

2020 年 10 月 22 日

蚂蚁集团：成长-边界-生态

万亿蚂蚁与产业链研究深度（一）

► **逻辑一：金融 or 科技公司？考虑监管定位+集团转型路径，蚂蚁为典型科技生态公司，估值中枢超两万亿。**

“金融归金融、科技归科技”是当前监管主基调，此番上市中蚂蚁金服“更名”与监管绿灯（报稿到上会仅 25 天）的默契正是明确信号。未来蚂蚁集团将进一步淡化金融、深耕科技，科技股定位下 2020 年 PE 区间 48-60 倍的，对应市值 2.0-2.5 万亿元，打开蚂蚁生态及金融科技估值天花板。

► **逻辑二：成长边界何在？业务边界将从数字支付/金融外扩，C 端本地生活和 B 端技术输出将是重要方向，美团和京东数科将是微信以外新对手。**

过去蚂蚁专注于数字支付（手续费/备付金利息）和数字金融（撮合小贷、理财、保险技术平台收入），未来集团战略重心将迁移至数字生活，即 C 端全面入局本地生活战略（协同饿了么+口碑+飞猪等），B 端全面开放平台并转向数字经济技术输出。

► **逻辑三：市场空间多大？进入战略 3.0 阶段，四大大赛道：数字支付（千亿级）、数字金融（万亿级）、数字生活（数万亿级）、数字经济（或达数万亿级）齐头并进，形成增长接力。**

2020-2024 的五年维度间，1) 数字支付空间 1060 → 2014 亿元，收入 CAGR 增速为 18%；2) 数字金融空间 0.5 → 1.3 万亿元，小贷/理财/保险收入 CAGR 均低于 45%，转入稳增长；3) 本地生活空间 1.6 → 2.8 万亿元，收入 CAGR 超 100%；4) 技术输出空间对应数字经济升级大势，或超 10 万亿，OB+蚂蚁链领头，后续收入将迎爆发式增长。

► **逻辑四：是否大而不倒？集团业务根基仍是支付，央行数字货币（DCEP）或带来 MO 数字化冲击。**

投资建议：关注三条投资主线，一是蚂蚁集团本身，对应市值 2.0-2.5 万亿元，科技生态新战略下坚定看好集团前景；二是蚂蚁生态，看好 B 端布局下各细分领域桥头堡，推荐金融 IT **恒生电子**和生活支付**朗新科技**（**通信组联合覆盖**）；三是金融科技，恒生电子以外，**宇信科技**、**长亮科技**、**同花顺**均迎景气上行。

风险提示：金融创新政策推进不及预期、创新业务不及预期。

盈利预测与估值

重点公司									
股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)			P/E		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300682.SZ	朗新科技	18.34	买入	1.00	0.64	0.76	0.91	18.34	28.66
600570.SH	恒生电子	96.02	买入	1.76	1.38	1.89	2.64	54.56	69.58
300674.SZ	宇信科技	38.89	买入	0.69	0.96	1.31	1.73	56.36	40.51

资料来源：Wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：

分析师：刘忠腾

邮箱：liuzt1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050001

联系电话：0755-82533391

分析师：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090002

联系电话：

研究助理：吴祖鹏

邮箱：wuzp1@hx168.com.cn

联系电话：

正文目录

1. 资本市场宠儿，蚂蚁万亿市值及支撑因素	5
1.1. 全球金融科技龙头，预计市值万亿起跳	5
1.2. 估值支撑：指标、协同、技术、国际化	6
2. 问题一：关于定位，金融 or 科技公司？	12
2.1. 外部：监管首肯，即判定蚂蚁定位在科技	12
2.2. 内部：业务与战略“去金融化”正在发生	13
3. 问题二：关于成长边界，未来的战场和对手何在？	15
3.1. 格局：当前对手是微信，流量为先 + 金融变现	15
3.2. 未来 C 端：对标美团，入局本地生活挖掘新增量	17
3.3. 未来 B 端：从开放平台到技术输出，vs 京东数科	20
3.4. 以战投结伙伴，金融+生活+技术生态产业链已经形成	23
4. 问题三：关于天花板，蚂蚁产业链的整体空间？	25
4.1. C 端数字支付：消费支付空间巨大，业务空间或超 2000 亿	25
4.2. C 端本地生活：三万亿大赛道，有望催生增量通道费	26
4.3. C 端数字金融：小贷+理财+保险直面万亿级金融平台空间	28
4.4. B 端科技输出：数字经济升级大势，十万亿广阔空间	34
4.5. B 端科技输出：数据库+蚂蚁链+金融云，OB 将打头阵	35
5. 问题四：关注支付根基，是否大而不倒？	40
6. 投资建议：三条主线	43
6.1. 投资蚂蚁本身：估值区间 2.0-2.5 万亿，坚定看好	43
6.2. 投资蚂蚁生态：首推白马恒生与黑马朗新	45
6.3. 投资金融科技：重点关注银行/证券 IT	45
7. 风险提示	46

目录

图表 1	融资及估值时间表	5
图表 2	蚂蚁集团业务版图	6
图表 3	2019 胡润全球独角兽榜 - Top 10 (亿元)	6
图表 4	蚂蚁集团业务亮点	7
图表 5	支付宝 APP 主页	7
图表 6	支付宝 MAU、ARPU 增长趋势	7
图表 7	支付宝用户中使用多种产品的比例	7
图表 8	支付宝股权机构	8
图表 9	阿里巴巴主要生态业务板块	8
图表 10	蚂蚁集团三大金融业务板块布局	9
图表 11	蚂蚁集团技术架构演进	9
图表 12	蚂蚁集团招股说明书节选	10
图表 13	支付宝的“1+9”国际化战略	10
图表 14	蚂蚁集团海外战略布局	11
图表 15	蚂蚁重大事件节点与监管动态	12
图表 16	蚂蚁金服到蚂蚁集团	13
图表 17	蚂蚁集团收入 (亿元)	14
图表 18	蚂蚁金服收入结构变化	14
图表 19	蚂蚁金服三阶段业务发展 (层级示意图)	14
图表 20	金融科技领域的四类主体, 科技生态公司将脱颖而出	15
图表 21	第三方综合支付市场份额 (2020Q1)	16
图表 22	第三方移动支付市场份额 (2020Q1)	16
图表 23	人均单日使用时长亦相对稳定	16
图表 24	中国支付方式使用率	17
图表 25	美国支付方式使用率	17
图表 26	支付业务向其他高毛利金融业务引流	17
图表 27	支付宝 Slogan 变迁史	18
图表 28	支付宝 APP 提供的生态全景	19
图表 29	我国到店 O2O、到家 O2O 模式介绍	19
图表 30	美团与阿里本地生活的流量平台对比	20
图表 31	支付宝开放全域运营	21
图表 32	金融科技技术图谱	21
图表 33	京东数科产业模式图	22
图表 34	《2019 金融科技 100 强》前 50 位	22
图表 35	京东数科研发数据	22
图表 36	战略投资四力模型	23
图表 37	蚂蚁产业链生态伙伴一览	24
图表 38	蚂蚁产业链生态全景	24
图表 39	我国移动支付市场空间万亿元	25
图表 40	纯支付业务空间测算	26
图表 41	本地生活综合服务市场规模及预测 (亿元)	27
图表 42	本地生活: 交付场景结构 (2018 年)	27
图表 43	本地生活 (O2O) 各类服务市场规模及预测 (亿元)	27
图表 44	考虑美团-蚂蚁两强竞争, 测算蚂蚁可能拓展的本地生活市场规模 (亿元)	27
图表 45	以蚂蚁费率估算: 在本地生活各类服务市场的通道费空间 (亿元)	28
图表 46	蚂蚁在本地生活各类服务收入测算 (百万元)	28
图表 47	中国消费贷款余额 (万亿元)	29
图表 48	中国单笔金额低于 50 万元的小微经营者贷款余额 (万亿元)	29
图表 49	小贷业务空间测算	30
图表 50	中国个人可投资资产总额 (万亿元)	31

图表 51	2019 年中国个人可投资资产构成	31
图表 52	2025 年中国个人可投资资产构成	31
图表 53	理财业务空间测算	32
图表 54	中国保险保费规模（万亿元）	33
图表 55	截至 2019 年底保险深度对比	33
图表 56	保险业务空间测算	34
图表 57	中国产业数字化规模及其占 GDP 比重	35
图表 58	2025 年行业数字经济价值（万亿元）	35
图表 59	国内银行核心系统技术架构演进	36
图表 60	分布式核心系统已经在多个维度性能上优于/不亚于集中式核心系统	36
图表 61	0B 创新业务空间测算（金融领域；三年释放周期）	36
图表 62	蚂蚁链取得三项重大成就	37
图表 63	蚂蚁链的连结路径	37
图表 64	传统业务模式下供应链金融市场空间	38
图表 65	区块链赋能模式下供应链金融市场空间	38
图表 66	金融云解决方案细分市场-2019H2	39
图表 67	云解决方案市场细分份额-2019H2	39
图表 68	未来五年周期蚂蚁集团生态产业链整体空间	39
图表 69	支付行业发展五阶段示意图	41
图表 70	2013-2022 年中国第三方产业支付交易规模	41
图表 71	2020Q1 第三方支付市占率	42
图表 72	2013-2022 年中国第三方产业支付交易规模	42
图表 73	央行 DCEP 将逐步介入第三方支付生态，重新赋能产业各环节	43
图表 74	蚂蚁集团成长逻辑及盈利预测（百万元）	44
图表 75	可比公司比较	44
图表 76	蚂蚁生态一览	45
图表 77	金融科技顶层设计概念图	46
图表 78	推荐公司的估值比较	46

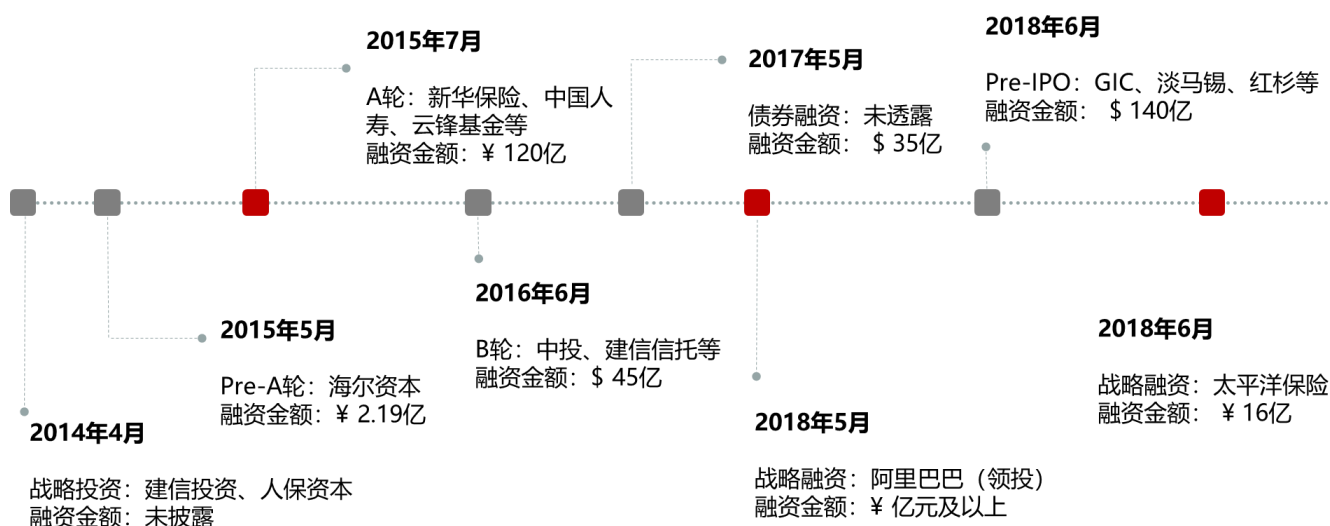
1. 资本市场宠儿，蚂蚁万亿市值及支撑因素

1.1. 全球金融科技龙头，预计市值万亿起跳

起步于支付宝，专注 C 端/ B 端普惠金融解决方案，渐成金融科技全球龙头。蚂蚁集团，即蚂蚁科技集团股份有限公司，起步于 2004 年成立的支付宝。2013 年 3 月支付宝的母公司宣布筹建小微金融服务集团，蚂蚁金服的前身蚂蚁小微金融就此成立。2020 年 7 月蚂蚁金服正式更名为蚂蚁集团，助力金融机构和生态伙伴向“互联网+”转型，为 C 端个人消费者和 B 端小微企业提供普惠金融服务。不仅如此，蚂蚁集团还深耕移动互联、大数据、云计算等前沿技术领域，通过技术输出的形式进一步支撑普惠金融实践。目前，蚂蚁集团已经涵盖了支付宝、余额宝、招财宝、蚂蚁聚宝、网商银行、蚂蚁花呗、芝麻信用等子业务板块，成为全球范围内的领先的金融科技企业。

“科技流量+ 金融变现”商业模式成为标签，资本市场宠儿，估值万亿起跳。过去十余年间，蚂蚁集团在金融科技领域快速崛起，科技流量与金融变现相结合的商业模式获得了资本市场的极大青睐。回溯历史，蚂蚁于 2015 年 7 月进行 A 轮融资，筹 18.5 亿美元（约 144 亿港元），市场估算其当时估值超过 450 亿美元；此后，公司于 2016 年 4 月进行 B 轮融资，规模达到 45 亿美元，估值为 600 亿美元（约 4680 亿港元）；2018 年，公司进行 Pre-IPO 轮融资，从最初的 50 亿美元一直升高至 100 亿美元，并最终于 2018 年 6 月达成，创造迄今为止全世界最大的单笔私募融资，投后估值 1556 亿美元，即保守估计市值已超万亿元人民币。另一方面，近期发布的《2019 胡润全球独角兽榜》显示蚂蚁集团被评价为世界上最有价值的金融科技公司，并侧面验证其估值确实已经达到万亿级人民币，几乎两倍于第 2 名的字节跳动。

图表 1 融资及估值时间表

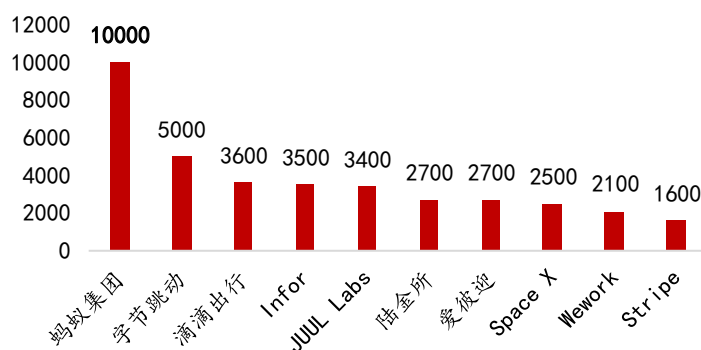


资料来源：亿欧、华西证券研究所

图表 2 蚂蚁集团业务版图



图表 3 2019 胡润全球独角兽榜 - Top 10 (亿元)



资料来源：公开资料、华西证券研究

资料来源：2019 胡润全球独角兽榜、华西证券研究

更重要的是，当前时点来看，蚂蚁集团的 IPO 计划正在吸引全球范围内的更多投资者。根据上证报，包括阿布扎比投资局（ADIA）、新加坡政府投资公司（GIC）、加拿大养老基金投资公司（CPPIB）在内的多家国家主权财富投资基金已明确表达参与战略配售的意向。我们认为，基于蚂蚁集团 A+H 发行的设计及科创板的战略配售安排惯例，海外巨无霸机构的积极参与无疑将进一步推高蚂蚁集团的估值水平。

1.2. 估值支撑：指标、协同、技术、国际化

我们认为，集团万亿市值的背后，资本市场的信心主要来源于四方面：业务指标、生态协同、技术优势、未来国际化空间。

一、指标：坐拥支付宝这一国民级支付入口。支付宝是蚂蚁集团的核心资产，过去十余年间，支付宝持续升级创新，已经成为涵盖数字支付、数字金融和数字生活服务在内全方位服务的平台。就经营数据而言，支付宝已经成为名副其实的国民级 APP：

- 超过 10 亿的年度活跃用户
- 其中 7.11 亿为月度活跃用户
- 超过 8,000 万的月度活跃商家
- 大约 7.29 亿的数字金融活跃用户
- 超过 2,000 家的合作金融机构
- 高达 118 万亿元的年度支付交易规模

图表 4 蚂蚁集团业务亮点



资料来源：招股说明书、华西证券研究

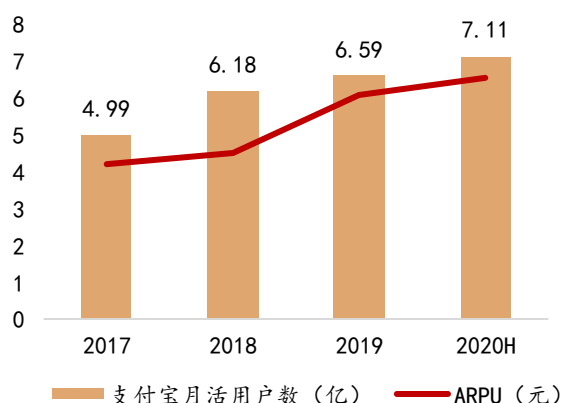
图表 5 支付宝 APP 主页



资料来源：招股说明书、华西证券研究

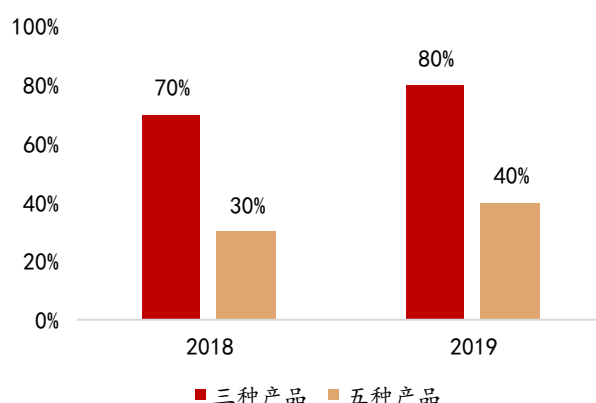
除此之外，还应当关注支付宝的两方面亮点：1) 产品（小程序）全面覆盖生活场景。目前支付宝已经渗透至国民经济、生活的方方面面，APP 涵盖了超过 1,000 种日常生活服务，以及超过两百万个小程序。2019H1-2020H1 期间，集团用户中超过 60% 通过支付宝 APP 获得生活服务。2) 产品之间交叉引流，粘性渐强。支付宝使用 3 种、以上产品的客户占比从 2018 年的 70% 提升至 2019 年的 80%，使用 5 种以上产品的客户占比从 2018 年的 30% 提升至 2019 年的 40%，粘性持续提升。此外，按月活跃客户测算的 ARPU 也从 2017 年的 131 元逐步提升至 2020H1 的 204 元（年化）。

