东兴证券 DONGXING SECURITIES

蚂蚁集团：穿越互联网金融与金融科技时代的独角兽

——互联网商业模式创新系列研究报告

2020 年 09 月 09 日

蚂蚁集团 | 公司报告

蚂蚁集团起步于 2004 年，是中国领先的数字支付提供商和领先的数字金融科技平台，致力于以科技和创新推动包括金融服务业在内的全球现代服务业的数字化升级。公司的业务已具备相当的规模，并在实现良好盈利的同时持续增长。2017 年、2018 年度、2019 年度和 2020 年 1-6 月，公司分别实现营业收入 653.96 亿元、857.22 亿元、1,206.18 亿元和 725.28 亿元。目前公司营业收入主要包括数字支付服务，数字金融科技平台以及创业业务三大部分构成。除了注重内生的发展，公司通过外延投资并购极大的拓展了金融服务的场景，打开了更大的业务扩张边界。

2000 年后互联网科技的蓬勃发展对金融的改造产生出众多商业模式和细分赛道。相应的概括来说**互联网金融总体新兴的商业模式业态主要包括“互联网+支付”、“互联网+借贷”、“互联网+理财”三大主流模式**。

对于第三方支付，集团的支付宝产品已成为全球用户数最多的电子支付平台，市场份额占比 55%，凭借海量的用户规模和全场景覆盖已经成为行业的流量枢纽。对于互联网理财，集团的余额宝创新性的将最低投资门槛从 100 元降低至 1 元，并且突破传统基金的申购赎回规则，做到实时购物支付等功能，引领了行业发展。对于互联网消费金融，蚂蚁集团的花呗和借呗两款产品为集团提供澎湃的盈利动能，蚂蚁集团目前是中国最大的线上消费信贷和小微经营者信贷平台。在互联网保险业务上，蚂蚁集团效法在余额宝的商业模式创新成功经验推出“全民保”和“相互宝”产品，凭借流量优势及商业模式创新的巨大吸引力，目前已经是中国最大的线上保险服务平台。在互联网金融时代蚂蚁集团已经成为集理财、保险、借贷等业务于一体的综合性的互联网金融服务集团。

2016 年起，互联网金融进入金融科技的发展新阶段。以大数据、云计算、人工智能等技术为代表的金融科技化是未来金融创新的技术驱动力。对于第三方支付，监管与支付机构通过金融科技有效缓解支付安全风险；智能理财通过金融科技更高效的触达用户服务用户，加快智能投顾的落地；消费金融通过金融科技进行全业务生命周期的风险管理；保险产品通过金融科技对全场景数据的处理实现智能化改造。

蚂蚁集团历经互联网金融时代及金融科技时代，目前已经建立了提供基础设施，多机构协作，技术综合赋能的多边生态业务系统，拥有流量、场景、数据、技术、资金、牌照等多方资源。展望未来，蚂蚁集团在金融科技的发展将一往无前。

风险提示：宏观环境变化、行业监管政策重大变化、BASIC 技术发展不及预期、资产管理风险控制不得当。

公司简介：

公司是中国最大的移动支付平台支付宝的母公司，也是领先的金融科技开放平台，致力于以科技和创新推动包括金融服务业在内的全球现代服务业的数字化升级，携手合作伙伴为消费者和小微经营者提供普惠、绿色、可持续的服务，为世界带来微小而美好的改变。名字对我们而言至关重要。我们将公司命名为“蚂蚁”，是因为始终相信：小，即是美好；小，蕴含力量(small is beautiful,small is powerful)。公司是中国领先的数字支付提供商和领先的数字金融科技平台，公司的数字支付服务收入主要是按照交易金额的一定百分比向商家收取的交易服务费。在全球经济加速数字化的背景下，公司也提供跨境支付服务来满足相关需求。基于广泛的用户覆盖，公司向金融机构合作伙伴提供数字金融技术支持、客户触达及风险管理方案，助力其提供消费信贷、小微经营者信贷、理财及保险服务。在中国，消费者和小微经营者的金融需求并没有被充分满足，而公司的服务为他们创造了可观的价值。

分析师：王健辉
010-66554035 wangjh_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519050004
分析师：叶盛
010-66554022 yesheng@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480517070003
分析师：陈宇哲
021-25102909 chenyzh@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480520040001
研究助理：禹世亮
010-66554039 yusl_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119070063

目 录

1. 蚂蚁集团：上市在即的超级独角兽 4
1.1 以支付为中心的多产品+全场景覆盖 5
1.2 背靠阿里巴巴，积极进行投资并购拓展业务边界 7
2. 互联网金融时代蚂蚁集团的全业务布局 8
2.1 金融行业经过与互联网商业模式创新的融合诞生了互联网金融新业态 8
2.2 第三方支付龙头，支付宝成为行业流量枢纽 10
2.3 余额宝的商业模式创新引领互联网理财进入新业态 13
2.4 领先的互联网消费金融服务为集团提供澎湃的盈利动能 15
2.5 凭借流量，场景及数据优势，互联网保险产品独具一格 18
3. 金融科技时代蚂蚁集团的技术+解决方案全面赋能 20
3.1 互联网金融迎来技术创新进入金融科技新时代 20
3.2 金融科技赋能四大业务发展趋势 22
3.3 蚂蚁集团的金融科技技术，产品，解决方案服务体系完备 24
4. 风险提示 25
相关报告汇总 26

插图目录

图 1： 蚂蚁集团发展历程 4
图 2： 蚂蚁集团历年营收结构（单位：亿元） 5
图 3： 蚂蚁集团产品矩阵 6
图 4： 支付产品覆盖 40 种消费场景 6
图 5： 蚂蚁集团股权结构 7
图 6： 蚂蚁集团的投资标的分类占比 8
图 7： 科技赋能金融发展历程 9
图 8： 中国互联网金融行业发展历程 9
图 9： 互联网金融行业全景图 10
图 10： 2019 年第三方电子支付市场份额 12
图 11： 中国第三方移动支付交易规模（单位：万亿元） 12
图 12： 余额宝产品宣传图 13
图 13： 余额宝在特定时期突出的产品优势 14
图 14： 余额宝的七日年化收益率走势（单位：%） 15
图 15： 互联网消费金融产品收费模式 16
图 16： 互联网消费金融市场规模（单位：亿元） 16
图 17： 中国互联网银行资产规模（单位：亿元） 17
图 18： 民营互联网银行与商业银行的合作互补 18
图 19： 全民保产品 19
图 20： 相互宝产品 19

图 21： 中国互联网保险（人身险，财险）保费收入（单位：亿元） 20
图 22： 中国金融科技发展历程 20
图 23： 互联网金融与金融科技的技术应用 21
图 24： 金融科技技术及价值 22
图 25： 金融科技产业图谱 22
图 26： 金融科技赋能理财业务 23
图 27： 消费金融全生命周期风险管理模式 23
图 28： 全场景数据赋能保险智能化改造 24
图 29： 蚂蚁集团金融科技服务体系 25

表格目录

表 1： 公司前十大股东 7
表 2： 首批 27 家获得支付牌照企业 11
表 3： 互联网平台的“宝宝类”理财产品 14

1. 蚂蚁集团：上市在即的超级独角兽

蚂蚁集团起步于 2004 年，是中国最大的移动支付平台支付宝的母公司，也是是中国领先的数字支付提供商和领先的数字金融科技平台，致力于以科技和创新推动包括金融服务业在内的全球现代服务业的数字化升级。公司的业务已具备相当的规模，并在实现良好盈利的同时持续增长。2017 年、2018 年度、2019 年度和 2020 年 1-6 月，公司分别实现营业收入 653.96 亿元、857.22 亿元、1,206.18 亿元和 725.28 亿元。

图1：蚂蚁集团发展历程



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

蚂蚁集团的前身支付宝于 2004 年成立，其首创在线担保交易解决方案。

2009 年，支付宝推出移动端 app。

2010 年，快捷支付推出，首推基于场景的线上保险产品

2011 年，公司脱胎于阿里巴巴集团，独立运营。马云将支付宝所有权转让给了浙江阿里。支付宝向阿里集团支付知识产权许可费用和软件技术服务费用。同年，二维码支付上线。

