

互联网行业深度研究报告

从蚂蚁集团、腾讯金融到京东数科，互联网巨头的金融战略落子

- **蚂蚁集团、京东数科、腾讯金融科技三国鼎立，三家互联网巨头支付业务起点决定了金融科技专注方向各有不同。**他们都是电商、社交巨头的战略落子，承载着数字化、金融平台的期待，他们曾经被寄予支付金融业务的厚望，但随着互联网金融业务本身的转型，之后更多的较量则是在“科技基因”。我们从**母公司战略发展回溯与展望、研发投入与募资、互联网流量对比、核心场景对比、独特优势与劣势**几大方面去横向对比三家公司的内生基因。同为**互联网金融公司**，三家公司遵循着**共同逻辑**：**第一，以用户为核心的互联网商业逻辑，不断驱动边际成本的降低。第二，用不断投入的数据与科技构筑极高的行业壁垒。**
- **在营收体量与盈利能力上，蚂蚁与腾讯金融属于第一梯队，大大领先京东数科。**盈利能力上看，蚂蚁经过18至19年的调整，2020年已经进入稳定的盈利区间，平均利润率29%。腾讯金融科技毛利率2019年估算约29%-30%，净利率约为10%-15%。京东数科由于特殊股权激励的影响，尚未进入稳态盈利区间。**主营收入构成来看**，蚂蚁主要以数字金融平台为主，腾讯金融以支付为主，京东数科主要以技术服务费为主。蚂蚁集团是以支付为中心的多场景全品类平台，京东数科：以金融机构提供数字化解决方案叠加金融平台模式，腾讯以微信支付C端禀赋为核心，后发制人。
- **其他巨头的努力：美团、字节、百度在金融领域的机会何在？**行业内的其他互联网巨头，也在不停谋求金融平台的发力。我们认为，**牌照与场景是金融支付领域的核心壁垒。**从牌照获取情况来看，政策相对友好，经过多年布局，目前多个互联网巨头已经不同程度上获得牌照，从场景来看，用户的支付场景拓展是金融支付发展的核心，美团以本地生活高频交易场景切入，字节以线上内容交易切入，滴滴以出行业务支付但受限于用户数及使用场景的单一，仅被用户在特定场景下使用。
- **放眼全球，Square与Paypal是崛起于美国金融支付市场的两大科技巨头，展示了成熟金融市场互联网类公司的不同发展路径。**Paypal作为全球第三方支付行业龙头，从支付工具起家为一个全球领先的技术平台和数字支付公司，同时为个人和企业提供丰富的支付工具和支付解决方案。作为全球线上支付龙头，Paypal的线上账户迅速发展受益于美国及全球电子商务市场的兴起。**Square**以解决线下中小商户支付为痛点切入移动互联网支付市场，凭借对商户的支付数字化，形成了一套覆盖商户收款、商品管理、位置、订餐、贷款在内的一系列线上解决方案。
- **在估值探讨方面，我们以蚂蚁集团为例，提供两种典型的估值框架：第一，分拆各项业务，进行可比相关金融公司对标，**我们将蚂蚁集团的各项业务进行分拆，数字支付与商家服务、数字金融科技平台两大块业务可分别参考国内及海外的相关互联网金融公司进行可比估值。**第二，互联网公司典型的用户数估值法，采用P/MAU或者P/DAU的方法。**
- **风险提示：**国内外的金融监管风险，蚂蚁集团京东数科各个业务皆属于强监管的金融业务。市场竞争加剧，各个互联网头部公司加快金融业务布局。跨境业务拓展存在风险。

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：新相宜

电话：010-66500831

邮箱：jinxiangyi@hcyjs.com

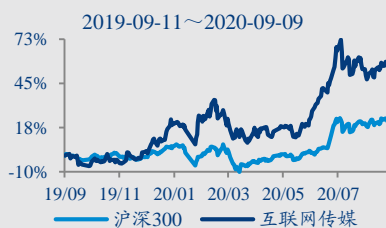
执业编号：S0360520080001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	60	1.5
总市值(亿元)	8,802.61	1.11
流通市值(亿元)	6,781.6	1.16

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-4.59	23.69	45.43
相对表现	-1.97	8.99	30.04


相关研究报告

《互联网行业2020年中期策略：前浪与后浪，商业模式的交替》

2020-06-17

《互联网行业深度研究报告：直播电商——一场流量池与商品池的重新适配》

2020-06-21

《百度(BIDU)2Q20业绩梳理及发布会纪要》

2020-08-17

投资主题

报告亮点

- 本报告首次将三家互联网金融科技平台进行全面的横向比较，蚂蚁集团、京东数科、腾讯金融科技三国鼎立，三家互联网巨头支付业务起点决定了金融科技专注方向各有不同。他们都是电商、社交巨头的战略落子，承载着数字化、金融平台的期待，他们曾经被寄予支付金融业务的厚望，但随着互联网金融业务本身的转型，之后更多的较量则是在“科技基因”。我们从**母公司战略发展回溯与展望、研发投入与募资、流量与场景**几大方面去横向对比三家公司的内生基因。同为互联网金融公司，三家公司遵循着共同逻辑：**第一，以用户为核心的互联网商业逻辑，不断驱动边际成本的降低。第二，用不断投入的数据与科技构筑极高的行业壁垒。**
- 同时探讨美团、字节、百度在金融领域的机会何在。我们认为，**牌照与场景是金融支付领域的核心壁垒。从牌照获取情况来看，政策相对友好，经过多年布局，目前多个互联网巨头已经不同程度上获得牌照，从场景来看，用户的支付场景拓展是金融支付发展的核心，美团以本地生活高频交易场景切入，字节以线上内容交易切入，滴滴以出行业务支付但受限于用户数及使用场景的单一，仅被用户在特定场景下使用。**
- 放眼全球，**Square 与 Paypal 是崛起于美国金融支付市场的两大科技巨头，展示了成熟金融市场互联网类公司的不同发展路径。Paypal 作为全球第三方支付行业龙头，从 Ebay 的线上支付工具起家为一个全球领先的技术平台和数字支付公司，基于线上支付收单，去扩展增值业务服务。Paypal 的迅速发展受益于美国及全球电子商务市场的兴起。Square 从线下中小 B 端支付场景切入移动互联网支付市场，凭借对商户的支付数字化，形成了一套覆盖商户收款、商品管理、位置、订餐、贷款在内的一系列线上解决方案。从 B 端支付切入 C 端电子钱包和投资市场，迎来用户爆发式增长。Square 的爆发受益于美国近场支付的转型以及中小商户的线上渠道转移。**

投资逻辑

- 在**营收体量与盈利能力上**，蚂蚁与腾讯金融属于第一梯队，大大领先京东数科。盈利能力上看，蚂蚁经过 18 至 19 年的调整，2020 年已经进入稳定的盈利区间，平均利润率 29%。腾讯金融科技毛利率 2019 年估算约 29%-30%，净利率约为 10%-15%。京东数科由于特殊股权激励的影响，尚未进入稳态盈利区间。**主营收入构成来看**，蚂蚁主要以数字金融平台为主，腾讯金融以支付为主，京东数科主要以技术服务费为主。蚂蚁集团是以支付为中心的多场景全品类平台，京东数科：以金融机构提供数字化解决方案叠加金融平台模式，腾讯以微信支付 C 端禀赋为核心，后发制人。
- 在估值探讨方面，我们以蚂蚁集团为例，提供两种典型的估值框架：**第一，分拆各项业务，进行可比相关金融公司对标**，我们将蚂蚁集团的各项业务进行分拆，数字支付与商家服务、数字金融科技平台两大块业务可分别参考国内及海外的相关互联网金融公司进行可比估值。**第二，互联网公司典型的用户数估值法，采用 P/MAU 或者 P/DAU 的方法。**

目录

一、蚂蚁集团、京东数科、腾讯金融科技三国鼎立，从“钱袋子”到“科技平台”的较量.....	6
(一) 电商与社交领域殊途同归的金融支付业务：母公司战略发展回溯与展望.....	6
1、蚂蚁的起点复盘：从支付宝到移动支付平台.....	6
2、京东数科发展历史复盘：京东白条为始，通过挖掘 b 端客户弥补支付规模上的弱势.....	9
3、腾讯金融发展历史复盘：源于社交红包，经历了财付通，腾讯“FiT”以及腾讯金融科技三个阶段.....	11
(二) 研发投入与募资用途：蚂蚁侧重于技术专利储备，京东侧重于项目，腾讯侧重基础架构.....	11
(三) 流量优势 VS 场景优势，财付通与支付宝各有千秋，京东皆乏力.....	12
二、商业模式及盈利能力：蚂蚁数字金融平台盈利能力强劲，营收体量与盈利能力显著高于另外两家.....	14
(一) 主要营收结构与盈利能力.....	14
1、营收体量上看，蚂蚁集团与腾讯金融处于同一量级，京东数科属于轻量级.....	14
2、业务结构来看，蚂蚁主要以数字金融平台为主，腾讯金融以支付为主，京东数科主要以企业技术服务为主.....	15
2.1 蚂蚁集团：以支付为中心的多场景全品类平台.....	15
2.2 京东数科：以金融机构提供数字化解决方案叠加金融平台模式.....	16
2.3 腾讯金融：微信支付 C 端禀赋更强，后发制人.....	18
(二) 细分业务对比：蚂蚁侧重微贷及理财、腾讯侧重支付规模、京东侧重项目服务.....	19
1、数字支付业务：蚂蚁和腾讯的共同流量池.....	19
1.1 移动支付行业发展历程与规模.....	19
1.2 市场竞争格局：支付宝与财付通两强相争.....	21
2、贷款业务对比.....	22
2.1 ToB：蚂蚁网商银行 VS 腾讯微众银行与京东供应链金融产品.....	22
2.2 花呗借呗、微粒贷与京东白条/金条.....	23
3、理财业务对比.....	24
4、保险业务对比.....	26
(三) 核心竞争力探讨.....	28
三、其他巨头的努力：美团、字节、百度在金融领域的机会何在？.....	28
(一) 支付牌照与政策情况.....	28
(二) 场景的争夺.....	30
四、海内外对标：Square 与 Paypal，崛起于美国金融支付市场的科技巨头.....	31
1、Paypal：全球第三方支付行业龙头.....	31
2、Square.....	32
五、估值探讨.....	34
六、风险提示.....	36