图表 6 支付宝 MAU、ARPU 增长趋势



资料来源：招股说明书、华西证券研究

图表 7 支付宝用户中使用多种产品的比例



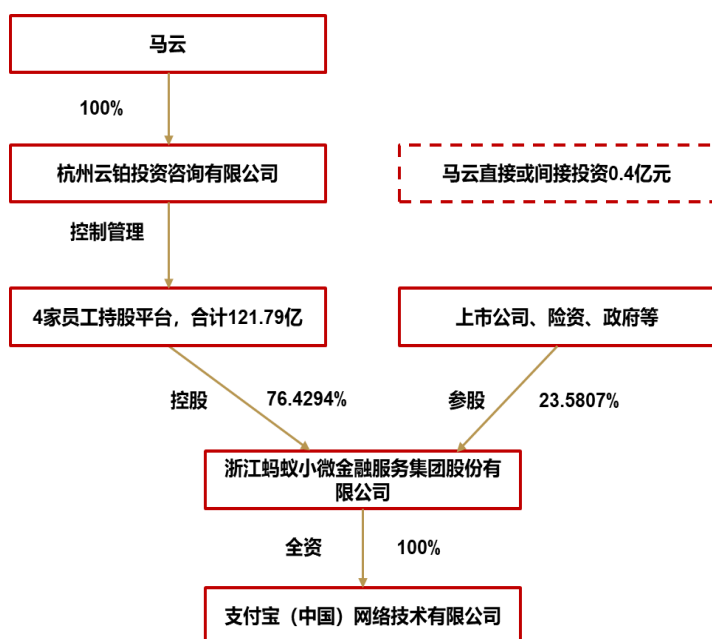
资料来源：招股说明书、华西证券研究

二、协同：背靠阿里资源，金融 & 生活全生态铺开。阿里集团本身场景极其丰富，包括线上零售的淘宝、天猫；本地生活 O2O 的饿了么、口碑、盒马等；B2B 的 1688；传媒娱乐的优酷、虾米；企业服务的钉钉等等。根据阿里巴巴最新财报中的披露，集团整体 GMV 已经达到人民币 7 万亿元，突破 1 万亿美元。支付宝作为阿里集团

核心支付入口，是蚂蚁集团的核心资产，最早起步于淘宝的交易平台，现在已经不断发展拓展至更多的外部金融、生活场景。

尽管从股权上来看，目前蚂蚁集团和阿里已经没有直接联系，蚂蚁集团的实际控制人是马云，阿里巴巴的实际控制人是阿里合伙人，而马云是阿里的永久合伙人。即蚂蚁金服由马云直接控制，阿里巴巴是马云可以间接控制。但是从业务的角度来看，两者具有千丝万缕的联系，不但共享生态流量，同时还互为护城河。正如此前蚂蚁集团回复上市首轮问询函称，其年度活跃用户超过 10 亿，而阿里巴巴集团中国零售市场年度活跃用户已超过 7.4 亿，双方均覆盖了中国绝大多数互联网用户，客户基础天然重合，在客户基础方面公司不存在对阿里巴巴集团的依赖。未来蚂蚁集团将和阿里巴巴集团会保持高度战略协同，但双方各自独立开展业务。

图表 8 支付宝股权结构



资料来源：招股说明书、华西证券研究

图表 9 阿里巴巴主要生态业务板块



资料来源：阿里巴巴官网、华西证券研究

三、技术：转向技术输出，BASIC 全面领跑。数字金融是集团重要的利润贡献项，也是支付流量入口最优的变现渠道。但近年严控金融风险的政策环境下，蚂蚁集团的金融变现模式已经受到较大约束，例如支付“断直连”、货基限制规模、现金贷资产回表被限制杠杆等。更重要的是，高层对非金融公司控股金融集团的交叉风险已经开始警惕，根据央行《金融控股公司监督管理试行办法（征求意见稿）》，实质控制两个或以上金融机构的非金融企业，在满足特定条件下应当设立金融控股公司（实控含银行且金融机构总资产规模大于 5000 亿，或实控不含银行且金融机构总资产规模大于 1000 亿）。强监管背景下，作为金控集团的监管必将增加合规成本，同时消费贷、余额宝等部分核心业务增长也将受限。在这一背景下，蚂蚁集团在全面拥抱金融牌照后重新回归科技，加强技术输出服务。2017 年 10 月，蚂蚁正式披露其 BASIC 科技战略（Blockchain 区块链、AI 人工智能、Security 安全、IoT 物联网、Cloud 金融云），并在此基础上，延伸出风控、信用和连接的三大能力，对金融机构和广大合作伙伴开展技术能力输出。

据亿欧咨询，蚂蚁集团在对外输出技术服务前，技术架构已经经过数次更迭升级，技术储备极具领先性：

➢ 2003-2006 年支付宝的主要客户是淘宝，当时采用的技术架构是支付宝第一代技术架构，业务系统间相互独立，且对新增业务的承载能力较差。

➢ 2007-2009 年支付宝业务开始向外拓展，搭建分布式架构和底层服务架构，将业务板块拆分并且可以实现资源调配。

➢ 2010 年至今受到淘宝双十一影响，蚂蚁集团技术架构面临的挑战加剧，为了缓解交易峰值剧增为系统和数据库带来的压力，同时加大系统的可拓展性，蚂蚁集团在二代技术架构的基础上将系统升级为云服务平台。

➢ 目前已在研发的第四代架构，预计会更适应数据的开放、互联和全球化。

图表 10 蚂蚁集团三大金融业务板块布局



图表 11 蚂蚁集团技术架构演进



资料来源：清科私募通、华西证券研究所

资料来源：亿欧智库、华西证券研究所

四、国际化：科技战桥头堡，全球化先驱。根据招股说明书的披露，当前跨境支付和商户服务已经成为集团重点发展战略之一。从 2015 年左右，蚂蚁集团就开始在海外布局支付业务，投资当地支付公司以帮助本土企业打造“支付宝”，足迹广至印度、泰国、孟加拉、韩国、缅甸、巴西等地。目前在集团全资子公司中，API(Hong Kong)、ANTKBW、Antfin(Nether lands)、Alipay(Hong Kong)的主要业务都是投资管理，Ant International 则为境外融资及境外员工激励平台，Alipay Singapore E-Commerce 则负责跨境数字支付与商家服务。后续，蚂蚁集团将把 IPO 募资所得的 40%用于研发，30%用于扩大用户群和产品种类，10%用于打造国际业务。

值得注意的是，当前支付宝的“出海”战略，首先从“一带一路”沿线开始，逐渐形成了所谓的“1+9”全球化战略模型。具体包括：泰国 TrueMoney、菲律宾 GCash、马来西亚 Touch ‘n Go Digital (TnGD)、印尼 DANA、印度 Paytm、巴基斯坦 Easypaisa、孟加拉国 bKash、韩国 kakaopay、中国香港 AlipayHK，其中包含东南亚 4 个、南亚 3 个本地钱包。我们认为，蚂蚁集团已经具备了跨境支付的技术基础、业务通路和牌照许可，未来集团有望依托本地电子钱包作为“节点”、跨境支付作为“通路”，构建全球范围的支付网络，进而组成全球范围的服务网络，业务想象空间巨大。

图表 12 蚂蚁集团招股说明书节选

Alipay Singapore E-Commerce Private Limited (「Alipay Singapore」)	跨境数字支付与商家服务	100.00%	2010年1月5日，新加坡
Alipay (Hong Kong) Holding Limited (「Alipay Hong Kong」)	境外业务平台及股权投资平台	100.00%	2014年2月24日，中国香港
API (Hong Kong) Investment Limited (「API Hong Kong」)	境外股权投资平台	100.00%	2014年7月23日，中国香港
ANT KBW Investment Limited. (「Ant KBW」)	境外股权投资平台	100.00%	2015年8月6日，英属维尔京群岛

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图表 13 支付宝的“1+9”国际化战略



资料来源：Euromonitor、ITU、华西证券研究所

图表 14 蚂蚁集团海外战略布局

海外品牌	战略推进明细
Ascend Money 泰国	2016 年 11 月，蚂蚁集团与泰国支付企业 Ascend Money 签订战略合作协议。后者是泰国企业集团 Charoen Pokphand 的子公司，提供电子支付服务和小额贷款，帮助 Ascend Money 发展其在泰国的数字和线下支付及金融服务业务。据 CNBC 报道，蚂蚁集团当时计划持有 Ascend Money 20% 的股份，并有进一步购买 10% 股份的选择权。
bKash 孟加拉国	2018 年 4 月 26 日，孟加拉国最大的移动支付公司 bKash 和蚂蚁集团宣布达成战略合作。bKash 成立于 2010 年，是孟加拉国最大的电子钱包。双方战略合作后，bKash 引入了包括二维码支付在内的中国式移动支付解决方案，用户数已从 3000 万增长到 5000 万。2020 年疫情期间，超过 150 万的孟加拉纺织工人应用蚂蚁集团的生物识别技术实现远程开户，首次用手机领到了政府津贴。另外，bKash 通过和当地政府合作，新推出了免费健康险、在线发工资和助学金等一系列零接触数字服务。
DANA 印度尼西亚	2017 年 4 月，印尼媒体和科技巨头 EMTEK Group 与蚂蚁集团宣布成立合资企业，共同推出数字支付服务 DANA，并作为当地第二大聊天工具——Blackberry Messenger (BBM) 的付款平台。DANA 的 CEO Vincent Henry Iswaratioso，此前是支付宝印尼的董事及国家主管。2020 年 7 月，据彭博社报道，DANA 与印尼本地支付公司 OVO 已接近完成合并，将成为印尼市场份额第一的支付工具。
EasyPaisa 巴基斯坦	2018 年 3 月，挪威 Telenor 集团与蚂蚁集团联合达成战略合作伙伴关系。蚂蚁集团出资 1.845 亿美元购入前者在巴基斯坦的子公司 TMB (Telenor Microfinance Bank) 45% 的股权。TMB 是当地一家小微金融银行，TMB 的母公司 Telenor 集团 (挪威电信) 是一家跨国电信运营商。Easypaisa 最早在 2009 年由 TMB 推出，能实现转账、水电煤缴费、话费充值等基础支付服务。
eMonkey 越南	2019 年 12 月，路透社报道蚂蚁集团秘密收购了越南电子钱包 eMonkey 的股份，消息人士称蚂蚁集团在 eMonkey 的占股比重不超过 50%，但将对其产生重大影响，蚂蚁集团将对 eMonkey 进行技术支持。eMonkey 母公司 M-Pay Trade 成立于 2008 年，2016 年获得越南国家银行 (SVB) 的第三方支付服务授权。2019 年 11 月，电商平台 Lazada 接入 eMonkey 作为支付选项之一。
GCash 菲律宾	2017 年 2 月，蚂蚁集团对菲律宾电信运营商 Globe 的金融科技子公司 Mynt 进行投资，使得蚂蚁集团占重大非控股股权，持有 Mynt 公司 45% 股份。Mynt 的业务包括小额支付和在移动设备上提供的贷款服务，这些领域和蚂蚁金融有很多相似之处。同时，蚂蚁集团还将利用其技术升级 Mynt 旗下的 GCash 服务。Mynt 的前首席执行官 Anthony Thomas 称，“蚂蚁集团为我们带来的是一个平台，当我去全球找商户时，我是作为与蚂蚁集团相连的一员去的，这就形成了一种网络效应，使我们对商户的吸引力大增。”
Paytm 印度	蚂蚁集团 2015 年首次入股 Paytm，并在 2017 和 2019 年两次加注，目前持股比例达 30.33%，已成为后者母公司 One97 Communication 的单一最大股东。经过五年多的时间，移动支付已成为印度人的生活日常：印度所有城市已经可以用 Paytm 缴纳水电煤、Paytm 线下商户覆盖已经达到 1400 万，在餐厅、加油站、杂货铺，大街小巷到处可见贴着二维码的“印度码商”，基于印度特色，他们还开发出黄金版“余额宝”（一个卢比买黄金），黄金版“余额宝”的用户数也超过了 4500 万。
Touch'n Go eWallet 马来西亚	2017 年 7 月 24 日，蚂蚁集团与马来西亚联昌国际银行 (CIMB) 旗下的 Touch'n Go (TnG) 公司组建合资公司 TnGD (Touch'n Go Digital)，为当地用户提供电子钱包服务。TnG 公司占 51% 股份，蚂蚁集团占 49%。TnG CEO Nizam (Syahrudin Samsudin) 出任新公司的 CEO，而蚂蚁则派出了熊务真出任 CTO。
Wave Money 缅甸	2020 年 5 月 18 日，蚂蚁集团和缅甸移动金融服务业领跑企业 Wave Money 达成战略合作。Wave Money 是挪威 Telenor 集团和佑玛集团共同成立的合资企业。佑玛集团公告显示，蚂蚁集团将出资 7350 万美元成为 Wave Money 的非控股股东。作为缅甸首家移动支付金融服务商，Wave Money 在缅甸城乡运营了 5.7 万多个网点“Wave Shop”，覆盖近九成乡镇一级行政区划，Wave Money 用户数已达 2100 万，占缅甸人口近 40%。
KakaoPay 韩国	2017 年 2 月，蚂蚁集团对韩国支付钱包 Kakao Pay 注资 2 亿美元，并成为了其战略合作伙伴。Kakao Pay 是韩国互联网巨头 Kakao 集团旗下的支付服务，于 2017 年 1 月从公司业务中独立出来，服务范围从支付扩展到账单支付和汇款。双方表示，蚂蚁金融与 Kakao Pay 的战略合作，将支付宝电子钱包共 3.4 万家商户并入 Kakao Pay 系统中，增加接受移动支付商户数量，为中国游客和当地消费者提供更多使用移动支付的机会。

资料来源：公开资料、华西证券研究所

2. 问题一：关于定位，金融 or 科技公司？

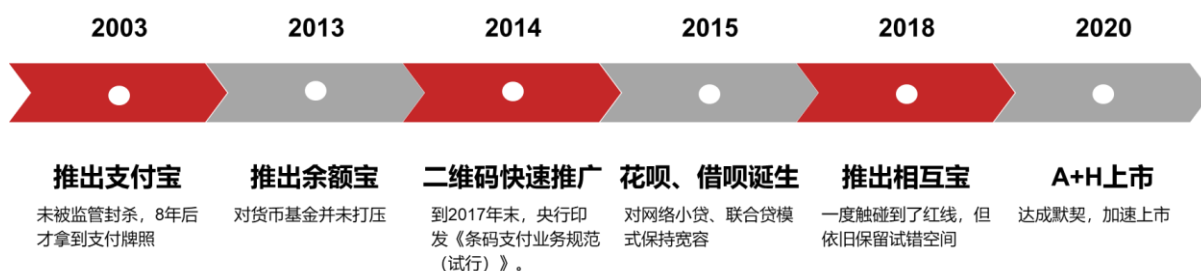
身为国内乃至金融科技行业的领军，蚂蚁集团存在一个关键的争论是：到底是具备浓厚科技属性的金融公司，还是强于金融变现的科技公司？我们认为答案就是后者。

2.1. 外部：监管首肯，即判定蚂蚁定位在科技

回顾历史，蚂蚁成长为巨无霸并在 A 股上市，监管的指引不容忽视。蚂蚁的成长史就是我国金融科技的演进史，其中除了阿里巴巴及蚂蚁集团的自身技术、业务创新，也离不开外部的监管创新，既没有一禁了之、堵死创新的空间，也没有放任自流、引发乱象。

- **2003 年：**淘宝首推支付宝服务，分拆独立后迅速壮大。在此期间传统金融机构对第三方支付平台的安全性及合规性“讨伐声”不断，但央行层面顶住压力，积极引导业态合规发展，并在约 8 年后首次发放第三方支付牌照。
- **2013 年：**蚂蚁在支付宝的基础上重磅推出余额宝，引起极大争议。但监管部门同样没有一禁了之，默许状态一直持续至 2017 年 9 月 1 日证监会发布《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》。
- **2014 年：**在蚂蚁的主导下，二维码支付开启迅速扩张。尽管央行在初始阶段基于安全性考虑采取一定干预，但在充分征求意见后重新转为开放态度。2017 年末，央行印发《条码支付业务规范（试行）》。
- **2015 年：**消费贷产品花呗、借呗诞生，从初始的网络小贷模式到后期的联营贷款模式，均具有较大开创性，监管部门亦选择了包容，极大催生现金消费贷市场的蓬勃发展。
- **2018 年：**蚂蚁推出的“相互保”迅速爆红，推广初期，产品创新曾一度触碰监管红线，而后几经整改成为“相互宝”，尽管仍不乏争议，但监管部门顶住压力继续留出试错空间，间接加速了互联网保险的普及。