2013 年，支付宝的母公司—浙江阿里巴巴电子商务有限公司，宣布将以其为主体筹建小微金融服务集团，小微金融成为蚂蚁集团的前身，余额宝上线。

2014 年，蚂蚁集团正式成立，阿里集团入股 33%达成协议，花呗正式推出。

2015 年 7 月初，蚂蚁集团对外宣布已完成 A 轮融资 18.5 亿美元，投资方为国开国际，市场估值超过 450 亿美元。同年，借呗和芝麻积分推出。

2015 年 7 月 8 日，蚂蚁集团旗下品牌支付宝 9.0 正式发布，新版支付宝增加了社交元素。

2015 年 8 月 18 日，蚂蚁集团旗下智慧理财平台——蚂蚁聚宝正式上线。

2016 年 3 月，蚂蚁集团发起成立的网商银行推出了其 APP，为小微企业及部分个人用户提供贷款、理财、转账等金融服务。

2016 年 4 月 26 日，蚂蚁集团宣布完成了 45 亿美元的 B 轮融资，由中投海外和建信信托领投，这是全球互联网行业最大的单笔私募融资。外界对蚂蚁集团的估值达到 600 亿美元。蚂蚁集团宣布，将把农村金融、国际业务、绿色金融作为未来的三大战略重点。同年，蚂蚁森林推出。

2019 年，阿里巴巴集团正式取得 33%股份。

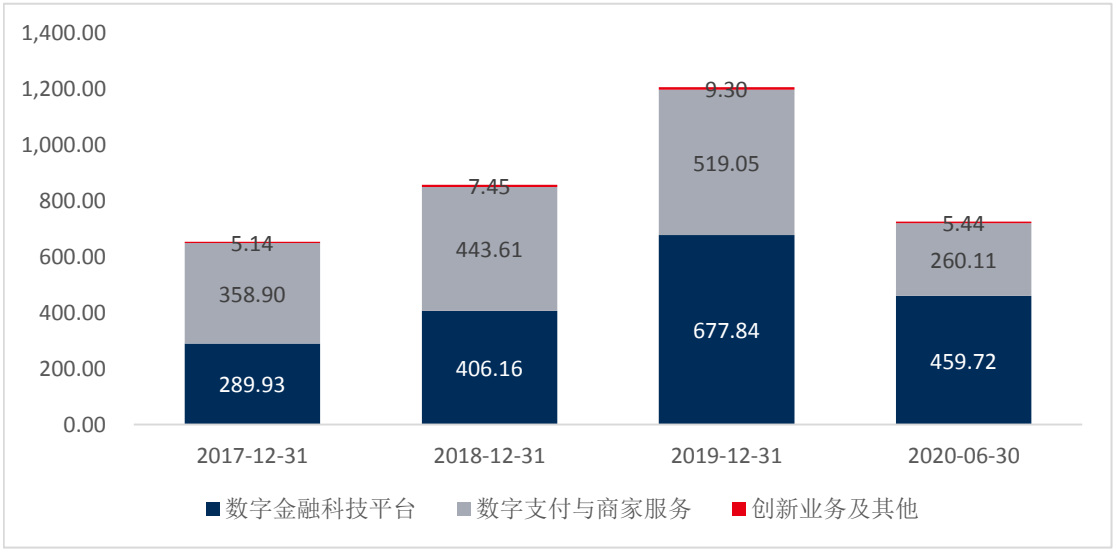
2020 年，正式更名为蚂蚁集团，支付宝 APP 数字生活战略发布。

2020 年 8 月 25 日,蚂蚁集团向上交所科创板递交上市招股说明书,并同步向香港联交所递交 A1 招股申请文件，迈出 A+H 上市关键一步。

1.1 以支付为中心的多产品+全场景覆盖

目前公司营业收入主要包括数字支付服务，数字金融科技平台以及创业业务三大部分构成。其中数字支付服务构成除了支付宝的支付应用以外，还涵盖数字支付技术及基础设施，数字生活服务，数字商家服务以及跨境支付服务。数字金融科技平台主要包括微贷科技平台、理财科技平台和保险科技平台，而创新业务主要指区块链业务。

图2：蚂蚁集团历年营收结构（单位：亿元）



资料来源：WIND,东兴证券研究所

目前蚂蚁集团旗下产品和服务包括支付宝、余额宝、网商银行、蚂蚁花呗、芝麻信用、蚂蚁借呗、蚂蚁财富、招财宝、网商贷、蚂蚁达客、蚂蚁金融云等众多板块。

图3：蚂蚁集团产品矩阵



资料来源：亿欧智库,东兴证券研究所

已完成以支付为中心的全场景覆盖。蚂蚁集团众多业务板块分别涉及支付、基金、理财、保险、银行、消费金融、小额贷款、征信、股权众筹众多金融领域。其中以支付服务为核心，结第一大股东阿里巴巴集团的业务协同，目前覆盖 40 种不同的消费场景，包括网购、零售店、游戏、日常缴费、餐饮、汇款、公益、信贷、金融服务、充值、校园服务、交通和医疗服务。

图4：支付产品覆盖 40 种消费场景

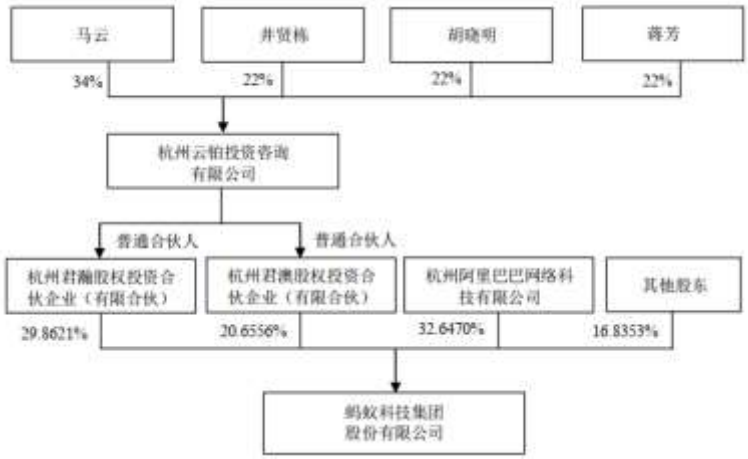


资料来源：公司招股说明书,东兴证券研究所

1.2 背靠阿里巴巴，积极进行投资并购拓展业务边界

公司股权结构方面，原母公司阿里巴巴集团现持有蚂蚁集团 32.647%的股份，为第一大股东。

图5：蚂蚁集团股权结构



资料来源：公司招股说明书,东兴证券研究所

杭州君瀚股权投资合伙企业（有限合伙）持股为 29.8621%，杭州君澳股权投资合伙企业（有限合伙）持股为 20.6556%；其他股东持股比例均不超过 5%，其中，全国社会保障基金理事会持股为 2.9395%，为第四大股东；中国人寿保险（集团）公司持股为 1.0488%，中国太平洋人寿保险股份有限公司持股为 0.7303%、新华人寿保险股份有限公司持股 0.4184%

表1：公司前十大股东

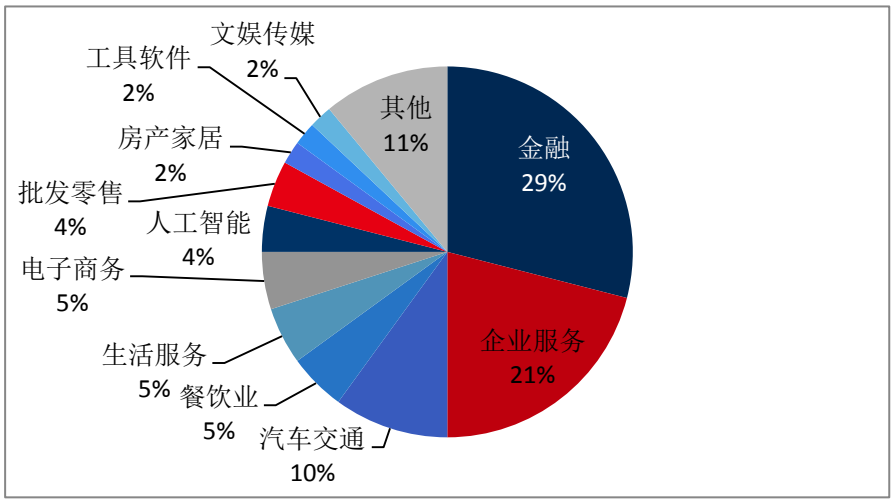
	股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
1	杭州君瀚股权投资合伙企业（有限合伙）	7,100,807,353	29.8621
2	杭州君澳股权投资合伙企业（有限合伙）	4,911,619,577	20.6556
3	杭州阿里巴巴网络科技有限公司	7,763,002,334	32.647
4	全国社会保障基金理事会	698,966,840	2.9395
5	置付（上海）投资中心（有限合伙）	461,354,708	1.9402
6	上海众付股权投资管理中心（有限合伙）	307,611,214	1.2936
7	中国人寿保险（集团）公司	249,400,603	1.0488
8	上海麒鸿投资中心（有限合伙）	247,947,076	1.0427
9	上海祺展投资中心（有限合伙）	240,162,546	1.01
10	北京京管投资中心（有限合伙）	218,337,790	0.9182