图表目录

图表 1	支付宝发展历程.....	7
图表 2	阿里巴巴主营业务架构图.....	8
图表 3	阿里巴巴“三大闭环”.....	8
图表 4	多样化支付服务.....	8
图表 5	支付宝月度活跃用户数（亿）.....	9
图表 6	京东数科业务发展历程.....	10
图表 7	京东数科股权结构图.....	10
图表 8	京东数科研发费用支出（亿元）.....	11
图表 9	京东数科研发人员及专业人员占比.....	11
图表 10	腾讯在金融科技领域投资版图.....	12
图表 11	微信和淘宝渗透率.....	13
图表 12	微信商业支付 GMV 与支付 GMV 对比（万亿）.....	13
图表 13	淘宝对支付宝用户 MAU 推动作用显著.....	13
图表 14	微信对微信支付 MAU 推动显著，且尚有空间.....	13
图表 15	支付宝覆盖场景多样.....	14
图表 16	2017-2019 年蚂蚁集团、腾讯金融科技、京东数科营收对比情况（亿元）.....	15
图表 17	2018-2019H1 年蚂蚁集团、腾讯金融科技、京东数科毛利率对比情况.....	15
图表 18	蚂蚁集团费用结构（亿元）.....	16
图表 19	蚂蚁集团总费用率.....	16
图表 20	京东数科营业收入构成.....	17
图表 21	京东数科营业收入各部分占比.....	17
图表 22	京东数科费用结构（亿元）.....	18
图表 23	2017-2020H 京东数科毛利率.....	18
图表 24	京东数科员工专业结构.....	18
图表 25	京东数科员工年龄结构.....	18
图表 26	腾讯金融业务拆分.....	19
图表 27	腾讯金融业务占比.....	19
图表 28	网络支付用户规模及使用率.....	20
图表 29	手机网络支付用户规模及使用率.....	20
图表 30	手机网络支付用户占比.....	20
图表 31	第三方移动支付交易规模（万亿元）.....	20
图表 32	中国线下支付扫码支付交易规模（万亿元）.....	21
图表 33	中国第三方移动支付交易规模市场份额.....	21

图表 34	第三方移动支付 Top5 安装量占比	21
图表 35	“双十一”支付宝总交易额 (亿元)	22
图表 36	网商银行与微众银行净息差对比	22
图表 37	网商银行与微众银行总资产 (百万元)	22
图表 38	网商银行与微众银行生息资产占总资产比例	23
图表 39	三家贷款业务对比	23
图表 40	蚂蚁借呗与腾讯微粒贷、京东金条对比	24
图表 41	蚂蚁花呗与京东白条对比	24
图表 42	蚂蚁集团理财产品 AUM(亿元)	25
图表 43	2018Q1-2019H1 腾讯“理财通”产品 AUM (亿元)	25
图表 44	理财通在微信三级入口 VS 余额宝在支付宝首页	26
图表 45	三家理财业务对比	26
图表 46	蚂蚁集团平台促成的保费及分摊金额 (亿元)	27
图表 47	蚂蚁集团保险科技平台收入及增速 (亿元)	27
图表 48	京东数科保费促成规模及保险科技收入情况 (亿元)	27
图表 49	互联网金融相关政策	28
图表 50	美团金融牌照一览	29
图表 51	字节跳动金融牌照一览	29
图表 52	百度金融牌照一览	30
图表 53	滴滴金融牌照一览	30
图表 54	互联网巨头生态场景对比	30
图表 55	Paypal 营业收入和同比增速 (百万美元)	32
图表 56	Paypal 营业收入构成 (百万美元)	32
图表 57	Paypal 净利润和同比增速 (百万美元)	32
图表 58	Paypal 毛利率和净利率	32
图表 59	Square 营业收入及同比增速 (百万美元)	33
图表 60	Square 归母净利润及同比增速 (百万美元)	33
图表 61	Square 主营产品收入 (百万美元)	33
图表 62	Square 主营产品构成	33
图表 63	Paypal 股价与 PE (TTM)	34
图表 64	Square 股价与 PE (TTM)	34
图表 65	主要金融科技公司估值汇总	34
图表 66	市值/用户数估值法 (P/MAU)	36

一、蚂蚁集团、京东数科、腾讯金融科技三国鼎立，从“钱袋子”到“科技平台”的较量

三家互联网巨头支付业务起点决定了金融科技专注方向各有不同。蚂蚁集团的“支付宝”，构成了其大部分商业模式的基础，依靠阿里巴巴电商流量构建了极强的交易场景。腾讯金融依靠“微信红包”起家，依托腾讯社交极高的壁垒构筑起泛社交圈内的综合金融生态。支付宝与微信支付基本奠定了依托电商、社交体系建立的支付体系大格局，京东数科在电商规模体量较小的前提下，主要专注于2B2G领域的金融科技服务。把三家公司放在一起比较，会发现他们都孕育于互联网巨头的核心业务之中，他们都是电商、社交巨头的战略落子，承载着数字化、金融平台的期待，他们曾经被寄予支付金融业务的厚望，但随着互联网金融业务本身的转型，之后更多的较量则是在“科技基因”。我们从母公司战略发展回溯与展望、研发投入与募资、流量与场景几大方面去横向对比三家公司的内生基因。

蚂蚁集团在数字金融服务领域覆盖面积广泛，相较腾讯发展更为成熟。目前数字支付领域市场状况较为稳定，双寡头竞争局面已经形成，而贷款业务、理财业务和保险业务进入多维度竞争局面。

腾讯金融的流量入口来源于微信，微信具有用户基数大这一优势，因此料未来的增长空间较大。同时，微信作为社交平台具有用户粘性更强，壁垒更高的特点。从长期来看，微信支付会挑战支付宝场景上的丰富性，微信如何突破社交这一圈层料将成为未来支付领域的核心关注点。蚂蚁集团的整体金融服务业务相比腾讯支付，发展更为成熟，信贷业务、理财业务和保险业务，起步较早，在平台业务规模、金融机构业务合作伙伴和服务类型上大幅领先腾讯金融。

京东数科流量入口来自于京东，京东数科与京东集团各板块之间建立了长期、稳定、互惠的商业模式。京东集团拥有自己完整的自营体系，用户粘性较高。业务模式上，京东数科更加倾向于“To B”和“To G”类业务。由于京东数科数字支付业务量相对支付宝较少，京东数科只能通过充分提供服务并挖掘B端客户（金融机构、商家及企业）的商业价值以弥补支付规模上的弱势，而这使得蚂蚁集团业务结构的消费属性较京东数科更为强烈。

（一）电商与社交领域殊途同归的金融支付业务：母公司战略发展回溯与展望

回望来路：电商与社交两大流量巨头孵化出的金融生态系统，决定了各自战略定位的不同，简言之：蚂蚁专注于生活服务平台，京东数科专注于2B，腾讯专注综合金融生态

蚂蚁集团与京东数科来自阿里巴巴与京东的电商流量，而腾讯金融则来自腾讯的社交流量。我们回溯业务起源，会发现由于母公司流量本源的不同，蚂蚁集团、京东数科、腾讯金融在业务布局、战略侧重以及定位上各有不同。三家都是基于自身的生态、用户、数据、技术、人才、洞察和创新等优势，为用户、商户与企业、金融机构、政府等客户提供数字化服务，三方主营业务各自具有以下特征，蚂蚁集团依托海量用户的优势，规模效应体现得更加明显，京东数科在政府数字化服务、商户营销服务等产业数字化方面实现了更多元的业务创新。腾讯金融主要依托微信社交平台，创造友好的交易生态。

1、蚂蚁的起点复盘：从支付宝到移动支付平台

蚂蚁集团起源于支付宝业务，而支付宝业务则起源于阿里巴巴电商业。相比于阿里巴巴集团，主要专注于国内企业级别的数字化升级，蚂蚁集团更加专注于生活服务业的数字化升级，而金融服务是其中重要组成部分。