图表 15 蚂蚁重大事件节点与监管动态



资料来源：公开资料、招股说明书、华西证券研究所

当前时间点来看，在监管最终首肯蚂蚁上市之际，双方达成的最重要的默契、最关键平衡是什么？我们认为，一言以蔽之：**金融归金融、科技归科技。**

1) 本次蚂蚁上市事件中，首先要看到蚂蚁的改变，即顺应“去金融化”趋势。2020 年 6 月 22 日，经国家市场监督管理总局核准，蚂蚁的全称从“浙江蚂蚁小微金融服务股份有限公司”改为“蚂蚁科技集团股份有限公司”，并成功办理工商变更登记。不难发现，其中最关键之处在于——去“金融”，变“科技”。事实上，这一变化

与近两年互联网巨头的“去金融化”大趋势中其实一脉相承。我们认为，此前蚂蚁已经凭借技术与流量的巨大优势，在金融服务领域当仁不让的巨无霸——业务涉及支付、银行、消费信贷、保险、基金、征信、评级等。但在未来，顺应监管要求，专注产业数字化技术升级将成为主要发展方向。

2) 另一方面，蚂蚁转变的同时，我们也要看到监管的绿灯，见证蚂蚁速度。自2020年7月20日，公司宣布启动在A股科创板和H股寻求同步发行上市的计划之后，IPO进程正在以超出市场预期的速度推进。8月14日，浙江证监局官网正式披露了蚂蚁集团辅导备案公示文件。而9月18日晚间，上交所官网显示蚂蚁集团成功过会。即从正式递交申报稿到上会，蚂蚁集团用时25天，速度仅次于中芯国际。一般“独角兽”属性的科技类企业，其上市辅导期最短可在3个月之内完成，随后便可正式向上交所递交上市申请，但此次蚂蚁集团的IPO推进还可能在此基础上大大提速，可见监管的绿灯姿态。10月21日，证监会发文称同意蚂蚁集团科创板首次公开发行股票注册，正式跨过最后门槛。判断蚂蚁集团将可能在11月上旬完成A+H股的两地同步发行并正式挂牌上市。

图表 16 蚂蚁金服到蚂蚁集团

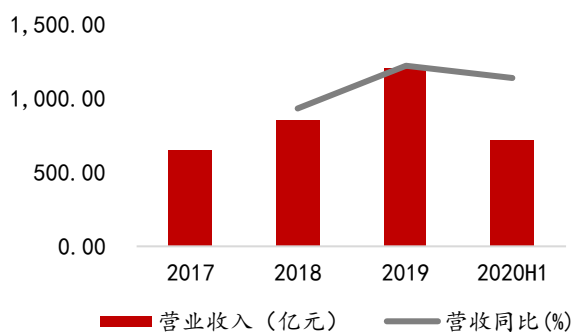


资料来源：公开资料、华西证券研究所

2.2. 内部：业务与战略“去金融化”正在发生

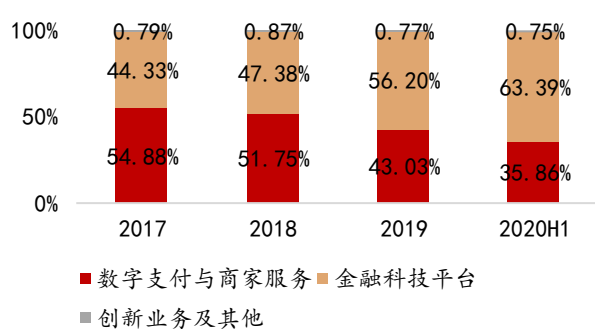
营业收入快速增长已破千亿，业务结构持续变化。借助支付宝前期积累的海量用户以及阿里系电商的导流，加上多元化金融业务的拓展，2019年公司营业收入已破千亿，达到1206.18亿元，同时实现净利润169.57亿元。2020H1公司继续高歌猛进，半年报营收同比大增38.04%至725.28亿元，净利润更是大增1,459.75%至212.34亿元。在业绩高速增长的同时，利润兑现愈发强劲，这背后正是业务结构的持续变化。过去四年间，金融型的支付业务占比已经由54.88%持续降低为35.86%，与此相对应，金融科技型的技术平台业务则从44.33%持续高走至63.39%，业务中心的发生明确迁移，也从侧面印证了公司的科技成长路径。

图表 17 蚂蚁集团收入（亿元）



资料来源：招股说明书、wind、华西证券研究所

图表 18 蚂蚁金服收入结构变化



资料来源：招股说明书、wind、华西证券研究所

整体来看，自借助阿里电商体系形成流量基础以来，蚂蚁集团的战略重心可以简化为三个主要阶段：

- 1) 首先是专注数字支付业务的起步阶段，盈利主要来自支付及提现手续费和备付金利息；
- 2) 此后发展重心逐步转向数字金融（小贷、理财、保险）业务，余额宝、现金贷等产品带来金融变现盈利；
- 3) 目前已经进入数字生活为核心的业务阶段，基于本地生活的场景拓展以及配套的 B 端技术输出将成为新的盈利增长点。

图表 19 蚂蚁金服三阶段业务发展（层级示意图）



资料来源：公开资料、华西证券研究所

未来，在金融强监管的背景下，科技公司的业务“去金融化”具有巨大的想象空间，而蚂蚁集团专注生态布局 and 科技输出的战略也将得到强化与推进。据商业模

式和目标客群，典型的金融科技类公司分成四类，即科技生态公司、金融 IT 公司、互联网金融服务公司以及金融科技子公司，其中：1) **科技生态公司**：依托互联网平台切入金融服务领域；2) **金融 IT 公司**：通过服务外包或者技术输出的形式为金融机构提供信息化的产品或服务；3) **新型金融服务公司**，依托新兴技术手段或者差异化的客户定位切入到某一特定的金融服务领域；4) **传统金融机构的科技子公司**：传统金融机构的科技子公司，从传统金融机构的科技部门独立而来。

尽管背景各异，但四类公司都是立足科技，继而赋能金融。蚂蚁集团坐拥强大的 C 端流量和顶配的技术实力，本身就是科技生态公司的佼佼者，而随着其当前战略核心从“数字金融”向“数字生活”迁移，未来的科技定位将愈发清晰，并逐渐与其它三类机构形成鲜明差异。

图表 20 金融科技领域的四类主体，科技生态公司将脱颖而出



资料来源：公开资料、华西证券研究所

3. 问题二：关于成长边界，未来的战场和对手何在？

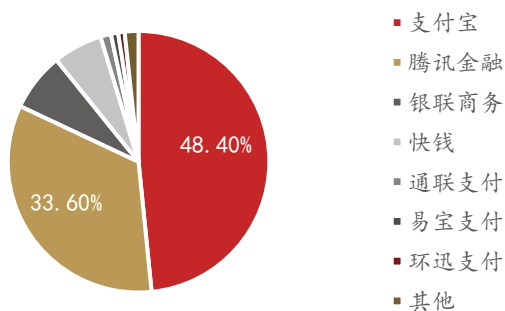
3.1. 格局：当前对手是微信，流量为先 + 金融变现

尽管战略重点呈现阶段性迁移特征，但数字支付始终是蚂蚁集团的核心基石、也是整个生态体系的支撑。就当前第三方移动支付的竞争格局来看，已经形成支付宝（阿里）、财付通（微信）的双寡头格局，格局基本稳定。根据易观智库，截至2020Q1 第三方移动综合支付市场中支付宝和财付通两大巨头的市占率分别为 48.4%和 33.6%，而在第三方移动支付领域，二者市占率分别为 55.0%和 38.9%，合计已经达到 93.9%。

“场景 * 频率=流量”是第三方支付的核心业务逻辑。基于这一业务逻辑，支付宝和财付通分别依托阿里和腾讯的巨大流量基础，通过提供 C 端支付（钱包）功能和丰富的小额高频零售场景实现巨大交易量以及较强客户粘性。在这一业务逻辑中，互联网电商巨头和社交巨头的平台流量优势被无限放大，双寡头的格局可谓顺理成章。

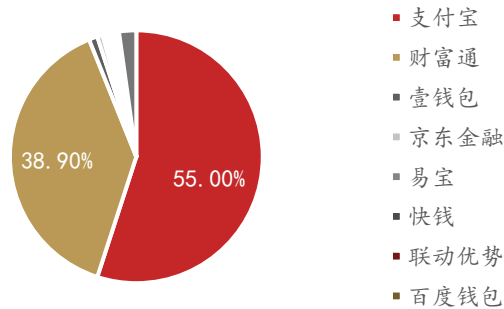
值得注意的是，2017-2018 年监管政策影响平稳后，目前支付宝和财付通的业务均步入平稳发展阶段，连续 7-8 个季度无明显变动，格局处于相对稳定的状态。两大巨头分别背靠电商场景和社交场景，通过线上和线下支付业务的协同推进，形成稳定的行业格局，预计在先发优势和客户粘性作用下，未来行业马太效应仍将持续。

图表 21 第三方综合支付市场份额（2020Q1）



资料来源：易观智库、华西证券研究所

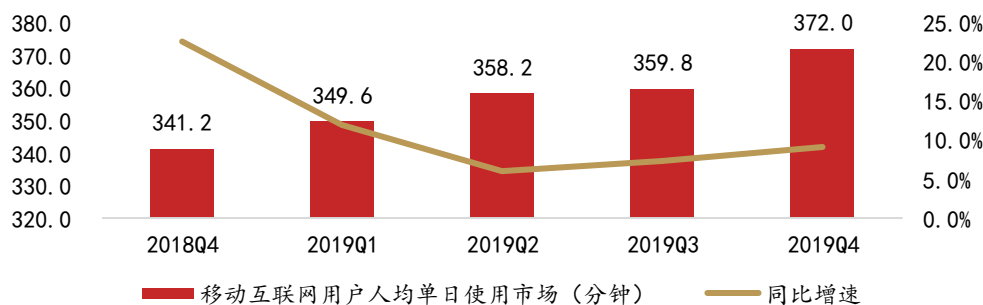
图表 22 第三方移动支付市场份额（2020Q1）



资料来源：易观智库、华西证券研究所

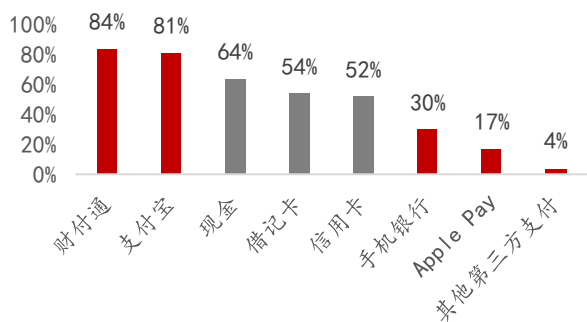
规模边际增长趋缓，传统“纯支付”的增长进入瓶颈期。从收入来看，第三方支付机构的收入主要来自手续费（含分润），但当前用户规模增速逐步下降，同时费率提升空间有限，判断手续费增长将进入瓶颈期。1）规模的角度来看，国内移动互联网用户数量和使用时长增长已经趋缓，支付类客户引流的潜在空间随之收窄。根据 QuestMobile 数据，2019 年以来移动互联网活跃用户及用户使用时长增长均出现明显下滑，移动用户渗透率提升有限。不仅如此，从支付渗透率看，国内第三方支付移动支付渗透率已处于较高水平。Bain 咨询披露的 2018 年数据来看，美国的仍是以信用卡、现金和借记卡作为主流支付方式，而国内则完全习惯第三方支付移动支付，支付宝和财付通已经融入生活。相比而言我国的电子渗透空间反而有限。2）费率的角度来看，相较于整体规模和渗透率提升，高市占率、高议价带来的费率提升仍是可能方向。相对于收单机构，第三方支付机构的市场份额集中，头部机构有很强的议价能力。双寡头格局下，支付宝和财付通的市占率分别为 55.0%和 38.9%，寡头的议价能力可能带来手续费分成比例的提升。但值得注意的是，若不考虑合谋的可能性，双方持续博弈的背景下，支付宝单独、大幅改变费率的可能性较为有限。

图表 23 人均单日使用时长亦相对稳定



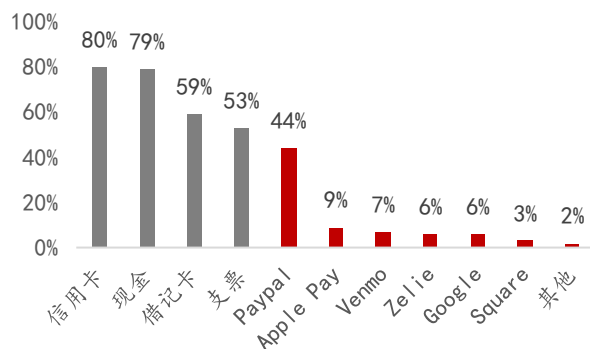
资料来源：QuestMobile、华西证券研究所

图表 24 中国支付方式使用率



资料来源：Bain、华西证券研究

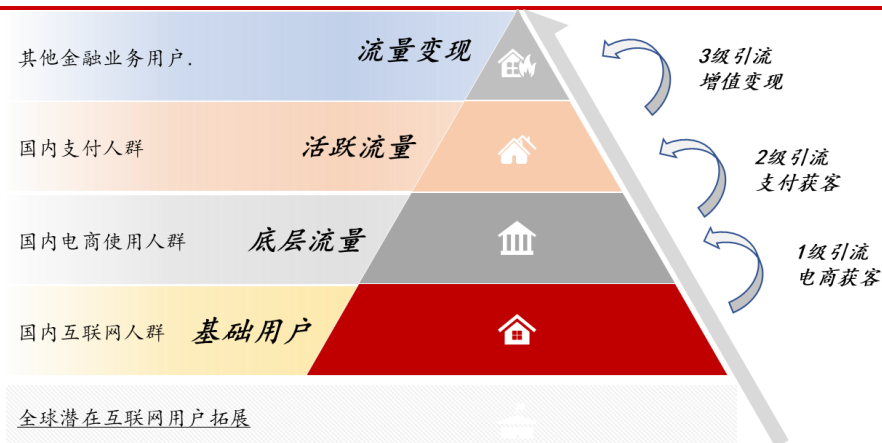
图表 25 美国支付方式使用率



资料来源：Bain、华西证券研究

支付瓶颈期后，数字金融增值服务逐渐成为新的增长极。自身手续费分润外，支付业务的更重要作用在于能够发挥金融增值业务的入口作用，实现金融变现，这也是集团第二阶段战略发展的核心，通过向跟高毛利的金融业务二次引流，普惠金融三驾马车：小贷、理财、保险正在为公司创造持续的利润贡献。

图表 26 支付业务向其他高毛利金融业务引流



资料来源：公开资料、华西证券研究

3.2. 未来 C 端：对标美团，入局本地生活挖掘新增量

支付宝成立至今，其战略重心也在不断发生变化，我们认为新 Slogan 的加入正是战略意图的侧面印证，可以以管窥豹，展现蚂蚁当前的战略意图。复盘过去的 Slogan 可知：

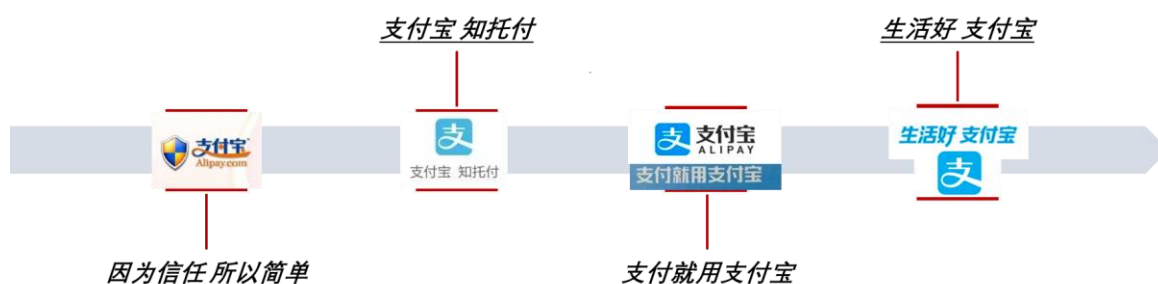
2004 年：“因为信任，所以简单”。初始阶段，支付宝最大的价值在于为淘宝网上提供担保交易服务，因此以“信任”为卖点布局电商支付最为恰当。

2011 年：“支付宝，知托付”。2011 年是互联网金融全面开启的年份，支付宝的定位从支付“信任”延伸至资金管理的“托付”，正是为后续“花呗”、“借呗”等金融增值业务进行铺垫。

2017 年：“支付就用支付宝”。腾讯在 2016 年借助“红包”全面入局移动支付市场，支付宝被动将重心暂时“回迁”支付领域，重新开始夯实支付根基。

2020 年：“生活好，支付宝”。2020 年 3 月，支付升级改版，定位由金融支付平台全面升级为数字金融开放平台。“生活好”不但指在 C 端全面推广本地生活服务、强化客户粘性，同时也指在 B 端通过开放平台运营和技术输出帮助商户进行数字化升级转型。

图表 27 支付宝 Slogan 变迁史



资料来源：公开资料、华西证券研究

值得注意的是，蚂蚁集团推出“生活好，支付宝”的新 Slogan，背后释放的信号正是全面迎击美团、角力本地生活的信号。在 2020 年 3 月举办的支付宝合作伙伴大会，支付宝宣布由“金融支付平台”升级为“数字生活开放平台”。此次的升级改版中，支付宝在 C 端界面更加突出生活服务化入口，同时引入 AI 算法相关的个性化推荐功能，强化本地生活功能使用体验。

改版后的支付宝 App，在首页的醒目位置添加了“饿了么”（外卖）、“口碑”（美食/玩乐）、酒店出游（“飞猪”）、电影演出（淘票票）、市民中心等五大生活服务模块，其中“饿了么”、“口碑”、市民中心三个模块不可删除或移动。我们认为，支付宝的改版意味着其定位由之前的支付工具产品，调整为提供生活服务的基础设施平台，换言之，支付宝将“亲自下场”本地生活，带领饿了么、口碑、飞猪等品牌迎战美团这一本地生活龙头。

