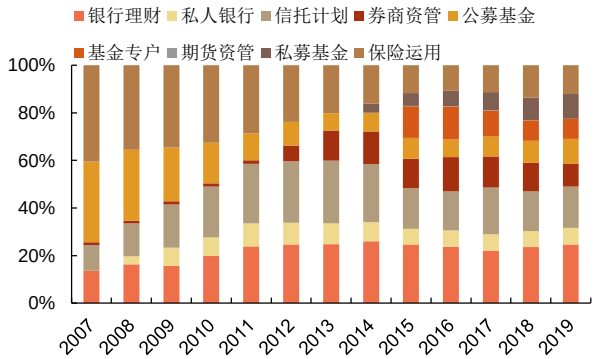
互联网理财用户使用率还有较大提升空间。根据 CNNIC，截至 2020 年 3 月，我国互联网理财用户规模 1.63 亿，占网民整体人数的 18.1%，较 2018 年底增长 8.1%，而网络支付人数较 2018 年底增长 27.9%。

图60：中国财富管理规模及增速



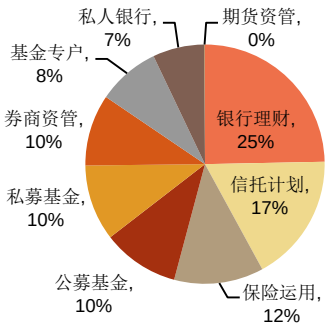
资料来源：中国银保监会，中国证监会，申港证券研究所

图61：中国财富管理方式结构化趋势



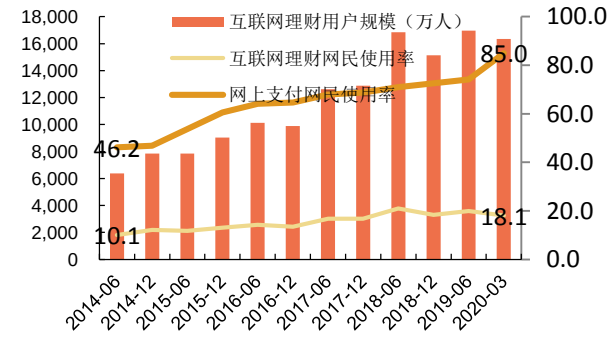
资料来源：中国银保监会，中国证监会，申港证券研究所

图62：2019 年财富管理方式结构占比



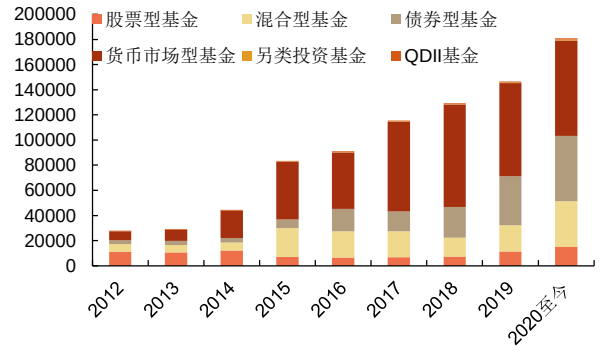
资料来源：中国银保监会，中国证监会，申港证券研究所

图63：中国互联网理财用户规模及使用率



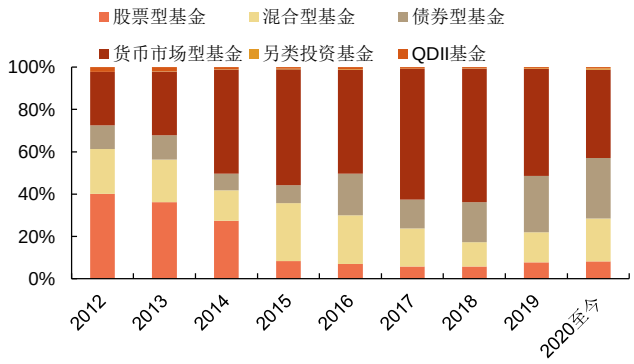
资料来源：CNNIC，申港证券研究所

图64：2012-2020.10 中国公募基金净值 CAGR 为 26%



资料来源：Wind，申港证券研究所

图65：货基大幅缩水至半成不到



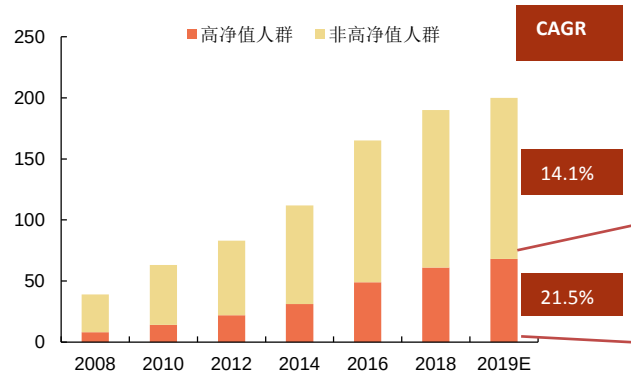
资料来源：Wind，申港证券研究所

二是可投资资产结构分层。

2018 年，197 万（占总人口 0.14%）中国高净值人群共持有 61 万亿人民币可投资资产（占中国总可投资资产 32%），人均持有可投资资产约为 3080 万人民币。

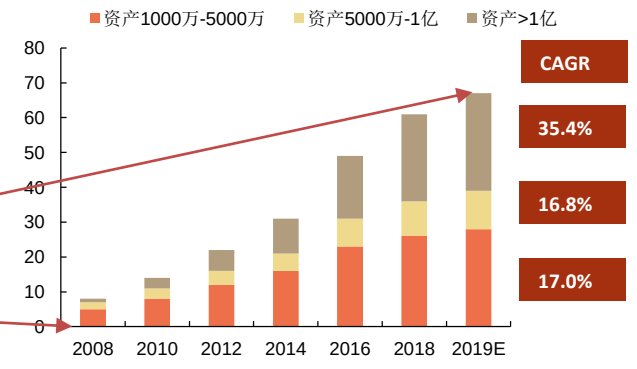
在观察社会财富累积和迁移过程中，我们发现：高净值人群财富增值速度显著更高，中国贫富分层差距仍在扩大。2008-2019E，高净值人群个人持有的可投资资产 CAGR(21.5%)高于非高净值人群 CAGR(14.1%)7.4pct，社会总体 CAGR 为 16%。**资产大于 1 亿的高净值人群对可投资资产增长贡献最大。**2008-2019E，高净值人群中，资产>1 亿的人群可投资资产 CAGR 高于资产 1 亿以下人群 CAGR18.4-18.6pct，2018 年资产规模增长的 12 万亿中，3 万亿（25%）来自新富人群，9 万亿（75%）来自富人变得更富。

图66：中国个人持有的可投资资产总体规模(万亿元)