支付宝对于阿里巴巴电商的意义何在？从电商角度来说，其包含信息流（商品的呈现），物流（商品的运送），资本流（金钱的交易），而支付宝的存在最大作用是降低社会货币或者资本流通的成本，当同样的交易量蚂蚁利用信息化只要可能几千人就能完成其他银行可能需要几十万人才能完成的任务，甚至提供更高效更稳定的服务时，我们每笔交易的成本就被大大降低了，为整个交易环境带来巨大的效益提升。

支付宝成立于2004年，在十余年的发展中，支付宝持续创新升级，从PC端到移动端，从数字支付到数字金融及各类数字生活服务，始终坚持以科技为驱动为消费者、小微经营者及合作伙伴创造价值。公司的数字支付服务支

持国内商家与消费者在各类线上和线下的支付场景下，以便捷安全的方式进行交易。随着公司的数字钱包被广泛应用，交易规模庞大，使得公司得以积累丰富的客户洞察，从而发展出数字金融服务平台以满足客户更广泛的金融服务需求。

图表 1 支付宝发展历程

时间	业务发展进程	推出产品、功能
2003 年	淘宝网首次推出担保交易服务	依托于淘宝网的担保交易服务
2004 年		支付宝正式成立
2005 年	支付宝提出“你敢用，我敢赔”口号	支付宝推出“全额赔付”制度
2005 年	支付宝与工商银行达成战略伙伴协议	
2005 年		支付宝启动 7X24 小时客服热线
2007 年	支付宝联合建设银行、中国银行拓广海外业务	支付宝会员可使用人民币在合作的境外电商网站购物
2008 年		支付宝手机 WAP 平台正式发布
2008 年		支付宝公共事业缴费服务上线
2009 年	支付宝开启移动支付时代	支付宝推出手机客户端 APP
2009 年	支付宝日交易笔数达到 500 万笔	
2010 年		支付宝为国家开发银行的助学贷款项目提供新通道
2010 年	支付宝用户数突破 3 亿	
2010 年	提升支付成功率，为移动支付时代奠定基础	支付宝推出“快捷支付”
2011 年	支付宝快捷服务与 10 家银行的信用卡展开合作	
2011 年	支付宝获得央行颁发的国内第一张支付牌照	
2011 年	支付宝通过在线支付技术进入线下市场	支付宝推出“条码支付”
2012 年		支付宝推出“个人网络年度账单”
2012 年	用户实名认证，即可因账号被盗造成损失获得补偿	支付宝推出账户余额保障服务
2013 年		支付宝开通“24 小时极速补偿”服务
2013 年	支付宝与天弘基金合作的货币基金产品上线	余额宝上线
2013 年		支付宝推出海外退税服务
2014 年	起步于支付宝的蚂蚁金融服务集团正式成立	
2014 年	用户可以在淘宝天猫进行“赊账”	花呗面世
2015 年	可以直观呈现用户的信用水平	推出借呗、芝麻信用
2015 年	支付宝与 Paytm 合作	印度本地钱包上线
2015 年	联合央视发布了春晚互动新玩法“抽红包、传福气”	支付宝红包上线
2016 年		互相宝推出
2020 年	支付宝 APP 数字生活服务全面升级	

资料来源：蚂蚁集团招股说明书、华创证券

诞生于线上中心化平台电商支付场景，以电商为核心不断向本地生活延伸，拓展线上线上多元化场景。支付宝很好的继承了阿里巴巴的电商流量场景，截至 2020 年 6 月 30 日，支付宝 APP 月度活跃用户已高达 7.11 亿，流量充足，实现了用户以支付业务为平台入口。在电商场景之下，不断拓展本地生活服务交易场景，通过与阿里巴巴体系内本地生活与新零售业务的协同，增加餐饮外卖、出行、酒旅 OTA、生活缴费等生活服务支付入口。优化平台导流

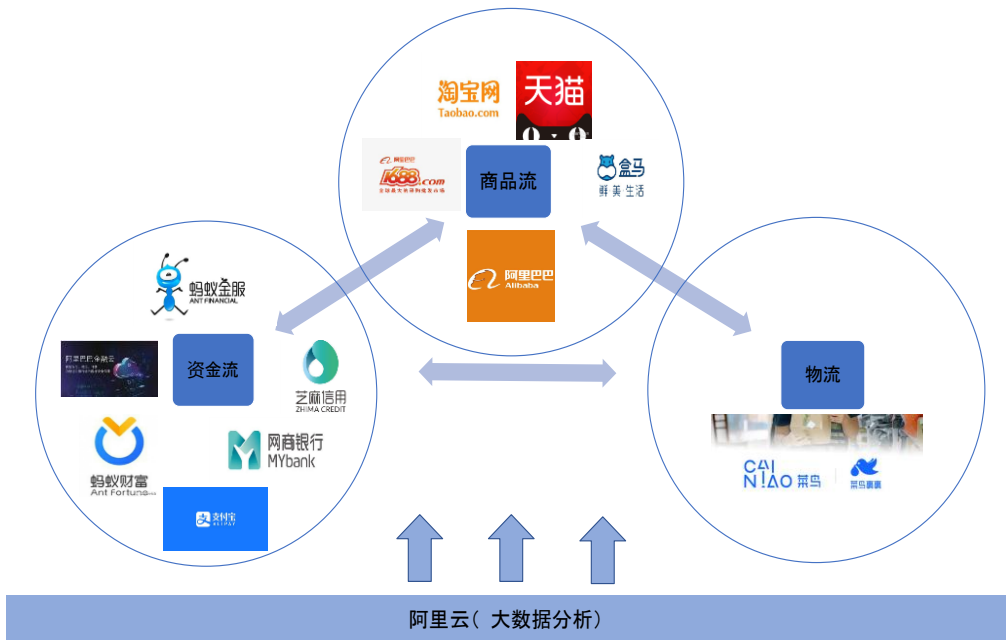
通道，向全场景支付服务平台升级。2020年1月，蚂蚁集团CEO胡晓明兼任阿里本地生活服务公司董事长，支付宝全面地统领阿里在本地生活服务领域的各项业务流量入口。

图表 2 阿里巴巴主营业务架构图



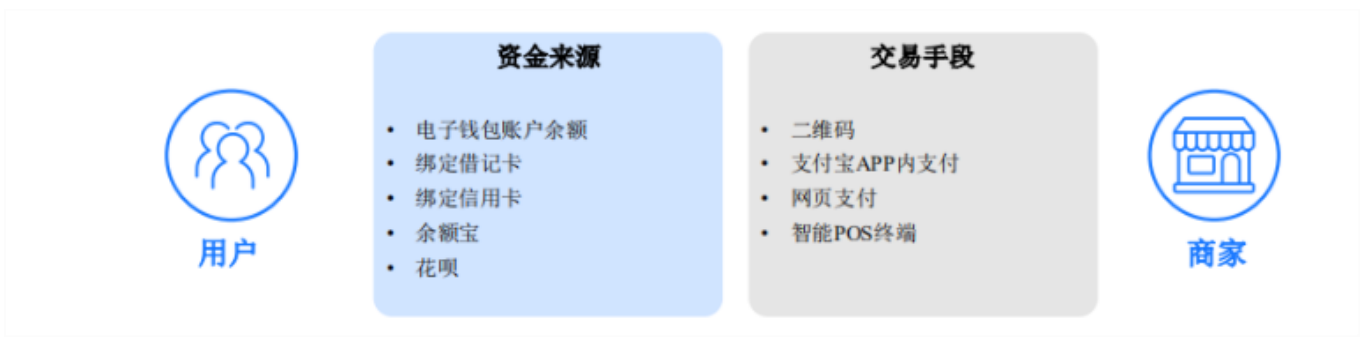
资料来源：阿里巴巴集团公司财报、华创证券

图表 3 阿里巴巴“三大闭环”



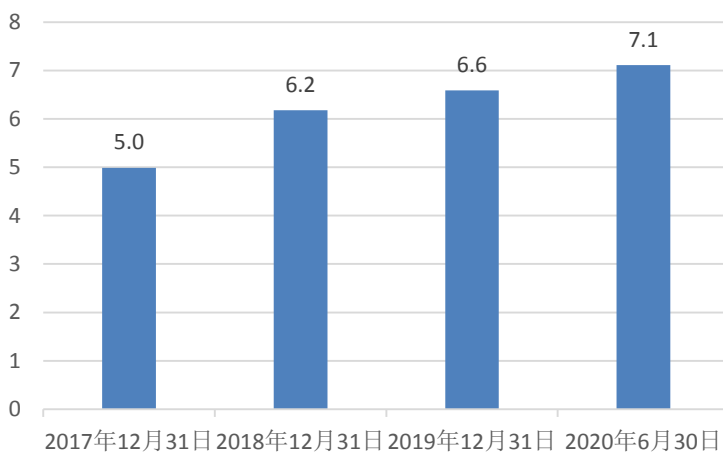
资料来源：阿里巴巴官网、招股说明书、华创证券

图表 4 多样化支付服务



资料来源：蚂蚁集团招股说明书、华创证券

图表 5 支付宝月度活跃用户数（亿）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书、华创证券

2、京东数科发展历史复盘：京东白条为始，通过挖掘 b 端客户弥补支付规模上的弱势

同样孵化于电商巨头，同样是从“金融科技”浪潮中成长起来的关键角色，京东数科是常与蚂蚁集团放在一起比较的对象，但是细究双方招股书后可以发现，京东数科与蚂蚁集团在营收结构和发力重点上存在实际不同。

