蚂蚁集团：爬进互联网流量入口的蚂蚁，成为金融科技出口的大象

中泰國際 ZHONGTAI INTERNATIONAL

新股前瞻

蚂蚁集团为中国最大移动支付平台支付宝的母公司，是领先的金融科技开放平台，主要通过支付宝平台提供数字支付和商家服务、数字金融（包括微贷科技、理财科技及保险科技）和数字生活服务，此外还为各类企业提供包括区块链和数据库等在内的创新业务。

预期合理估值区间为 2,471-3,343 亿美元

我们预期公司 2020 年及 2021 年收入分别为人民币 1,692 亿元及 2,253 亿元，经调整净利润分别为人民币 539 亿元及 743 亿元，同比增速分别为 123.1%及 37.9%。我们采用 SOTP、PE、PS 三种估值法对公司进行估值，并参考上市前投资后估值，最终得到公司合理估值区间为人民币 16,728-22,632 亿元（相当于 2,471-3,343 亿美元），对应 31.0-42.0 倍 2020 年预测 PE 及 9.9-13.4 倍 2020 年预测 PS。

商业模式由相互协作的业务组成，将覆盖中国绝大部分互联网用户和商家

我们认为数字支付业务在公司平台中承担了用户入口作用，数字生活服务承担了保持及提升用户活跃度及留存的重要作用，同时数字支付及数字生活服务为平台积累坚实的用户基础，并在公司强大的技术支持下提供丰富的客户洞察以支持包括数字金融服务（包括微贷科技、理财科技及保险科技）在内的其他创新产品发展。此外，数字金融与数字支付及数字生活发挥协同效应，共同支持活跃用户增加及互相促进业务增长的良性循环，并共同构建了一个连接用户、商家、金融机构及其他企业的平台，形成了一个具规模且难复制的生态系统，拥有宝贵的 2C 及 2B 端的客户触达及客户洞察能力，可支持公司保持领先竞争优势及增加变现。

与互联网龙头阿里巴巴高度战略协同，可受惠于阿里巴巴发展

公司支付宝 APP 为阿里巴巴（9988 HK）旗下淘宝、天猫和 1688.com 等平台上买家和卖家完成交易的主要支付手段，因此阿里巴巴电商交易及其他诸多商业活动的发展将为公司带来数字支付业务需求，并帮助公司完成用户触达。公司与阿里巴巴共享平台交易和用户互动产生的客户洞察，可以帮助公司更好的发现用户数字生活及数字金融需求，支持业务快速发展。鉴于公司为阿里巴巴业务提供支付及金融服务基础设施，在阿里巴巴数字经济体中扮演重要角色，我们认为公司将可长期受惠于阿里巴巴集团发展。

主营业务未来增长动力充足，预期支付+微贷将成主要收入来源

公司数字支付与商家服务及数字金融服务各项业务的收入模式主要为基于平台促成的交易向 B 端（如合作金融机构）收取一定比例的费用。公司所处各细分赛道将会继续受益于（1）中国经济增长推动可支配收入及资产增加带来的消费、贷款、理财等需求增加；（2）中国互联网用户规模的将随着渗透率提升持续增加；及（3）用户对数字支付及数字金融的接受度提升等。公司于各细分业务赛道均具领先优势，预期可凭借其独特的生态系统、数据、技术等优势，不断提升用户体验及扩大合作伙伴范围，进一步巩固龙头地位，支持各业务分部收入持续快速增长。其中，微贷科技将是公司最主要的收入增长动力，未来收入占比或超过数字支付业务，与数字支付一并成为公司最重要的收入来源。

主要风险分析

（1） 将被纳入金控监管，预期对业务发展影响有限但有机会增加成本

（2） 央行将进行数字货币试点短期影响有限，但或改变支付行业未来竞争格局

分析师

秦越，CFA

+852 2359 1871

angela.qin@ztsc.com.hk

余浩樑

+852 2359 1840

albert.yu@ztsc.com.hk

目录

财务预测及估值 4
商业模式由相互协作的业务组成，将覆盖中国绝大部分互联网用户和商家 8
与互联网龙头阿里巴巴高度战略协同，可受惠于阿里巴巴发展 10
主营业务未来增长动力充足，预期支付+微贷将成主要收入来源 12
主要风险分析 18
公司及行业评级定义 19
重要声明 20

图表 1：主要假设 4
图表 2：财务摘要 4
图表 3：基本情形下公司估值 5
图表 4：公司合理估值区间 5
图表 5：业务板块及重要子公司的对应关系 6
图表 6：SOTP 估值法同业比较（估值更新至 2020 年 9 月 23 日上午休市后） 6
图表 7：SOTP 估值（基本情形） 6
图表 8：PE 估值法及 PS 估值法同业比较（估值更新至 2020 年 9 月 23 日上午休市后） 7
图表 9：上市前投资后历史估值 7
图表 10：支付宝 APP 服务 8
图表 11：支付宝支付交易方式 9
图表 12：支付宝 APP 月活跃用户数（百万） 9
图表 13：公司收入分部（按地区划分）（人民币亿元） 10
图表 14：阿里巴巴年度活跃消费者数量（百万） 11
图表 15：阿里巴巴移动月活跃用户数量（百万） 11
图表 16：阿里巴巴数字经济体 11
图表 17：中国个人可支配收入（人民币万亿元） 12
图表 18：中国个人消费支出（人民币万亿元） 12
图表 19：中国移动互联网用户（亿人） 13
图表 20：2020Q1 中国第三方移动支付交易规模市场份额 13
图表 21：中国消费及个人支付交易规模（人民币万亿元） 13
图表 22：公司数字支付交易规模（人民币万亿元） 13
图表 23：中国消费贷信用额及小微经营者贷款余额市场规模（人民币万亿元） 14
图表 24：公司微贷科技平台信贷余额（人民币十亿元） 14
图表 25：中国个人投资资产（人民币万亿元） 15
图表 26：公司的理财科技平台资产管理规模（人民币十亿元） 15
图表 27：中国保险保费市场规模（人民币万亿元） 15
图表 28：公司保险科技平台保费分摊金额（人民币十亿元） 15
图表 29：蚂蚁链 BaaS 产品图 16
图表 30：蚂蚁集团业务产品 17

财务预测及估值

财务预测

我们认为公司已形成了具规模且难复制的生态系统，拥有宝贵的 2C 及 2B 端的客户触达及洞察能力，可支持其在数字支付、线上消费信贷和小微经营者信贷、线上理财及线上保险服务领域继续保持龙头竞争优势及持续提升变现能力。公司包括区块链在内的创新业务仍处于初期高速增长阶段，预期将凭借其领先竞争优势享受行业发展红利，保持快速增长。我们预期随着规模的扩张，公司销售及管理费用率可保持较低水平，并将持续加大研发投入以保持竞争力。因此，我们作出以下主要假设：

图表 1：主要假设

	17 年	18 年	19 年	20E	21E	1H19	1H20
中国消费及个人支付交易规模（万亿元）	100	132	160	176	197	-	-
数字支付交易规模/中国消费及个人支付交易规模	69.00%	68.94%	69.38%	75.38%	75.88%	-	-
数字支付与商家服务收入/数字支付交易规模	0.052%	0.049%	0.047%	0.045%	0.043%	-	-
中国消费贷信用额及小微经营者贷款余额（万亿元）	14	17	19	21	26	-	-
微贷科技信贷余额/中国消费信用额及小微经营者贷款余额	4.62%	6.15%	10.60%	13.60%	16.60%	-	-
微贷科技收入/微贷科技信贷余额	2.502%	2.143%	2.080%	2.400%	2.350%	-	-
中国个人可投资资产（万亿元）	136	144	160	182	199	-	-
理财科技资产管理规模/中国个人可投资产	1.64%	1.88%	2.12%	2.42%	2.72%	-	-
理财科技收入/理财科技资产管理规模	0.471%	0.512%	0.499%	0.559%	0.619%	-	-
中国保险保费规模（万亿元）	3.7	3.8	4.3	4.5	5	-	-
保费及分摊金额/中国保险保费规模	0.24%	0.37%	0.88%	1.38%	1.88%	-	-
保险科技收入/保费及分摊金额	25.722%	30.807%	23.545%	23.545%	23.545%	-	-
创新业务及其他收入增速	-	45.1%	24.8%	112.8%	112.8%	-	112.8%
销售费用/收入	23.43%	55.23%	14.96%	8.36%	8.36%	19.84%	8.36%
管理费用/收入	12.68%	5.85%	8.27%	5.07%	5.07%	7.87%	5.07%
研发费用/收入	7.32%	8.05%	8.79%	8.79%	8.79%	8.87%	7.89%
实际税率	25.05%	30.74%	14.16%	14.16%	14.16%	37.28%	10.22%