图表 28 支付宝 APP 提供的生态全景



资料来源：蚂蚁集团招股说明书、华西证券研究

聚焦 C 端的本地生活新赛道：所谓本地生活服务，指本地生活 O2O，指在同一城市，为满足居民日常生活需求提供商品或服务的商业模式，必须同时涉及线上线下流程（包括但不限于预订、支付、下单），且商品交易与服务产生的场所必须在本本地。

按照商品/服务交付的场景不同，本地生活 O2O 可以分为到店和到家两类。1) 到店 O2O 聚焦店铺中的商品/服务交付。消费者通过线上平台在线购买并支付/预订某类商品/服务，体验/消费在线下店中完成。到店 O2O 包括线上餐饮（不含外卖），商超，到店洗衣，到店美容美护，线上休闲娱乐，线上婚庆，线上亲子，线上教育，线上电影。2) 到家 O2O 聚焦上门商品/服务交付，商品交付/服务产生的场所在社区（包括商区、校区）之内，且必须同时涉及线上流程及线下产品消费或服务体验。到家 O2O 包括餐饮外卖、家政维修、上门美护、送洗服务、商超宅配服务。

图表 29 我国到店 O2O、到家 O2O 模式介绍



资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

当前本地生活流量角逐中，美团居于领先地位：美团外卖和大众点评的月活合计 1.1 亿，而美团 APP 整体月活数更是达到 2.6 亿。相较而言，阿里系本地生活三大 APP 的月活数算数加总合计仅为 1 亿，差距较大。随着支付宝全面下场对接，其超过

6 亿（目前已经超过 7 亿）将赋予阿里本地生活极大的流量支持。此前支付宝对饿了么高达 48%的新客贡献已经验证了支付宝为阿里本地生活业务导流的有效性。

图表 30 美团与阿里本地生活的流量平台对比

	流量平台	业务	月活数（万）
美团本地生活	美团外卖	外卖	5211
	大众点评	到店餐饮 & 酒店旅游	5962
	美团外卖	综合生活服务	26254
	微信	社交及支付	94498
阿里本地生活	饿了么	外卖	4712
	口碑	到店餐饮	2532
	飞猪	酒店旅游	2494
	支付宝	支付及生活服务	64551

资料来源：招股说明书、公开资料、华西证券研究

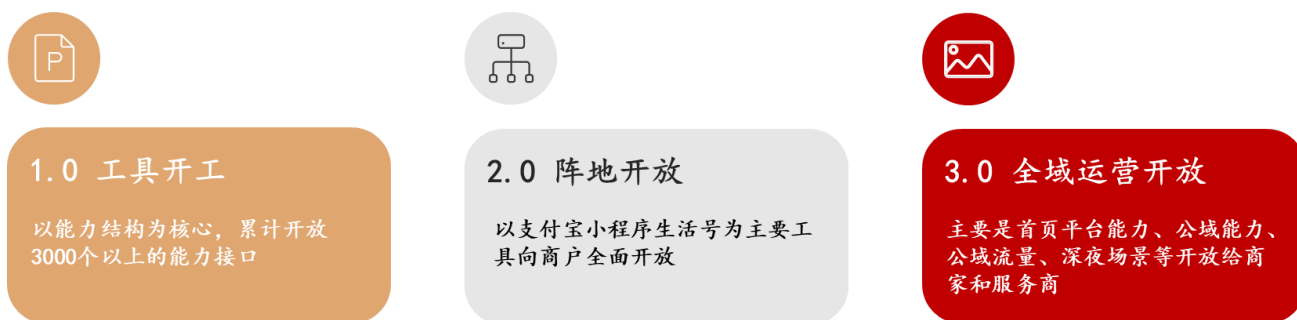
备注：考虑比较口径问题，月活数据统一截至 2019 年末

长周期来看，支付宝战略转向本地生活，主要意义有二：1）对阿里生态而言，可完成线上本地生活和线下同城零售的战略协同。本地生活对于阿里巴巴而言，本地生活战略可以和此前深度布局的同城零售融合协同，打通线上、线下布局，将支付宝入口流量循环引至天猫、盒马、海鲜达等。2）对支付宝自身而言，有助于通过强化线下布局提升客户粘性。当前支付宝已经基本完成全市场渗透，渗透率提升趋缓。相对而言，提升存量客户粘性、做大存量用户 ARPU 贡献成为下阶段的关键，在金融增值业务以外，本地生活服务是最可行的路径。

3.3. 未来 B 端：从开放平台到技术输出，vs 京东数科

除了本地生活的 C 端战略，我们还应当关注 B 端开放平台战略，即开放平台进入“全域运营体系开放”的 3.0 阶段。开放平台 1.0 到 3.0 阶段分别对应了工具开放、阵地开放和全域运营开放，而 3.0 阶段的核心正是助力第三方服务商数字化升级，未来针对 B 端的技术输出（当前以金融科技为主）或成为新的增长动能。1）赋能产业支付生态体系：过去蚂蚁凭借 C 端的海量客户优势，聚集了极强的 B 端商户资源，而 C 端/B 端的协同展业逐渐沉淀出了海量数据，未来有望在此基础上进一步建立支付技术解决方案，反哺 B 端商户并强化支付体系效率。2）拓展对外输出，创造新收入增长极：在支付相关解决方案以外，蚂蚁正在将自身的场景、技术资源赋能于传统金融、政府机构，加速数字化转型，创拓展 B 端变现能力。

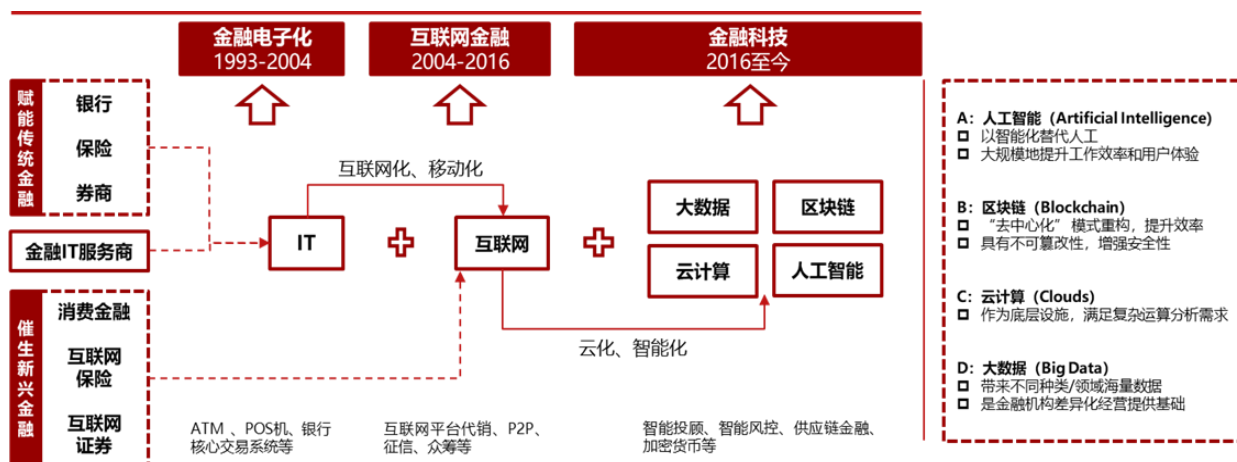
图表 31 支付宝开放全域运营



资料来源：招股说明书、公开资料、华西证券研究

从 IT+金融到互联网金融阶段再到目前以人工智能、大数据、云计算等为代表的新科技金融阶段，每阶段持续的时间越来越短，金融科技的创新速率越来越快，对于技术输出的要求也越来越高。这一趋势下，蚂蚁集团作为前沿科技龙头有望推动行业创新，成为多类技术路径的引领者。

图表 32 金融科技技术图谱



资料来源：公开资料、华西证券研究

当前来看，我们认为 B 端技术输出的潜在核心竞争者将是京东旗下的京东数科。2020 年 9 月 11 日，上交所受理京东数科科创板上市请求。自 2013 年独立以来，京东数科从京东金融转向更广阔的数字经济领域，构建科技+产业+生态的产业数字化“TIE”模式，目前已经形成 toF、toB、toG 三大业务板块，打造了京东白条、京东金条等代表性产品，数字金融业务和政府数字化业务高速增长，对各类产业数字化起到了重要推动作用。

图表 33 京东数科产业模式图



资料来源：招股说明书、华西证券研究

强势杀入全球金融科技三强，京东数科正在崛起。根据 H2 Venture 和毕马威联合发布的《2019 金融科技 100 强》报告，蚂蚁集团继续蝉联第一以外，京东数科强势攀升至全球第三位。

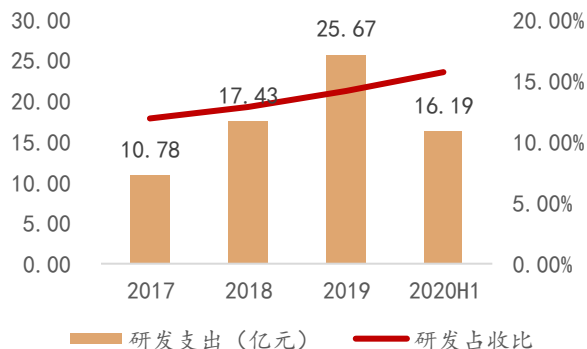
就研发投入而言，截至 2020H1 京东数科营收突破 100 亿，研发费用 16.19 亿元，占当期营业收入的比例为 15.67%。除此以外，截至 2020 年 8 月末，公司及子公司拥有专利或专利申请 2,230 项，其中 492 项已经获得授权，包括已获颁专利证书的专利 396 项及已经通过专利审查、尚待取得专利证书的专利申请 96 项。

图表 34 《2019 金融科技 100 强》前 50 位

#01 Ant Financial	12	#18 OneConnect	29	#35 WeLab	46
#02 Grab	13	#19 Clover Health	30	#36 MoMo	47
#03 JD Digits	14	#20 Oscar Health	31	#37 Kreditech	48
#04 GoJek	15	#21 PolicyBazaar	32	#38 Liquid	49
#05 Paytm	16	#22 Atom Bank	33	#39 Neyber	50
#06 Du Xiaoman Financial	17	#23 Lendingkart	34	#40 Singlife	51
#07 Compass	18	#24 Stripe	35	#41 Creditas	52
#08 Ola	19	#25 Lemonade	36	#42 Bankera	53
#09 Opendoor	20	#26 Revolut	37	#43 Kabbage	54
#10 OakNorth	21	#27 Monzo	38	#44 Raisin	55
#11 Lufax	22	#28 Banco Inter	39	#45 Metromile	56
#12 Klarna	23	#29 Toss	40	#46 OurCrowd	57
#13 N26	24	#30 Wealthsimple	41	#47 AfterPay Touch	58
#14 Robinhood	25	#31 Affirm	42	#48 Collective Health	59
#15 SoFi	26	#32 Airwallex	43	#49 Follo	60
#16 Nubank	27	#33 Judo Capital	44	#50 ZhongAn	61
#17 TransferWise	28	#34 Coinbase	45		

资料来源：H2 Venture、毕马威、华西证券研究所

图表 35 京东数科研发数据



资料来源：wind、招股说明书、华西证券研究所

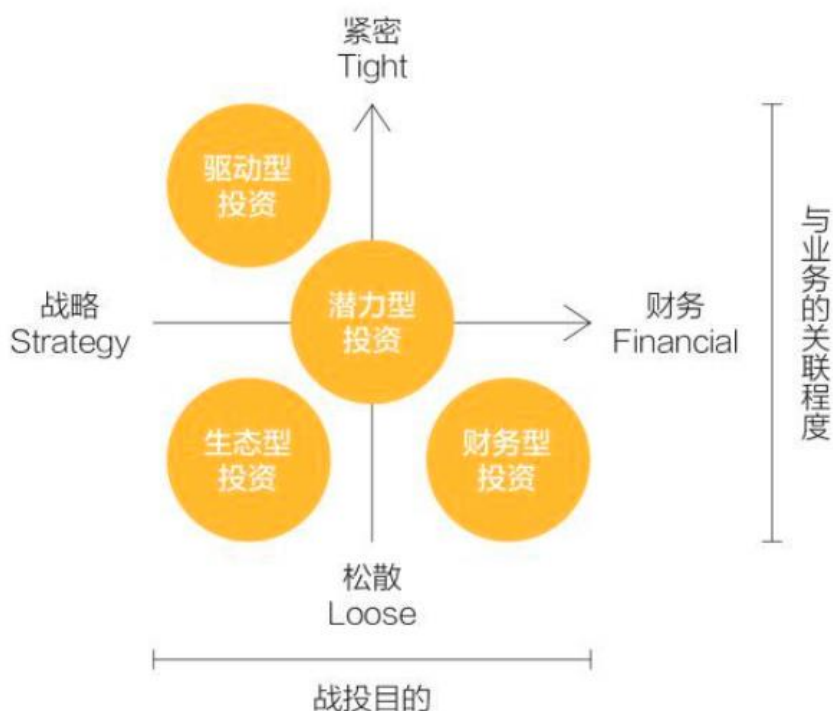
3.4. 以战投结伙伴，金融+生活+技术生态产业链已经形成

8 年战投超 160 次，涉猎广泛，涵盖大金融、本地生活及前沿技术。据 36 氪的统计，过去 8 年蚂蚁集团至少投资了 160 家公司，且覆盖各类轮次，从 Pre A 到上市公司定增等等都有涉及；且覆盖领域广泛，包括金融、消费领域中的衣食住行、前沿科技等。我们认为，从底层逻辑理解蚂蚁的战投行为，其标准十分明确——坚持围绕蚂蚁构建大生态，在支持业务的同时也让被投公司“共同成长”。

目前，在蚂蚁投资的 160 多家企业中，除了极个别金融科技公司是予以收购之外，蚂蚁对大多数公司的投资占比都保持在 20% 左右。判断之所以选定 20%，而不谋求控股，一方面是能最大程度地匹配资源、合作协同，另一方面也不会过度干扰公司控制权。

近五年来，蚂蚁更是做了一系列“生态型投资”，目的就是着眼于当前本地生活和金融科技生态。2015 年起蚂蚁开始密集加强投后管理，目的是“建立生态体系并保障每一个被投公司都能在其中获得自身价值”。在本地生活和金融科技两个领域，蚂蚁战投更像是一个生态“连接者”，即这些被投公司的业务和蚂蚁本身并没太直接的关系，围绕能够基于某些业务实现“互相协同”，形成支付宝生态和场景的延伸。

图表 36 战略投资四力模型

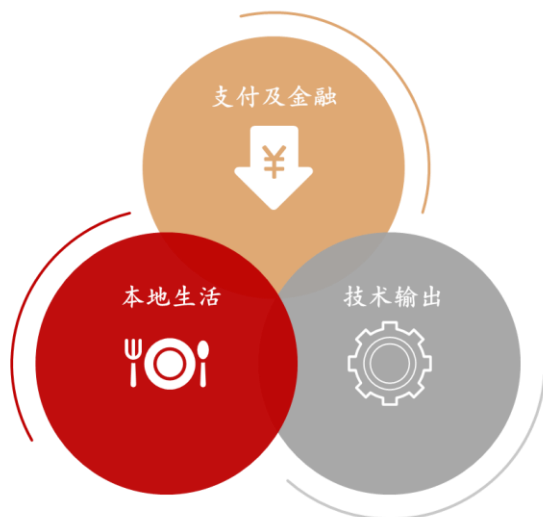


资料来源：36 氪、《2019 金融科技 100 强》、华西证券研究所

图表 37 蚂蚁产业链生态伙伴一览

蚂蚁集团在三大领域：

支付+金融、本地生活、技术输出进行广泛布局，拥有众多生态伙伴，继而形成完成的产业链生态



01

- 银行战投：网商银行、邮储银行、浙商银行等
- 理财战投：天弘基金、德邦基金、数米基金网、趣店等
- 保险战投：国泰产险、信美相互、万通保险等
- 金融IT战投：恒生电子、润和软件等
- 其他战投：中和农信、网金社、华兴资本、新钱、朝阳永续、雪球、36氪等
- 其他业务战略合作：宇信科技、光大银行等

02

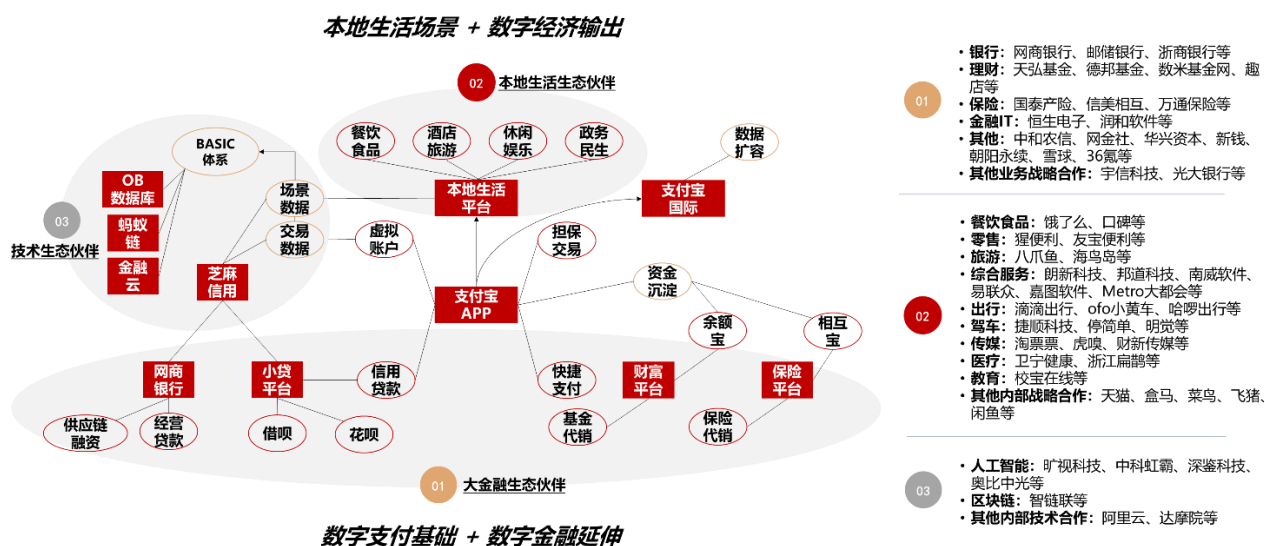
- 餐饮食品战投：饿了么、口碑等
- 零售战投：猩便利、友宝便利等
- 旅游战投：八爪鱼、海鸟岛等
- 综合服务战投：朗新科技、邦道科技（朗新科技）、南威软件、易联众、嘉图软件、Metro大都会等
- 出行战投：滴滴出行、ofo小黄车、哈啰出行等
- 驾车战投：捷停车（捷顺科技）、停简单、明觉等
- 传媒战投：淘票票、虎嗅、财新传媒等
- 医疗战投：卫宁健康、浙江扁鹊等
- 教育战投：校宝在线等
- 其他内部战略合作：天猫、盒马、菜鸟、飞猪、闲鱼等