以数字金融为初始。2013 到 2015 年，互联网金融兴起，企业纷纷切入互联网金融赛道，京东切入较早，成为最早提供白条等消费端产品和供应链服务的企业。支付宝花呗出现之前，市场窗口期使得京东白条增速较快，同时也看到了京东白条这一产品的价值。京东从商城业务切入数字金融业务为京东数科的出现奠定了基础。

2015 年转入以“To B”为核心的金融科技类业务。在此期间，一系列针对帮助金融机构数字化的产品纷纷发布，例如，资管科技平台系统、保险基金网上代销平台、资产证券化云平台等数字化系统或工具。

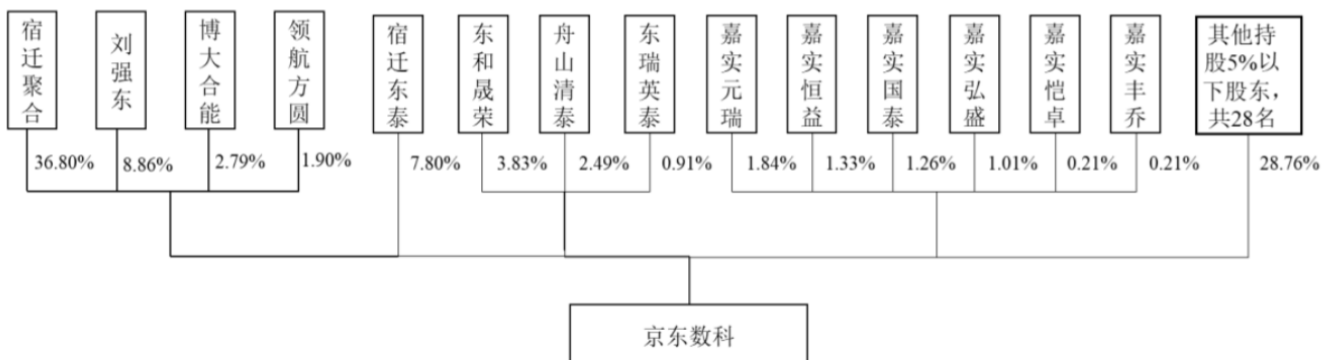
2018 年 9 月，京东金融正式更名京东数科，京东金融成为京东数科旗下子品牌。服务于金融行业的商业模式稳定之后，京东数科随后着眼于向更多实体产业领域进行应用拓展和迭代升级，包括面向政府机构提供智能城市操作系统，例如，智能城市操作系统落地江苏南通，并建成南通市“市域治理现代化指挥中心平台”。同时，一系列面向线下媒体提供数字化、线上线下融合等解决方案被提出。目前，京东数科的数字科技能力服务于金融、城市、政府等，这些领域成为京东数科新的价值所在。

图表 6 京东数科业务发展历程

时间	业务发展进程	推出产品、功能
2013 年		面向中小微商家的创新保理产品“京保贝”
2014 年		首款信用消费产品京东白条
2015 年	首次提出金融科技定位	首个互联网消费金融 ABS 项目
2017 年	美国硅谷 AI 实验室投入运营	
2018 年	进军机器人产业	发布第一款智能机器人产品“机房巡检机器人”
2018 年	成立了智能城市事业部	发布智能城市操作系统打造 AI+产业发展、社会治理现代化和现代生活服务业三大综合解决方案。
2018 年	首次提出数字科技定位和战略规划	发布“京东钜媒”
2019 年	智能城市操作系统落地雄安	发布了金融科技行业解决方案“T1 金融云”
2019 年		在泰国的金融科技合资公司正式上线 Dolfin App
2019 年		基于京东智臻链 JDBaaS 平台，首次将区块链技术运用于 ABS 发行
2020 年	Livi App Livi Bank 上线、是香港首批获得牌照的虚拟银行	发布了国内首个资管科技解决方案“JT²智管有方”
2020 年	智能城市操作系统落地江苏南通	建成南通市“市域治理现代化指挥中心平台”
2020 年		与中国红十字会联合主办众筹扶贫大赛，对接 409 个扶贫项目

资料来源：京东数科招股说明书、华创证券

股权结构方面，刘强东为实控人，直接持 8.86%，通过领航方圆、宿迁聚合、博大合能间接持有 41.49%，总计持股 50.35%，京东数科为 AB 股架构。在股东大会上对其他事项行使表决权时，A 类股份持有人每股可投 10 票，B 类股份持有人每股可投 1 票。刘强东通过直接和间接控制公司 A 类和 B 类股份共计拥有公司本次发行前 74.4% 的表决权。

图表 7 京东数科股权结构图


资料来源：京东数科招股说明书、华创证券

3、腾讯金融发展历史复盘：源于社交红包，经历了财付通，腾讯“FiT”以及腾讯金融科技三个阶段

腾讯金融业务起源于微信红包，经历了财付通，腾讯“FiT”以及腾讯金融科技三个阶段，第一阶段以支付平台的形象切入市场，扩展应用场景，获得市场份额，积累用户和用户数据，同时具备了金融链接和触达用户的能力。第二阶段，通过进入更多金融场景，逐渐形成开放的金融平台，打通与金融业务之间的连接通道，完成对理财，消费金融类业务的布局，同时积累经验。第三阶段，金融科技平台，重视对科技能力的输出，重视开放市场，走向科技赋能模式多元化场景应用。到 2019Q3，公司公布了云业务收入情况，剔除备付金利息的返还的影响后，金融科技表现抢眼。金融科技与企业服务 2019 年营收合计 1014 亿，增长 39%，剔除腾讯云业务营收 170 亿元，金融科技营收约为 844 亿元，营收结构以微利的支付业务为主，净利率约为 10%-15%之间。

(二) 研发投入与募资用途：蚂蚁侧重于技术专利储备，京东侧重于项目，腾讯侧重基础架构

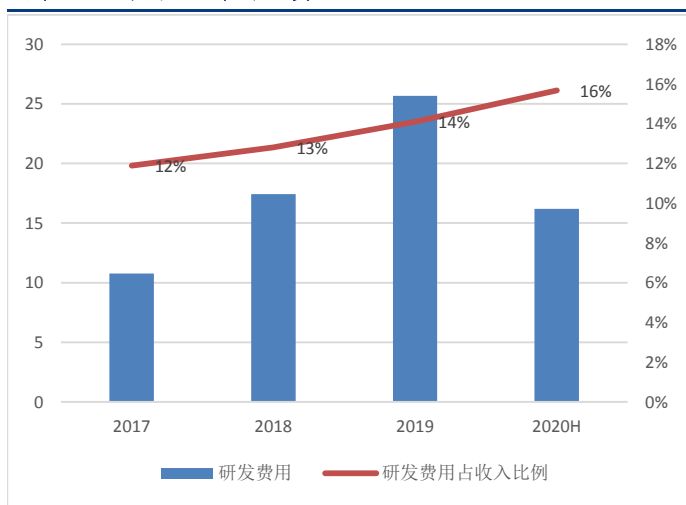
科技基因的定位同时取决于研发投入与研发储备，从目前的招股说明书以及财报来看，三方都是巨额的研发投入。从研发投入与募资用途来看，蚂蚁集团更偏向于专利技术的提前储备，京东数科更偏向于企业与政府科研项目的投入。2019 年全年，蚂蚁集团研发费用占营业收入的比例为 8.8%；京东数科同期研发费用占当期营业收入的比例为 14.1%。

蚂蚁集团的募资用途中，公司申明将强调研发投入，其中技术创新投入将成为重要部分。截至 2020 年 7 月 31 日，蚂蚁集团在全球四十个国家或地区拥有专利或专利申请，共计 26,279 项，其中 6,382 项已经获得授权，当中 40.17% 布局在中国大陆，59.83% 布局在境外。公司在区块链领域连续四年专利申请全球第一，累计专利授权数 212 件，位居全球第一。截至 2020 年 6 月 30 日，公司技术人员占比 64%，覆盖所有业务线。招股说明书提到科技是引领和驱动蚂蚁集团持续创新的原动力，作为科技公司，将募资用于研发投入以提前储备专利技术应对未来变化的市场是必不可少的。

京东数科的募资用途中，将有 72% 都直接用于技术相关的项目，包括金融机构数字化解决方案升级建设项目、商户与企业数字化解决方案升级建设项目、新兴产业数字化解决方案升级建设项目、开放平台升级建设项目、数字科技中心扩建项目等。但预计用于补充流动资金投入金额最大，约占募集资金净额的 28%。业务更多聚焦于 B 端，且跨越多个产业。无论是从收入结构还是资金用途看，京东数科的跨产业“服务”属性都要更显著一些。