来源：公司资料，奥纬咨询，中泰国际研究部预测

预期 20/21 年收入将达人民币 1,692/2,253 亿元，经调整净利润人民币 539/743 亿元。

图表 2：财务摘要

人民币亿元	17 年	18 年	19 年	20E	21E
收入	**654**	**857**	**1,206**	**1,692**	**2,253**
增速	-	*31.1%*	*40.7%*	*40.3%*	*33.1%*
数字支付与商家服务	359	444	519	594	639
数字金融科技平台	290	406	678	1,079	1,571
-微贷科技	162	224	419	685	1,014
-理财科技	105	139	170	247	335
-保险科技	23	43	89	147	222
创新业务及其他	5	7	9	20	42
营业成本	-237	-409	-605	-701	-933
毛利	**417**	**448**	**601**	**991**	**1,320**
毛利率	*63.7%*	*52.3%*	*49.8%*	*58.6%*	*58.6%*
销售费用	-153	-473	-181	-142	-188
管理费用	-83	-50	-100	-86	-114
研发费用	-48	-69	-106	-149	-198
占收入	7.3%	8.1%	8.8%	8.8%	8.8%
其他	-1	190	26	-21	0
经营利润	132	45	241	594	819
财务净收益	-1	1	1	5	0
分占联营公司及合营企业净损益	-21	-15	-31	-26	-26
税前利润	109	31	211	574	793
所得税开支	-27	-10	-30	-81	-112
年/期内利润	82	22	181	492	681
净利润	**70**	**7**	**170**	**478**	**662**
净利润率	*10.6%*	*0.8%*	*14.1%*	*28.2%*	*29.4%*
非国际财报准则净利润	**141**	**-183**	**242**	**539**	**743**
增速	-	-	-	*123.1%*	*37.9%*
经调整净利率	*21.6%*	*-21.4%*	*20.0%*	*31.9%*	*33.0%*

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

预期估值

公司业务具创新性，并已形成独特的生态系统，这给估值带来了难度。我们采用 SOTP、PE、PS 三种估值法对公司进行估值，并取均值，得到在**基本情形下**，公司**估值为人民币 19,680 亿元（相当于 2,907 亿美元），相当于 36.5 倍 2020 年预测 PE 及 11.6 倍 2020 年预测 PS**。鉴于公司估值还将受到上市时市场氛围、投资者对公司的关注度等因素影响，我们认为乐观情形下公司估值可达人民币 22,632 亿元（相当于 3,343 亿美元），悲观情形下估值为人民币 16,728 亿元（相当于 2,471 亿美元），即**合理估值区间为人民币 16,728-22,632 亿元（相当于 2,471-3,343 亿美元），对应 31.0-42.0 倍 2020 年预测 PE 及 9.9-13.4 倍 2020 年预测 PS。**

图表 3：基本情形下公司估值

估值方法	估值 人民币亿元	亿美元	对应 P/E 19 年	20E	对应 P/S 19 年	20E
SOTP	22,992	3,396	95.2	42.7	19.1	13.6
P/E	17,649	2,607	73.1	32.7	14.6	10.4
P/S	18,400	2,718	76.2	34.1	15.3	10.9
平均	**19,680**	**2,907**	**81.5**	**36.5**	**16.3**	**11.6**

来源：公司资料，中泰国际研究部预测。注：1 美元=人民币 6.77 元

图表 4：公司合理估值区间

情形	相对基本情形溢价/折让	估值 人民币亿元	亿美元	对应 P/E 19 年	20E	对应 P/S 19 年	20E
乐观	15%	22,632	3,343	93.7	42.0	18.8	13.4
基本	0	19,680	2,907	81.5	36.5	16.3	11.6
悲观	-15%	16,728	2,471	69.2	31.0	13.9	9.9

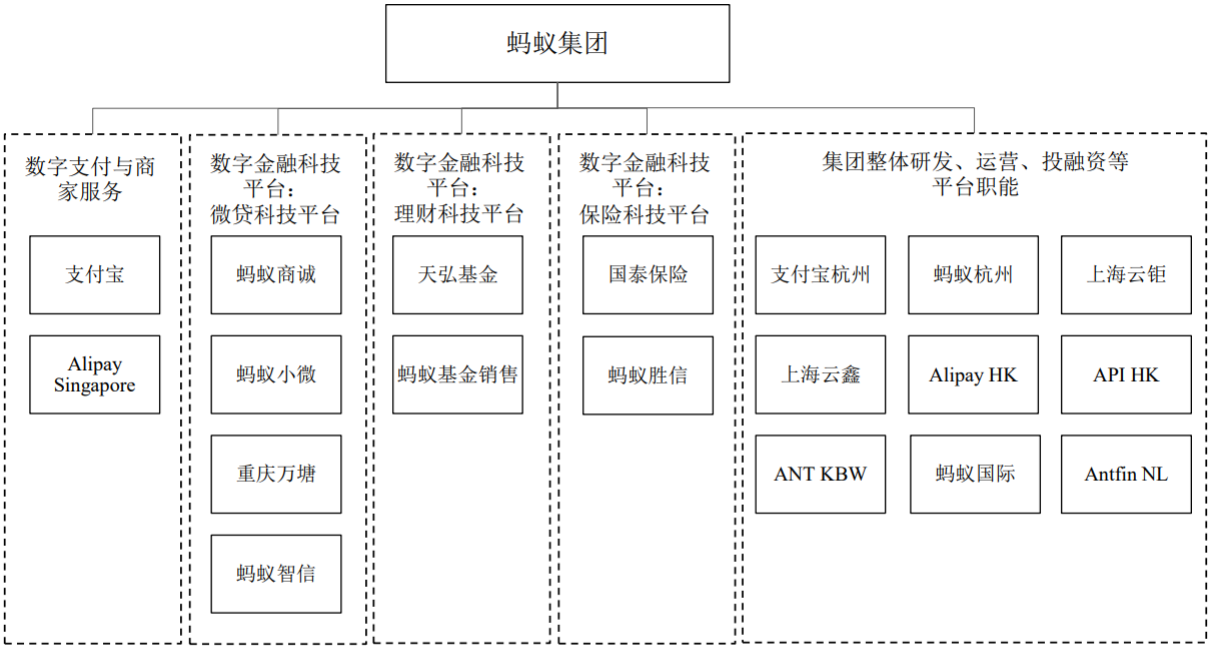
来源：公司资料，中泰国际研究部预测。注：1 美元=人民币 6.77 元

对比我们采用的几种估值方法：（1）SOTP 估值可以分别选用较为适合的估值法对不同业务进行估值，适用于像公司一样业务多元化的公司，但由于公司具有平台性质，支付宝 APP 用户可以使用多种服务（包括数字支付、数字金融），部分收入及成本较难分配至特定服务，增加了 SOTP 估值法的计算难度，因此结果或不能完全反应实际情况。（2）整体 PE 估值较为直接，亦为较为常见并被市场广泛采纳的估值方法，但公司具独特性，暂无完全直接可比公司，且净利润率波动较大。（3）整体 PS 估值较为直接，亦适用于像公司这样收入稳定快速增长、盈利能力逐步释放的公司，但无法反映公司盈利能力，与 P/E 估值法一样暂无完全直接可比公司。（4）公司上市前投资后估值可以反映当时一级市场对公司未来发展的看法，但由于最后一轮融资发生在 2 年前，时间较早，公司的未来成长性已发生变化，因此我们仅做参考。