03

- 人工智能战投：旷视科技、中科虹霸、深鉴科技、奥比中光等
- 区块链战投：智链联等
- 其他内部技术合作：阿里云、达摩院等

资料来源：华西证券研究所

图表 38 蚂蚁产业链生态全景



资料来源：华西证券研究所

4. 问题三：关于天花板，蚂蚁产业链的整体空间？

关于蚂蚁的天花板，市场众说纷纭。在此，我们基于现有业务：数字支付业务、数字金融（金融科技平台）业务和创新业务的增长趋势，并结合数字生活的新战略，将本地生活和技术输出的新增量匡算其中，解释蚂蚁生态产业量的整体空间，以及蚂蚁当前、未来的成长进程。

4.1. C 端数字支付：消费支付空间巨大，业务空间或超 2000 亿

数字支付：大支付产业整体空间高达数百万亿元，消费支付占比持续提升

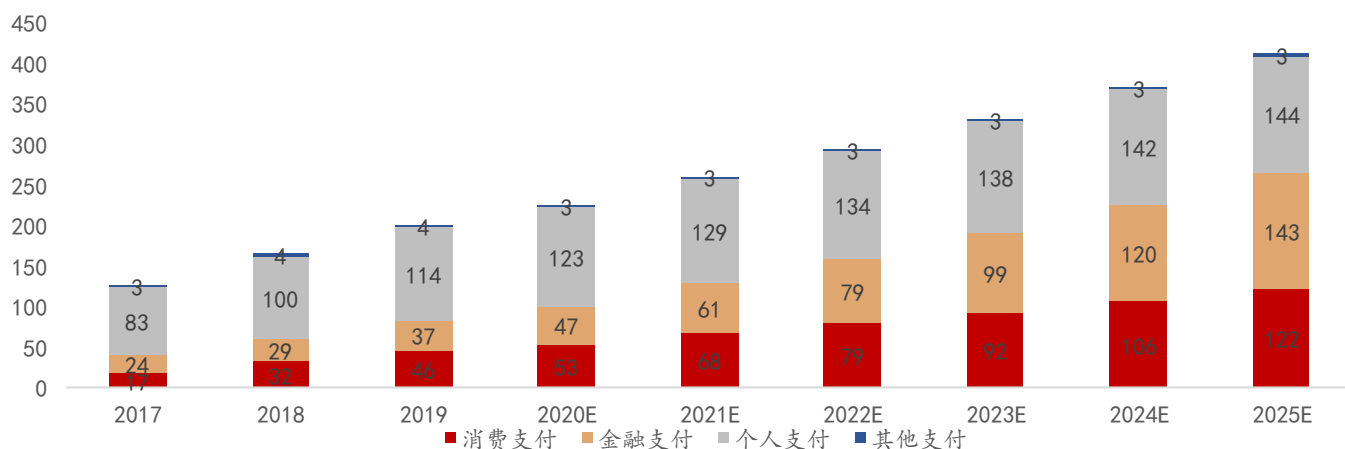
得益于互联网金融的快速普及和国内用户移动支付消费习惯的培养，第三方移动支付自 2013 年以来发展迅速，交易规模从 1 万亿元水平快速上升至 2019 年的 201 万亿元，基本形成了以支付宝、财付通两大巨头垄断的格局。根据艾瑞咨询的预测，中国数字支付交易规模将在 2024 年达到 371 万亿元。细分来看，数字支付包含几个主要类别：

1) **消费支付**：主要包括电商及线上服务支付、通过电子钱包等渠道完成的线下消费支付等，其交易规模预计在未来五年间的年均复合增长率可达 17.5%，其中主要的驱动因素是电商及线下商家场景中数字支付交易规模的增长，这部分业务是目前蚂蚁集团数字支付业务的主要收入来源。

2) **金融支付**：主要包含线上购买理财及保险产品、偿还贷款等，主要受益于线上信贷及理财服务蓬勃发展，金融支付交易规模预计在未来五年间的年均复合增长率为 25.0%，但这部分业务对蚂蚁集团的收入贡献相对有限。

3) **个人支付**：主要包括信用卡还款、汇款和红包等，其中只有提现与信用卡还款能贡献少量收入。同样根据艾瑞咨询，2024 年全行业数字支付总规模中消费支付业务（106 万亿元）、金融支付业务（120 万亿元）、个人支付业务（142 万亿元）占比分别为 28.57%、32.35%、38.27%。

图表 39 我国移动支付市场空间万亿元



资料来源：艾瑞咨询、招股说明书、华西证券研究

蚂蚁集团：量升价稳+市占率缓幅提升，潜在业务空间逾 2000 亿

2017 年至今，蚂蚁集团支付业务收入增速从 23%逐步下降至 13.2% (2020H1)，业务增速逐步趋缓。1) 规模角度来看：蚂蚁集团 2020H1 总交易规模为 111 万亿元，在支付行业的市占率为 55%左右，判断后续随着本地生活战略的深入，市占率有望小幅提升。2) 费率角度来看：2018-2019 年线下支付竞争加剧导致行业费率整体下滑，测算支付宝消费支付费率下降至 2020H1 的 0.20%，预计后续将缓幅下行至 0.19%。

基于下表中的假设，预计蚂蚁集团支付业务收入将在未来五年保持 18.41%的复合增长率，从 2020 年的 604 亿元提升至 2024 年的 1208 亿元，届时基于行业规模假设及蚂蚁集团的费率假设，整体潜在空间将高达 2014 亿元，仍有极大拓展空间。

图表 40 纯支付业务空间测算

指标	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
蚂蚁-数字支付与商家服务收入 (百万元)	51,905	60,420	74,936	88,559	104,006	120,840
YoY	17.01%	16.40%	24.03%	18.18%	17.44%	16.19%
蚂蚁-交易支付规模 (万亿元)	111.1	128.8	151.4	174.1	197.5	222.6
YoY	22.36%	15.95%	17.51%	14.98%	13.50%	12.69%
其中：蚂蚁-消费支付规模 (万亿元)	25.4	30.2	39.4	46.6	54.7	63.6
YoY	144.32%	118.94%	130.55%	118.18%	117.44%	116.19%
蚂蚁-综合费率	0.047%	0.047%	0.050%	0.051%	0.053%	0.054%
蚂蚁-消费支付费率	0.20%	0.20%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%
行业-数字支付与商家服务收入 (百万元)	93,906	106,000	129,200	150,100	174,800	201,400
行业-交易支付总规模 (万亿元)	201.0	226.0	261.0	295.0	332.0	371.0
YoY	21.82%	12.44%	15.49%	13.03%	12.54%	11.75%
行业-消费支付规模占比	22.89%	23.45%	26.05%	26.78%	27.71%	28.57%
蚂蚁：市占率	55.27%	57.00%	58.00%	59.00%	59.50%	60.00%

资料来源：招股说明书、wind、华西证券研究

4.2.C 端本地生活：三万亿大赛道，有望催生增量通道费

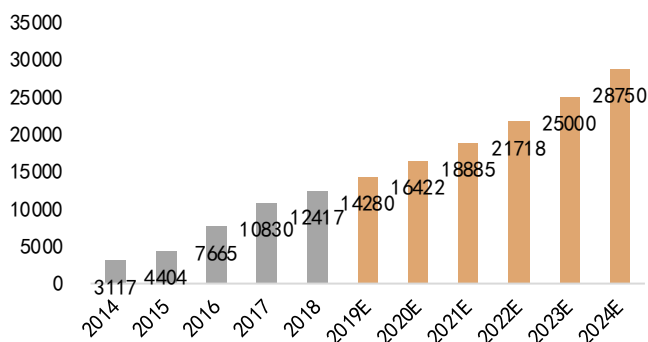
本地生活 (O2O)：2020 年产业空间已经达到 1.6 万亿元，预计到 2024 年将接近 3 万亿元

目前，中国本地生活 (O2O) 综合服务形成“以到店服务为主体，到家服务高速增长”的局面。相对于到家服务，到店服务起步较早，且不受设备、场景等方面的限制，能覆盖更多的细分领域 (如电影、桌游等)，到店服务目前是本地生活综合服务行业占据主导地位。

2018 年中国本地生活综合服务行业到店服务的市场规模约为 8,472 亿元，占比为 68.2%。但随着消费习惯不断转变，家政等到家服务在高补贴刺激下爆发式增长，在本地生活综合服务行业扮演着愈加重要的角色，到家服务市场规模由 2014 年的 695.6 亿元增长至 2018 年的 3,945 亿元，占中国本地生活综合服务行业市场规模比例为 31.8%。

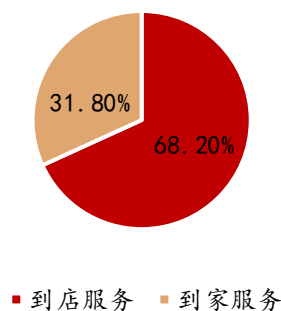
根据豹头研究院的测算，2019 以后数年间，本地生活市场规模的 CAGR 将保持在 15%中枢，即 2020 年产业空间将达到 1.6 万亿元，预计到 2024 年将达到 2.8 万亿。

图表 41 本地生活综合服务市场规模及预测（亿元）



资料来源：豹头研究院、华西证券研究所

图表 42 本地生活：交付场景结构（2018 年）

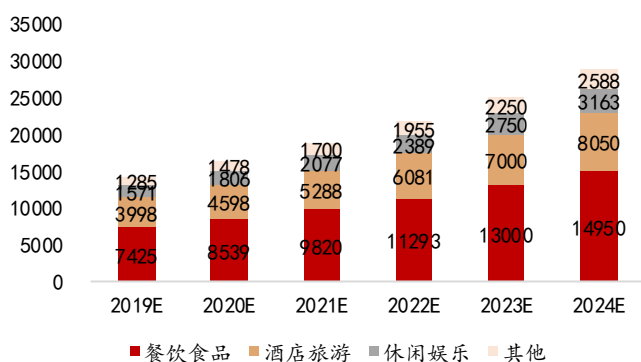


资料来源：豹头研究院、华西证券研究所

包含到店与到家在内，本地生活综合服务行业的细分服务包含餐饮视频（含到店餐饮和到家外卖）、酒店旅游、休闲娱乐等。由于餐饮消费具备高频、刚需等特征，餐饮行业发展迅速，占据本地生活综合服务行业市场规模比例大，为 52%。就 2020 年来看，预计餐饮食品赛道的规模将达到 8539 亿元、酒店旅游赛道规模将达到 4598 亿元、休闲娱乐赛道规模将达到 1806 亿元。

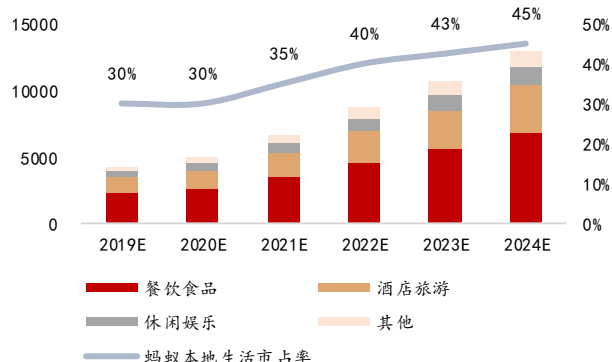
当前阿里本地生活市占率仅三成，蚂蚁带领支付宝全面入局后份额有望提升。根据 Trustdata 数据，2019Q3 美团和饿了么在外卖市场市占率分别是 66%、32%，根据两强格局推演，假设 2020 年蚂蚁在本地生活大赛道的渗透率仅为 30%，后续随着本地生活战略全面展开，渗透率将在五年维度升至 45%，与美团分庭抗礼。

图表 43 本地生活（020）各类服务市场规模及预测（亿元）



资料来源：豹头研究院、华西证券研究所

图表 44 考虑美团-蚂蚁两强竞争，测算蚂蚁可能拓展的本地生活市场规模（亿元）



资料来源：豹头研究院、华西证券研究所

蚂蚁集团：全面入局本地生活带来新增量，预计通道费将在后续体现

进入数字生活战略阶段后，本地生活服务线上市场将成为蚂蚁集团的新战场。

对标美团：2019 年美团营收中 20%左右收入由广告贡献，80%由商家佣金贡献。对于提供到家外卖、到店餐饮、其他服务行业的企业，美团分别收取客单价的 15-18%、6-8%、6-8%作为佣金，而对于个体户，相应的佣金收取比例分别为 18-20%、8-10%、10%左右。

当前蚂蚁集团已经和外卖、到店餐饮、酒店、出行等多个板块的众多商家形成导流合作，并以通道费的形式落地部分业务收入，未来这部分收入贡献将持续提升。

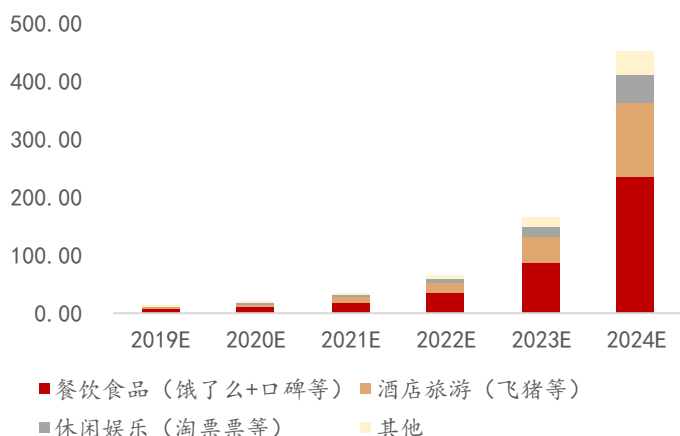
结合美团经营现状及蚂蚁集团的产业调研状况，本地生活通道费将成重要增量。

1) 假设 2019 年开始蚂蚁收取 0.3% 以上的通道费率（技术撮合），并在后续年份逐年提升，则预计 2020 年其潜在业务空间约为 19.71 亿元，并将在 2024 年达到 452.81 亿元。

2) 值得注意的是，当前预测中 2024 年通道费率也将升至 3.5%，后续如果蚂蚁和本地生活（饿了么等）完成合并（收入口径整合），则整体佣金费率可直接对标美团，升至 6-8% 乃至 15-18% 区间。

结合以上渗透率及业务空间测算，预计蚂蚁集团本地生活通道费收入将保持高速增长，预计 2020 年收入体量为 4.93 亿元，2024 年将达到 384.89 亿元。

图表 45 以蚂蚁费率估算：在本地生活各类服务市场的通道费空间（亿元）



图表 46 蚂蚁在本地生活各类服务收入测算（百万元）

百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
本地生活收入预测	-	493	1322	3583	11528	38489
YoY	-	-	168.33%	171.07%	221.71%	233.87%
本地生活收入空间	1,285	1971	3305	6515	16469	45281
本地生活渗透率	-	25%	40%	55%	70%	85%

资料来源：豹头研究院、华西证券研究所

资料来源：豹头研究院、华西证券研究所

4.3.C 端数字金融：小贷+理财+保险直面万亿级金融平台空间

一、小贷平台：消费贷及小微经营贷仍是蓝海

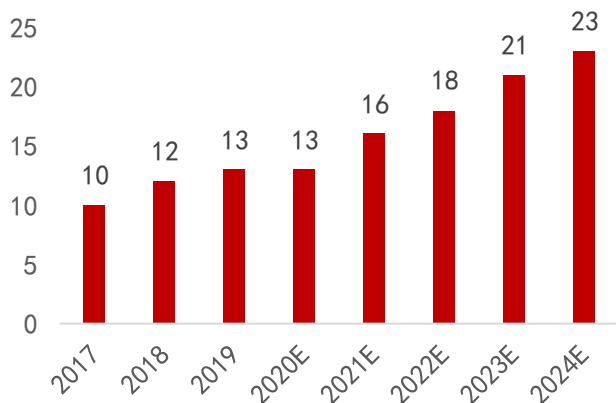
数字信贷产品有两大主战场，分别是 2C 的消费信贷和 2B 的小微经营信贷：

1) 消费信贷方面来看：我国居民渗透率仍较低，截至 2019 年底超过 18 岁的中国人口有 75% 尚未拥有信用卡，中国消费信贷余额占现金及存款规模的比重为 14%，而美国这一比例则为 33%，未来提升的空间巨大。根据奥纬咨询的测算，中国小额消费贷市场规模到 2019 年达到 13 万亿元，到 2024 年预计达到 23 万亿元，期间年均复合增长率为 11.4%。其中线上消费贷 2019 年末约 6 万亿，预计在 2024 年将达到 16.9 万亿元，未来五年间年均复合增长率达到 20.4%。

2) 小微经营信贷来看：普惠型小微企业、个体工商户对中国经济的重要性与日俱增。2019 年中国小微企业对 GDP 的贡献率达到 60%，然而小微经营者信贷余额规模仅占企业贷款总余额的 32%。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 2024 年的 21 万亿元，期间年均复合增长率达到