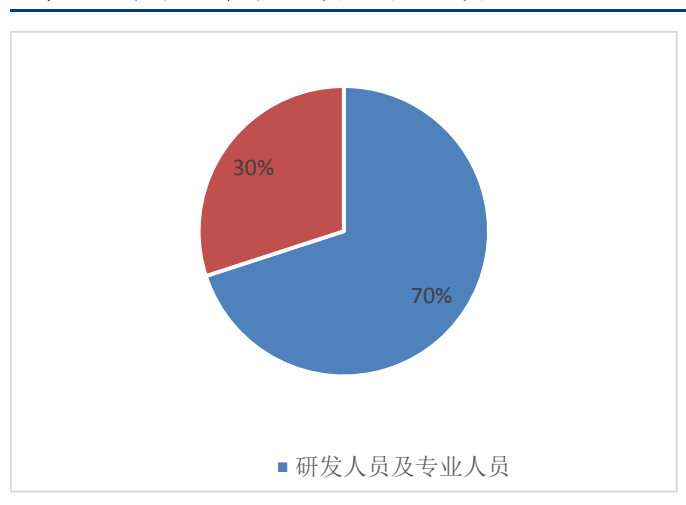
人力方面，在蚂蚁集团超过 1.6 万名员工中，超过 64% 是技术研发人员，而截至 2020 年 6 月 30 日，京东数科共有在岗员工数 9989 人，其中研发人员及专业人员占到公司员工总数的比例约为 70%，90 后员工数量占到近一半。

图表 8 京东数科研发费用支出（亿元）



资料来源：京东数科招股说明书、华创证券

图表 9 京东数科研发人员及专业人员占比



资料来源：京东数科招股说明书、华创证券

腾讯金融未来的募资用途将在于研发投入与基础架构建设。腾讯金融于2020年9月召开全球数字金融生态大会，其中金融专场提出技术正在推动金融行业数字化转型加速。未来腾讯金融科技将进行金融新基建和数字新连接的建设。其中，金融新基建包含专有云、金融专区、数据库、微服务治理、运维等在内的分布式基础云平台以及移动中台、业务能力中心、数据中台、AI中台等“基础建设”。数字新连接包含微信生态的微金融渠道，云景开放金融平台，云霖产业金融平台和智能营销和风控支撑平台的打造，为业务开展提供支撑，助推金融机构实现数字化渠道转型和业务创新。同时，腾讯云发起金腾计划，根据计划，三年内，腾讯云将联合30家大中型ISV、咨询公司、金融科技公司和金融机构等合作伙伴打造创新实验室，推进金融科技创新应用和联合解决方案的落地；并通过加速器扶持30家中小型金融科技合作伙伴，打造优质产品；还将招募100家拓展、运营、服务等类型的城市合伙人，匹配专项激励政策和帮扶计划，构建区域合作生态。以上将可能成为未来腾讯金融科技募资的用途。

腾讯投资金融科技相关领域一览

图表 10 腾讯在金融科技领域投资版图

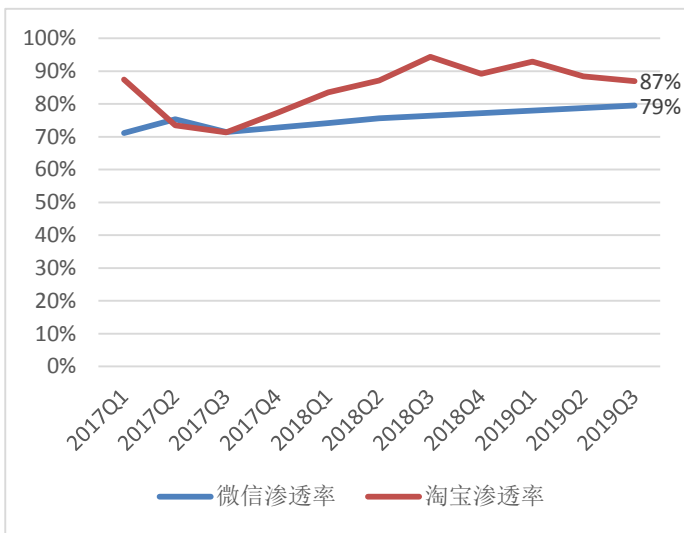
公司	领域	投资标的公司名称	具体内容
腾讯	芯片	Barefoot 公司	可编程芯片
	AI	优必选教育、Element AI 公司、Enflame Tech、SoundHound	机器人制造、人工智能孵化器、燧原科技（芯片初创）、AI 语音助手
	大数据	Sea box、TranWarp	星环科技（大数据平台）
	增强现实/虚拟现实	Oben、Innovega	人工智能
	区块链	Everledger	英国区块链公司
	Fintech	Lu.com、Linklogis、Nubank、Airwallex	陆金所、联易融数字科技集团有限公司（评分、风控）、巴西金融科技初创公司、澳大利亚跨境支付公司

资料来源：公司公告、华创证券

（三）流量优势 VS 场景优势，财付通与支付宝各有千秋，京东皆乏力

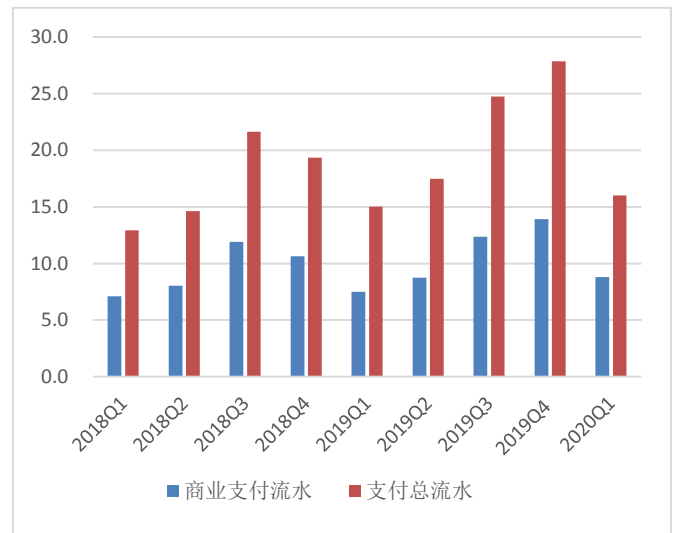
母公司的用户体量很大程度上决定了金融科技平台用户体量的发展天花板与规模，支付宝与财付通用户的积累都来自于阿里巴巴交易用户和腾讯的微信用户。我们用微信支付用户/微信用户，支付宝用户/阿里巴巴活跃买家，分别得到微信支付渗透率和支付宝渗透率。2019年Q3来看，支付宝渗透率87%，微信支付渗透率79%。

图表 11 微信和淘宝渗透率



资料来源：阿里巴巴财报、腾讯财报、华创证券

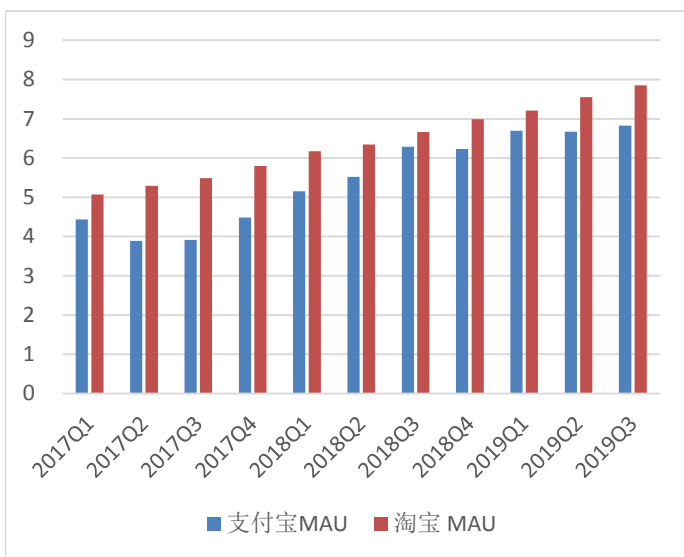
图表 12 微信商业支付 GMV 与支付 GMV 对比(万亿)



资料来源：MobTech、华创证券

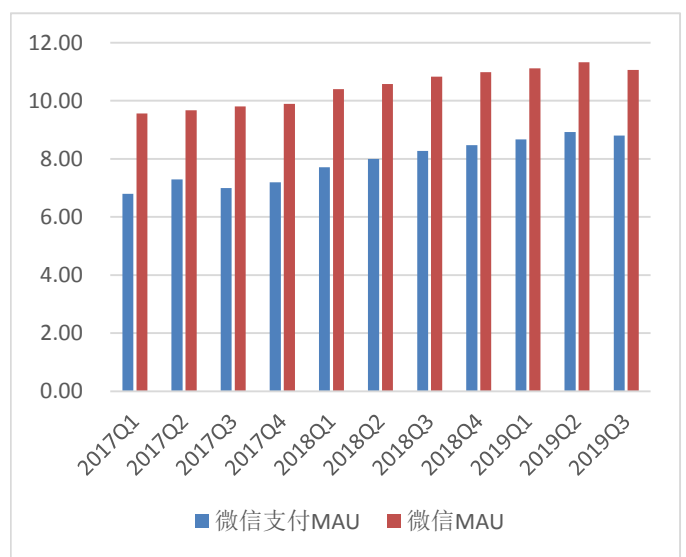
用户绝对值流量无限趋近的前提下，电商与社交的用户行为具有显著不同。从用户场景上看，电商用户黏性较轻，多数时候“用完即走”，但同时具有下沉市场的拓展空间。社交用户粘性强，但是缺乏相关交易场景。因此，微信支付在用户规模和支付频率指标占据领先优势，但支付宝在交易规模、单笔交易金额方面领先。