SOTP 估值

我们计算各业务板块重要子公司对公司净利润的贡献（创新业务及其他由于规模较小未被计入在内），并将负责集团整体研发、运营、投融资等平台职能的公司产生的盈利/亏损根据各业务板块收入占比分配至各业务板块，估算预期 2020 年数字支付与商家服务、微贷科技、理财科技及保险科技分别占经调整净利润的比重为 10.4%、71.5%、8.2%及 9.9%。各业务分别参考同业估值均值，赋予数字支付与商家服务业务 50.4 倍 2020 年预测 PE，赋予微贷科技业务 45.1 倍 2020 年预测 PE，赋予理财科技业务 52.9 倍 2020 年预测 PE，赋予保险科技业务 3.1 倍 2020 年预测 PS，计算各业务分部估值并相加后得到公司估值为人民币 22,992 亿元。

图表 5：业务板块及重要子公司的对应关系



注：公司的重要子公司包括图中所示的 19 家重要子公司以及浙江融信。公司拟以全资子公司浙江融信为主体申请设立金融控股公司并接受监管，并由浙江融信持有相关从事金融活动的牌照子公司的股权。

来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 6：SOTP 估值法同业比较（估值更新至 2020 年 9 月 23 日上午休市后）

		前收盘价	市值	PE		PS	
公司名称	代码	当地货币元	亿港元	2020	2021	2020	2021
数字支付与商家服务							
Paypal 控股股份有限公司	PYPL US	187.78	17,075	50.4	41.5	10.3	8.6
平均			**17,075**	**50.4**	**41.5**	**10.3**	**8.6**
微贷科技							
Visa 公司	V US	200.56	33,660	40.0	34.4	20.0	17.9
万事达股份有限公司	MA US	335.31	26,014	50.2	38.5	21.4	17.9
平均			**29,837**	**45.1**	**36.4**	**20.7**	**17.9**
理财科技							
东方财富	300059 CH	24.05	2,371	52.9	42.1	29.6	23.9
平均			**2,371**	**52.9**	**42.1**	**29.6**	**23.9**
保险科技							
众安在线	6060 HK	43.70	642	128.3	68.4	3.1	2.5
平均			**642**	**128.3**	**68.4**	**3.1**	**2.5**

来源：公司资料，中泰国际研究部。注：1 美元=7.75 港元；人民币 1 元=1.14 港元

图表 7：SOTP 估值（基本情形）

	估值方法		收入	经调整净利润	估值
数字支付与商家服务	50.4	x 20E PE	594	56	2,814
微贷科技	45.1	x 20E PE	685	385	17,375
理财科技	52.9	x 20E PE	247	44	2,348
保险科技	3.1	x 20E PS	147	53	455
合计					**22,992**

来源：公司资料，中泰国际研究部

PE 估值及 PS 估值

整体 PE 估值及 PS 估值均较为直接，为较为常见并被市场广泛采纳的估值方法，但由于公司业务具创新性，暂无完全直接可比公司。我们考虑公司业务主要服务互联网用户，在以科技驱动的平台上提供多元化服务，已形成具规模的生态系统，因此我们选取提供多元化服务的平台型互联网公司作为整体 PE 估值及 PS 估值的可比公司。

我们采用 PE 估值法，基于同业估值水平均值 32.7 倍 2020 年 PE 对公司进行估值，得到在基本情形下，公司估值为人民币 17,649 亿元（相当于 2,607 亿美元）。

我们采用 PS 估值法，基于同业估值水平均值 10.9 倍 2020 年 PS 对公司进行估值，得到在基本情形下，公司估值为人民币 18,400 亿元（相当于 2,718 亿美元）。

图表 8：PE 估值法及 PS 估值法同业比较（估值更新至 2020 年 9 月 23 日上午休市后）

		前收盘价	市值	PE		PS	
公司名称	代码	港元	亿港元	2020	2021	2020	2021
腾讯控股	700 HK	514.50	49,303	35.5	28.6	9.0	7.3
阿里巴巴-SW	9988 HK	268.60	58,139	30.0	24.1	7.5	6.0
平安好医生	1833 HK	112.30	1,199	-	-	15.6	11.4
美团点评	3690 HK	246.20	14,479	-	-	11.3	7.6
平均			**30,780**	**32.7**	**26.3**	**10.9**	**8.1**

来源：公司资料，中泰国际研究部。注：我们于 PE 估值时剔除了美团点评，主要由于其仍处于盈利初期，PE 估值较高，参考性较低。

上市前投资后历史估值

公司于 2018 年 8 月完成上市前最后一轮融资，当时估值为人民币 9,600 亿元（1,500 亿美元），相当于 40 倍 2019 年远期 PE 及 8 倍 2019 年远期 PS。

图表 9：上市前投资后历史估值

时间	投资后估值		远期 PE	远期 PS
	亿元人民币	亿美元		
15 年 8 月	2,600	430	-	-
16 年 4 月	3,900	600	28	6
18 年 8 月	9,600	1,500	40	8

来源：公司资料，中泰国际研究部

商业模式由相互协作的业务组成，将覆盖中国绝大部分互联网用户和商家

公司脱胎于全球最大的零售商业体阿里巴巴（9988 HK），起初为解决阿里巴巴电商业务中消费者和商家间的信任问题，于 2004 年开始发展**数字支付业务**，并于 2009 年推出中国首个移动支付应用支付宝 APP，此后逐步将支付宝 APP 服务拓展至为消费者提供包括消费信贷、理财及保险在内的**数字金融服务**及由第三方提供外卖、出行、娱乐及便民等在内的**数字生活服务**，为商家提供接收付款的数字支付服务、获取小微经营者信贷及理财产品的数字金融服务及通过支付宝 APP 小程序向消费者提供数字生活服务。此外，公司为各类企业和合作伙伴提供包括区块链和数据库等在内的**创新业务**。

图表 10：支付宝 APP 服务



来源：公司资料，中泰国际研究部

数字支付在中国已被广泛接受及应用，具有广泛的应用场景及庞大的个人用户及商家基础，并且是消费者日常生活和数字金融的基础设施。因此，**数字支付业务在公司平台中可以承担用户入口作用**。