资料来源：公司招股说明书,东兴证券研究所

公司通过外延投资并购极大的拓展了金融服务的场景，打开了更大的业务扩张边界。蚂蚁集团在注重内生发展的同时，非常注重外延投资的方式拓展业务范围。从 2014 年 10 月蚂蚁金服成立起，公司在战投方面动作频频。不仅围绕金融科技的主要投资赛道，还通过投资的方式进入需要牌照的行业或者金融细分行业。从 2016 年开始，蚂蚁集团投资风格更加多元化，开始关注零售、医疗健康、旅游、物流运输、文娱传媒等领域，极大的拓展了金融服务的场景，打开了更大的业务扩张边界。

截止 2020 年上半年，蚂蚁集团参与过 197 次的战略投资，其中金融类投资标的占比 29%，企业服务类占比 21%。

图6：蚂蚁集团的投资标的分类占比



资料来源：圣恒咨询,东兴证券研究所

2. 互联网金融时代蚂蚁集团的全业务布局

2.1 金融行业经过与互联网商业模式创新的融合诞生了互联网金融新业态

互联网蓬勃发展背景下，金融与互联网融合进入互联网金融时代。1946 年第一台计算机被发明以后，信息化逐步渗透各个行业，在早期，金融行业通过 ATM 机以及 POS 机等电子设备的使用提升了效率。90 年代互联网蓬勃发展之后，信息之间的互联互通极大的加强，金融与互联网的融合进一步加深。1997 年第一家网上银行招商银行网上银行诞生标志着互联网金融的时代开启，2000 年后在电子商务崛起的背景下，互联网金融突破时间和地域的束缚，提供贴近方便的金融服务，客户覆盖面广泛且发展迅速。互联网金融在 2004 年以后进入了高速成长期。

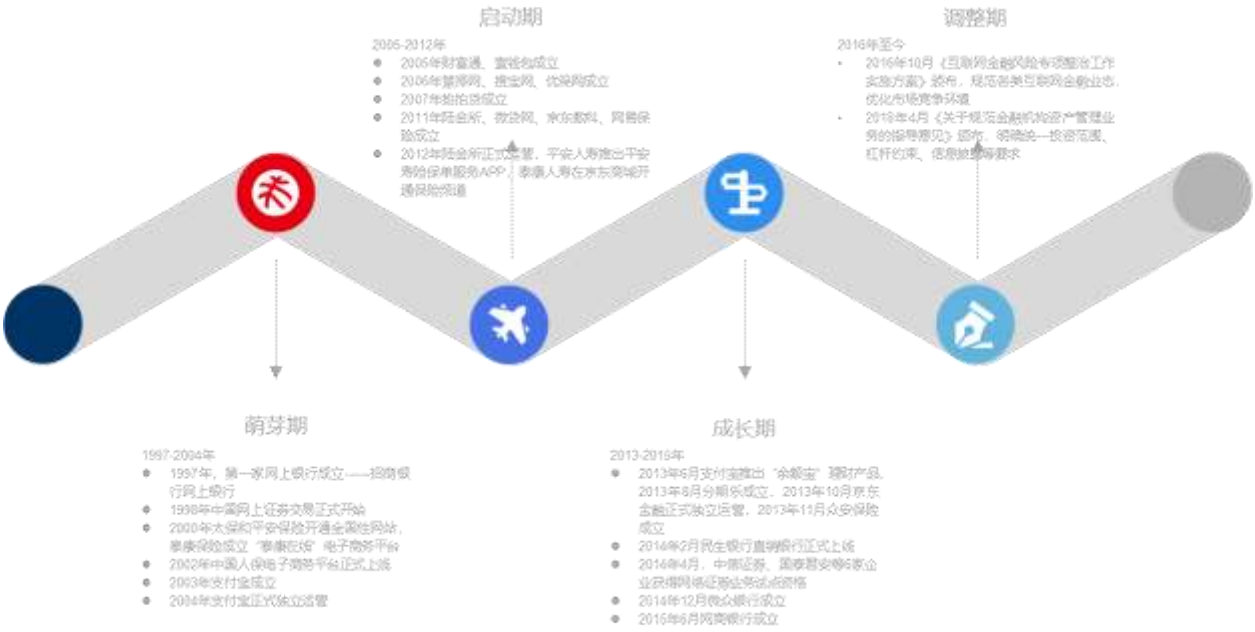
图7：科技赋能金融发展历程



资料来源：艾瑞咨询,东兴证券研究所

根据2015年7月中国人民银行、工信部等十个部委共同印发的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，互联网金融是传统金融机构与互联网企业利用互联网与信息通信技术实现资金融通、支付、投资和信息中介服务的新型金融业务模式。根据产品类型划分，互联网金融可分为两大类型：以蚂蚁金服、京东数科为代表的综合型互联网金融和以分期乐为代表的垂直化互联网金融。

图8：中国互联网金融行业发展历程



资料来源：头豹研究院,东兴证券研究所

互联网科技的蓬勃发展对金融的改造产生出众多商业模式和细分赛道。互联网金融总体概括来说，新兴的商业模式业态主要包括“互联网+支付”、“互联网+借贷”、“互联网+理财”三大主流模式，分别诞生了“支付宝”“微信支付”“余额宝”“花呗”“借呗”“微粒贷”等新兴的互联网金融产品。此外，互联网金融不仅包括对原有金融行业的资源重整与连接，还包括了对全新商业模式从 0 到 1 的孵化，典型的就是线上众筹。

图9：互联网金融行业全景图



资料来源：艾瑞咨询,东兴证券研究所

2.2 第三方支付龙头，支付宝成为行业流量枢纽

第三方支付，是指具备一定实力和信誉保障的非银机构，借助通信、计算机和信息安全技术，采取与各大银行签约的方式，在用户与银行支付结算系统间建立连接的电子支付模式。

1999 年中国第一家第三方支付公司——首易信支付诞生。此后，2003 年，支付宝诞生，自此，第三方支付行业经历了一段高速发展的时期。

支付宝的担保交易解决了初期淘宝网上交易的难题。2003 年淘宝网诞生之后其电商交易的商业模式面临着突出的信任问题，卖家和买家彼此没有实体场景，因此彼此不互信，先付款还是先发货的问题无法得到解决。面对这个问题，当时银行没有可行的解决方案，因此唯一的解决办法就是淘宝网自己提供交易担保。于是，淘宝网团队设计了一套“担保+交易”的体系。这就是支付宝的前身。支付宝的担保交易解决了淘宝交易的难题。在那一年之后，它就覆盖了淘宝 70%以上的商品，日交易量达 8000 笔，日交易额达到了 100 万元。到了 2009 年，支付宝用户数已超过 2.7 亿，日交易量超过了 12 亿元，但由于在操作上需要安装银行的网上银行插件并且使用 U 盾等安全口令工具，操作流程非常冗长，最后导致付款成功率居然在 50%以下。

快捷支付助力支付宝成为世界领先支付产品。2010 年 6 月，央行发布《非金融机构支付服务管理办法》，这在政策上确立了支付宝的合法地位，极大的方便了其与银行开展业务合作。在这样的契机下，支付宝推出了快捷支付这种新的支付方式，用户通过信用卡快捷支付，不需要事先开通网银，只要根据提示输入卡号等必要信息就可以非常简单、安全地完成网上支付，并且支付额度以信用卡本身的额度为准，不受网银额度下调等限制，相应的支付宝的支付成功率也因此升至 98%。在用户数上，支付宝也超越 PayPal，成为全球用户数最多的电子支付平台。