图表 13 淘宝对支付宝用户 MAU 推动作用显著



资料来源：阿里巴巴财报、Questmobile、华创证券

图表 14 微信对微信支付 MAU 推动显著，且尚有空间



资料来源：腾讯财报、Questmobile、华创证券

从核心功能上看，微信支付主要包含支付、转账和社交红包，支付宝主要包含支付、转账和生活服务。微信支

付 GMV 中，商业支付 GMV 占总 GMV 的 55%，且这一比例长期维持稳定，说明社交红包是微信支付的重要功能之一。但是用户接受金融服务的唤醒度低。场景的拓展是未来核心的发展方向。

支付宝的核心优势在于覆盖场景多样。数字支付、数字金融和数字生活服务构成的全方位服务平台统称为支付宝平安提。消费者将支付宝视作一站式服务平台，使用数字支付及数字金融服务（包括信贷、理财及保险）。此外，消费者可通过支付宝 APP 享受众多其他日常生活服务。支付宝 APP 涵盖了超过 1,000 种日常生活服务及超过两百万个小程序，包括出行、本地生活服务及便民服务。

图表 15 支付宝覆盖场景多样



资料来源：支付宝官网、华创证券

金融服务场景包含支付、理财、保险、信贷、消费贷和其他创新应用场景。生活服务场景包含饮食、医疗、娱乐、出行，校园和各种便民类服务。通过全场景覆盖，支付宝让其平台服务触手可及，同时不断提升用户信任、用户使用体验和用户参与度。但是，支付宝未来的成长空间不能依赖于提升用户的使用频次，在频次提升的边际价值降低的情况下，如何应对微信用户体量带来的压力将成为支付宝未来需要解决的问题。

二、商业模式及盈利能力：蚂蚁数字金融平台盈利能力强劲，营收体量与盈利能力显著高于另外两家

（一）主要营收结构与盈利能力

1、营收体量上看，蚂蚁集团与腾讯金融处于同一量级，京东数科属于轻量级

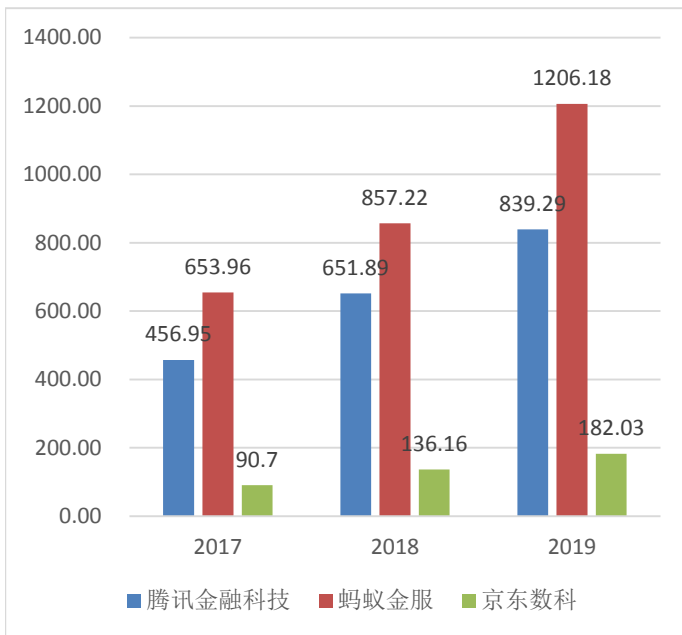
京东数科 2017/2018/2019 年整体的营业收入分别为 90.70 亿元、136.16 亿元、182.03 亿元，年复合增长率达到 41.6%。2020 年上半年，京东数科的营收继续增长，达到了 103.27 亿元，超过 2017 年的整年收入。2017 至 2020 年上半年，归属于母公司股东的净利润/亏损分别为-38.2 亿元、1.3 亿元、7.9 亿元和-6.7 亿元。净利润于 2018 年转正。

蚂蚁集团整体营业收入 2017 年至 2019 年分别为 653.96 亿元、857.22 亿元、1206.18 亿元，年复合增长率达到 35.8%。2020 年上半年，蚂蚁集团的营收继续增长，达到了 725.28 亿元。蚂蚁集团 2017 至 2019 年整体净利润分别

为 69.5 亿元、6.67 亿元、169.57 亿元。

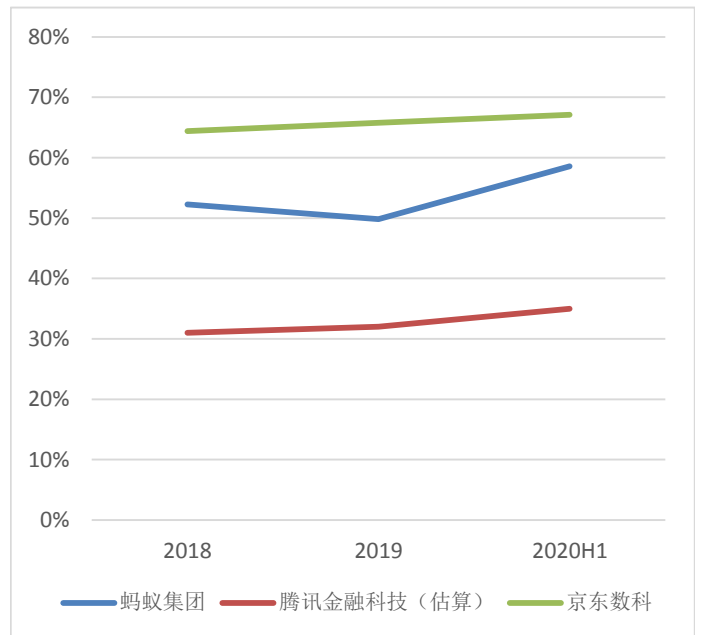
腾讯金融 2017 年至 2019 年整体营业收入分别为 456.95 亿元、651.89 亿元、839.29 亿元，年复合增长率达到 35.5%。

图表 16 2017-2019 年蚂蚁集团、腾讯金融科技、京东数科营收对比情况 (亿元)



资料来源：蚂蚁集团招股说明书、腾讯财报、京东数科招股说明书、华创证券

图表 17 2018-2020H1 年蚂蚁集团、腾讯金融科技、京东数科毛利率对比情况



资料来源：蚂蚁集团招股说明书、腾讯财报、京东数科招股说明书、华创证券

2、业务结构来看，蚂蚁主要以数字金融平台为主，腾讯金融以支付为主，京东数科主要以企业技术服务为主

2.1 蚂蚁集团：以支付为中心的多场景全品类平台

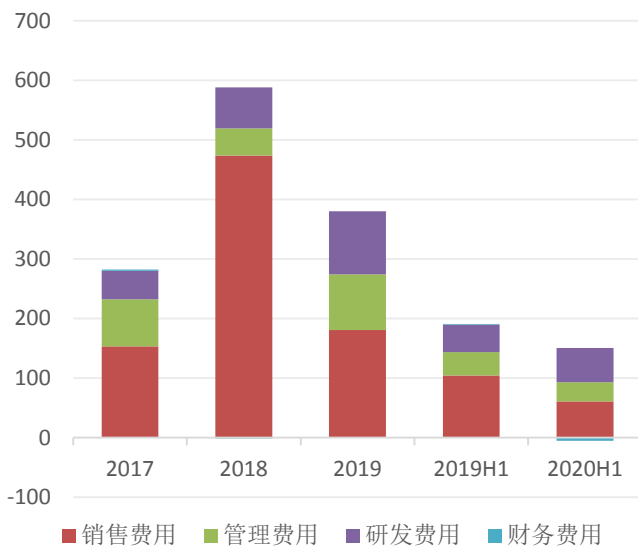
公司营业收入按产品和服务类型分为数字支付与商家服务、数字金融科技平台、创新服务及其他，其中创新服务及其他占总营收比重较低。随着公司不断发挥金融科技平台优势，积极与金融机构促成合作，公司数字金融平台营业收入增长明显，营业收入由 2017 年的 290 亿元提升至 2020H1 的 460 亿元，营收占比由 44.33% 提升至 63.39%，已替代数字支付业务成为公司第一大业务。

微贷业务为公司数字金融科技平台业务贡献主要收入。公司数字金融科技平台包含“微贷科技平台、理财科技平台、保险科技平台”。由 2017 年至 2020 年一季度期间，微贷业务营业收入占比数字金融科技平台业务均超过 50%，为数字金融科技平台的主要收入贡献业务。2020H1 公司数字金融科技平台中三大平台收入分别为 285.86 亿元、112.83 亿元和 61.04 亿元。从三大平台营收占比变化趋势来看，保险科技平台收入占比有显著提升。