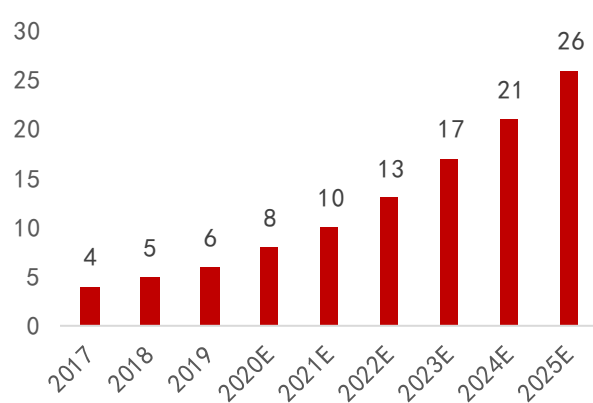
27.2%。其中在线小微经营者信贷在 2019 年底整体余额规模达到 2 万亿元，预计到 2024 年可达到 11.9 万亿元，未来五年间年均复合增长率为 40.8%。

图表 47 中国消费贷款余额（万亿元）



资料来源：奥纬咨询、华西证券研究所

图表 48 中国单笔金额低于 50 万元的小微经营者贷款余额（万亿元）



资料来源：奥纬咨询、华西证券研究所

蚂蚁集团：规模逐步扩张，消费贷+经营贷双管齐下

蚂蚁集团微贷科技平台收入近年增长迅速，占收比从 2017 年的 25%逐步持续提升至 2020H1 接近 40%。1) 信贷规模快速扩张，市占率逐步提升。2020 年 6 月末促成信贷规模已达到 2.15 万亿，过去 3 年年均复合增长率高达 62%，占全行业小贷市占率从 4.6%快速提升至 11%。尤其在联合放贷市场，寡头垄断明显，蚂蚁集团具备场景+客群+科技优势。2) 利率下行背景下综合费率呈下行趋势。微贷科技平台 2020 年上半年共计创收 459.7 亿，占促成信贷总额的 2.7%，过去 3 年分别为 2.50%、2.14%、2.08%，贷款利率整体下降是主要原因。

基于下表假设，预计蚂蚁集团的小贷平台收入将在未来五年保持 42%的复合增长率，并在 2024 年达到 2456 亿元的收入体量，届时基于行业规模假设及蚂蚁集团的费率假设，对应整体潜在空间 5891 亿元仍有较大渗透空间。

图表 49 小贷业务空间测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
蚂蚁-微贷科技平台收入 (百万元)	41,885	62,554	89,408	125,081	179,437	245,590
YoY	87%	49%	43%	40%	43%	37%
蚂蚁-微贷余额 (万亿元)	2.01	2.84	4.26	6.03	8.75	12.04
YoY	91%	41%	50%	42%	45%	38%
其中：蚂蚁-(在线)消费贷余额 (万亿元)	1.62	2.14	3.12	4.16	5.70	7.32
其中：蚂蚁-(在线)小额经营贷余额 (万亿元)	0.40	0.71	1.13	1.86	3.05	4.72
蚂蚁-综合费率	2.08%	2.20%	2.10%	2.08%	2.05%	2.04%
行业-微贷科技平台收入 (百万元)	166,706	214,676	281,795	361,994	475,136	589,126
其中：行业-消费贷余额 (万亿元)	13	13	16	18	21	23
YoY	8%	0%	23%	13%	17%	10%
其中：行业-小额经营贷余额 (万亿元)	6	8	10	13	17	21
YoY	20%	33%	25%	30%	31%	24%
其中：行业-在线消费贷余额 (万亿元)	6.0	6.7	9.1	11.3	14.3	16.9
YoY	25%	12%	36%	23%	27%	18%
其中：行业-在线小额经营贷余额 (万亿元)	2.0	3.0	4.3	6.2	8.9	11.9
YoY	60%	52%	40%	44%	44%	35%

资料来源：招股说明书、wind、华西证券研究

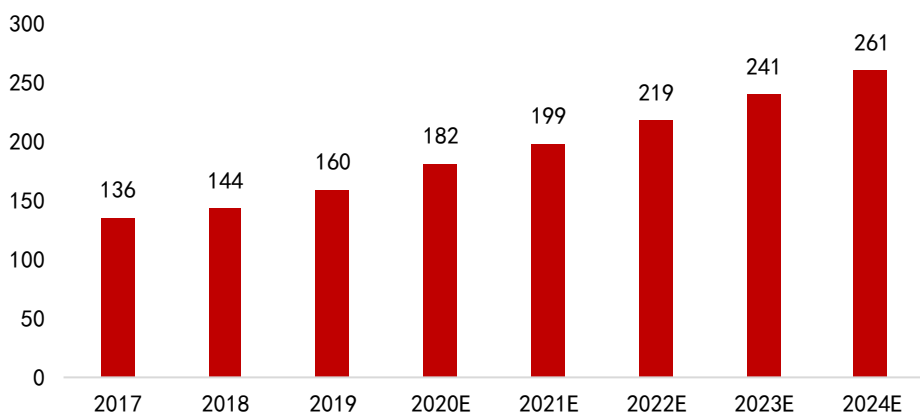
二、理财平台：泛资管产业空间广阔，理财投资占比将持续上行

紧随小额信贷的就是理财行业，随着国民财富积累，理财行业规模稳步增长。

随着个人可投资资产持续增长、人口世代交替、新兴数字理财产品涌现，我国居民的现金和活期存款正向更多元化的理财投资逐步转化。个人可投资资产是指剔除房产投资的可投资金融资产，根据奥纬咨询的研究，中国个人可投资资产规模预计将从 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%。

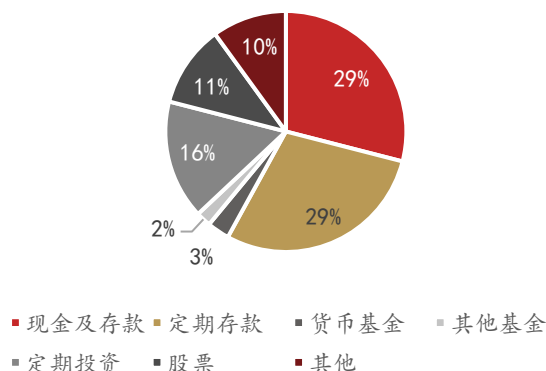
目前，个人可投资资产中的定期投资、货币市场基金、其他共同基金、定期存款及股票类资产在 2019 年底合计占可投资资产的 61%，这五类理财产品的合计资产管理规模在 2019 年至 2024 年间预计将以 13.9% 的年均复合增长率持续提升。考虑在线渠道情况，2019 年中国通过在线渠道销售的个人可投资资产规模达到 21 万亿元，且由于数字化技术的广泛应用、用户对更好的投资体验的追求，预计在 2024 年可达到 58 万亿元，2019 至 2025 年间年均复合增长率达到 22.5%。

图表 50 中国个人可投资资产总额（万亿元）

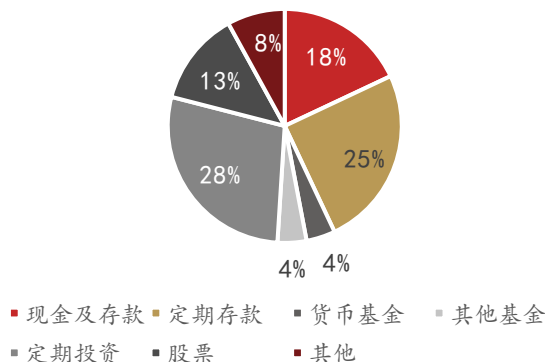


资料来源：奥纬咨询、wind、华西证券研究

图表 51 2019 年中国个人可投资资产构成



图表 52 2025 年中国个人可投资资产构成



资料来源：艾瑞、华西证券研究所

资料来源：艾瑞、华西证券研究所

蚂蚁集团：三渠道稳健增长，预计基金代销将高速扩张

2020H1 蚂蚁集团理财科技平台所管理的资产总金额（AUM）达到 4.10 万亿元，细分来看主要有三个组成部分：

1) **货币基金类（余额宝+余利宝）**：支付宝账户的资金沉淀产生现金管理需求，余额宝+余利宝合计规模超 1.3 万亿。蚂蚁集团在 2013 年正式推出货币基金余额宝，2020H1 规模已达到 1.22 万亿元；此外 2017 年还针对小微商户推出货币基金余利宝，到 2020H 规模达到 759 亿。即货币基金类合计规模超过 1.3 万亿。值得注意的是，2020H1 来看天弘基金旗下的基金管理费约 41 亿元（净利润 14 亿元），蚂蚁集团持有天弘基金 51% 的股份，预计全部并表，相应测算可知弘基金管理服务综合费率约 0.6%。

2) **货币基金类（天弘余额宝以外的 28 只基金）**：天弘以外扩容开放至 1.2 万亿 AUM，借道网上银行实现“品牌销售服务费”。余额宝自 2018 年 4 月向其它基金公司开放，天弘余额宝外的 28 只基金，当前规模约为 1.2 万亿。就模式来看，28 只余额宝合作基金首先与网商银行合作（2019 年代销基金手续费收入 60.5 亿元），后续网商银行再向蚂蚁集团支付“余额宝品牌销售服务费”。

3) 公募+理财产品：货币基金以外的重要补充，规模达到 1.5 万亿。此外的 1.5 万亿 AUM 主要以公募基金、定期存款、定期理财为主，由蚂蚁（杭州）基金销售有限公司运作，2020H1 其营收达到 21 亿元、利润则为 5500 万。而蚂蚁集团持有其 68.83% 的股份，预计全部并表处理。

展望未来，预计蚂蚁集团的理财平台收入将在未来五年保持 29.14% 的复合增长率，并在 2024 年达到 691 亿元的收入体量，届时基于行业规模假设及蚂蚁集团的费率假设，对应整体潜在空间 4106 亿元仍有较大渗透空间。

图表 53 理财业务空间测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
蚂蚁-理财科技平台收入（百万元）	16,952	23,514	31,731	41,177	53,094	69,071
YoY	22%	39%	35%	30%	29%	30%
蚂蚁-合计 AUM（亿元）	33,981	44,496	54,995	68,746	86,027	109,120
YoY	25%	31%	24%	25%	25%	27%
蚂蚁-平均 AUM（亿元）	30,537	39,836	49,745	61,871	77,387	97,574
蚂蚁-综合服务费率	0.56%	0.59%	0.64%	0.67%	0.69%	0.71%
1) 天弘基金管理收入（百万元）	7,240	8,203	9,214	10,136	11,016	11,843
YoY	-28%	13%	12%	10%	9%	8%
天弘基金 AUM（亿元）	12,718	14,626	16,088	17,697	19,024	20,451
YoY	-5%	15%	10%	10%	8%	8%
天弘基金平均 AUM（亿元）	13,069	13,672	15,357	16,893	18,361	19,738
天弘基金管理费率	0.55%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
2) 余额宝品牌基金销售费用（百万元）	3,618	4,151	4,925	5,786	6,721	7,729
YoY	100%	15%	19%	18%	16%	15%
合作余额宝产品规模（亿元）	10,782	12,938	15,203	17,863	20,543	23,624
YoY	29%	20%	18%	18%	15%	15%
合作余额宝产品平均规模（亿元）	9,586	11,860	14,071	16,533	19,203	22,083
合作余额宝销售费率	0.34%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
3) 代销收入（百万元）	1,881	3,576	5,079	7,111	9,956	13,938
YoY	34%	90%	42%	40%	40%	40%
其他产品规模（亿元）	11,677	16,932	23,704	33,186	46,460	65,045
YoY	33%	45%	40%	40%	40%	40%
其他产品平均规模（亿元）	7,882	14,304	20,318	28,445	39,823	55,753
其他产品销售费率	0.24%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
4) 其他收入（百万元）	4,213	7,583	12,513	18,143	25,401	35,561
YoY	671%	80%	65%	45%	40%	40%
行业-理财科技平台收入（百万元）	117,600	160,543	212,794	270,854	337,354	410,575
行业-合计 AUM（万亿元）	21.0	27.2	33.4	40.7	49.2	58.0

资料来源：招股说明书、wind、华西证券研究

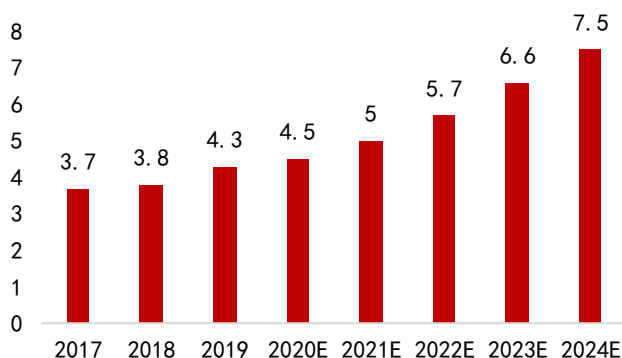
三、保险平台：保险深度持续上行，保险需求扩张期带来展业机遇

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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。包括寿险、健康险和财险在内，中国保险保费规模预计将从2019年的4.3万亿元增长至2024年的7.5万亿元，期间年均复合增长率为12.4%。此外从中国保险的普及度来看，中国与日德美等国家也有较为明显的差距。**2019年中国的保险深度（保险保费规模占GDP比重）为4%，显著低于美国、日本及德国。**

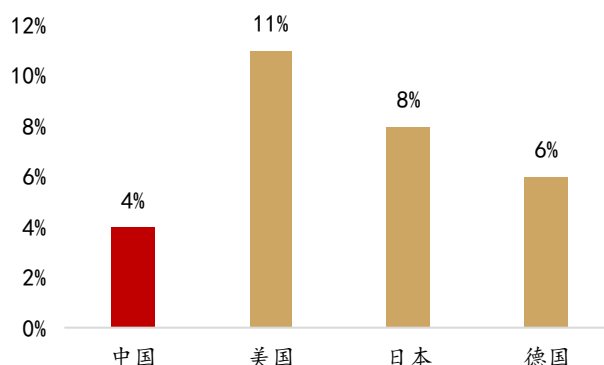
保险业务中产品同质化、产品定价能力差等原因导致险企综合成本居高不下，因此对数字化技术也提出了一定的要求。**2019年中国在线保费规模达到0.3万亿元，在数字化技术的驱动下，预计在2024年可达到1.5万亿元的规模，五年间年均复合增长率为38.1%。**

图表 54 中国保险保费规模（万亿元）



资料来源：艾瑞、华西证券研究所

图表 55 截至2019年底保险深度对比



资料来源：艾瑞、华西证券研究所

蚂蚁集团：保险平台业务增长空间巨大

蚂蚁集团保险业务板块主要包括四个部分：

1) **国泰财险**：2008年成立，2016年获准增资，蚂蚁成为控股股东（51%）。2019年公司实现保费业务收入48.2亿元。

2) **信美相互保险**：2017年由蚂蚁、天弘等九家公司共同发起成立，其中蚂蚁、天弘分别占比34.5%、24%。2019年公司实现保费收入20.11亿元，目前尚未实现盈利。

3) **众安在线**：2013年由蚂蚁、腾讯、平安等公司共同发起成立，是我国第一家互联网保险公司。2019年公司保费收入达到146.30亿元，并在2020H1实现盈利。

4) **蚂蚁保险代销**：为自有平台，主要负责代销包括寿险、健康险及财险等产品，代销平台目前提供超过2000款产品。

竞争格局来看，当前互联网保险市场较为分散，未来集中度有望持续上扬。据银保监会，2020H1互联网财产保险市场中份额排名中，众安在线（18.22%）、泰康在线（13.26%）、人保财险（8.51%）位列前三，CR3约为40%。而在互联网人身保险市场中，龙头国华人寿份额也仅为20.4%，整体集中度较低。我们认为，我国互联网保险处于高速发展期，巨头尚未完全形成，格局依旧分散，蚂蚁保险平台将凭借的技术优势持续扩张。

预计蚂蚁集团的保险平台收入将在未来五年保持 35.03% 的复合增长率，并在 2024 年达到 401.65 元的收入体量，届时基于行业规模假设及蚂蚁集团的费率假设，对应整体潜在空间 2469.81 亿元仍有较大渗透空间。

图表 56 保险业务空间测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
蚂蚁-保险科技平台收入 (百万元)	8,947	12,830	17,576	24,315	30,875	40,165
YoY	107%	43%	37%	38%	27%	30%
蚂蚁-保费及分摊金额 (亿元)	375	602	894	1283	1779	2387
YoY	159%	61%	48%	44%	39%	34%
蚂蚁-综合服务费率	23.90%	21.30%	19.66%	18.95%	17.35%	16.82%
国泰财险保费收入 (亿元)	48	58	69	83	100	119
YoY	26%	20%	20%	20%	20%	20%
国泰财险并表收入 (百万元)	4,824	5,760	6,912	8,294	9,953	11,944
相互宝分摊金额 (亿元)	27	50	82	124	173	234
YoY	-	85%	65%	50%	40%	35%
相互宝管理费 (百万元)	215	390	643	952	1333	1776
相互宝管理费率	7.96%	7.80%	7.80%	7.70%	7.70%	7.60%
蚂蚁-渠道佣金收入 (百万元)	3,908	6681	10021	15069	19589	26446
YoY	742%	71%	50%	50%	30%	35%
蚂蚁-代销保费规模	299.92	495	742	1076	1507	2034
YoY	182%	65%	50%	45%	40%	35%
蚂蚁-代销佣金率	13.00%	14%	14%	14%	13%	13%
行业-保险科技平台收入 (百万元)	71,700	91,012	118,133	157,024	195,297	246,981