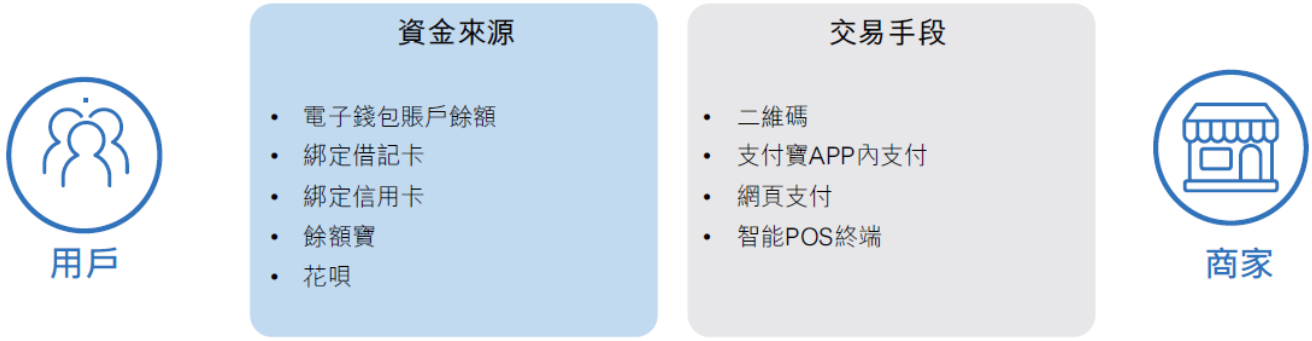
公司正在拓展数字生活服务，不断拓展支付宝 APP 日常生活场景。截至 20 年 6 月 30 日，支付宝 APP 涵盖了超 1,000 种日常生活服务及超过 200 万个小程序，包括餐饮、出行、娱乐、健康、便民服务等包括餐饮、出行、娱乐、健康、便民服务等，应用场景涵盖生活方方面面，提高了用户使用支付宝 APP 的概率，有助提升用户活跃度及用户留存。截至 20 年 6 月 30 日，有超过 60%的用户使用支付宝 APP 上的日常生活服务，仍有提升空间。另一方面，公司为商家提供了包括小程序、会员计划等营销工具，并助力组织大型营销活动，利用支付宝 APP 的去中心化界面、庞大的用户群及丰富的用户洞察帮助商家触达更多客户，有助增加活跃商家数量，提高用户体验，从而提升用户活跃度及用户留存，支持平台交易增长。我们认为**数字生活服务在当前承担了保持及提升用户活跃度及留存的重要作用，在未来有机会实现变现**。

数字支付及数字生活服务为平台积累坚实的用户基础，并在公司强大的技术支持下提供丰富的客户洞察以支持包括数字金融服务（包括微贷科技、理财科技及保险科技）在内

的其他创新产品发展。公司基于从数字支付服务获取的线上及线下支付交易、商家的经营流水及其他资讯，利用人工智能等技术处理及分析，可以识别包括淘宝及天猫上的商家、使用支付宝的线下商家等在内的小微经营者的融资需求，并在网商银行、第三方金融机构合作伙伴、风险管理系统等技术支持下，为小微经营者提供小微信贷服务。通过数字支付业务积累的用户基础和丰富的客户洞察使得公司可以主动、高效的匹配信贷需求，支持信贷规模扩张。此外，公司可以借助来自支付交易相关数据，理解用户财务状况、投资目标、风险偏好等，高效匹配用户理财需求及产品，有助提升资产管理规模。公司亦可以通过洞察用户需求，帮助满足互联网新经济场景中的潜在保险需求，如电商场景中的退货运费险和账户安全险等，增加收入来源。

数字金融与数字支付及数字生活形成协同效应，如理财科技产品余额宝及微贷科技产品花呗均为数字支付服务提供了便捷资金来源及交易方式支持，可提升数字支付的用户体验，有助提升用户留存。

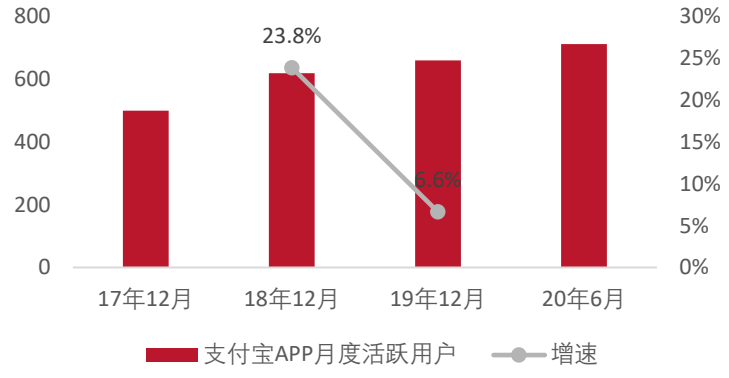
图表 11：支付宝支付交易方式



来源：公司资料，中泰国际研究部

综上，**数字支付、数字金融及数字生活服务已形成了共同支持活跃用户增加及互相促进业务增长的良性循环，并共同构建了一个连接用户、商家、金融机构及其他企业的平台**。通过支付宝 APP 提供的数字支付、数字金融及数字生活三大服务，公司平台已连接了中国超过 10 亿用户、超过 8,000 万商家及超过 2,000 家金融机构合作伙伴，即已连接了相当于中国 70%左右人口数量的用户、广泛的商家及近一半的金融机构，**形成了一个具规模且难复制的生态系统，拥有宝贵的 2C 及 2B 端的客户触达及客户洞察能力，可支持公司保持领先竞争优势及增加变现**。

图表 12：支付宝 APP 月活跃用户数（百万）



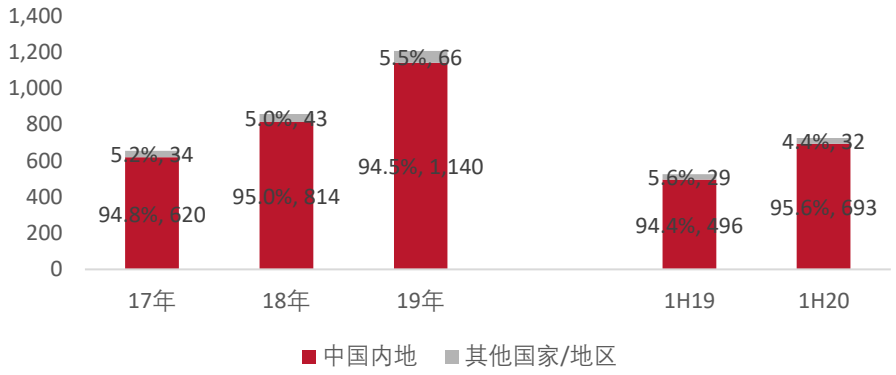
来源：公司资料，中泰国际研究部

与互联网龙头阿里巴巴高度战略协同，可受惠于阿里巴巴发展

根据艾瑞咨询数据，第三方移动支付交易规模中约 18.7%来自移动消费板块，意味着移动消费是数字支付的重要场景。阿里巴巴集团运营着中国最大的移动商业平台淘宝、全球最大的面向品牌与零售商的第三方线上及移动商业平台天猫等。公司自 2011 年起独立运营，但共享阿里巴巴集团的使命、文化和价值观，在战略层面保持紧密协同。公司支付宝 APP 为阿里巴巴旗下淘宝、天猫和 1688.com 等平台上买家和卖家完成交易的主要支付手段，因此**阿里巴巴电商交易及其他诸多商业活动的发展将为公司带来数字支付业务需求，并帮助公司完成用户触达**。

除了中国的业务，公司正在拓展跨境支付业务，为跨境电子商务、旅游和汇款等需求提供支付服务。截至 20 年 6 月 30 日止 12 个月期间，通过公司平台处理的国际支付交易规模达人民币 6,220 亿元。全球化亦为阿里巴巴的三大战略目标之一，其正积极发展跨境及全球零售商业，运营东南亚领先电商平台 Lazada、可使全球消费者直接从中国乃至全球的制造商和经销商购买商品的速卖通、帮助海外华人消费者直接购买中国品牌和零售商的商品的中文版天猫海外电商平台、土耳其领先电商平台 Trendyol 及主要在巴基斯坦和孟加拉国运营的电商平台 Daraz 等，将**可帮助公司加速触达海外用户**。