公司费用率持续下降，研发支出维持高位。2017-2020H1 公司总费用率呈明显下降趋势，由 2017 年的 43.14% 下降至 2020H1 的 19.97%。其中销售费用率和管理费用率均有显著下滑，分别由 2017 年的 23.43%、12.10% 下降至 2020H1 的 8.36%、4.48%。公司持续重视创新研发，2017-2020H1 公司研发费用率高达 7.32%、8.05%、8.79% 和 7.89%，

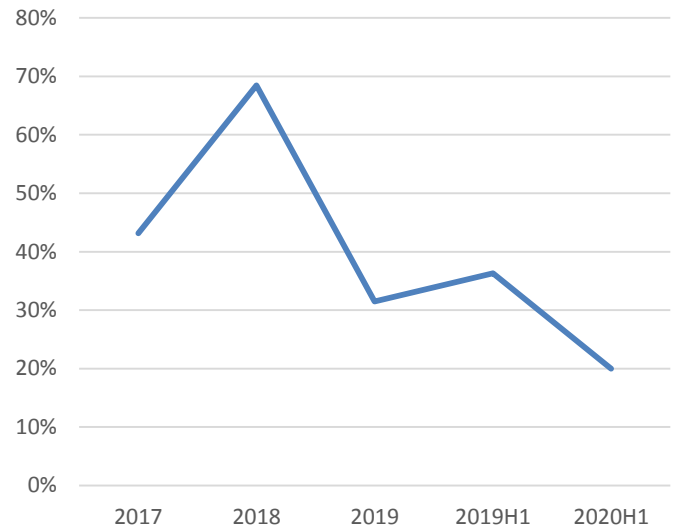
研发支出分别达到 47.89 亿、69.03 亿、以及 106.05 亿、57.2 亿元。公司 1.6 万在职员工中，超过 60% 以上是技术人员，超过谷歌和亚马逊等顶级科技公司。公司董事会中，1/3 是技术背景出身，分别为胡晓明（蚂蚁集团 CEO）、程立（阿里巴巴 CTO）和倪行军（蚂蚁集团 CTO）。蚂蚁集团 2020 年 H1 研发支出已经达到了 2019 年科创板所有新股的研发支出合计一半左右（2019 年，科创板上 133 个新股研发支出合计 212 亿元）。

图表 18 蚂蚁集团费用结构（亿元）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书、华创证券

图表 19 蚂蚁集团总费用率



资料来源：蚂蚁集团招股说明书、华创证券

轻资产变现模式，利润率表现亮眼。蚂蚁集团基于数字支付平台，扩张数字金融科技平台以及生活服务平台业务，得以用轻资产模式运营，实现较高利润率。以公司微贷业务为例，平台收取促成信贷余额的一定比例的服务费，信贷余额中由合作金融机构进行实际放款比例占约 98%，仅有极小比例为信贷余额自营业务。公司构建数字金融、生活平台有显著成效，费用率已出现明显下滑趋势，公司利润率有望持续保持高位。

2.2、京东数科：以金融机构提供数字化解决方案叠加金融平台模式

从业务结构分析，京东数科营业收入来源于金融机构数字化解决方案、商户与企业数字化解决方案、政府及其他客户数字化解决方案及其他。2017 年到 2020 年上半年，营业收入分别为 90.70 亿元、136.16 亿元、182.03 亿元及 103.27 亿元，2017 年至 2019 年年均复合增长率为 41.67%。

从业务占比来看，商户与企业数字化解决方案为京东数科目前主要收入来源。商户与企业数字化解决方案在 2017 年贡献 80.52% 营业收入，但随后这一比例逐年下降。商户与企业数字化解决方案的产品包括京东白条、收单及会员管理、票据平台。其中，京东白条是这一业务的主力产品，对标蚂蚁集团的花呗，2017 年至 2020 年上半年，公司白条产品科技服务收入分别为 14.73 亿元、27.34 亿元、32.10 亿元和 17.94 亿元。截至 2020 年 6 月底，京东白条的活跃用户数为 5544.61 万人，年复合增长率达 52.28%。2017 年到 2020 年上半年，商户与企业数字化解决方案收入分别为 73.03 亿元、100.19 亿元、109.18 亿元及 54.09 亿元，占营业收入的比例分别为 80.52%、73.58%、59.98% 及 52.37%。2018 年较 2017 年增加 27.16 亿元，增长 37.19%。业务增长一方面来自于京东白条业务规模不断扩大，另一方面来自于公司积极布局线下数字化收单业务，线下数字化收单服务商户数量、收单数量增加以及延保服务规模的增加和范围的扩大。

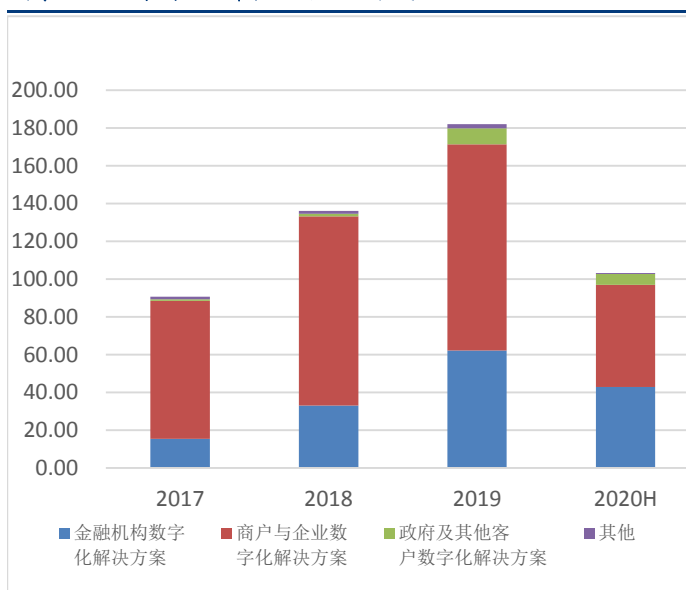
金融机构数字化解决方案业务增速较快，其占比在营收中不断上升。2017 年到 2020 年上半年，金融机构数字化解决方案收入分别为 15.46 亿元、32.98 亿元、62.17 亿元及 42.84 亿元，占营业收入的比例分别为 17.05%、

24.22%、34.15%及41.48%。2018年较2017年增加17.51亿元，主要增长来自于公司科技服务能力增强，相关服务市场认可度提升，信贷科技业务规模不断扩大。2019年较2018年增加29.19亿元，增长88.53%。主要原因除信贷科技业务规模扩大外，随着公司场景化客户推送能力、客群精准定位能力以及风险管理能力的不断增强，信用卡科技及保险科技业务受金融机构认可度提高，收入规模同比增加。金融机构数字化解决方案的产品包括：信贷科技、信用卡科技、保险科技、资管科技。其中，京东金条为明星产品。京东数科与金融机构合作，基于信贷科技平台促成的贷款业务收入，按照一定的比例向京东数科支付科技服务手续费。2017年至2020年上半年，京东金条的年度活跃用户数分别为302.08万户、677.31万户、1,520.57万户和1,424.17万户，近三年复合增长率为124.36%；同期，京东金条的促成的贷款规模分别为1,036.85亿元、2,554.92亿元、4,589.15亿元和2,612.17亿元，近三年复合增长率为110.38%，京东金条实现的科技服务收入分别为9.20亿元、20.88亿元、36.60亿元和26.36亿元，近三年复合增长率为99.41%，维持较高增速。

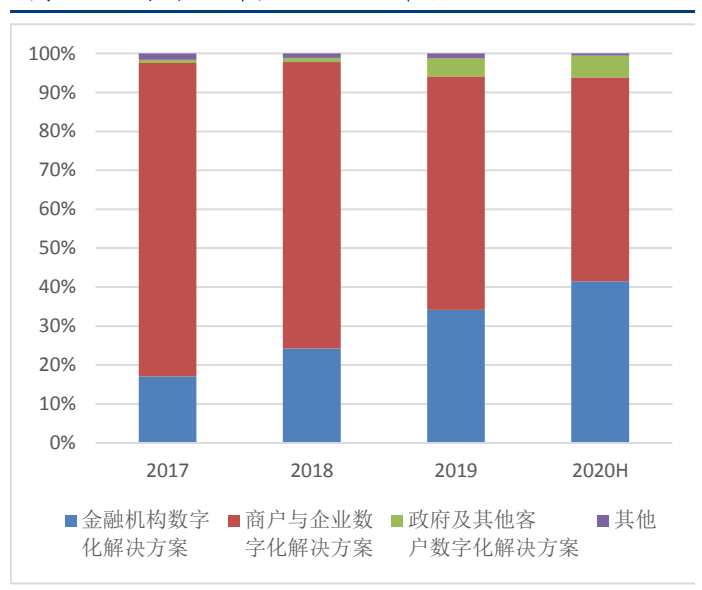
从费用率看，2017年到2020上半年公司总费用率呈现先下降再上升的趋势，由2017年的89%下降至2018年的39%，在2018到2019年有上升趋势。其中管理费用率长期来看有下降趋势。

从毛利率看，2017年到2020上半年，公司毛利率分别为54.69%、64.38%、65.77%和67.08%，呈上升趋势。近年来，京东数科与金融机构、商户与企业、政府及其他客户等领域数字化风险管理技术合作已较为成熟，随着公司营销获客、产品运营等服务能力的不断提升，毛利率总体保持上升趋势。