截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，通过公司平台完成的总支付交易规模达到 118 万亿元。支付宝 APP 服务超过 10 亿用户和超过 8,000 万商家。支付宝 APP 目前已经成为提供数字支付、数字金融和数字生活服务的全方位服务平台。

在行业方面，2009 年电子支付乱象丛生。2009 年我国电子支付产业交易量达到 5677 亿元。但是在这一时期，由于缺乏相应的法律法规，第三方支付处于监管的盲区，挪用资金，非法套现等行为接连发生，整个支付行业问题也频频呈现。

进入 2010 年，第三方支付相关管理办法的出台和第三方支付牌照的颁布。2010 年 6 月 21 日，中国人民银行出台《非金融机构支付服务管理办法》，明确规定：非金融机构提供金融服务，应当依据该办法规定取得《支付业务许可证》，成为支付机构。次年 5 月，央行向支付宝、银联、财付通等 27 家企业颁发了第一批《支付业务许可证》。支付牌照全面覆盖了互联网支付、移动电话支付、银行卡收单、预付卡发行与受理、货币汇兑等众多支付业务类型。其后第三方电子支付走向了健康良性的发展新阶段。

表2：首批 27 家获得支付牌照企业

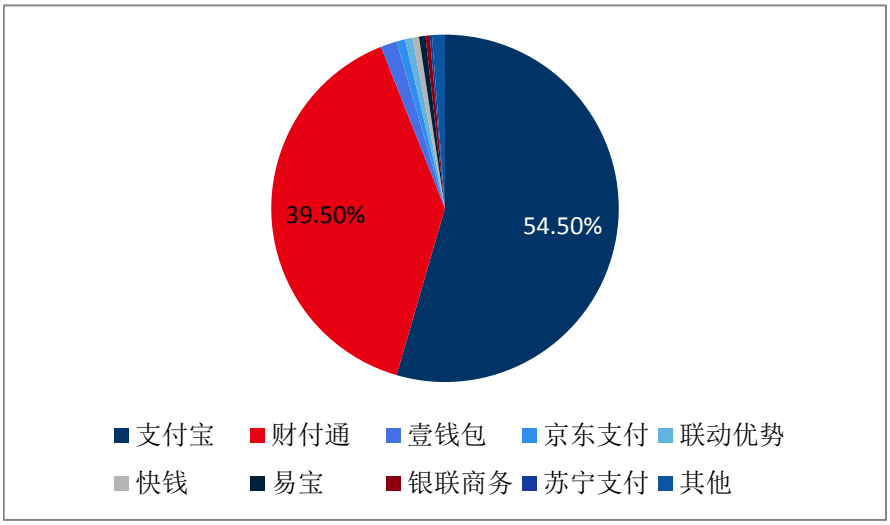
许可证编号	公司名称	发证日期
Z2000133000019	支付宝(中国)网络技术有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2000231000010	银联商务有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2000311000013	北京商服通网络科技有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2000444000013	深圳市财付通科技有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2000531000017	通联支付网络服务股份有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2000611000010	开联通网络技术服务有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2000711000019	北京通融通信息技术有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2000831000014	快钱支付清算信息有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2000931000013	上海汇付数据服务有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2001031000010	上海盛付通电子商务有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2001111000013	钱袋网(北京)信息技术有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2001231000018	上海东方电子支付有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2001344000012	深圳市快付通金融网络科技服务有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2001444000011	广州银联网络支付有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2001511000019	北京数字王府井科技有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2001611000018	北京银联商务有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2001731000013	杉德电子商务服务有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2001811000016	裕福网络科技有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2001912000014	渤海易生商务服务有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2002044000013	深圳银盛电子支付科技有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2002131000017	迅付信息科技有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2002211000010	网银在线(北京)科技有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2002346000018	海南新生信息技术有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2002431000014	上海捷银信息技术有限公司	2011 年 5 月 18 日

许可证编号	公司名称	发证日期
Z2002511000017	北京拉卡拉网络技术有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2002631000012	上海付费通信息服务有限公司	2011 年 5 月 18 日
Z2002744000016	深圳市壹卡会科技服务有限公司	2011 年 5 月 18 日

资料来源：中国互联网金融发展历程及未来趋势衍变研究报告,东兴证券研究所

第三方支付双寡头格局已定。截止到 2019 年，中国第三方移动支付市场支付宝以及微信支付两者的份额共计为 93.8%。在 C 端支付市场中，两大巨头已占据绝对优势。

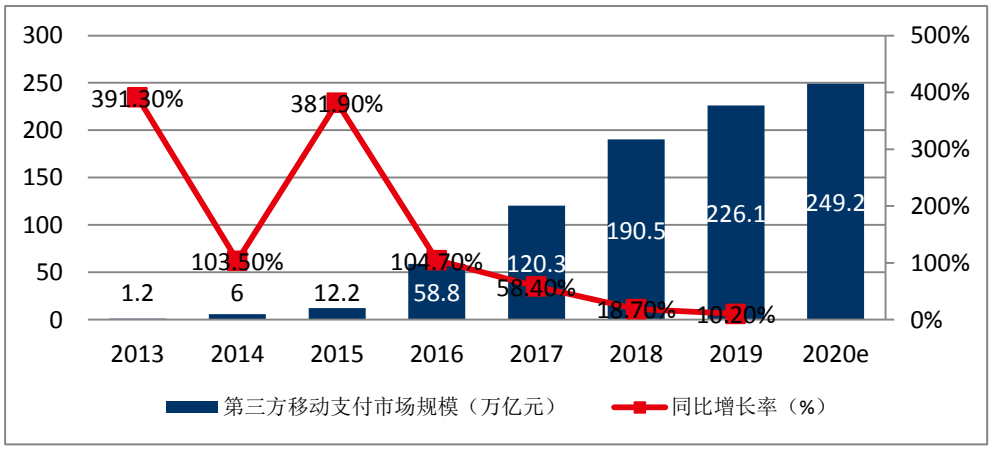
图10：2019 年第三方电子支付市场份额



资料来源：艾瑞咨询,东兴证券研究所

2019 年中国第三方支付交易规模约为 226.1 万亿元，同比增速为 18.7%。我国第三方支付市场交易规模已经结束了快速增长期，进入到了稳步增长阶段。

图11：中国第三方移动支付交易规模（单位：万亿元）



资料来源：艾瑞咨询,东兴证券研究所

2.3 余额宝的商业模式创新引领互联网理财进入新业态

2010 年支付宝快捷支付的上线后，用户可以很方便地进行支付，但彼时的支付宝已经不满足于仅仅做一个支付工具，它希望用户，把钱放在上面。为了解决支付宝账户价值的问题，支付宝选择了波动小，收益稳定的货币基金。2012 年 12 月，支付宝与天弘基金达成合作关系，次年推出余额宝产品。余额宝创新性的将最低投资门槛从 100 元降低至 1 元，并且突破传统基金的申购赎回规则，做到实时购物支付等功能。

图12：余额宝产品宣传图



资料来源：全天候科技,东兴证券研究所

余额宝曾一度成为全球最大的货币基金。2013 年 6 月 13 日，余额宝正式上线，余额宝依托支付宝的 3 亿用户，在推出后短短六个月时间，用户量就达到了 8100 万，而同期中国股市的活跃账户不过 7700 万。上线一年后 2014 年 6 月 30 日，余额宝用户数量突破 1 亿，资金规模达到了 5742 亿元。其后余额宝甚至一跃成为全球最大的货币基金，在巅峰时期，其规模接近 2 万亿元。

截至 2020 年 6 月 30 日，蚂蚁集团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，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。公司目前是中国最大的线上理财服务平台。

余额宝的成功，主要可归结于以下几个方面。

第一，在当时中国的货币超发带来了资产价格飙升，与之对应的是中国银行业存款利率过低。余额宝在这个空间中为用户提供了收益可观的理财渠道，当时其七日年化收益率一度达到 6.74%，远超同期银行活期存款利率。

第二，余额宝的投资门槛极低，一元即可购买。如此低的投资门槛对互联网用户非常友好。

第三，余额宝创造出了货币基金的 T+0 赎回模式，使得用户在认知方面对银行存款进行了替代。

图13：余额宝在特定时期突出的产品优势



资料来源：东兴证券研究所

余额宝的诞生对于互联网金融行业是颠覆性的事件，它代表了互联网公司通过商业模式创新的方式改变了业务形态，此后微信理财通，网易“活期宝”，苏宁“零钱宝”等同类型产品上线，市场称之为“宝宝类”理财产品。