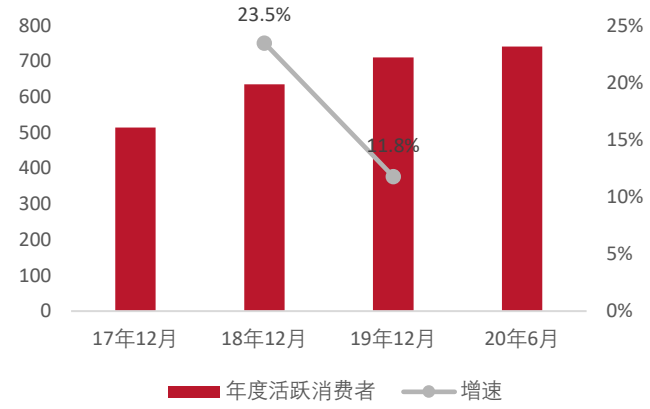
图表 13：公司收入分部（按地区划分）（人民币亿元）



来源：公司资料，中泰国际研究部

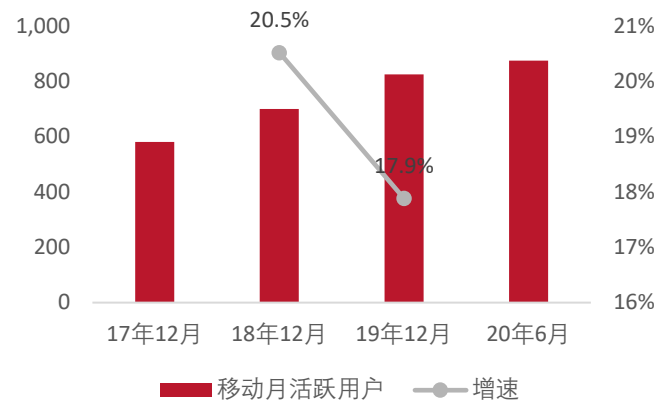
公司与阿里巴巴共享平台交易和用户互动产生的客户洞察，可以帮助公司更好的发现用户数字生活及数字金融需求，支持业务快速发展。鉴于**公司为阿里巴巴业务提供支付及金融服务基础设施，在阿里巴巴数字经济体中扮演重要角色**，我们认为公司**将可长期受惠于阿里巴巴集团发展**。

图表 14：阿里巴巴年度活跃消费者数量（百万）



来源：阿里巴巴，中泰国际研究部

图表 15：阿里巴巴移动月活跃用户数量（百万）



来源：阿里巴巴，中泰国际研究部

图表 16：阿里巴巴数字经济体



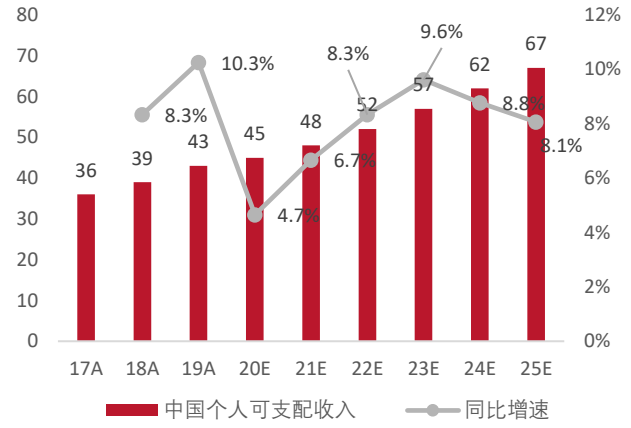
来源：阿里巴巴，中泰国际研究部

主营业务未来增长动力充足，预期支付+微贷将成主要收入来源

数字支付

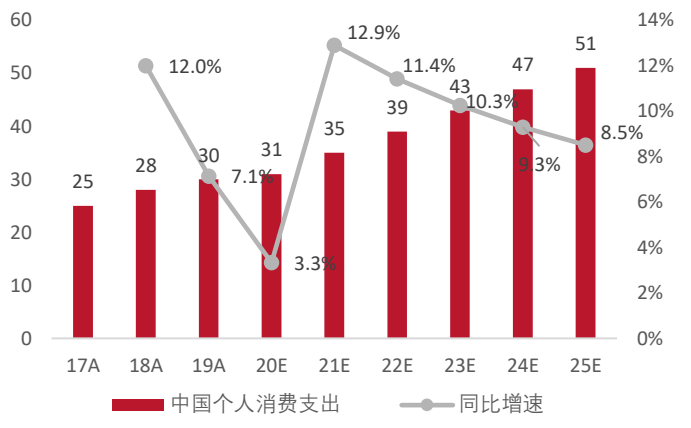
数字支付服务收入模式主要是**公司按照国内境内或国际跨境商业交易规模的一定百分比向商家和交易平台收取交易服务费**（有极少量收入来自就金融交易及个人交易收取的费用）。未来商业交易规模的增长动力包括（1）中国经济增长推动**中国个人可支配收入总额高速增长进而带动中国个人消费支出总额快速增长**，艾瑞咨询预期中国个人可支配收入 2019 至 2025 年间的年均复合增长率可达 7.6%，收入总额预计在 2025 年达到人民币 67 万亿，将可带动**中国个人消费支出总额**在 2019 年至 2025 年间以 **9.0%的年均复合增长率**增长增至人民币 51 万亿；（2）**互联网用户数量将继续提升带动包括电商及线上服务支付、通过电子钱包渠道完成的线下消费支付在内的商业支付需求扩张**，中国拥有全球最大的移动互联网用户群体，2019 年已达 8.77 亿人，但互联网用户渗透率较美国、日本、德国等国家仍然较低，预计还将继续增长，至 2025 年达 11 亿人。根据艾瑞咨询，预期中国商业及个人支付交易规模到 2025 年可达到人民币 266 万亿元，2019 至 2025 年间的年均复合增长率可达 8.8%。根据艾瑞数据，按照中国第三方移动支付交易规模计算，20 年 1 季度**支付宝稳居行业首位，市占率达 55.4%**。公司拥有自主研发的并已经过“双十一”验证的能够**高效支持海量、高并发的金融交易**的一系列称为 SOFAStack（可伸缩的开放金融分布式架构栈）的中间件技术及具有高可靠性、可扩展性和高成本效益的分布式数据库 Ocean Base，帮助进一步巩固龙头地位。我们认为**受益于中国消费力的提升、互联网用户规模的持续增加、安全高效的自研技术帮助巩固龙头竞争优势，数字支付业务收入可保持高速增长。**