资料来源：招股说明书、wind、华西证券研究

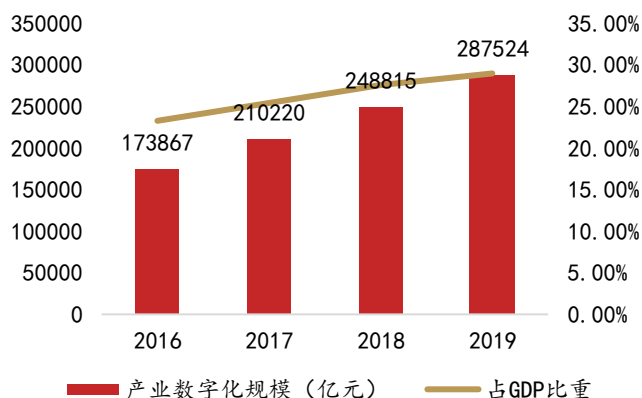
4.4.B 端科技输出：数字经济升级大势，十万亿广阔空间

我国高度重视数字经济发展，将其作为经济发展的新增长引擎。根据中国信息通信研究院测算，产业数字化在数字经济中继续占据主导地位，2019 年产业数字化向更深层次、更广领域探索，产业数字化增加值规模达到 28.75 万亿元，占数字经济比重由 2005 年的 49.1% 提升至 2019 年的 80.2%，占中国 GDP 比重也达到 29%，产业数字化深入推进，为数字经济发展注入源源不断的动力。

我国数字科技与传统产业深度融合，产业数字化转型不断拓展。各行业数字经济发展水平存在较大差异，整体表现出三产优于二产、二产优于一产的特征。根据中国信息通信研究院测算，2019 年，服务业、工业、农业中数字经济占行业增加值的比重分别为 37.8%、19.5% 和 8.2%。根据多家机构的研究，ICT 行业和制造业行业数字经济发展空间较大，此外政府与专业服务业数字经济规模也较大。

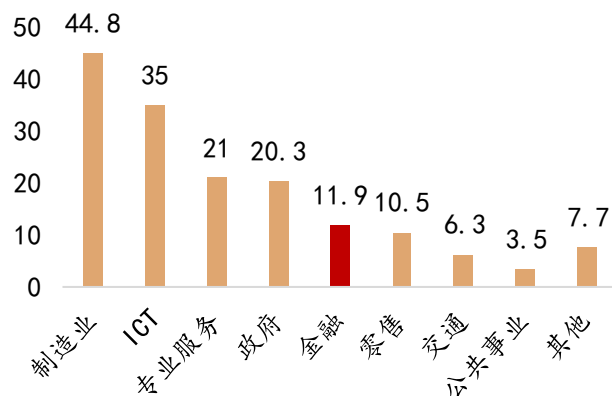
按照蚂蚁集团当前布局来看，金融类科技输出仍是业务重点，金融数字化在 2025 年市场规模可达 1.7 万亿美元，即 11.9 万亿人民币。

图表 57 中国产业数字化规模及其占 GDP 比重



资料来源：艾瑞、华西证券研究所

图表 58 2025 年行业数字经济价值 (万亿元)



资料来源：艾瑞、华西证券研究所

4.5.B 端科技输出：数据库+蚂蚁链+金融云，OB 将打头阵

技术方向一：分布式数据库

蚂蚁集团及其背后的阿里系是分布式架构的关键推动者，当前分布式 IT 升级在金融机构，尤其是银行机构已成明确技术趋势。

传统银行集中式架构正在受到两维度痛点的掣肘：一、性能负载压力：1) 数据库运行压力突出，牵一发而动全身。经过多年发展与使用，核心业务系统的基础设施已经具备相当规模，因此也面临较大运行压力。尤其是数据库面临极大运行负荷，一旦遇到一些小概率的“首发故障”，高度集中、高度负载的数据库将因故障发生而导致全行停业。2) 对业务量的负载能力过于刚性，难以应对互联网时代的业务需求。此前银行核心业务系统业务量呈现线性增长，集中式核心系统能够平稳应对，但在互联网金融时代，业务量的瞬时爆发（如理财产品的“秒杀”现象）将对系统负载产生巨大压力，集中式架构难以应对。二、更新维护成本压力：1) 基于 IBM 大型主机的银行集中式系统总成本（购置+维护）远超基于 X86 的分布式系统，成本压力愈发明显。在存量博弈时代，银行业竞争加剧，更低的 IT 维护投入带来更强的成本优势和更大的创新空间。2) 互联网银行的崛起进一步考验传统银行的成本控制能力。

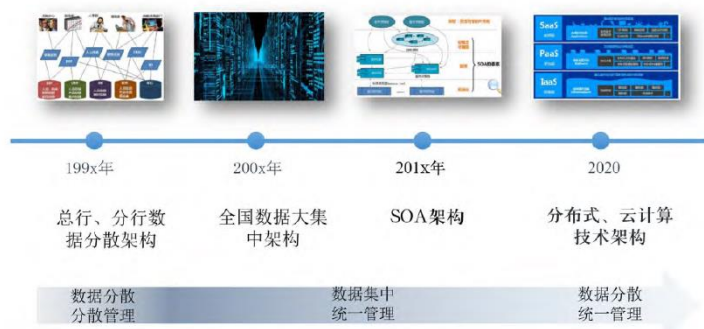
另一方面，分布式架构由阿里系的去“IOE”进程中应运而生，并由蚂蚁集团逐渐推广至金融领域。在硬件上，阿里系以廉价并符合工业标准的 x86 服务器替代了 IBM 小型机和 EMC 存储设备，解决性能快速扩展和软硬件投资的压力；在软件上，将 Oracle 数据库以开源的 MySQL 和 Hadoop 替代，将 Oracle RAC (Real Application Cluster, 实时应用集群，用于提供高可靠性) 以 Hadoop 集群替代。此后，在支付宝、蚂蚁集团的互联网金融业务推广中，金融分布式核心系统的技术模式进一步成熟，展现极佳性能优势。举例而言，支付宝“双十一”秒杀促销活动和腾讯微信春节“摇一摇，抢红包”活动均创造了单位时间并发的海量交易，这一交易量远超各国有商业银行的单位时间交易量峰值，呈现碾压级的性能优势。

Ocean Base 作为国内分布式数据库的领军者，沉淀了蚂蚁集团 10 年以上的自主研发经验，已经在支付宝、网商银行等核心系统上运行。近期外滩大会上，蚂蚁 OB 的性能被证实 2020 在提升十倍，工行等头部金融机构的落地获重大突破。本次亮相外滩大会的蚂蚁 OB 自研一体机，由蚂蚁集团 100% 自主研发的企业级分布式关系型数据库，已经两次打破由外国数据库长期占据的 TPC-C 世界纪录，持续保持世界第一。

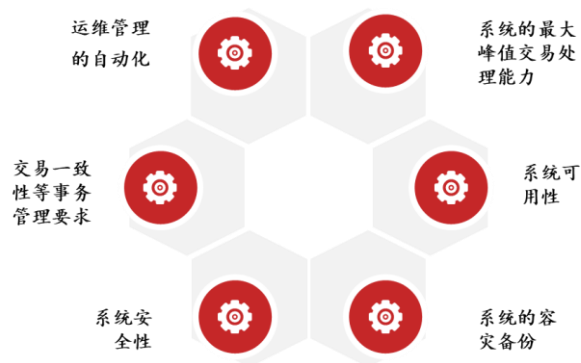
2020 年 9 月 25 日工商银行开始采用蚂蚁自研数据库 OB，其对公（法人）理财系统已完成从大型主机到 OB 分布式架构的改造。

OB 所代表的分布式数据是银行 IT 分布式新周期的重要支撑，未来 5 年周期内都有很强的增长动力，看好公司全面推广 OB，创造新的收入增长极，估算未来 5 年内将释放 112.05 亿元市场空间。

图表 59 国内银行核心系统技术架构演进



图表 60 分布式核心系统已经在多个维度性能上优于/不亚于集中式核心系统



资料来源：《FinTech 时代商业银行分布式核心系统研究与实践》、华西证券研究所
资料来源：华西证券研究所

图表 61 OB 创新业务空间测算（金融领域；三年释放周期）

机构类型	数量（家）	单家（万元）	市场空间（亿元）
	（家）	（万元）	（亿元）
大型国有商业银行	5	4000	2.0
政策性银行	3	2000	0.6
股份制商业银行	12	1000	1.2
城市商业银行	134	1000	13.4
农村商业银行（前 200）	200	750	15.0
农村商业银行（其余）	1227	500	61.4
民营银行	17	1000	1.7
银行合计	1598		95.3
券商经纪	112	1500	16.80
金融机构合计			112.05

资料来源：招股说明书、wind、华西证券研究所

备注 1：OB 在证券领域的应用主要绑定银行 IT 公司的分布式解决方案，当前正在选型试点的关键年份。

备注 2：OB 在证券领域的应用主要是绑定恒生电子 UF3.0，当前仅招商证券已经明确将交易系统替换为 UF3.0。

技术方向二：区块（蚂蚁）链

蚂蚁链就是蚂蚁集团的区块链结局方案，目前蚂蚁链已经用技术解决了超过 50 个场景的信任难题，包括跨境汇款、供应链金融、司法存证、电子票据等 50 多个场景的信任问题。近期集团在外滩大会重点发布了 Trusple 平台，该平台是基于蚂蚁链技术的全新国际贸易和金融服务平台。

我们认为蚂蚁链的战略意义重大，后续可能是第一个大规模商用的区块链方案。主要原因为：1）发展历史来看，蚂蚁集团核心战略一直为构建数字经济的信用体系，确保了长期投入和执行力。2）软硬件技术能力达到全球领先水平，区块链领域包括专利数量、论文质量、加密算法等，以及阿里系强大技术平台支撑，包括阿里云 IaaS、平头哥芯片等。随着 7 月份一体机等自主可控硬件的推出，过去的核心难点（如并发性太低、隐私保护不足等）逐渐被突破，大规模商业落地成为可能。3）区块链的价值在于“链”接的参与方。目前蚂蚁执行多年的开放生态战略构建的合作伙伴体系已经有诸多产业巨头加入，且呈现加速扩张态势。

目前来看，蚂蚁平台“日上链量”已经超过 1 个亿，证明了大规模商业化的能力。尽管整体市场空间当前较难准确估计，但蚂蚁链必然将带来变革式影响，未来也将养大很多生态相关的公司。

图表 62 蚂蚁链取得三项重大成就



图表 63 蚂蚁链的连结路径

信任机制是区块链最大的核心价值



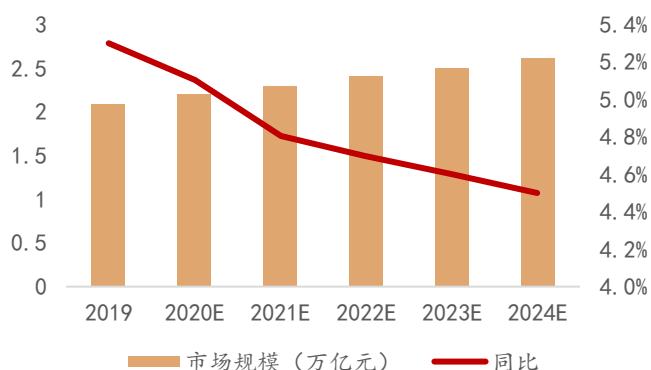
资料来源：蚂蚁金服官网、华西证券研究

资料来源：蚂蚁金服官网、华西证券研究

就行业趋势来看，凭证拆转融让多级供应商可利用核心企业信用进行供应商融资、ARIF+Fintech 增加风险可控性而促进银行放贷进这两方面将进一步打开供应链金融市场规模。

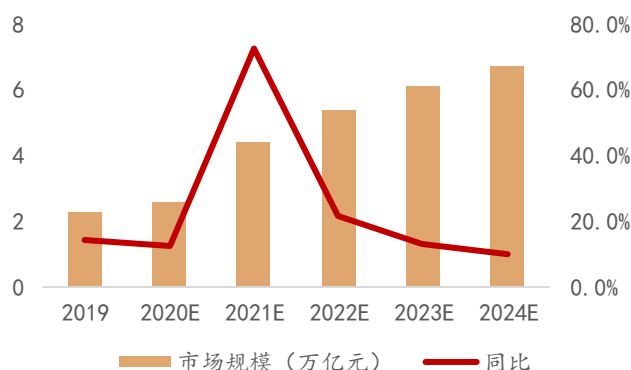
随着市场接受程度加深及运营策略促进，凭证正在愈发多级、高效地流转，预计在 2021 年会出现大规模增长，这也将成为 5 年内供应链金融市场规模增量的主要来源。预计至 2024 年应收账款市场渗透率可达 60%-70%，ARIF 市场渗透率可达 25%-30%。考虑到区块链赋能模式下的市场空间增量即是蚂蚁链的业务潜在空间，则预计行业空间将在 2024 年达到 4.55 万亿元。就蚂蚁集团而言，随着蚂蚁链一体机的落地，2020 将进入区块链商业化元年，后续收入将快速增长。

图表 64 传统业务模式下供应链金融市场空间



资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究

图表 65 区块链赋能模式下供应链金融市场空间



资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究

技术方向三：金融云（暂时归入阿里云业务口径）

蚂蚁集团推动的分布式架构是未来金融机构全面云化的重要契机，在蚂蚁和阿里云的引导下，金融云已经成为了明确的产业趋势。

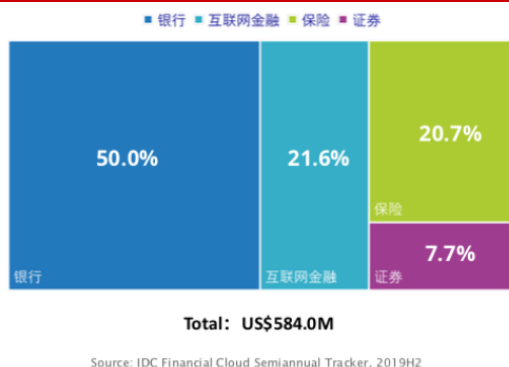
受利率市场化、技术冲击等因素的影响，传统金融业的发展受到较大制约，比如金融多元化竞争加剧、银行主导地位被削弱等。转型过程中，传统金融机构依据自身技术实力，正在探索从辅助性业务系统上云向核心系统上云转变，从单一私有云向私有云为基础、行业云和公有云为补充转变，全面上云的趋势逐渐形成。

趋势一：将云计算技术赋能中小金融银行将是未来金融云发展趋势。中小银行在科技上的投入和大型银行不在一个量级，但自建私有云却是一个资源消耗大的系统性工程，而通过云服务商的金融云平台，中小银行的科技投入成本会大幅降低。若中小银行以金融云方式开启网络金融业务，系统建设的投入成本要比传统自建系统节约70%以上。因此金融云是中小银行实现弯道超车的重要机遇，未来市场前景巨大。

趋势二、公有云的监管将日趋严厉，行业云或更加受监管认可。因为金融业务涉及资金、交易、用户隐私信息等敏感数据，对数据和隐私保护有更高的安全要求；同时金融业与群众生活密切相关，事关国家经济安全，金融云服务的安全可靠、可信、可控成为其发展必须满足的条件。目前看来，金融公有云发展所面临的安全问题并没有完全有效解决，已成为阻碍金融云发展的主要障碍，因此监管政策要求公有云经营者一定要持证。据 Gartner 分析，相较互联网企业推出的第三方公有云，对数据加密性要求最高的金融业将系统搭在行业云上，将受到监管部门更多的青睐，未来在合规性上更加受到监管认可。

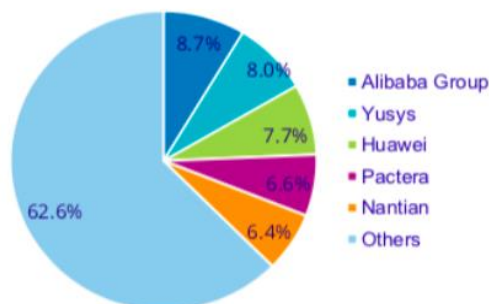
根据 IDC《中国金融云市场（2019 下半年）》：2019 年中国金融云市场规模达到 33.4 亿美元，同比增长 49.6%，其中金融云基础设施与云解决方案市场基本保持同步增长，增速分别达到 50.0%和 48.6%。银行业的上云现状来看，阿里、腾讯等云巨头依旧是核心竞争力量。

图表 66 金融云解决方案细分市场-2019H2



资料来源：IDC、华西证券研究所

图表 67 云解决方案市场细分份额-2019H2

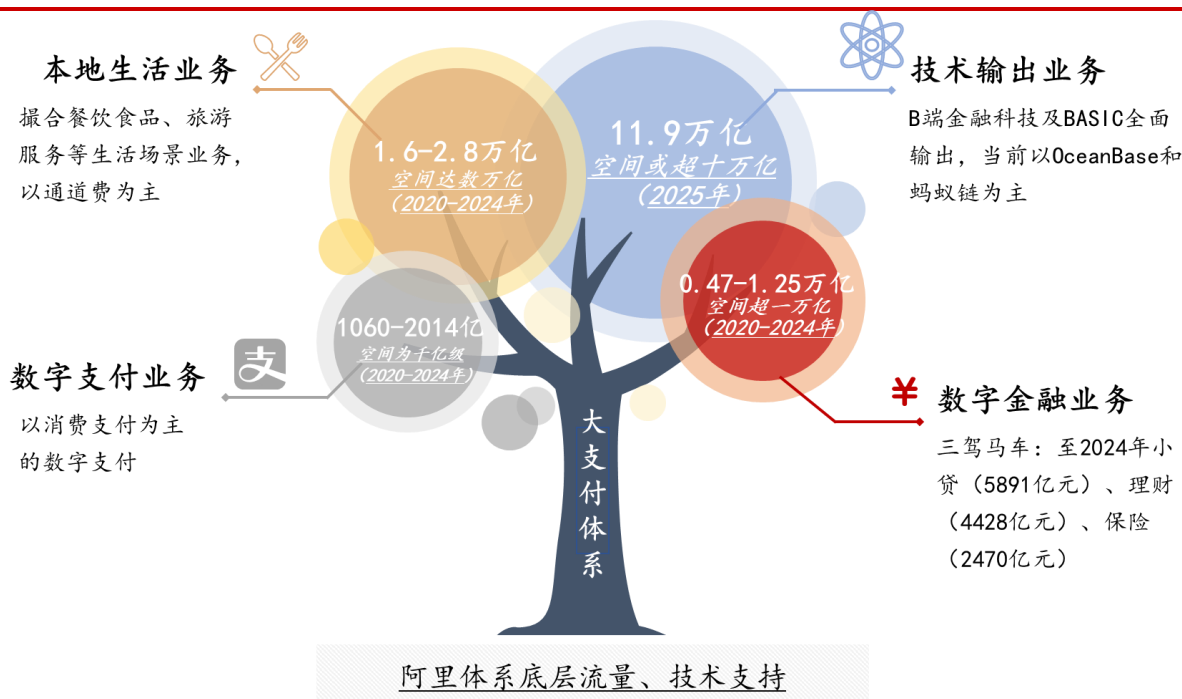


资料来源：IDC、华西证券研究所

综上所述，未来五年间蚂蚁集团四大主赛道的整体空间如下图所示，即：数字支付（千亿级）、数字金融（万亿级）、数字生活（数万亿级）、数字经济（或达数万亿级）齐头并进，形成增长接力。