资料来源：贝恩，申港证券研究所

图67：高净值人群个人持有可投资资产规模分布



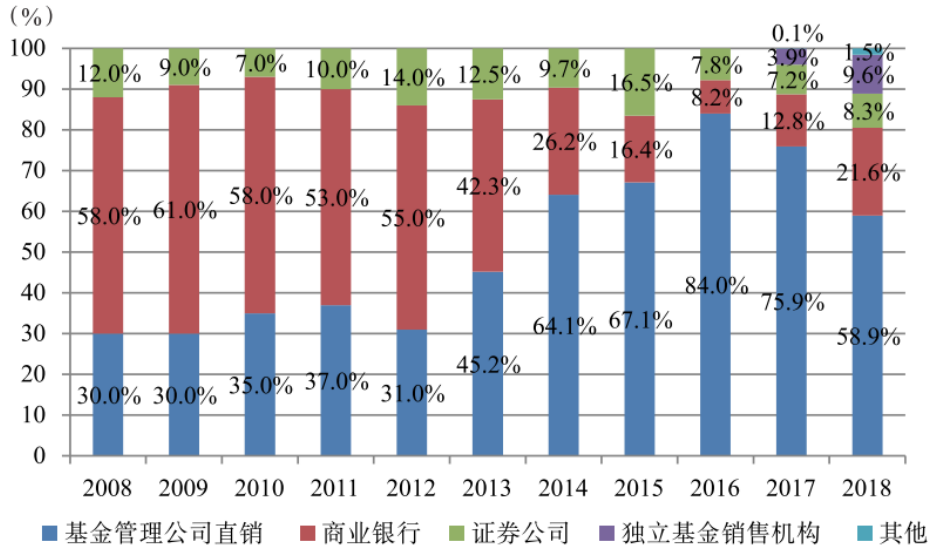
资料来源：贝恩，申港证券研究所

三是投资渠道分层。

公募基金销售市场份额占比近十年发生了较大转变，独立基金销售机构后来居上。原有商业银行代销、基金管理公司直销、证券公司代销三分天下的格局，逐步走向以基金管理公司网络直销、柜台直销为主，商业银行、证券公司、独立基金销售机构等渠道为辅的多元化销售体系。2018 年独立基金销售机构销售市场份额已超越

证券公司，成为越来越重要的基金销售渠道。基金管理公司直销占比从 2008 年的 30%逐步提升，2016 年高至 84%，2018 年直销渠道市场占比 58.9%。然而，商业银行销售市场份额却从 2008 年的 58%持续下滑，2018 年为 21.6%。

图68：基金（申）认购渠道占比



资料来源：中国证券投资基金业协会，申港证券研究所

表20：银行 2019 年代销基金增速落后于独立基金销售机构

	2019 年代销基金规模	增速
天天基金	6589	25%
工商银行	5892	-23%
建设银行	5295	-16%
中国银行	3818	-5%
邮储银行	739	-28%

资料来源：各公司公告，申港证券研究所

表21：2019 年代表公司代销基金收入

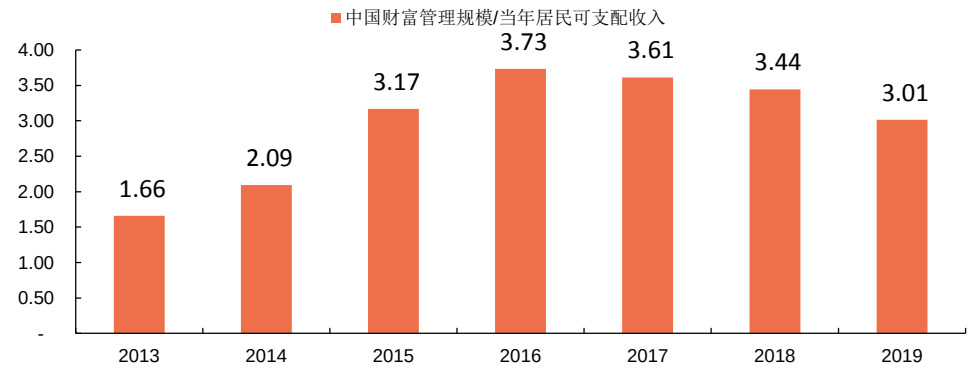
	2019 年代销基金收入（亿元）
招商银行	47.1
蚂蚁集团	**18.8**
建设银行	12.4
东方财富	12.4
中信证券	8.3
中金公司	3.4
国信证券	2.1
招商证券	1.8
华泰证券	1.6

资料来源：各公司公告，wind，申港证券研究所。其中券商均为代销金融产品收入（含基金、理财等）

四是理财风向从暴热遇冷转理性。

从人均可支配收入角度看，用当年财富管理规模/（人均可支配收入*总人口）计算**理财热度指数**，2017-2019 年理财逐渐趋于理性，利好行业出清风险，鼓励投资者选择支付宝或理财通等品牌值得信任、稳健、安全的互联网理财平台，摒弃仅以高收益为主要判断标准的投资理念，同时进一步优化资产配置结构。

图69：理财热度指数



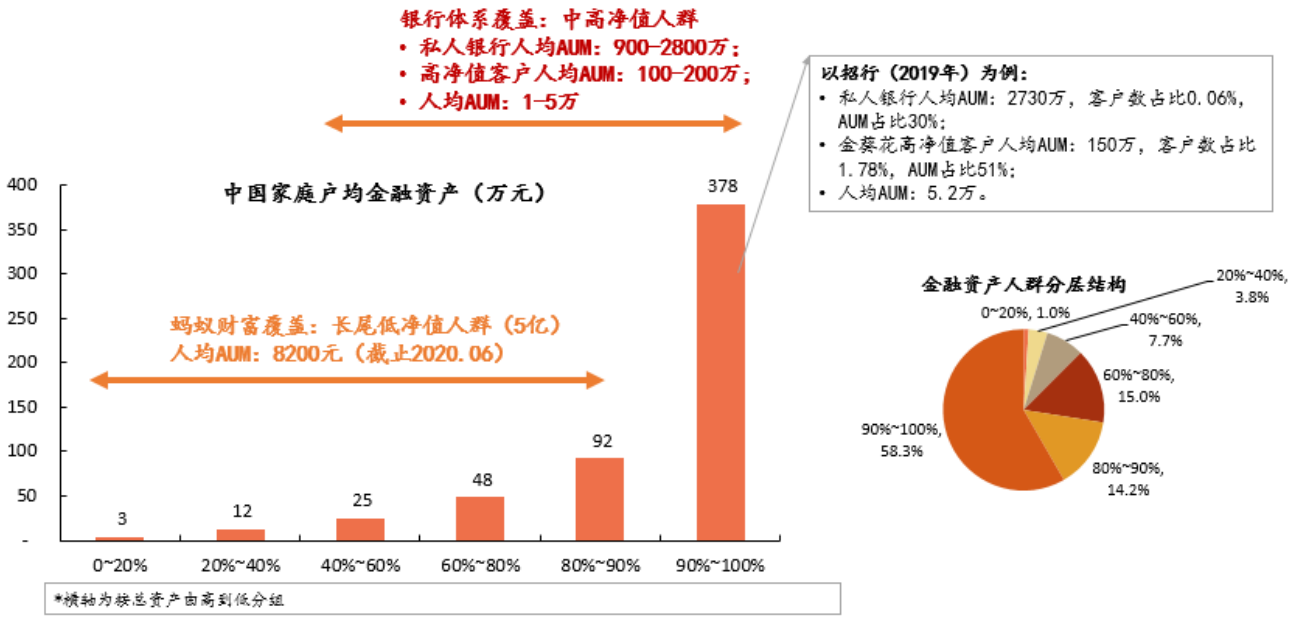
资料来源：腾讯研究院，Wind，申港证券研究所

4.2 蚂蚁财富“小而美”长尾优势鲜明

蚂蚁财富有利于释放长尾低净值用户理财需求，客群与银行体系差异化错开。蚂蚁财富覆盖长尾理财用户，资产偏小额分散，客群偏年轻化，年度活跃理财用户 5 亿（这一年有交易/持仓的用户），其中配置型（持有两种以上的产品的用户）/定投型的用户比例是 79%，人均 AUM 为 8200 元。银行客群以中高净值+中老年客群贡献最大，人均 AUM 普遍在 1 万-5 万，私人银行及高净值会员服务更为发达。