表3：互联网平台的“宝宝类”理财产品

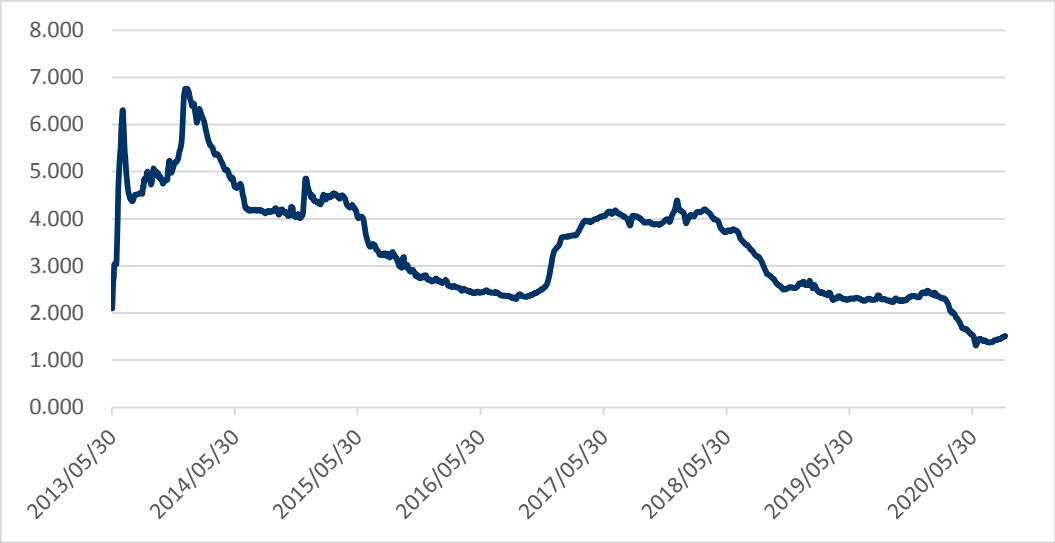
产品名称	发行平台	挂钩货币基金
腾讯佣金宝	佣金宝	国金金腾通货币
中信银行薪金煲	中信银行	信诚薪金宝
		嘉实薪金宝
		华夏薪金宝
		南方薪金宝
京东小金库	京东金融	鹏华增值宝
		嘉实活钱包
百度百赚	度小满理财	华夏现金增利
工银现金快线	工银瑞信	工银货币
微信理财通	理财通	华夏财富宝
		广发天天红
		汇添富全额宝
		易方达易理财
新浪存钱罐	新浪支付	汇添富现金宝
苏宁零钱宝	苏宁金融	广发天天红
		汇添富现金宝
平安银行平安盈	平安银行	南方现金增利
		平安大华日增利
阿里余额宝	支付宝	天弘增利宝

资料来源：金牛基金网,东兴证券研究所

2015 年 11 月余额宝七日年化收益率为 2.79%，跌破 3%以下，“宝宝类”理财产品发展进入稳定阶段。

当前银行系理财子公司的陆续落地也给互联网宝宝类理财产品带来竞争。理财子公司发行的公募理财产品也将成为平民化的产品，1 元起投，投资者不再受到高起点的限制，投资选择多样化。

图14：余额宝的七日年化收益率走势（单位：%）



资料来源：WIND,东兴证券研究所

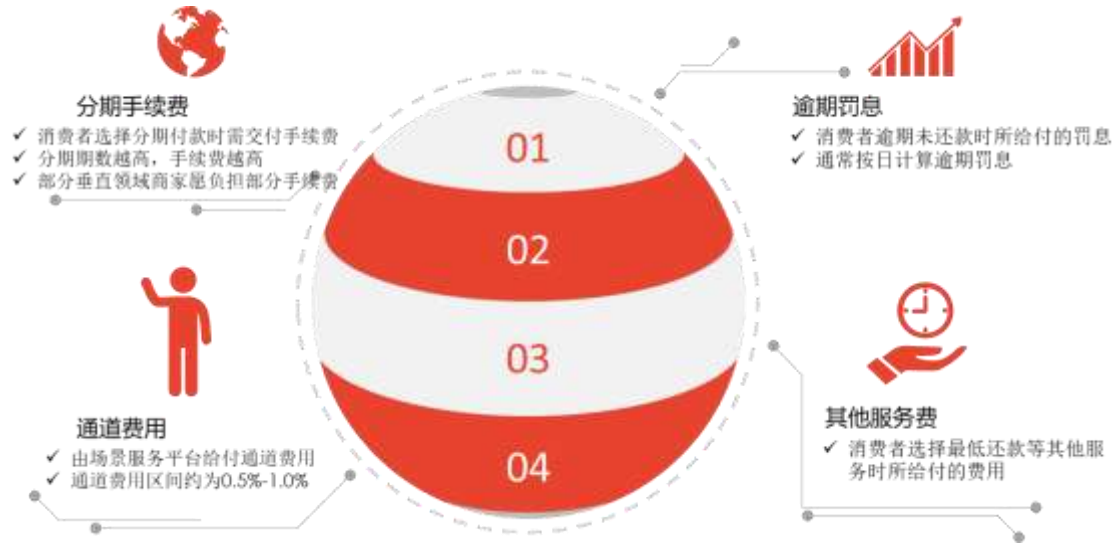
2.4 领先的互联网消费金融服务为集团提供澎湃的盈利动能

互联网与借贷的结合主要包括网络消费金融，网络小额贷款以及 P2P（Peer to Peer Lending）。网络消费金融指通过互联网在线为消费者提供消费贷款的服务模式。网络小额贷款是指互联网企业通过其控制的小额贷款公司，利用互联网向客户提供小额贷款。

互联网消费金融服务商的收入来源包括分期手续费、逾期罚息、通道费用以及其他服务费。分期手续费在消费者选择分期付款的情况下产生，分期期数越多，分期手续费越高。当消费者逾期未还款时需向互联网消费金融服务商交付相应罚息，互联网消费金融服务商多按日计算罚息，如花呗以 0.05%逾期费率按日收取罚息。

相比全额付款，分期付款进一步降低消费者的消费门槛，有助于提高消费者的消费意愿，基于分期付款方式的这一特点，互联网消费金融服务商可从各垂直领域的场景服务平台获取通道费用，如购物电商平台、旅游服务平台、租房服务平台等，通道费用区间约为 0.5%-1.0%。

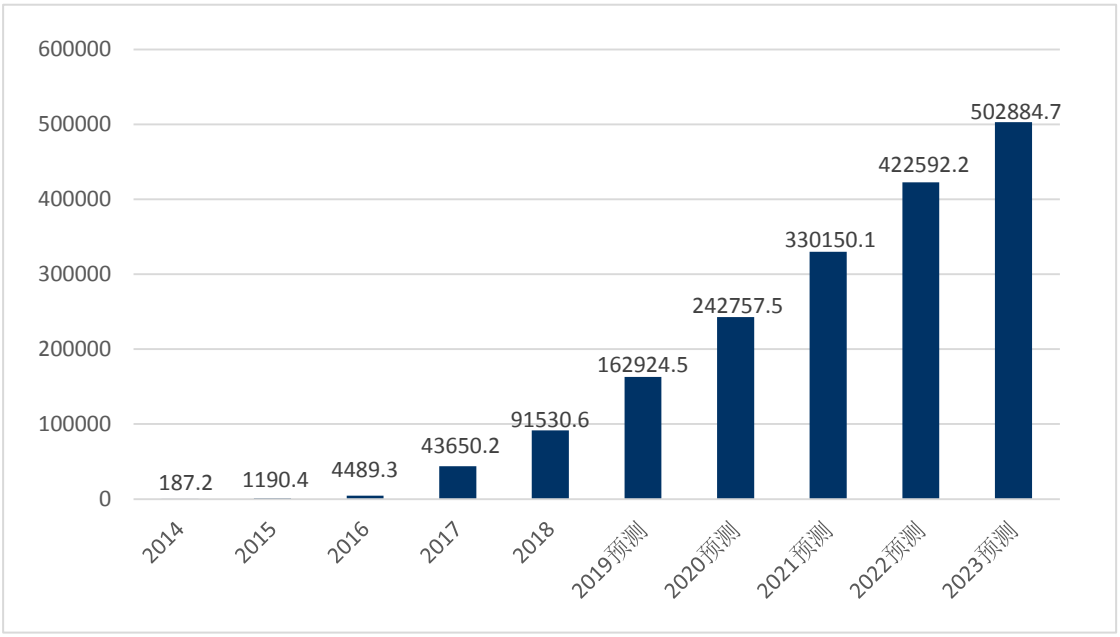
图15：互联网消费金融产品收费模式



资料来源：头豹研究院,东兴证券研究所

中国互联网消费金融市场贷款规模从 2014 年的 187.2 亿元增长至 2018 年的 91,530.6 亿元，年复合增长率达 370.2%。伴随着中国居民消费需求逐步增长以及互联网消费金融服务质量不断提高，中国互联网消费金融市场规模将进一步提升，预计至 2023 年，中国互联网消费金融市场贷款规模将达 502,884.7 亿元，2018 至 2023 年年复合增长率将达 40.6%。