图表 17：中国个人可支配收入（人民币万亿元）



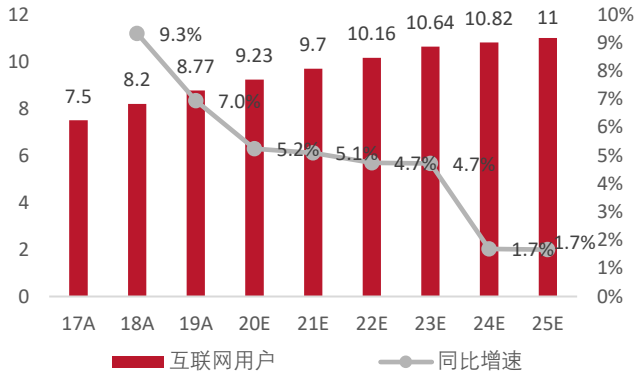
来源：艾瑞，中泰国际研究部

图表 18：中国个人消费支出（人民币万亿元）



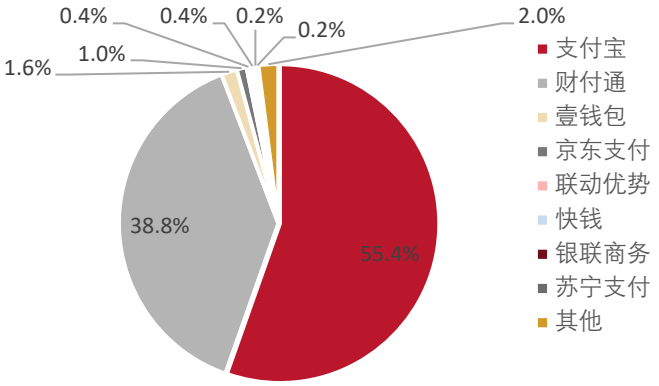
来源：艾瑞，中泰国际研究部

图表 19：中国移动互联网用户（亿人）



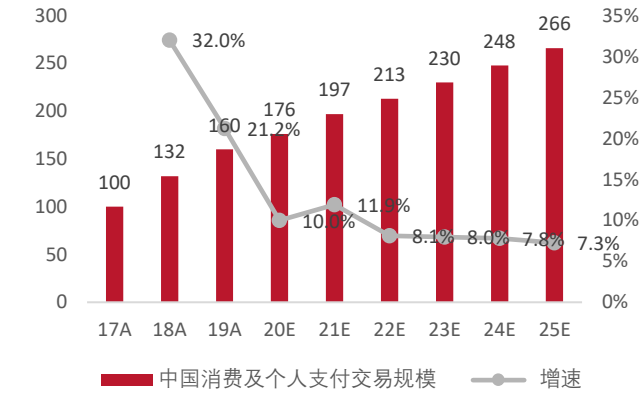
来源：艾瑞，中泰国际研究部

图表 20：2020Q1 中国第三方移动支付交易规模市场份额



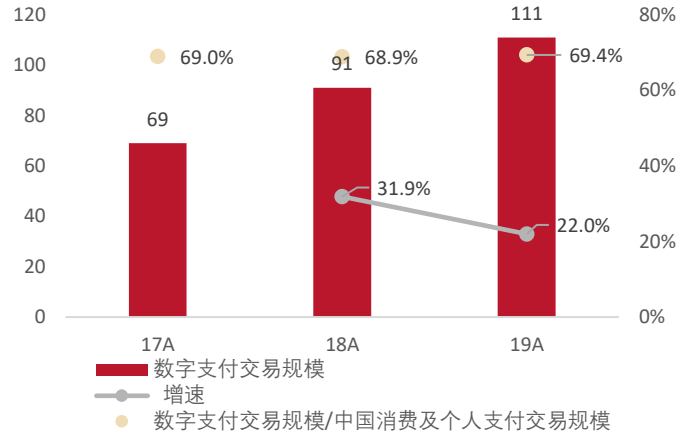
来源：艾瑞，中泰国际研究部

图表 21：中国消费及个人支付交易规模（人民币万亿元）



来源：艾瑞，中泰国际研究部

图表 22：公司数字支付交易规模（人民币万亿元）



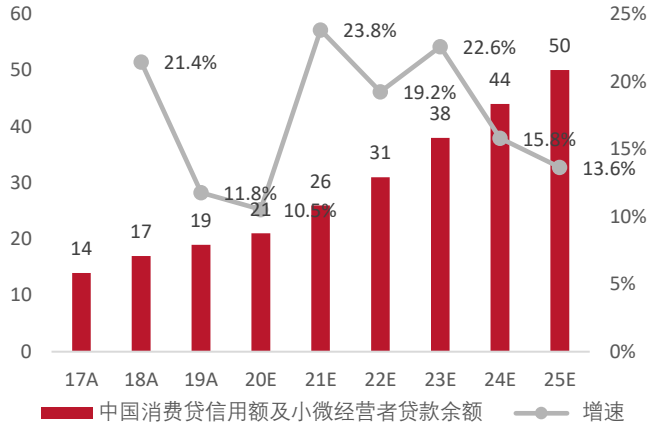
来源：公司资料，中泰国际研究部

微贷科技平台

微贷科技平台的收入模式为**根据在公司平台上促成的消费信贷及小微经营者信贷余额所产生的利息收入的一定比例向金融机构合作伙伴收取技术服务费**。在智能商业决策系统支持下，传递信贷需求，由金融机构进行独立的信贷决策和信贷发放，**蚂蚁集团不承担消费和小微经营者信贷信用风险，不利用自身资产负债表展开业务**。单独分拆两种信贷行业规模来看，中国消费信贷市场规模预计将受消费支出快速增加及信贷消费意愿提升推动从 2019 年的人民币 13 万亿元增长至 2025 年的人民币 24 万亿元，期间年均复合增长率为 11.4%，其中**在线消费信贷规模**由于受到数据技术更为广泛的应用所驱动，预计将从 2019 年的人民币 6 万亿元增长至 2025 年的人民币 19 万亿元，期间年均**复合增长率为 20.4%**；中国单笔金额低于 50 万元的小微经营者信贷余额预计将从 2019 年的 6 万亿元增长至 2025 年的 26 万亿元，期间年均复合增长率达到 27.2%，其中**在线小微经营者信贷**在 2019 年底整体余额规模达到人民币 2 万亿元，预计随着小微经营者对经济贡献的增加及数字化技术的广泛应用在线小微经营者信贷到 2025 年将达到人民币 16 万亿元，2019 年至 2025 年间年均**复合增长率为 40.8%**。截至 2020 年 6 月 30 日，公司已与约 100 家银行合作开始业务，并与信托公司合作，按照平台促成的信贷余额计算，**公司是中国最大的线上消费信贷和小微经营者信贷平台**。公司**智能商业决策系统**可以利用客户洞察和自研算法来分析并动态更新客户的信用评估、客户使用信贷服务的可能性、推介产品的最佳方法及深入了解合作银行及其特定信用状况的信贷需求的变化，从而精准的匹配

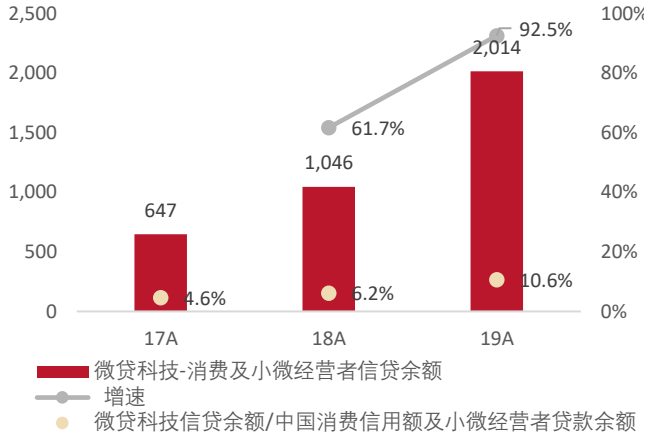
用户及合作银行的信贷产品，高效促成贷款发放，并利用积累的历史交易数据优化商业决策算法，**持续提升用户触达、保持用户活跃及高效匹配供需的能力**。此外，公司拥有**动态信贷风险管理系统**，可利用包括阿里巴巴旗下平台在内的不同消费场景的全面、实时的客户洞察描绘系统化的全方位客户画像，联合信用和欺诈风险等不同参数而得到上百种信用评估模型，以此为基础实现了**贷前、贷中、贷后全生命周期智能化、自动化及动态化的量化信贷决策，并通过可快速分析及处理信息的全链路智能系统来执行，提高了用户体验。**对于公司的银行合作伙伴来讲，公司可向其提供公司信贷评估模型对用户就线上及线下消费能力、资产水平、历史交易和信用记录以及风险等级等方面的评分参数脱敏后数据，**有助银行进行独立信用评估，亦可合作开发更为先进的信用评估模型，深化了公司与银行的合作关系。**综上，**基于对行业快速增长的预期及公司独特的技术和数据优势下可高效促成贷款发放、提升用户体验及巩固合作银行伙伴关系，**我们认为**微贷科技将是公司最主要的收入增长动力，未来收入占比或超过数字支付业务，与数字支付一并成为公司最重要的收入来源。**