我们认为，蚂蚁财富等互联网理财渠道布局的是年轻人的未来理财需求，随着年轻用户成长为中产阶层，线上理财平台将会吸纳更多金融资产，有助于有效解决长尾用户的财富管理问题，缩小社会贫富差距。

图70：户均金融资产结构分布决定蚂蚁和银行客群分化

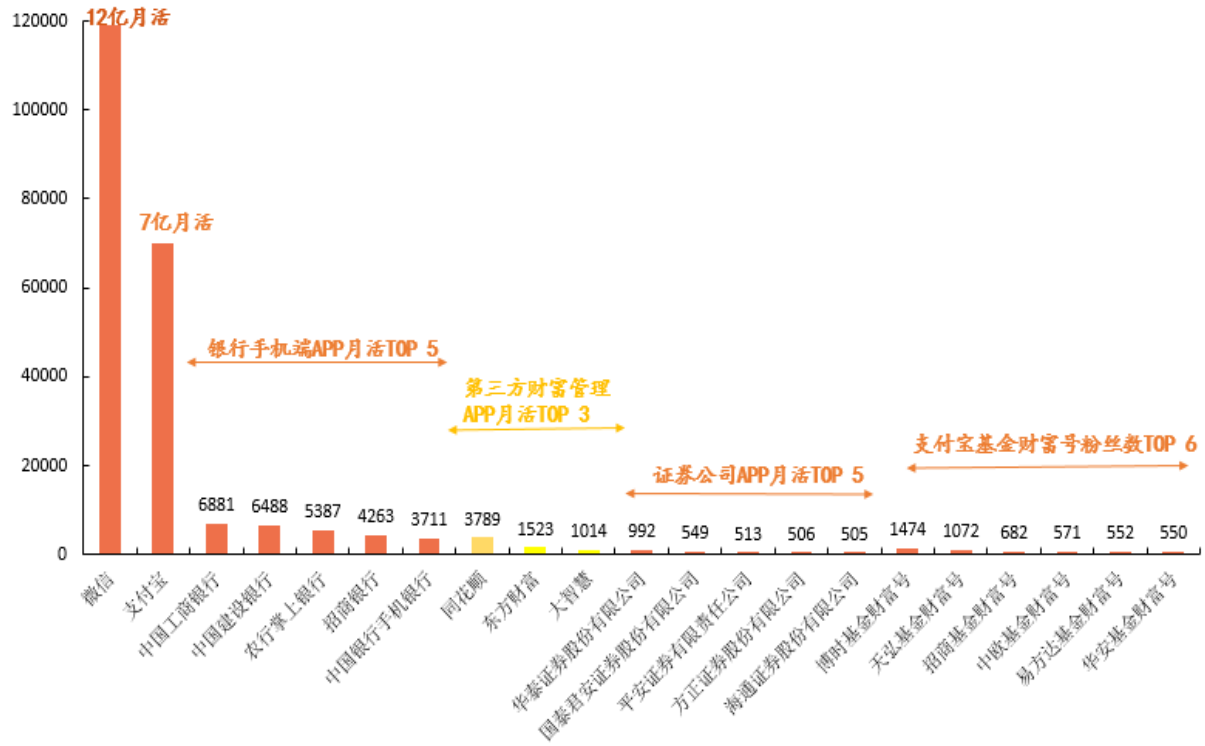


资料来源：央行，公司公告，申港证券研究所

支付宝具有鲜明的技术优势、流量优势和产品整合优势，能够提供丰富而精准的服务——把合适的产品卖给合适的人。

- 数据技术：蚂蚁财富沉淀了大量金融交易、客户信息、市场分析和风控数据，与人工智能等技术进行结合，使更多智能化技术能够处理海量数据并从中归纳描述、还原用户画像，进行用户和产品的归类、匹配，帮助合作伙伴把不同的产品匹配给更适合的人。
- 内容：用户获取内容是刚需，各类机构在蚂蚁财富讨论区里产出专题解读 2 万+篇、给用户提供了丰富的内容。
- 小程序：一年时间机构新增开通小程序 429 个。
- 直播：基金公司单场观看人数可达 100 万+，银行、资管可达 60-70 万。最长单场直播 5 个多小时。
- 支小宝：蚂蚁的智能理财助理。服务的用户数是亿级以上的，相当高比例的用户听从支小宝的建议进行调仓、资产配置。个人对话最长 58 轮/天，单人最长 1.5 小时/天。

图71：互联网系平台具有明显流量优势



资料来源：公司公告，易观千帆，支付宝 APP，申港证券研究所

一方面，蚂蚁的理财可以在线上随时进行，低门槛，便利，且销售费率低于其他渠道，迅速赢得市场。

另一方面，2017-2018 年，P2P 全面退出市场，互联网理财需求更加追求安全稳健，管理规范、服务高效、信任度高的大平台获得了更多客户的青睐。

目前蚂蚁、财付通、天天基金等互联网/第三方独立渠道费率较为统一：

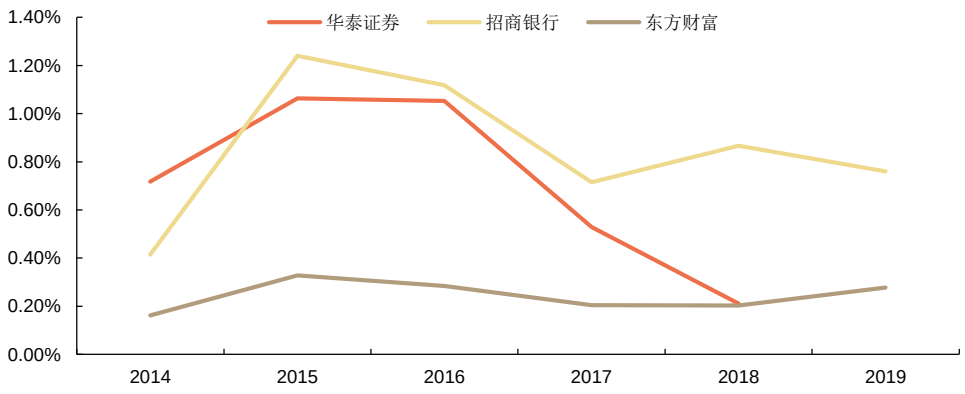
- 认购费采用优惠费率：0%；
- 申购费率：一折优惠费率 0.03%-0.15%，银行为 0.3%-1.5%，券商为 0.3%-1.5%（但部分券商 2020 年开始打响 1 折优惠战）；
- 赎回费率：基本和银行、券商一致 0.25%-1.5%；
- 销售服务费率：仅货基收取，费率基本和银行、券商一致，天弘货基的销售服务费略高于市场均值。