图16：互联网消费金融市场规模（单位：亿元）



资料来源：头豹研究院,东兴证券研究所

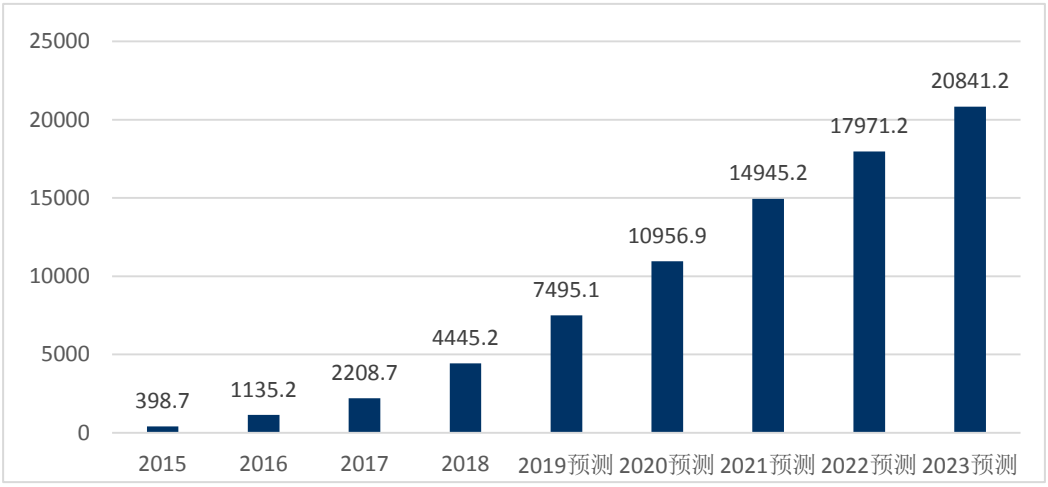
2015 年 4 月，蚂蚁集团上线了花呗和借呗两款产品。花呗属于消费信贷产品，支持用户在天猫、淘宝购物消费时付款用，它在产品设计和体验上类似网络信用卡的功能；而借呗是一款无抵押的小额贷款产品，用户可以直接从借呗获取资金。

经过五年的发展，蚂蚁集团是中国最大的线上消费信贷和小微经营者信贷平台，截至 2020 年 6 月 30 日公司平台促成的消费信贷余额为 17,320 亿元、 小微经营者信贷余额为 4,217 亿元。截至 2020 年 6 月 30 日，公司与约 100 家银行合作伙伴合作开展业务，包括全部政策性银行、大型商业银行、全部股份制商业银行、领先的城商行和农商行、外资银行，同时也与信托公司合作。

2015 年 6 月，蚂蚁集团的互联网银行——网商银行正式开业；

互联网银行指以互联网为技术手段，为用户提供存款、贷款、支付、结算、汇转等金融服务的金融机构。网商银行是中国第二家民营互联网银行，第一家为微众银行。2015 年中国民营互联网银行行业资产规模为 398.7 亿元。从 2016 年起各大互联网企业以及部分传统零售巨头相继成立民营互联网银行，重点发展普惠金融以及供应链金融业务。2018 年，中国民营互联网银行共计 8 家，资产规模高达 4,445.2 亿元。2015 至 2018 年期间，中国民营互联网银行行业资产规模年均复合增长率为 123.4%。伴随互联网银行持续创新信贷产品、存款产品以及拓展与同业银行的合作模式，互联网银行资产规模将有望持续扩容，预计至 2023 年中国民营互联网银行资产规模将突破 2 万亿元。

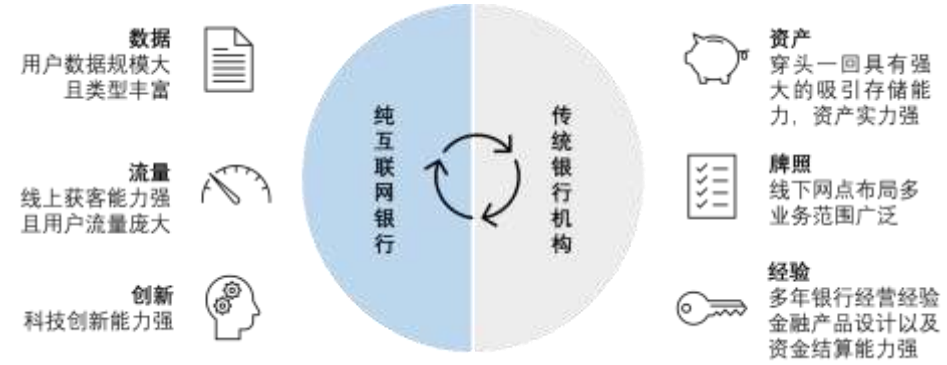
图17：中国互联网银行资产规模（单位：亿元）



资料来源：头豹研究院,东兴证券研究所

未来，民营互联网银行仍将持续与商业银行合作。现阶段民营互联网银行的资金核心来源于同业负债与股东融资，渠道相对单一。同时，民营互联网银行难以全面覆盖传统银行经营的业务内容。民营互联网银行将积极加强与传统银行机构合作，以强强联合形式，拓展盈利空间。民营互联网银行凭借股东优势，在线上用户数据积累、获客能力以及金融科技创新具有先发优势，而传统银行机构在征信数据、线下网点数量以及金融产品设计等层面上优势显著。民营互联网银行与传统金融机构进行资源互补，如民营互联网银行负责数据搜集、整理与提取，传统银行机构负责对公、营销与实地业务鉴证等，将有效提升企业竞争能力，拓展盈利空间。

图18：民营互联网银行与商业银行的合作互补



资料来源：东兴证券研究所

2.5 凭借流量，场景及数据优势，互联网保险产品独具一格

2016 年，蚂蚁集团发展了保险业务，并在支付宝上线。至此，蚂蚁集团已经成为集理财、保险、借贷等业务于一体的综合性的互联网金融服务集团。

互联网保险是将传统保险模式中销售、核保、承保、理赔等运营环节迁移至线上，并使用大数据、物联网、人工智能、区块链等前沿科技进行业务赋能，实现简化运营流程和增强产品创新等效用。按照产品结构划分，互联网保险包括互联网人身险、互联网财产险、互联网创新型保险三种。

蚂蚁集团的保险产品主要是面向个人的保险超市的商业模式。旨在为客户提供多元化的产品选择，并改善用户的购买体验。保险超市模式除了平台自身获客，亦通过与其他平台进行导流，或在保险产品设计上与保险公司联合创新，推出更符合用户个性化的保险需求。

蚂蚁集团的保险科技帮助保险公司提供创新型保险产品，这些产品投保方便、门槛低、条款透明、价格普惠，具备良好的用户体验。通过公司的平台，消费者可以选择超过 2,000 种产品，覆盖寿险、健康险、财险，以及公司的互助项目相互宝。

在互联网保险业务上，蚂蚁集团效法在余额宝的商业模式创新成功经验。

2010 年，公司在淘宝平台上首次推出了退货运费险，这是中国第一个线上场景险。这种创新型低成本的保险产品能够赔付买家在阿里巴巴集团电商平台上购买产品后退货产生的运费。退货运费险的保费通常每单低于 1 元。退货运费险减轻了消费者对于退货的顾虑，从而降低交易摩擦，有助于提升阿里巴巴集团电商平台上的交易量。