图表 23：中国消费贷信用额及小微经营者贷款余额市场规模（人民币万亿元）



来源：艾瑞，中泰国际研究部

图表 24：公司微贷科技平台信贷余额（人民币十亿元）

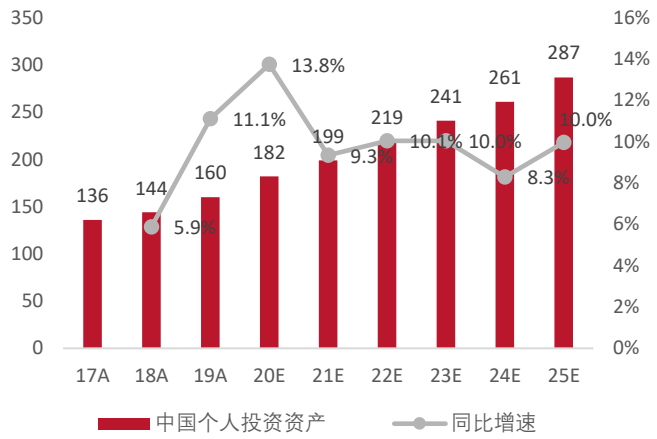


来源：公司资料，艾瑞，中泰国际研究部，注：微贷科技信贷余额指消费及小微经营者信贷余额

理财科技平台

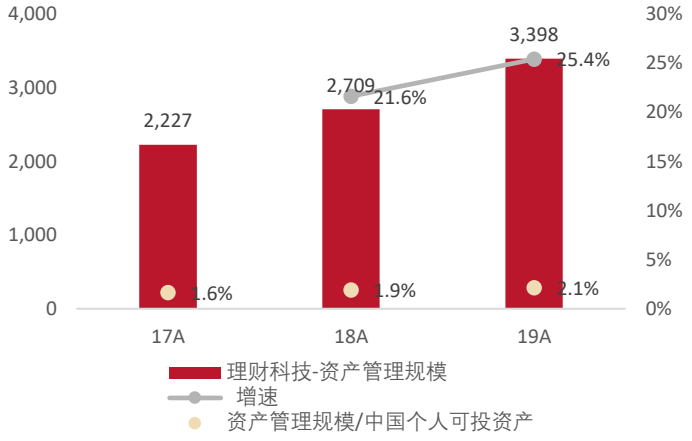
公司的理财科技平台收入模式是**基于平台促成的资产管理规模的一定比例向金融机构合作伙伴收取技术服务费**。目前中国个人可投资资产总规模中，除现金及存款外的资产占比为 42%，远低于美国的 88%，未来随着**中国投资者经验日渐丰富**以及**更多富有吸引力的新兴数字理财产品涌现**，**预计中国除现金及存款外资产的占比还将持续增加从而导致中国个人可投资资产规模**将从 2019 年的 160 万亿元增长至 2025 年的 287 万亿元，期间年均**复合增长率为 10.3%**。此外 2019 年中国通过**在线渠道销售的个人可投资资产规模**达到 21 万亿元，且由于数字化技术的广泛应用、用户对更好的投资体验的追求，预计将在 2025 年达到 69 万亿元，2019 年至 2025 年间年均**复合增长率达到 21.6%**。截至 2020 年 6 月，按平台促成的资产管理规模计，**公司是中国最大的线上理财平台**，总规模达人民币 4 万亿元，已与约 170 家资产管理公司合作开展业务。除了低门槛、便捷的货币基金产品余额宝与余利宝外，公司亦提供超过 6,000 种不同风险及收益属性的“大理财”产品。公司利用人工智能和数据分析向用户提供包括“支小宝”、“帮你投”在内的智能投顾服务，使用人工智能技术，基于客户的风险偏好进行理财产品的智能匹配，帮助用户匹配投资目标和风险收益，推荐适合理财产品及服务，有助挖掘用户理财需求及提升用户体验，进一步增强公司于行业领先地位，预期**公司理财科技业务收入可继续以快于中国个人投资资产增速的速度扩张。**

图表 25：中国个人投资资产（人民币万亿元）



来源：艾瑞，中泰国际研究部

图表 26：公司的理财科技平台资产管理规模（人民币十亿元）

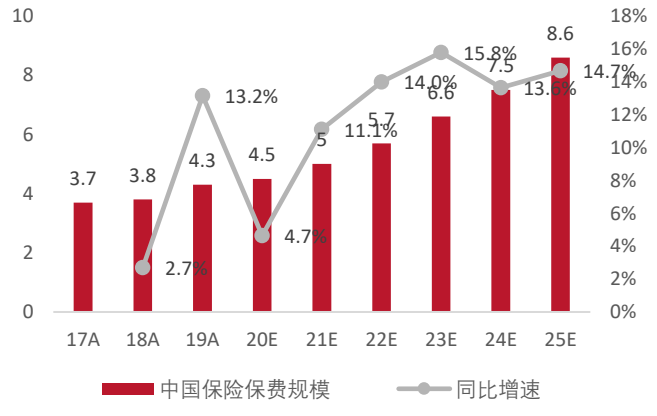


来源：公司资料，艾瑞，中泰国际研究部

保险科技平台

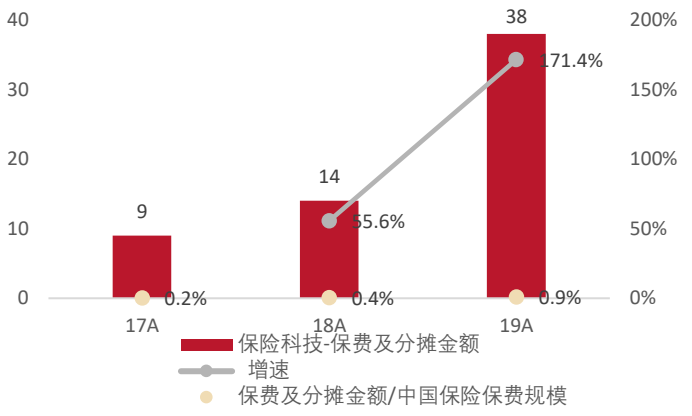
公司的保险科技平台收入模式是**基于平台促成的保费及分摊金额的一定比例向保险合作伙伴收取技术服务费。中国保险保费未来发展规模受益于个人财富的持续积累、个人保险意识的不断提升以及人口老龄化，**预计将从 2019 年的 4.3 万亿元增长至 2025 年的 8.6 万亿元，期间年均**复合增长率为 12.4%**。2019 年**线上保费规模**达到 3000 亿元，预期在数字化技术及产品创新的驱动下，将在 2025 年达到 1.9 万亿元的规模，2019 年至 2025 年间年均**复合增长率为 38.1%**。截至 2020 年 6 月，按照促成的平台合作伙伴保费及分摊金额计算，**公司是中国最大的线上保险服务平台**，促成的保费规模及相互宝分摊金额达人民币 520 亿元，与约 90 家中国保险合作机构进行合作。公司拥有庞大的客户洞察、丰富的应用场景及广泛的保险合作伙伴，有机会持续增加创新保险产品和项目。对于用户，公司通过智能理赔平台重塑理赔流程，流程智能化升级大幅提高了理赔效率；对于保险合作伙伴，公司利用客户洞察、风险管理解决方案及技术降低其获客成本、降低风险及改善理赔运营效率。我们认为**公司可凭借其在规模、应用场景、技术等多方面的优势于线上保险保巩固龙头地位，预期保险科技业务收入可保持高速增长。**

图表 27：中国保险保费市场规模（人民币万亿元）



来源：艾瑞，中泰国际研究部

图表 28：公司保险科技平台保费分摊金额（人民币十亿元）



来源：公司资料，艾瑞，中泰国际研究部

创新业务

公司的**创新业务**主要包括区块链等服务，收入主要来自多种创新技术以及其他行政及支持服务，**从 2019 年开始自蚂蚁链产生收入**。公司的蚂蚁链是全球区块链技术引领者，平台拥有三层架构，包括(1)底层区块链即服务开放平台；(2)资产数字化应用；（3）数字化资产流转网络。截至 2020 年 6 月底，**蚂蚁链平台产生了超过一个亿的日度活跃上链量**，包括专利、凭证和仓单等。根据 IPR Daily 和专利数据库 IncoPat，公司**已发表的区块链相关的专利申请数均排名业内第一**，在超过 50 个区块链商业化应用和用户场景开创了先河，包括供应链金融、跨境汇款、慈善捐赠和商品溯源等。未来公司凭借蚂蚁链等创新的区块链技术，将进一步巩固和推动**数字时代的信任建立**，未来可应用在金融行业的实际场景包括**（1）双链通供应链金融服务平台**，通过将核心企业的应收账款进行数字化升级，使得应收账款可以作为信用凭证，在供应链中流转而传递给上游供应商，从而**解决供应链末端的小微企业融资贵、融资难的问题**；**（2）蚂蚁链摩斯安全计算节点**，帮助金融机构安全高效地连接合规优质数据源，并进行同业数据安全合作，**提高信贷风控能力**。有效提升业务转化效率、降低坏账风险；**（3）双链通资产管理平台**基于区块链搭建的灵活、可信、多元的资产管理平台，帮助企业将底层资产上链，实现链上资产打包、授权等穿透式管理，并通过链上风控持续追踪资产情况，助力资产合约发行，**为主体信用较弱但拥有优质资产的企业降低融资门槛**。目前创新业务仍处于发展初期，预期收入可维持较高增速。