表22：公募基金各销售渠道费率一览（以代表性公募产品为总结）

	支付宝	财付通	工行	招行	天天基金	国泰君安
起购金额	1 元	1 元	1000 元	1000 元	100 元	1 元
认购费						
<100 万	0	0	1.20%	1.20%	0.12%	
100-200 万	0	0	0.80%	0.80%	0.08%	
200-500 万	0	0	0.20%	0.20%	0.02%	
>500 万	0	0	1000 元	1000 元	1000 元	
申购费						
<100	0.15%	0.15%	1.5%	1.5%	0.15%	0.60%
100-200	0.12%	0.12%	1.2%	1.2%	0.12%	0.60%
200-500	0.03%	0.03%	0.3%	0.3%	0.03%	0.30%
>500	1000 元/笔	1000 元/笔	1000 元/笔	1000 元/笔	1000 元/笔	1000 元/笔
赎回费						
<7 天	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
7—30 天	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
30-365 天	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
365-730 天	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
>730 天	0%	0%	0%	0%	0%	0%
销售服务费	1）货币基金才有服务费，行业均值在 0.2%，天弘基金均值在 0.25%。 2）货币基金一般无申购费/认购费。					

资料来源：各公司官网，申港证券研究所

图72：互联网平台代销综合费率仍具价格优势



资料来源：公司公告，申港证券研究所

财付通的资管规模约是蚂蚁财富的 1/4，从对接理财产品的品类来看，支付宝和财付通基本都对接了定期、活期、基金、保险等，差异不大。不同的是支付宝某些品类更加全面：

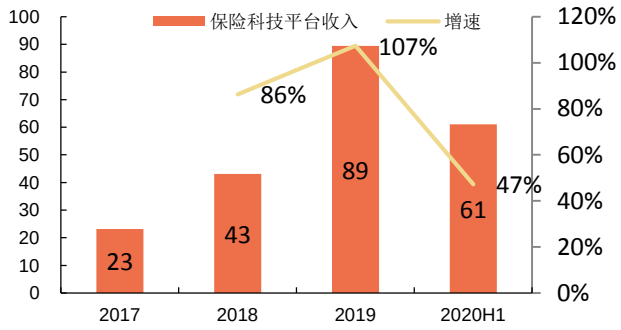
- 余额宝七日年化（2.0090%）低于理财通（2.3290%）。

- 两家对接的保险产品形式不同：财付通对接的则是净值型养老保障管理产品，以活期或者定期的方式投资，收益率和风险率均高于货币基金。支付宝除净值型养老保障管理产品外，还对接医疗险、重疾险、养老险等传统保险产品。
- 财付通对接的基金公司更少：2019 年收益率前 50 的基金公司中，理财通对接的有 37 家，占比 74%，支付宝覆盖面更广，占比 100%。规模前 150 的基金公司中，支付宝代销 145 家，占比 97%，理财通代销 66 家，占比 44%。
- 支付宝还有黄金投资品类。

5. 保险：互联网金融的最新战地

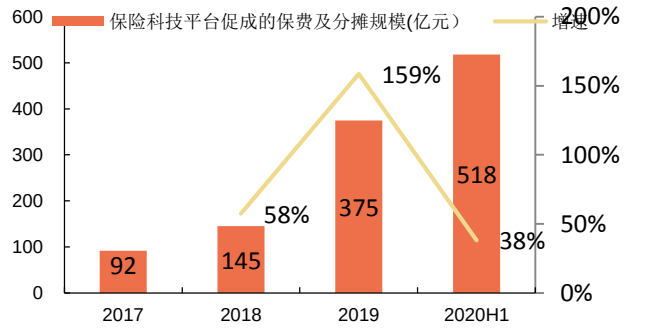
公司是中国最大的线上保险服务平台，超过 5.7 亿支付宝用户通过其平台投保或受保，或参与了互助项目“相互宝”。支付宝在保险领域有较为明显的先发优势，创新力强，产品覆盖度与其他互联网巨头相比更广，这也同样是目前业绩增速最快的板块。保险公司合作伙伴主要基于公司平台促成的保费及分摊金额，向公司支付技术服务费。

图73：公司保险科技平台收入（亿元）及增速



资料来源：招股书，申港证券研究所

图74：保险科技平台促成的保费&分摊规模(亿元）及增速



资料来源：招股书，申港证券研究所

图75：蚂蚁保险平台发展历程 vs 腾讯



资料来源：申港证券研究所整理

表23：互联网巨头保险牌照一览

	支付宝保险	腾讯微保	其他牌照拥有方（互联网行业）
保险代理牌照	蚂蚁保险	微保	苏宁、滴滴、唯品会、小米
保险经纪牌照	×	腾诺保险经纪	百度、今日头条、新浪、美团、小米、国美
互联网保险牌照	众安保险	众安保险	
保险经营许可	信美相互、国泰产险	和泰人寿、英杰华人寿，	

	支付宝保险	腾讯微保	其他牌照拥有方（互联网行业）
		水滴公司	
保险公估牌照	×	×	

资料来源：申港证券研究所整理

表24：支付宝和微保保险品种同样丰富

平台	险种	长期险	短期险	备注
支付宝保险	医疗险	√	√	有保证续保长期险
	重疾险	√	√	
	意外险	×	√	
	出行险	×	√	
	财产险	×	√	
	车险	√	×	通常为一年以上
	寿险	√	×	最短期限 20 年
	年金险	√	×	
腾讯微保	医疗险	×	√	不保证续保
	重疾险	√	√	
	意外险	×	√	
	出行险	×	√	
	车险	√	×	通常为一年以上
	寿险	√	×	

资料来源：申港证券研究所整理

表25：支付宝和微信保险产品基本无差

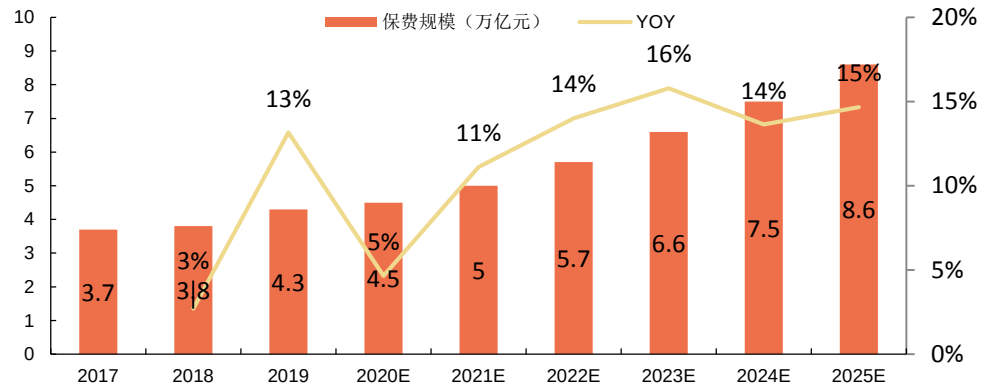
一级险种	二级险种	类型	支付宝	微信
健康险	重疾险	少儿	健康福·少儿重疾险	微医保·少儿长期重疾险
		成人	健康福·终身重疾险	微医保·终身重疾险
	百万医疗险	保障 6 年	好医保·长期医疗	微医保·长期医疗险
		保障 1 年	好医保·住院医疗	微医保·百万医疗
	防癌医疗险		好医保·防癌医疗险	微医保·中老年癌症医疗险
			抗癌卫士 2018	//
	住院门诊医疗险		万元保·住院及门诊	微医保·门诊
			//	全民保·普惠住院
寿险	定期寿险		全民保·定期寿险	孝亲保·孝顺金寿险
意外险	意外险	少儿	萌宝保	少儿·意外险
		成人	无忧保	护身福
		老人	老年人综合意外	护身福·中老年意外险
财险	场景险		退货运费险、出行险	出行险
	车险		√	√