“全民保”产品具有一元起投的低门槛和灵活的投保周期。2018 年 8 月，蚂蚁集团与人保寿险合作推出了“全民保”。“全民保”是一款普惠、灵活且简单易懂的养老保险产品，投保门槛低至 1 元。与通常具有固定期限和较高保费门槛的养老保险产品相比，“全民保”具有灵活的投保周期和金额。当投保人退休后，每月可以便捷地从支付宝中领款。“全民保”产品页面能够在消费者输入期望的投保金额和周期后实时显示预计可领的金额。这些功能可以帮助消费者迅速地理解养老保险产品的要素，从而降低决策难度和提升保费规模，并吸引了更多保险合作伙伴的参与。

“相互宝”通过产品设计的创新极大的推动了重疾险的创新。2018 年 10 月推出的互助项目相互宝能够向用户提供 100 多种重大疾病的健康保障。通过互助和后付费的形式，相互宝降低了医疗重疾险的门槛，让

消费者更容易接受。会员加入相互宝时不需要付费。当一个会员提出申请互助金后，该会员需要通过支付宝 APP 提交相关材料，随后接受调查和审阅。如果互助申请获批，该会员将获得一次性互助金，费用由其他所有成员分摊。2019 年，每个会员的平均分摊费用为 29 元。自推出以来，相互宝迅速吸引了大量用户，截至 2020 年 6 月 30 日，已积累了超过一亿会员。除了为会员提供健康保障，相互宝同时提高了消费者的保险意识和购买健康保险产品的意愿，许多相互宝的会员也购买了“好医保”健康险产品。截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，超过 5.7 亿支付宝用户通过公司平台投保或受保，或参与了互助项目相互宝。

图19：全民保产品



资料来源：支付宝 APP,东兴证券研究所

图20：相互宝产品

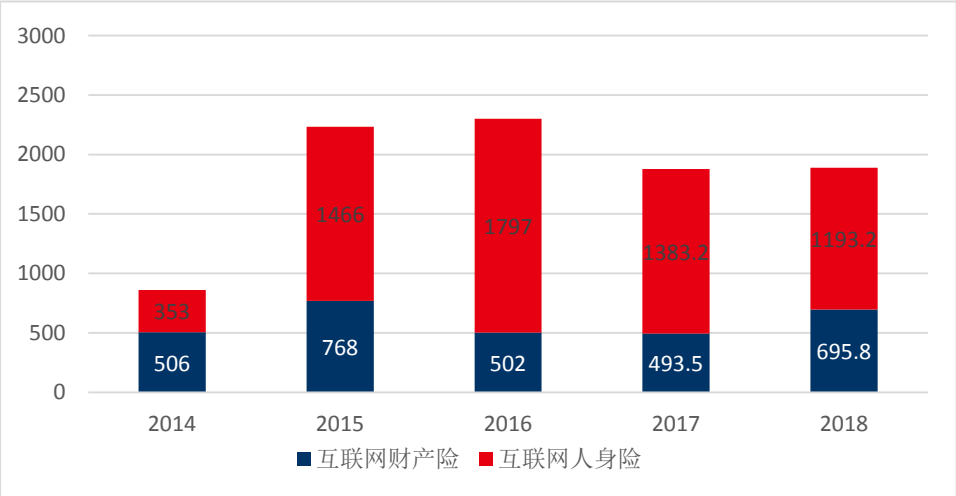


资料来源：支付宝 APP,东兴证券研究所

凭借流量优势及商业模式创新的巨大吸引力，公司目前是中国最大的线上保险服务平台。截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，公司平台促成的保费及分摊金额为 518 亿元。截至 2020 年 6 月 30 日， 公司与约 90 家保险机构合作开展业务。公司目前是中国最大的线上保险服务平台。

根据中国保险行业协会数据，2014-2016 年中国互联网保险保费收入逐年上涨，从 2014 年的 859.0 亿元增长至 2016 年的 2,299.0 亿元，互联网保险渗透率从 2014 年的 4.3%增至 2016 的 9.2%。2018 年互联网保险保费收入为 1,889.0 亿元，互联网保险渗透率为 5.0%，2014-2018 年互联网保险保费年均复合增长率为 21.8%。蚂蚁集团的众多互联网保险产品凭借其数据优势，流量优势以及丰富的场景，将会在保险产品线上化及互联网化的蓝海乘风破浪。

图21：中国互联网保险（人身险，财险）保费收入（单位：亿元）



资料来源：头豹研究院,东兴证券研究所

3. 金融科技时代蚂蚁集团的技术+解决方案全面赋能

3.1 互联网金融迎来技术创新进入金融科技新时代

2016 年起，互联网金融进入金融科技的发展新阶段。2016 年两会，政府工作报告对互联网金融发展的态度发生变化，定调“规范发展互联网金融”。2016 年 4 月起，互联网金融风险专项整治开始。伴随着金融科技概念兴起和监管的收紧，行业开始重新审视科技的重要性，以技术输出为核心业务的企业开始出现， 此外，2018 年以后，大数据、云计算、人工智能等技术快速发展，行业对技术的理解愈加深入，技术输出型金融科技企业价值快速上升，新进入者也不断增加。行业正式进入金融科技的新阶段。

图22：中国金融科技发展历程

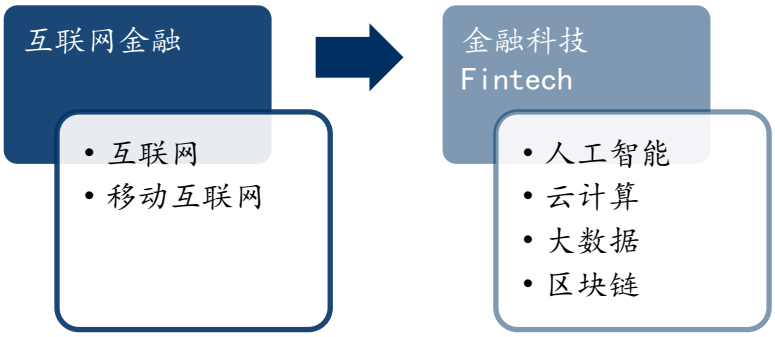


资料来源：艾瑞咨询,东兴证券研究所

互联网金融的业务优势有海量的流量入口，极低的边际成本以及商业模式创新和对应的易用性极强的用户体验。前文所述的“第三方支付”“互联网理财”“互联网消费金融”以及“互联网保险”是互联网与金融的初期结合业态。基于海量用户连接的互联网技术为金融带来了三大业务优势，即海量的流量入口以及极低的边际成本，同时还具有商业模式创新和对应的易用性极强的用户体验。

而和“互联网金融"相比，金融科技是其更深入更广泛的概念。金融科技不是简单的“互联网上做金融"，应用的技术不仅仅是互联网/移动互联网的海量用户连接优势。而主要是大数据、云服务、人工智能、区块链技术。

图23：互联网金融与金融科技的技术应用



资料来源：东兴证券研究所

金融科技化是未来金融创新的技术驱动力。过去五年，大数据、云计算、人工智能等技术改善了互联网金融发展方向，表现为交易方式、交易渠道的变化（如民间借贷转为 P2P 网贷、由实体机构转为网络平台），交易成本的节约（如业务的远程办理）和交易效率的提高（如数据审贷、风控管理、智能投顾等）。

其直接影响和促进可以划分为三个方面:

1）前台业务的虚拟化和数字化，表现为交易渠道由线下转为线上，交易方式由柜台转为远程、由人工转为自助;

2）后台业务与技术的升级以及大数据对流程的优化改造，例如自动交易技术、基于大数据的风险控制和个性化产品设计等;

3）诞生新的商业模式，交易结构。

未来人工智能、大数据、云计算等对于金融业务的持续渗透应用，并伴以新型金融形态（如区块链金融等）。科技对金融的影响将更加直接而明显，成为下一步金融创新的技术驱动力。