图表 29：蚂蚁链 BaaS 产品图



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 30：蚂蚁集团业务产品

业务分部	收入模式	主要产品或服务	产品简介
数字支付	主要为商家和交易平台的交易规模 x 交易服务费的比例	电子钱包	支付宝 app 内置便捷的电子钱包，为消费者提供数字支付服务。消费者可通过二维码、app 内支付、网页支付、智能 POS 终端等方式进行交易。
微贷科技	消费信贷及小微经营者信贷余额所产生的利息收入 x 技术服务费的比例	花呗	消费者在线上和线下购物时使用花呗额度进行支付，随着消费者累积使用和还款记录，可以享受信用额度的增加。花呗为消费者提供长达 40 天的免息期，消费者可在消费时或免息期后选择 3 至 12 个月的分期还款。截至 2020 年上半年，大多数花呗用户的日利率为 0.04%左右或以下，部分可低至 0.02%，花呗用户的平均余额约为人民币 2,000 元。
		借呗	借呗供平台上有花呗资格的用户，特别是有花呗信用记录积累的用户进行大额消费时使用。截至 2020 年上半年，大多数借呗用户的日利率为 0.04%左右或以下，部分可低至 0.02%。借呗用户可选择于任意时间提前还款并通常没有罚息。
		向小微企业提供服务	主要面对各类小微经营者的融资需求，包括淘宝和天猫上的商家、使用支付宝的线下商家等，同时服务于三农用户群体。截至 2020 上半年，金融机构合作伙伴通过平台促成而发放的小微经营者信贷一般期限可达 12 个月，且用户可以选择在任何时候提前还款，无需罚息。大部分小微经营者的贷款日利率为 0.03%左右或以下，部分可低至 0.01%，已结清贷款的平均期限少于 3 个月。目前有超过 2,000 万小微经营者用户通过公司的微贷科技平台获得了小微经营者信贷。
理财科技	平台促成的金融机构合作伙伴的资产管理规模 x 技术服务费的比例	余额宝、余利宝	提供货币市场基金产品，已与 24 家第三方公募基金管理公司开展余额宝品牌下的货币市场基金合作。
		大理财	提供丰富理财产品的线上平台，超过 6,000 种产品，涵盖(i)债券型、股票型和混合型公募基金；(ii)定期产品；(iii)银行定期存款和其他。大理财产品的提供方包括公募基金管理公司、证券公司、保险公司、商业银行及其他持牌金融机构。
		帮你投	与全球最大的投资管理机构之一 Vanguard 合作，向消费者提供全权委托的智能理财服务，投资金额门槛低至 800 元，利用人工智能驱动的算法从超过 6,000 只公募基金产品中推荐合适的投资组合。
保险科技	平台促成的金融机构合作伙伴的保费/互助项目分摊金额 x 技术服务费的比例	全民保	提供寿险产品包括定期寿险、终身寿险、年金险和养老保险产品。
		相互宝	医疗和重疾险，向用户提供 100 多种重大疾病的健康保障。
		财险	产品包括车险、事故／意外险和其他基于电商平台小额高频的场景特征相应设计的场景险产品，例如淘宝平台上推出的退货运费险。
创新业务		蚂蚁链	区块链、人工智能等服务。

来源：公司资料，中泰国际研究部

主要风险分析

将被纳入金控监管，预期对业务发展影响有限但有机会增加成本

国务院于 2020 年 9 月 13 日发布《关于实施金融控股公司和准入管理的决定》（“《准入决定》”），人民银行同步发布《金融控股公司监督管理试行办法》（“《金控办法》”），将于 2020 年 11 月 1 日起实施。《准入决定》明确了在中国境内的非金融企业、自然人以及经认可的法人控股或实际控制两类或两类以上的金融机构的，应当提出申请，经批准设立金融控股公司，并授权人民银行对金融控股公司开展市场准入管理及实施监管。人民银行牵头制定的《金控办法》遵循宏观审慎管理的理念，坚持总体分业经营为主的原则，以并表为基础，对金融控股公司实施全面、持续和穿透监管，从制度上隔离实业板块和金融板块，明确股东资质条件，加强资本管理，要求股权结构简明、清晰、可穿透，规范关联交易，完善公司治理和风险管理等。同时，对存量企业设置合理的过渡期安排，把握好节奏和时机，稳妥有序推进实施。

公司控股的属于《准入决定》所列的金融机构主要为天弘基金（资产管理公司）及国泰财产保险（财产保险公司），并为网商银行（商业银行）最大股东（持有 30%股权），因此预期将被纳入金控监管。对此，公司拟以全资子公司浙江融信为主体申请设立金融控股公司并接受监管，并由浙江融信持有相关从事金融活动的牌照子公司的股权。目前公布的《准入决定》和《金控办法》内对一些监管细则尚未明确，但意味着监管工作正式起步。央行副行长潘功胜表示《准入决定》及《金控办法》初步搭建了金融控股公司的政策框架，对金融控股公司监管需要更具体、更细的操作规则，如并表管理的规则、资本管理的规则，关于关联交易管理规则等，前期央行在这些方面做了充分的准备。实际上，央行于 2018 年 11 月发布《中国金融稳定报告 2018》时便阐述了中国金融控股公司风险特点及未来监管思路，将涉及市场准入、资本充足率、资产负债率、股权结构、公司治理、集团整体风险管控以及关联交易，且时已将公司纳入金控试点机构，并开始着手推动出台金融控股公司监管办法。我们认为公司应与监管机构之间已建立了长期有效的沟通，对未来正式被纳入金控监管应已有预期及准备，相信相关法律法规的出台不会对业务运作造成重大影响，但可能会增加公司的合规成本或可能需要额外的资金以满足资本充足率等要求。

央行将进行数字货币试点短期影响有限，但或改变支付行业未来竞争格局

商务部于 2020 年 8 月 12 日发布《全面深化服务贸易创新发展试点任务、具体举措及责任分工》，指出在京津冀、长三角、粤港澳大湾区及中西部具备条件的试点地区开展数字人民币试点，由人民银行制订政策保障措施，先由深圳、成都、苏州、雄安新区等地及未来冬奥场景相关部门协助推进，后续视情扩大到其他地区。数字人民币是由人民银行发行，有国家信用背书、有法偿能力的法定货币，在使用上数字货币支持双离线支付，即是无需连接网络、无需信号的情况下只要手机有电便可以通过两个手机相互碰一碰实现转账或支付。因此无论是在法律层面的货币价值上或是在技术安全性和使用便利性上，央行的数字货币均将具较强的竞争优势。但央行表示当前网传相关信息为数字人民币技术研发过程中的测试内容，并不意味着数字人民币正式落地发行，相信短期对支付行业竞争格局影响有限，考虑到公司支付宝已具备应用场景、消费者使用习惯等优势，当前仍无法充分预见数字人民币未来对消费者支付行为和支付服务行业的影响。

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。 我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

（1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。

（2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

（3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805