资料来源：申港证券研究所整理

5.1 数字化加码 互联网保险高速扩张

2019 年中国保费收入规模在 4.3 万亿，同比增速 13%。个人财富的持续积累、保险意识的不断提升以及人口老龄化趋势推动了中国寿险和健康险市场的高速增长。此外，经济活动持续数字化的趋势，将为创新型、场景化的财险产品带来巨大的增长机遇。

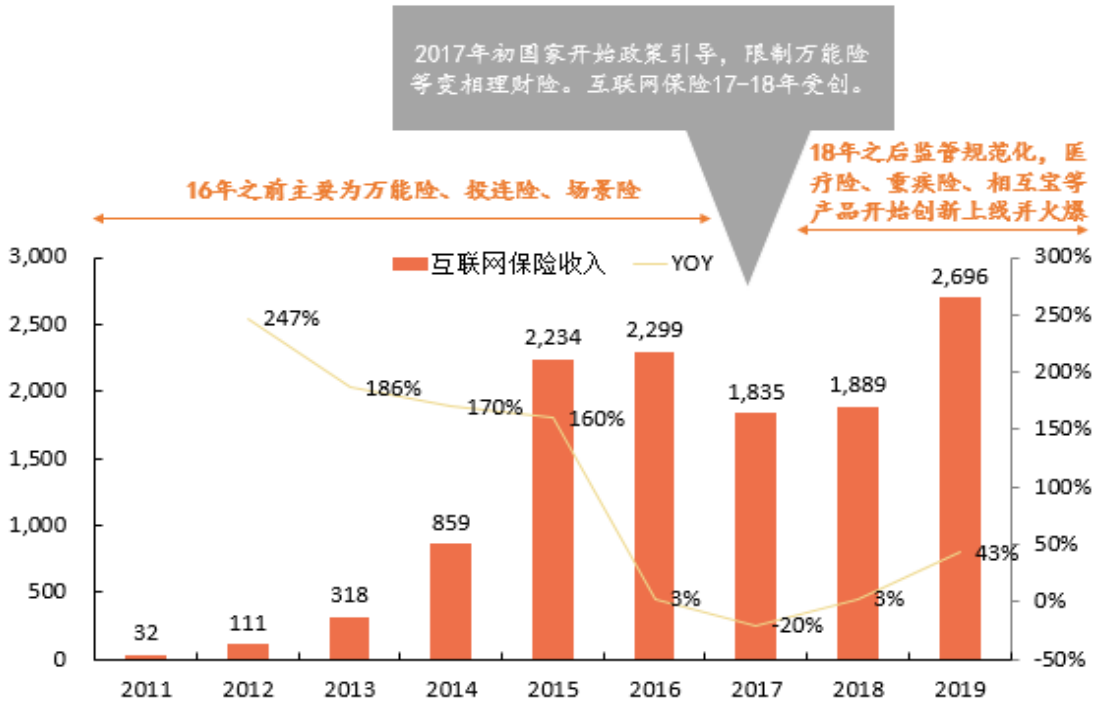
图76：中国保费收入规模及增速



资料来源：中国保险行业协会，招股书，申港证券研究所

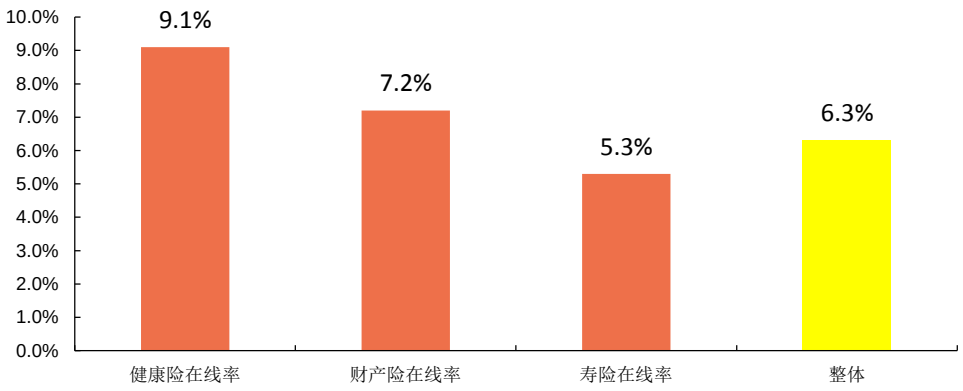
2019 年，中国在线保费规模达到 2696 亿元，在线率达 6.3%，其中：健康险在线率>财险在线率>寿险在线率。在数字化技术的驱动下，根据招股书，预计在 2025 年可达到 1.9 万亿元的规模，2019 年至 2025 年间年均复合增长率为 38.1%。