图24：金融科技技术及价值



资料来源：赛迪顾问,东兴证券研究所

图25：金融科技产业图谱



资料来源：赛迪顾问,东兴证券研究所

3.2 金融科技赋能四大业务发展趋势

监管与支付机构通过金融科技有效缓解支付安全风险

作为支付业务的参与主体，监管方与支付机构通过大数据、云计算、人工智能和区块链等前沿技术，对支付安全进行了多重保障，降低了支付欺诈、洗钱、账户被盗用等支付犯罪行为的发生概率，从而有效缓解了支付业务的安全风险。

例如，利用区块链技术支付机构实现了支付信息的可追溯、 可验证， 进一步保障了支付安全性。利用大数据可以获取终端用户行为日志，用户身份权限日志 网络设备日志等数据，进而完成实体画像、威胁预警、违规取证、溯源定位、网络威胁风险的智能性、可视化、自动化安全分析与处置等多种应用创新。

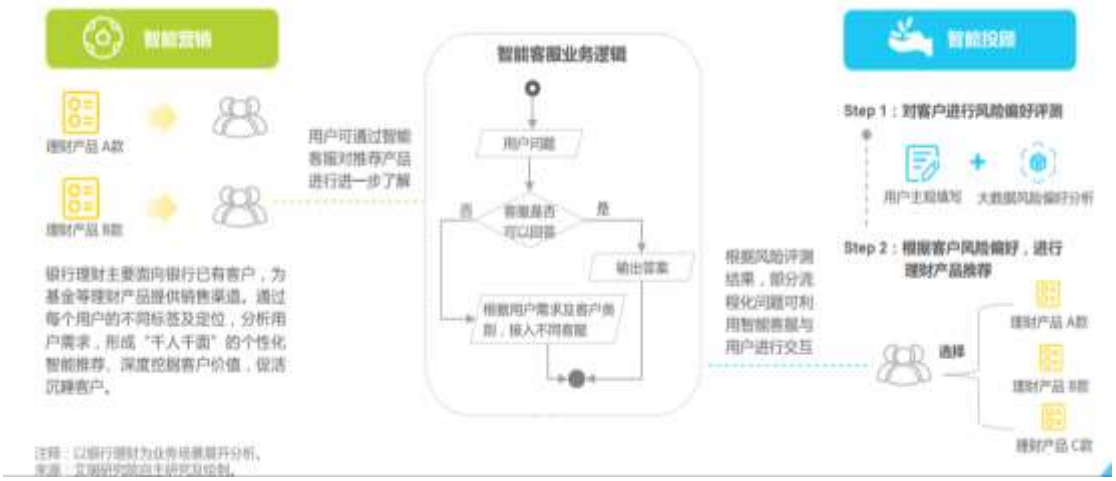
智能理财通过金融科技更高效的触达用户服务用户，加快智能投顾的落地

目前中国在智能投顾方面的落地程度相对落后于美国，由于投顾业务的个性化需求较高， 深度的咨询业务仍需要依靠专业的投资顾问，但传统理财顾问人力不足，无法触达所有人。

技术手段可拓宽理财服务边界直接触达全量的投资者，并提高客观公正度。而算法模型的强化、知识图谱的构建等成为智能投顾突破的关键。

此外，在对客营销方面，智能营销方面的落地情况相对较好，得益于银行的用户数据积累，以及与互联网公司等多方数据的合作，实现用户的深度分析进而让理财产品得到精准化推荐，通过数据分析促活沉睡用户，最大化挖掘用户购买理财产品的潜力。

图26：金融科技赋能理财业务



资料来源：艾瑞咨询,东兴证券研究所

金融科技助力消费金融全业务生命周期的风险管理

消费金融目前主要面临新用户获客成本高，消费者逾期风险等问题。消费金融从业机构可以运用金融科技提升自身的全流程风控能力和老客户运营能力。在用户数据的串联下，消费金融从业机构通过研发大数据分析、生物识别、深度学习等技术可以实现消费金融业务的全生命周期风险管理模式，从而有效提升风控效果、降低逾期风险并提高老用户的复贷率。

图27：消费金融全生命周期风险管理模式



资料来源：艾瑞咨询,东兴证券研究所

金融科技通过全场景数据处理实现保险产品智能化改造

当前民众的保险意识还未完全觉醒， 一方面是由于传统保险代理机制未给用户带来正面影响， 另一方面，保险条款文字说明晦涩难懂，保险行业对用户的教育和渗透程度都不高。因此目前保险企业之间存在激烈的价格战。

金融科技对保险业务的应用主要体现在以云计算与大数据为基础， 构建全域数字化的业务场景， 进而实现从保险产品设计、销售到售后服务的全流程智能化改造。此外，物联网的发展将会从数据获取上打开新的增量空间，让体系更完善，帮助数据更好地助力保险科技落地。

图28：全场景数据赋能保险智能化改造



资料来源：艾瑞咨询,东兴证券研究所

3.3 蚂蚁集团的金融科技技术，产品，解决方案服务体系完备

2016 年金融科技元年之后的 2017 年，蚂蚁集团在公布了自己的“BASIC”战略，即 Blockchain（区块链）、Artificial intelligence（人工智能）、Security（安全）、IoT（物联网）和 Cloud computing（云计算）五大领域构成了蚂蚁集团技术开放的基石。

2018 年蚂蚁集团宣布蚂蚁金融云正式升级为蚂蚁金融科技并全面开放，为行业提供完整的数字金融解决方案，金融安全技术、海量金融交易技术，金融风控技术等数百种技术及数字银行解决方案、数字保险解决方案等行业解决方案向行业开放。

通过蚂蚁集团金融科技平台，金融机构不必搭建服务端硬件环境，可以快速部署网络、存储、数据库等服务。

针对应用的生命周期，金融科技将围绕“金融智能”、“金融安全”、“金融分布式架构”、“移动开发”、“区块链”、“金融分布式数据库”等关键技术，在研发、发布、运维、运营、下线等阶段，帮助金融机构实现快速交付、轻松管理，降低业务启动门槛。

同时，金融科技在“数字银行”、“数字保险”、“数字证券”、“数字监管”等方面提供更多、更优、更专业的行业解决方案，提升数据安全，保障业务稳定，优化数据分析，实现精准营销。

图29：蚂蚁集团金融科技服务体系



资料来源：东兴证券研究所

金融科技的生态体系，涉及到流量获客、场景、数据、技术、资金、牌照等多方资源。未来金融科技 toB 以及 toG 服务发展方向在于平台化和生态化的多位一体服务能力。蚂蚁集团历经互联网金融时代及金融科技时代积累了丰富的资源，目前已经建立了提供基础设施，多机构协作，技术综合赋能的多边生态系统，展望未来，蚂蚁集团在金融科技的发展将一往无前。

4. 风险提示

宏观环境变化、行业监管政策重大变化、BASIC 技术发展不及预期、资产管理风险控制不得当。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	字节跳动：赢在今日头条与抖音的爆款产品力与差异化运营	2020-08-05
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股（0700.HK）：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	小米集团-W（01810）系列报告之一从营销看小米：创新的营销策略为小米手机带来成功	2020-05-27
公司深度报告	阿里巴巴（BABA.N）深度系列报告之二：核心电商业务仍是生态系统基石，下沉市场是重要引流血管	2019-11-01
公司深度报告	猫眼娱乐（01896）深度研究报告：商业模式创新的佼佼者，产业赋能大文娱前景可期	2020-01-13

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机互联网行业首席分析师，博士，2015 年新财富第二名，2018 年万得金牌分析师第一，2019 年加盟东兴证券计算机团队，组织团队专注研究：云计算、信创网安、医疗信息化、工业软件、AI 大数据、车联网、5G 应用、金融科技及数字货币等领域，奉行产业研究创造价值理念。

叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。专注研究海内外云计算产业，新零售、OTT 等高增长领域。

陈宇哲

计算机行业分析师，五年证券从业经验，曾任职东方证券，从事中小市值行业（TMT 方向）研究，2020 年加盟东兴证券研究所。曾获 2018/2019 年财新 II 最佳分析师中小市值第一名/第三名，2018 年第一财经最佳分析师新经济团队第二名。

研究助理简介

禹世亮

武汉大学电子科学与技术学士，清华大学工商管理硕士。本科毕业后在互联网大厂担任产品经理，拥有 5 年完整互联网产品策划、运营及市场营销全周期工作经验。现东兴证券研究所互联网行业研究助理，关注互联网公司商业模式创新及新科技的研究。

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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴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

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上;

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间;

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间;

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上;

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间;

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526