2020-2024 的五年维度间，1) 数字支付空间 1060 → 2014 亿元，收入 CAGR 增速为 18%；2) 数字金融空间 0.5 → 1.3 万亿元，小贷/理财/保险收入 CAGR 均低于 45%，转入稳增长；3) 本地生活空间 1.6 → 2.8 万亿元，收入 CAGR 超 100%；4) 技术输出空间对应数字经济升级大势，或超 10 万亿，OB+蚂蚁链领头，后续收入将迎爆发式增长。

图表 68 未来五年周期蚂蚁集团生态产业链整体空间



资料来源：华西证券研究所

5. 问题四：关注支付根基，是否大而不倒？

招股说明书显示，蚂蚁集团自身对于未来数字货币的面市呈现审慎态度，MO 数字化是否可能直接对现有根基——支付入口造成冲击？

目前中国的非现金支付行业主要经历了四个大阶段，目前随着数字货币的临近，行业正处于第四向第五阶段切换的关键期，行业迎来新一轮重大变革。

阶段一、传统卡支付时代：2005 年之前，以银联成立为关键标志：

我国第一张银行卡出现在 1985 年，由中国银行珠海分行发行的“中银卡”。2002 年之前，尽管借记卡、信用卡已相对普及，但由于银行间各自为政，消费者只能在相应银行的 POS 机上刷卡消费，刚刚兴起的网银业务同样难以大范围铺开；2002 年，银联成立并与 VISA 合作，开启“双标卡”模式，网银支付层面的接口承接问题也被解决，部分第三方支付机构借此快速发展；整体而言，该阶段仍是典型银行主导的支付时代，第三方支付机构对于产业的影响力有限，主要以网关、接口支持为主。

阶段二、支付宝破局时代：2005-2012 年，以支付宝独立运营为开始标志。

2004 年底，支付宝正式独立运营，第三方支付领域由此开始群雄并起；2005 年初快钱正式上线，同年支付宝推出担保交易模式，促进支付宝大发展；2008 年第三方支付切入线下银行卡收单领域，形成融合线上线下的综合电子支付模式；2011 年央行颁布《支付业务许可证》，支付宝、银联商务、财付通、快钱、汇付天下等企业获得全国性、跨区域牌照。该阶段中，第三方支付机构在基础支付服务之外逐步拓展增值服务，行业规模快速扩张。

阶段三、移动支付两强时代：2012 - 2017 年，以条码支付推出为开始标志。

2011 年支付宝率先推出移动二维码支付，将业务场景拓展至线下，其与银联的关系开始转向竞争。2012 年，智能终端全面铺开和移动网络的持续普及为第三方支付带来大发展契机。同年 2012 年基金支付牌照颁布，头部第三方支付厂商正式进入基金支付领域，支付与理财产品的联动极大丰富场景生态。2014 年腾讯宣布微信支付接口结束内测，全面开放条码支付，后续凭借巨大的流量基础后来居上，移动支付两强格局逐步形成。该阶段中，第三方支付行业不断拓宽业务边界，两强凭借流量优势迎来爆发期。

阶段四、“断直连”时代：2017 - 2020 年，以系列监管加码为标志。值得注意的是，在上一个阶段中行业快速发展的过程中也出现了颇多乱象：部分第三方支付机构为黄赌毒等非法商户提供互联网支付结算便利，挪用备付金、洗钱、资金失窃等问题层出不穷。2017 年 8 月，监管层针对性地推出了“网联”平台，并在 2017-2019 年间大力度地推动“断直连”行动，进一步归拢资金和信息流。该阶段中，监管力度持续加码，此前支付宝等第三方支付机构原先赖以盈利的“直连”模式遭遇整顿。

阶段五、数字货币新时代：2020 年及以后，以 DCEP 加速落地为开始标志。2020 年为央行数字货币（DCEP）奠基元年，其加速落地将全面重塑第三方支付市场和整个货币流通生态，支付主导权重归银行，银行-第三方支付机构重构共赢新生态。

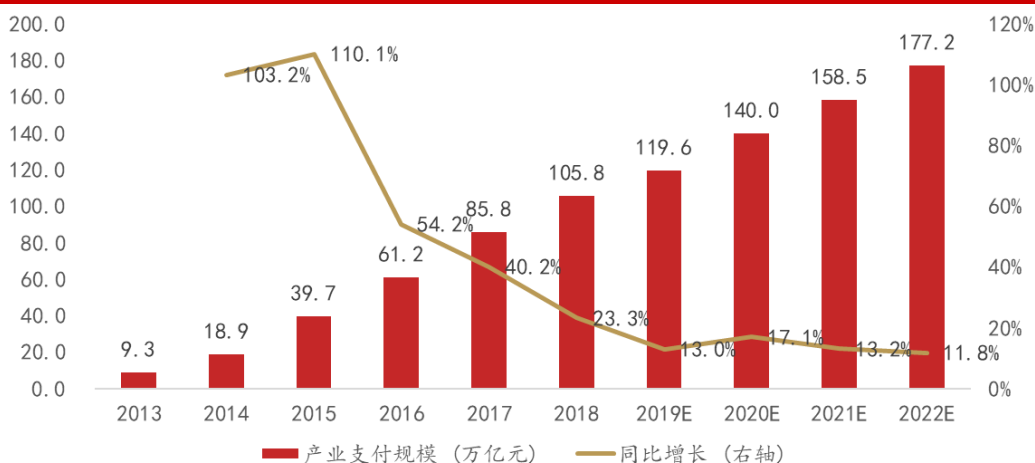
图表 69 支付行业发展五阶段示意图



资料来源：公开资料、华西证券研究所

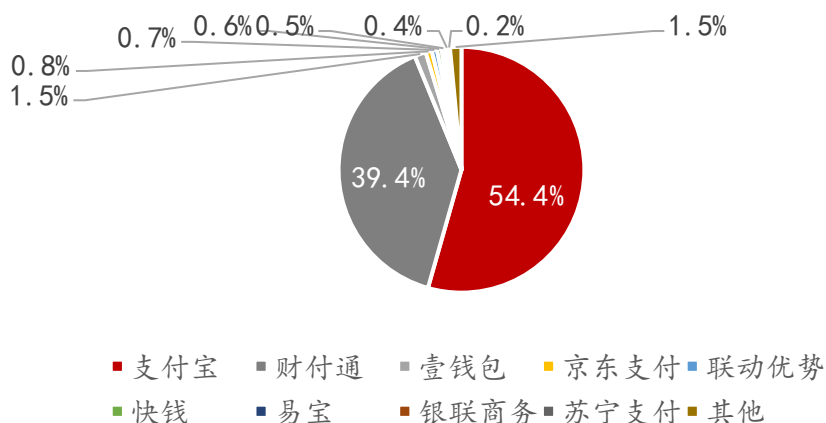
过去十余年间，随着互联网线上经济的大规模铺开、应用场景的不断下沉，第三方支付行业取得快速发展，目前总规模已经逾百亿。在这一进程中，支付宝、腾讯支付（财付通）两大巨头持续领跑，不断壮大，造成两强垄断的格局。2019 年中国第三方移动支付市场两者的份额共计为 93.8%。在 C 端支付市场中，支付宝、财付通两大巨头已占据绝对优势，转向产业端寻求新的增量市场成为其他支付机构的关键突破点。

图表 70 2013-2022 年中国第三方产业支付交易规模



资料来源：艾瑞咨询、公开资料、华西证券研究所

图表 71 2020Q1 第三方支付市占率



资料来源：艾瑞咨询、公开资料、华西证券研究所

支付宝、腾讯支付的崛起之路：支付宝以电商平台交易付款、网络理财等场景，微信支付则以社交平台好友转账、网约车出行等场景为依托，二者皆以各自强有力的流量入口满足了移动支付的刚需，从而形成了第三方支付市场接近于“寡头垄断”的局面。

2011 年支付宝推出扫码支付，进军线下支付场景，迅速占领中小型商户，同年淘宝（天猫）双十一风生水起，成交额达到 52 亿元人民币，全民狂欢的购物节形成。2013 年货币基金产品“余额宝”面世，支付宝在第三方支付领域一骑绝尘。

2014 年春节“微信红包”横空出世；次年微信进一步与央视春晚合作发出 5 亿红包，超过 8 亿人参与，受此影响腾讯财付通在第三方支付领域强势崛起，2015Q1 移动市场份额大增 2 个百分点，而支付宝的则出现了下滑。

2017 年起，根据艾瑞及易观数据，支付宝和微信支付在移动支付市场的份额分别稳定在 54% 和 39% 左右，合计占比约 93%，此后这一个局保持高度稳定至今，两强格局已经形成。

值得重点关注的是，在过去多年的发展中，阿里和腾讯各自阵营下的服务商也功不可没，付呗、收钱吧、扫呗等服务商深度参与的支付宝和微信支付各类零售场景的地推，共同把“蛋糕”做大，培养了 B 端商户和 C 端用户粘性和使用频率。

图表 72 2013-2022 年中国第三方产业支付交易规模



资料来源：付呗官网、公开资料、华西证券研究所

当前来看，随着数字货币新时代/新阶段的到来，DCEP 作为新的变革支付手段将在两方面影响支付格局：

一方面，银行系数字钱包（由四大行主导）推出后将会承担存取、支付等功能，与支付宝、微信支付功能类似，因此具有替代关系。支付入口将会逐步重回银行主导；另一方面，考虑整体生态的多元性及下层技术中立的原则，银行系数字货币钱包、支付宝、微信支付三者将会长期并存，后两者也将作为 DCEP 流通渠道存在。在数字货币落地初期，这一策略也可以减少货币数字化升级中的切换成本。

但无论如何，DCEP 时代的到来现有的支付行业是一次重新洗牌的机会，商业银行尤其是国有大行因其运营关系，在以 DCEP 为核心、以分布式账本技术为基础的新型支付体系中将占有先机。而在此背景下，支付宝这一第三方支付龙头受到的潜在冲击不容小觑。

图表 73 央行 DCEP 将逐步介入第三方支付生态，重新赋能产业各环节



资料来源：公开资料、华西证券研究所；

6. 投资建议：三条主线

6.1. 投资蚂蚁本身：估值区间 2.0-2.5 万亿，坚定看好

综合前文测算，蚂蚁集团未来五年间的业务分拆预测如下：

图表 74 蚂蚁集团成长逻辑及盈利预测（百万元）

		中短期			中长期				
		数字支付+金融增长			技术输出+本地生活成新动能				
单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	空间量级	
数字支付类	数字支付与商家服务收	51,905	60,420	74,936	88,559	104,006	120,840	战略重心 1.0阶段	2020-2024年数字支付市场空间为千亿级：1060-2014亿元
	YoY	17.01%	16.40%	24.03%	18.18%	17.44%	16.19%		
	微贷科技平台收入	41,885	62,554	89,408	125,081	179,437	245,590		
数字金融类	YoY	86.81%	49.35%	42.93%	39.90%	43.46%	36.87%	战略重心 2.0阶段	2020-2024年数字金融市场空间为万亿级：0.5-1.3万亿元
	理财科技平台收入	16,952	23,514	31,731	41,177	53,094	69,071		
	YoY	22.11%	38.71%	34.95%	29.77%	28.94%	30.09%		
	保险科技平台收入	8,947	12,830	17,576	24,315	30,875	40,165		
	YoY	107.44%	43.40%	36.99%	38.34%	26.98%	30.09%		
创新业务类	本地生活平台收入	-	493	1,322	3,583	11,528	38,489	战略重心 3.0阶段	2020-2024年本地生活市场空间为万亿级：1.6-2.8万亿元
	YoY	-	-	168.33%	171.07%	221.71%	233.87%		
	金融科技输出收入	930	2,121	5,321	15,741	48,362	129,648		
	YoY	24.82%	127.97%	150.91%	195.86%	207.23%	168.08%		
	YoY	40.71%	34.25%	36.04%	35.48%	43.17%	50.67%		
汇总	合计收入	120,619	161,932	220,293	298,456	427,301	643,803	战略优化，持续高增	
	YoY	40.71%	34.25%	36.04%	35.48%	43.17%	50.67%		

资料来源：公开资料、华西证券研究所

估值方面来看：

1) 可比公司：当前时点来看，蚂蚁集团的定位仍是互联网第三方支付龙头，全球范围内的可比公司主要包括：PayPal、Facebook、亚马逊、阿里巴巴、腾讯等。

2) 可比三方支付龙头：其中 Paypal 作为全球第三方支付的龙头，是当前可比性最强的公司。2019 年 PayPal 的支付网络覆盖超过 200 个市场的 3.05 亿个活跃账户，实现营业收入 177.72 亿美元，净利润 24.59 亿美元。

3) 支付宝与 PayPal 的区别：支付宝作为我国国民级支付 APP，用户基数远超 PayPal，具备极高的壁垒与相应的稀缺性（国内唯二支付寡头）。但与此同时，PayPal 在海外市场的支付费率更高，潜在的市占率提升空间也更高。

3) 可比公司的估值水平：资本市场长期给予 PayPal 的估值水平，PE 中枢在 48 倍左右，而其他各类互联网巨头的长期估值水平中枢约为 60 倍左右。

图表 75 可比公司比较

可比公司	所在市场	市值	长期平均估值水平 (PE-TTM)
Paypal	纳斯达克	2251 亿美元	48
Facebook	纳斯达克	8054 亿美元	70
亚马逊	纳斯达克	16502 亿美元	95
阿里巴巴	纽交所	7549 亿美元	44
腾讯	港交所	49635 亿港元	42

资料来源：公开资料、华西证券研究所

6.2. 投资蚂蚁生态：首推白马恒生与黑马朗新

支付宝独立以来，蚂蚁集团持续进行生态投资布局。根据亿欧咨询的统计，截至2018年末公司对外投资超过120次，布局范围从单纯的金融科技上下游，逐步扩展至零售、医疗健康、旅游、物流运输、工具软件、区块链和环保领域。

生态布局的角度来看，A股上市公司中，恒生电子、卫宁健康、科蓝软件、宇信科技、润和软件、新开普、朗新科技、捷顺科技、南威软件、易联众，这些都是蚂蚁当前的主要的合作伙伴。其中重点推荐B端金融科技桥头堡恒生电子、C端本地生活桥头堡朗新科技（通信组联合覆盖）。

图表 76 蚂蚁生态一览



资料来源：公开资料、华西证券研究所

6.3. 投资金融科技：重点关注银行/证券IT

当前环境下，高层不断突出科技对于金融业赋能的作用，结合顶层设计《金融科技（Fintech）发展规划（2019-2021年）》的指引，金融科技行业正在迎来时代机遇。在此背景下，蚂蚁集团作为行业技术领军，经历多次转型与调整，终于获得监管首肯，成功登陆A+H股。

展望未来，一方面，蚂蚁集团无疑将成为中国资本市场市值最大的金融科技公司，为行业的快速稳定发展起到标杆作用，判断后续金融科技公司在监管和标杆的双重指引下持续蓬勃发展。另一方面，蚂蚁集团领先的技术架构（分布式、云化、中台化）将引领业内的技术发展及创新路径，各银行IT、证券IT等垂直细分领域龙头将持续受益技术外溢，进一步提速发展。

图表 77 金融科技顶层设计概念图

央行金融科技顶层规划的出台利好我国金融科技的健康发展



资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

除了坚定看好蚂蚁集团这一金融科技龙头以外，同样看好其他各金融科技细分赛道，龙头催化行业景气度上行是关键逻辑。1) 推荐银行 IT 龙头宇信科技、长亮科技、高伟达，同时神州信息等技术领先的厂商也将受益；2) 推荐证券 IT 的 2B 龙头恒生电子、2C 龙头同花顺。

图表 78 推荐公司的估值比较

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
300674.SZ	宇信科技	38.89	0.96	1.31	1.73	40.51	29.69	22.48
300348.SZ	长亮科技	25.59	0.45	0.58	0.74	56.87	44.12	34.58
300465.SZ	高伟达	16.72	0.41	0.53	0.67	40.78	31.55	24.96
600570.SH	恒生电子	96.02	1.38	1.89	2.64	69.58	50.80	36.37

资料来源：wind、华西证券研究所

7. 风险提示

1) 行业竞争加剧

公司在现有金融科技领域一枝独秀，但不排除其他转型竞争者，同时需要警惕金融对外开放后进入的海外金融科技巨头（如 PayPal）。

2) 金融创新政策推进不及预期的风险

关注监管趋严对于现有业务的限制，如小贷、理财、保险类科技平台模式受到约束。

3) 创新业务进展不及预期的风险

创新业务（本地生活和技术输出）的展业仍具有较大不确定性，警惕渗透率不及预期。

4) 市场系统性风险

全球经济、金融系统性风险值得关注。

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）： 2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名， 10年证券从业经验。

刘忠腾（分析师）： 计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究从业经验，深耕云计算和信创产业。

孔文彬（研究助理）： 金融学硕士， 2年证券研究经验，主要覆盖金融IT、网络安全研究方向。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。