图77：中国互联网保费收入规模（亿元）及增速



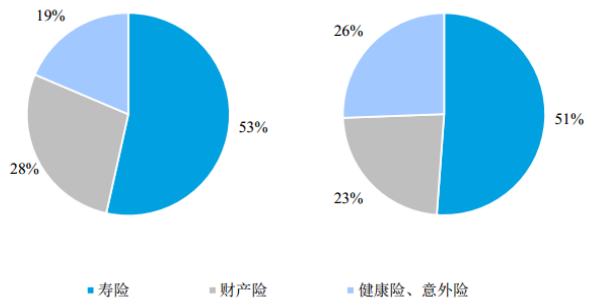
资料来源：中国保险行业协会，申港证券研究所

图78：2019 年各险种在线率（互联网保费收入/整体保费收入）



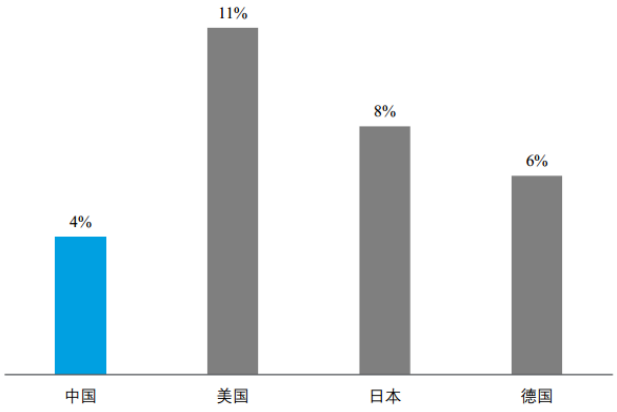
资料来源：中国保监会，中国保险业协会，申港证券研究所

图79：中国保险保费组成



资料来源：招股书，申港证券研究所

图80：保险深度（保费规模/GDP）



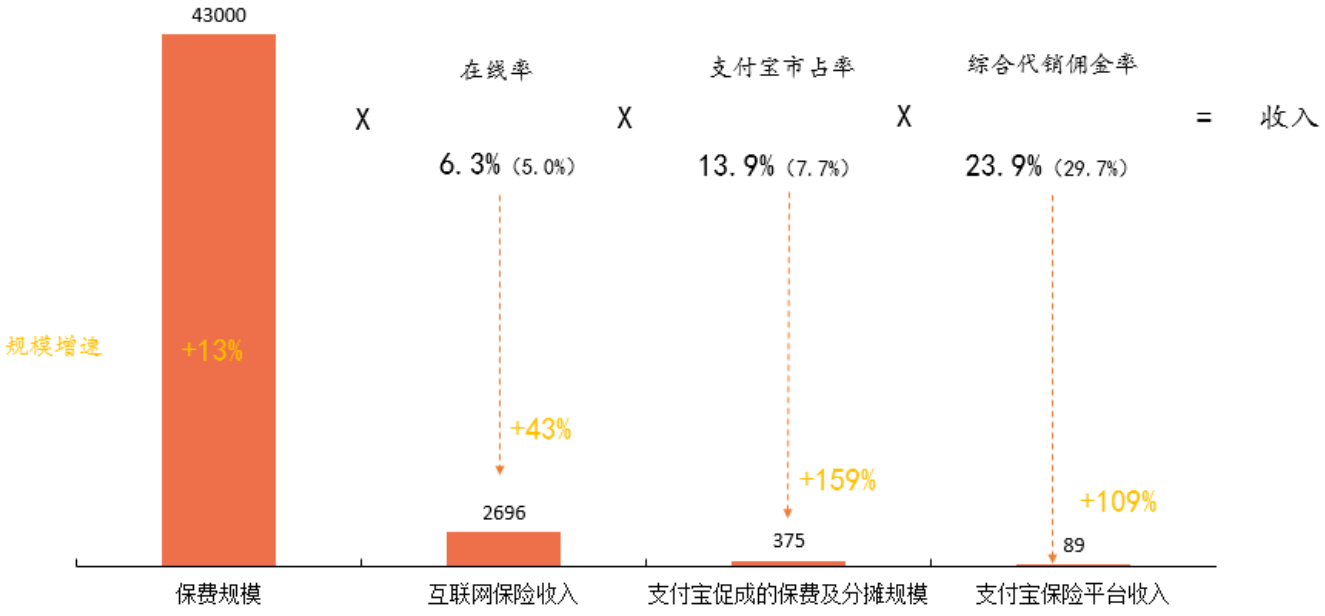
资料来源：招股书，申港证券研究所

5.2 保险业务盈利模式分析

保险收入=相互宝参与人数（目前 1 亿，预计三年增速 CAGR 为 10%）*人均年分摊金额(2019 年为 29 元,根据最新分摊金额估计 2020 达 70-90 元)*佣金率(8%)+代销保险产品保费规模（2019 年为 350 亿）*佣金率（25%-30%）

我们认为保费规模将维持高速增长。1）相互宝人数和单年分摊金额呈上升趋势；2）互联网保险在线率预计将会提升；3）支付宝凭借流量和用户数据基础，可以进一步巩固保险销售的优势地位；4）保险代销佣金率预计将有一定提升空间，对比保险经纪平台惠泽 40%+，目前蚂蚁 25%的销售佣金率仍处于较低水平。

图81：2019 年保险科技平台收入实现过程



资料来源：招股书，申港证券研究所

图82：相互宝产品要点：先入保，后分摊成本，目前最高年分摊金额 188 元



资料来源：支付宝 APP，申港证券研究所

表26：慧择保险代销佣金率

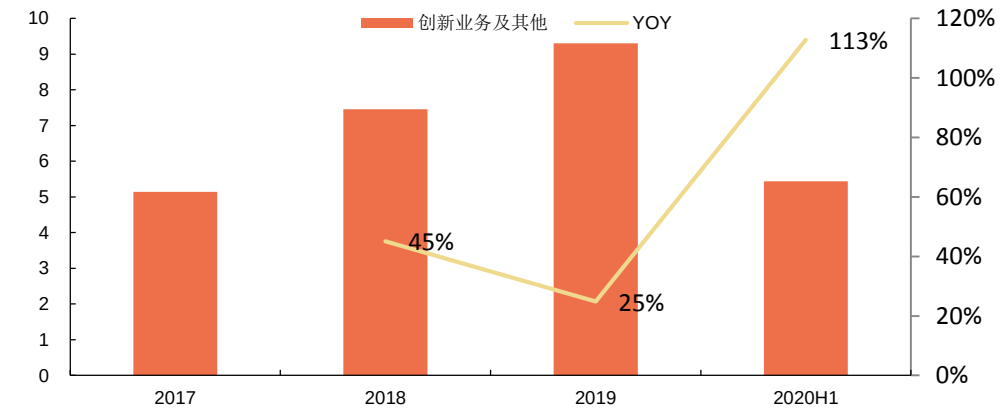
	2017	2018	2019
保费总额（亿元）	6.2	9.4	20.1
营业收入/佣金（亿元）	2.5	5.0	9.8
代销佣金率	40.3%	53.2%	48.8%

资料来源：慧择财报，申港证券研究所

6. 创新业务：全球领先的硬科技实力

蚂蚁为各类企业和合作伙伴提供创新技术服务，包括数据库和区块链服务。蚂蚁集团目前拥有全球占比最高的研发人才（63%）和全球数量最多的区块链专利（2344件）。由于商业化较晚，该方面收入占营业总收入比例均不足 1%，但公司技术均处在世界顶级水平。蚂蚁集团把计算能力、风控管理系统和其他技术开放给金融机构，帮助产业数字化升级。技术服务费已经成为蚂蚁收入的支柱。

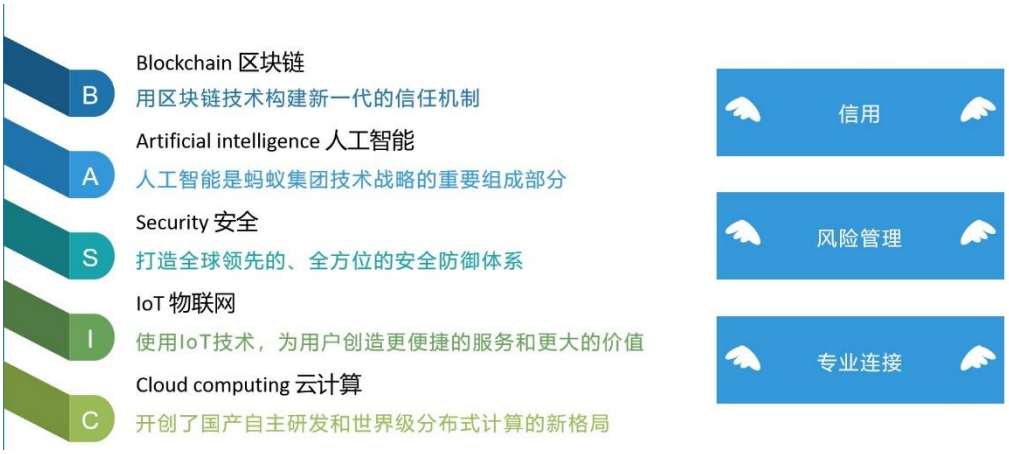
图83：创新业务及其他收入（单位：万元）



资料来源：招股书，申港证券研究所

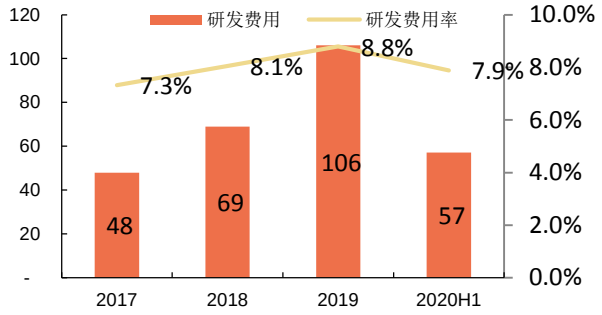
蚂蚁集团自成立以来，始终坚持将科技作为面向未来的核心驱动力，并持续加大技术创新投入，重点围绕人工智能、风险管理、安全、区块链、计算及技术基础设施等核心技术领域进行战略布局。2017 年，蚂蚁金服推出了技术开放的“BASIC”战略，BASIC 分别对应着 Blockchain（区块链）、Aritificial intelligence（人工智能）、Security(安全)、IoT(物联网)和 Cloud computing(云计算)五大领域，并在此基础上延伸出风控、信用和连接的三大能力。

图84：蚂蚁集团“BASIC”技术



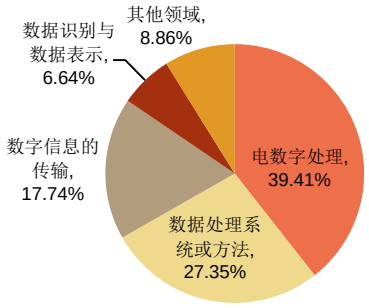
资料来源：蚂蚁链官网，申港证券研究所

图85：研发费用（单位：亿元）



资料来源：招股书，申港证券研究所

图86：全球范围已获领专利证书的专利及已公开的专利申请



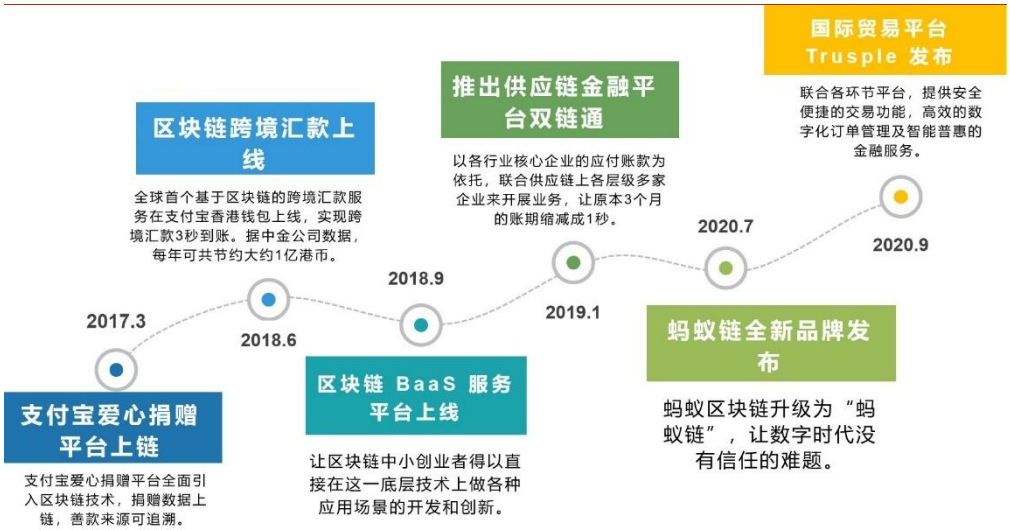
资料来源：招股书，申港证券研究所

数据库 OceanBase 处理速度世界第一：作为国产自研分布式数据库，OceanBase 2019 年首次打破了由 Oracle 保持了 9 年 TPC-C 世界纪录，成为首个登顶该榜单的中国数据库产品，2020 年再次打破自己的世界纪录，事务处理性能由上次测试的 6088 万 tpmC 提升到 7.07 亿 tpmC。蚂蚁集团 6 月 8 日宣布，将自研数据库产品 OceanBase 独立进行公司化运作，并由蚂蚁集团 CEO 胡晓明亲自担任董事长。

- OceanBase 目前已服务大量金融、电信等行业企业，在工商银行、建设银行、南京银行、西安银行、人保健康险、苏州银行、广东农信、网商银行等多家商业银行和保险机构上线。
- 今年 3 月，OceanBase 正式通过阿里云向全球开放，企业可在云上获得“支付宝同款”的数据库处理能力。

蚂蚁链是全球区块链技术引领者： 2017-2020 年上半年公司与区块链相关的专利申请数均排名全球第一。2019 年蚂蚁链才开始商业化。蚂蚁区块链开放联盟链是一个低成本、低门槛开放普惠的区块链服务网络，缩短建链时间至最快一分钟。蚂蚁集团致力于用区块链技术构建新一代的信任机制，提高价值流转和多方协同的效率，赋能实体经济，成为推动数字经济发展的引擎。

图87：蚂蚁链发展大事记



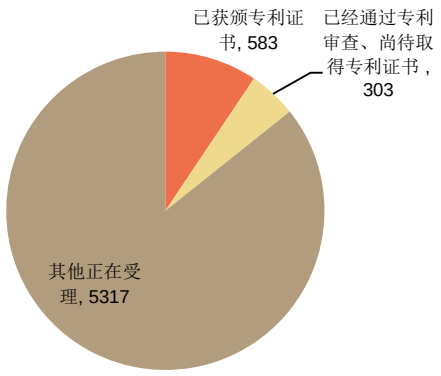
资料来源：蚂蚁链官网，申港证券研究所

图88：全球范围内授权区块链专利的专利权人排名

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

资料来源：中国专利保护协会，申港证券研究所

图89：区块链专利情况



资料来源：招股书，申港证券研究所

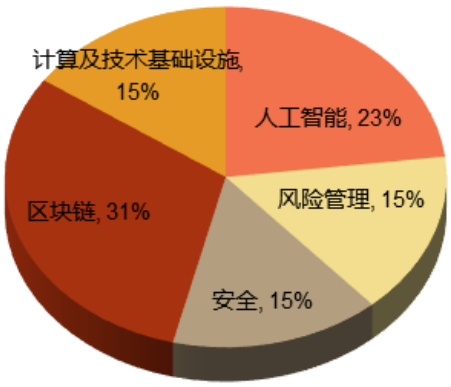
蚂蚁集团重点围绕人工智能、风险管理、安全、区块链、计算及技术基础设施等核心技术领域进行战略布局，拥有 26 项自研核心技术，区块链相关的技术有 8 项，占比近 1/3。

图90：区块链自研技术



资料来源：招股书，申港证券研究所

图91：区块链自研技术占比



资料来源：招股书，申港证券研究所

各家互联网巨头区块链平台的特色和侧重点不同。蚂蚁链的优势：

- 专利和技术优势
- 生态优势，阿里巴巴与蚂蚁集团已经围绕核心的电商体系和支付体系建立起了相当庞大的生态体系，对于如何运用新技术开拓和构建新生态体系有相当多的经验，蚂蚁链的综合应用已经可以覆盖超过 50 种场景。

品牌优势，品牌代表信任，意味着公司能够快速影响和占领市场。

表27：三大区块链平台对比

	蚂蚁链	百度超级链	腾讯区块链
区块链效率	支持 100+节点的高效共识、十万级 TPS、交易秒级确认	独创链内并行技术，能并行执行和验证合约，基于平行链、侧链、链内 DAG 并行技术的逻辑处理 单链:8.7 万 TPS 整体网络:20 万 TPS	BFT-RAFT 共识算法在性能上从单链 4 节点平均 1.3 万 TPS 提升到 5 万 TPS
部署与运维友好度	智能合约支持多类开发语言，可低成本快速部署，并可根据客户需求进行定制	无需建链即可运用区块链技术，文档丰富、多语言 SDK 以及丰富的合约模板和强大的功能组件，降低使用门槛	一键安装，高效易用，大幅降低业务开发、迁移及维护工作量，节约人员成本
隐私保护	强隐私账户模型、多类同态加密、零知识证明保护交易内容、可信硬件	数据安全可信、隐私被充分保护，可监管的主权区块链	用户信息指纹上链，具备自解释性；检验成本低，效率比较高
跨链交互	跨链数据路由协议、Oracle（预言机）服务提供可信外部数据	通过超级链主链实现超级链平行链之间的任意类型数据的跨链交互	腾讯旗下的微众银行推出 WeCross 区块链跨链平台
面向对象	任何通过支付宝认证的个人、企业均可参与	企业	企业及个人
商业应用情况	已经有超过 50 个区块链商业化应用和用户场景	内容版权、信息溯源、文化娱乐、信息安全、个体信息管理、数字广告等场景有落地应用	在法务存证、游戏、医疗、公益和税务等领域有落地应用

资料来源：零壹财经，申港证券研究所

图92：蚂蚁链核心优势



资料来源：蚂蚁链官网，申港证券研究所

图93：蚂蚁链获奖情况



资料来源：蚂蚁链官网，申港证券研究所

图94：蚂蚁链招投标应用案例——招投标



资料来源：安信链服，申港证券研究所

7. 业绩预测与估值

运用绝对估值法和分部估值法，我们认为公司的合理估值在 2.0-2.5 万亿，2020E 归母净利润 460 亿，对应 PE 在 43-52 倍。

表28：五大业务板块核心预测逻辑梳理

业务	支付	微贷	理财	保险	创新业务
用户量级	月活 7 亿，年活跃用户 10 亿	5 亿+	年活跃理财用户 5 亿，其中配置型（持有两种以上的产品的用户）/定投型的用户比例是 79%。	5.7 亿+用户通过其平台投保或受保，或参与了相互宝	
业务量级	总交易规模 118 万亿	2.1 万亿贷款余额（花呗+借呗 1.7 亿，小微 0.4 亿）	资管规模 4 万亿	保费规模 518 亿	
2020H1 营收比重	36%	39%	16%	8%	1%
竞争驱动力	场景、流量、粘性和用户习惯	场景、流量、低利率和风控	流量、低费率、营销	产品创新与丰富度、流量、风控	尖端技术领先能力
市占率与竞争格局	与微信支付二分天下，格局稳定且良好竞争	1）花呗&借呗：中国个人短期消费贷款余额 8 万亿，花呗借呗占比 21.5%，场景和流量决定高市占率，壁垒高，美团、微信可能成为强劲对手；2）小微贷款：中国普惠小微贷款余额 13.5 万亿，蚂蚁占 3.1%，市占率低主要因为小微贷场景属性弱且利率与银行比偏高。	银行和基金公司的优势在于资金，蚂蚁的优势在于流量和低费率。目前蚂蚁代销收入规模已开始超过头部银行和天天基金等独立理财平台，市占率持续提高中。	蚂蚁先发优势明显。2019 年在线保费规模达到 2696 亿元，在线率仅 6.3%，蚂蚁保费规模 375 亿，市占率 14%，保险行业整体和在线率均有巨大成长空间。腾讯微保是最大竞争对手，但在线保险仍是高速增长蓝海。	
预期三年 CGAR	15%-20%	20%-25%	25%-30%	40%-50%	
预测依据	1）第三方支付规模增速放缓，进入 10%时代。2）阿里线上 GMV2020 财年跌破 20%，中国线上实物商品销售额整体增速目前保持在 15%-20%。3）线下参考社零增速。	1）2015-2019 年中国个人短期消费信贷 CAGR 为 24.7%，2020 年受疫情影响市场整体萎缩；2）普惠小微贷款 2018-2020 年的 CAGR 为 37%。	1）2012-2020 中国公募基金管理规模 CAGR 为 26%。2）2012-2019 中国银行理财规模 CAGR 为 24%。3）互联网平台的代销渠道占比持续提高。	1）中国保险深度仅 4%，远低于美国 11%，日本 8%。2）2019 年中国保费收入规模在 4.3 万亿，同比增速 13%。3）2019 年在线保费规模同比增速 43%，预计仍将维持 40%的三年 CAGR。4）保险佣金率有望提升。	
如何理解普	资金免费转入虚拟账	1）花呗人均贷款余额	蚂蚁财富覆盖长尾理		

业务	支付	微贷	理财	保险	创新业务
惠	户，高频消费，用户不承担费用，由商家承担	2000 元，中国人均消费贷款余额 3.14 万元，大行信用卡平均借贷余额在 1 万左右；2）小微贷款户均余额 2 万，微众银行户均余额在 3.1 万。而 2019 年银行普惠型小微客户户均贷款余额均在 20 万-150 万之间。	财用户，资产偏小额分散，人均 AUM 为 8200 元。银行客群以中高净值客群贡献最大，人均 AUM 普遍在 1 万-5 万，私人银行及高净值会员服务更为发达。		
财付通用户及量级	月活 8 亿	2800 万用户，微众银行管理贷款余额 4400 亿+，花呗对比产品分付尚在灰度测试。	2 亿+用户，资管规模 9000 亿+	3000 万+用户，百亿保费规模	

资料来源：申港证券研究所测算和整理

表29：业绩预测（亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	654	857	1206	1618	2051	2586
增速		31%	41%	34%	27%	26%
数字支付与商家服务	359	444	519	592	746	837
增速		24%	17%	14%	26%	12%
数字金融科技平台	290	406	678	998	1,222	1,498
增速		40%	67%	47%	22%	23%
微贷科技平台	162	224	419	616	720	856
增速		39%	87%	47%	17%	19%
理财科技平台	105	139	170	234	303	374
增速		32%	22%	38%	29%	24%
保险科技平台	23	43	89	148	199	268
增速		86%	107%	65%	35%	35%
创新业务及其他	5	7	9	28	84	251
增速		45%	25%	200%	200%	200%

资料来源：申港证券研究所测算

表30：分部估值过程及结果（亿元）

分部合计估值	2020E 净利润	PE-保守	PE-乐观	估值-保守	估值-乐观	可比公司长期 PE-TTM
数字支付（承担集团成本）	127	45	50	5,736	6,373	PayPal：50X，腾讯：41X，阿里巴巴：45X，亚马逊:120X，Square
微贷科技	246	32	41	7,886	10,104	PEG 取 1.2-1.5 倍，对应 PE30-38X。美国运通：20X，Discover FS：20X，Santander：25X。
理财科技	59	60	70	3,517	4,103	东方财富 60X
保险科技	34	60	80	2,040	2,719	PEG 取 1.2-1.5 倍，对应 PE60-80X
创新业务	预计 2022 年可达到甲骨文规模的 1/10，对应估值 180 亿美元，按照 10%的贴现率，对应估值 1000 亿			1,000	1,000	
合计				**20,178**	**24,299**	

资料来源：申港证券研究所测算

8. 风险提示

监管政策风险；

竞争风险；

业务增速不及预期。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上