从人员结构看，公司9989名在职员工中，研发人员和专业人员分别占比41.77%和28%。其中，研发人员比例从2017年的38.60%提升至2020年的41.77%。销售人员增长较快，从2017年的4.99%提升至2020年的18.88%。同时，根据员工年龄结构，40岁以下员工占总员工数的98%，其中，30岁以下员工占总员工数的48.7%。

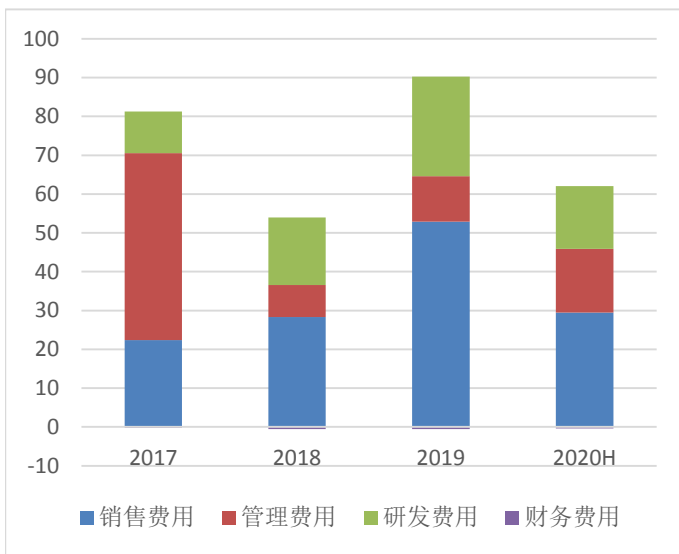
图表 20 京东数科营业收入构成


资料来源：京东数科招股说明书、华创证券

图表 21 京东数科营业收入各部分占比


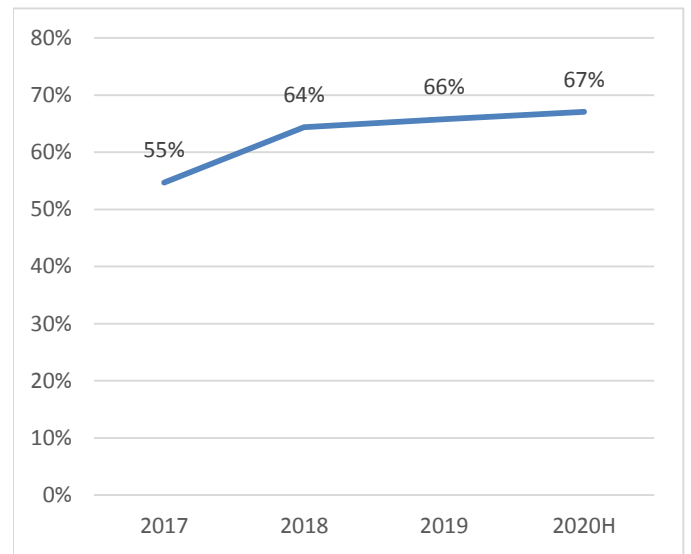
资料来源：京东数科招股说明书、华创证券

图表 22 京东数科费用结构 (亿元)



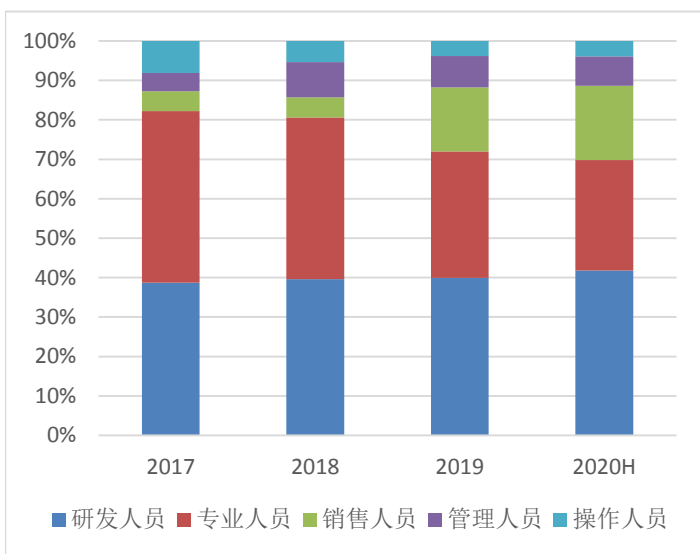
资料来源: 京东数科招股说明书、华创证券

图表 23 2017-2020H 京东数科毛利率



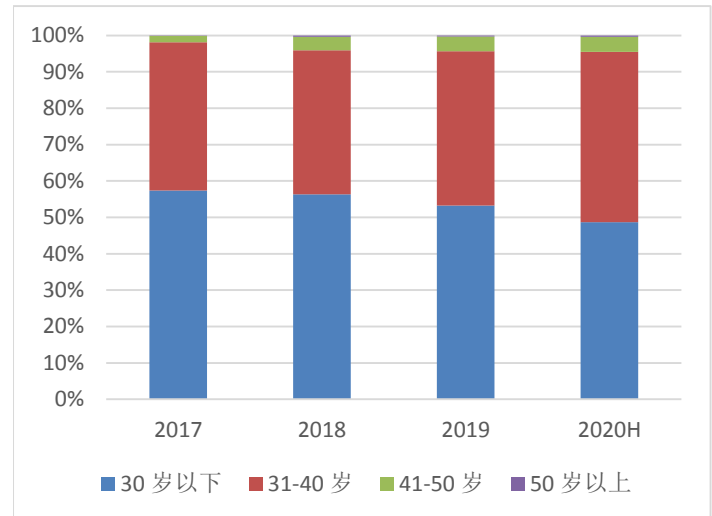
资料来源: 京东数科招股说明书、华创证券

图表 24 京东数科员工专业结构



资料来源: 京东数科招股说明书、华创证券

图表 25 京东数科员工年龄结构

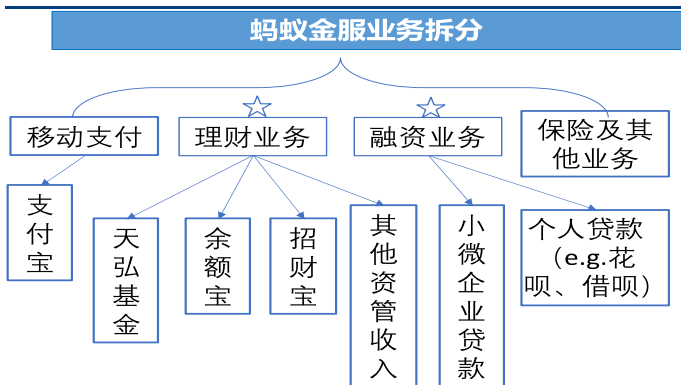


资料来源: 京东数科招股说明书、华创证券

2.3、腾讯金融: 微信支付 C 端禀赋更强, 后发制人

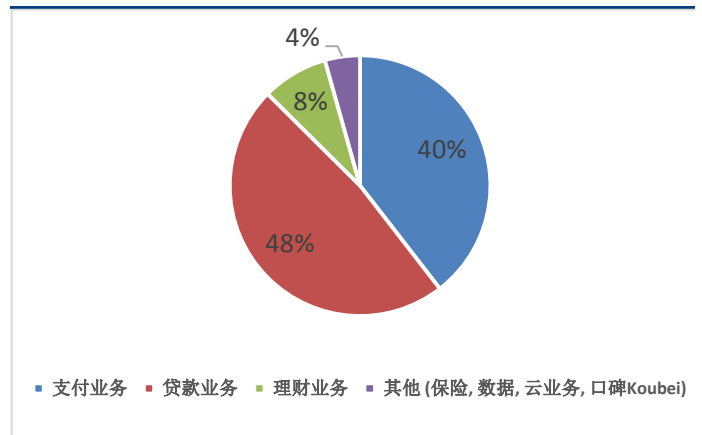
腾讯金融科技营业收入主要来自支付业务。在营收占比中, 支付业务占比为 96%, 贷款业务占比为 3%, 理财业务占比 1%。因此腾讯金融科技的营收中支付业务是主要的收入来源, 其他两部分占比相对较小, 业务成熟度较低, 不足以为公司带来较大体量的收入。

图表 26 腾讯金融业务拆分



资料来源：公司财报、华创证券

图表 27 腾讯金融业务占比



资料来源：公司财报、华创证券

(二) 细分业务对比：蚂蚁侧重微贷及理财、腾讯侧重支付规模、京东侧重项目服务

1、数字支付业务：蚂蚁和腾讯的共同流量池

数字支付业务的主要收入模式为： $商业交易规模 \times 服务费率 + 金融交易及个人交易规模 \times 手续费率$ 。其中以商业交易规模为主，个人占比较低，或者个人交易不产生收入。因此，数字支付业务的空间来自于移动支付渗透率的提升、商业支付保有量的增长，以及支付费率的提升。商业支付保有量增长来自商户的增长和交易场景的丰富，而费率的提升则来自于竞争格局的变迁。

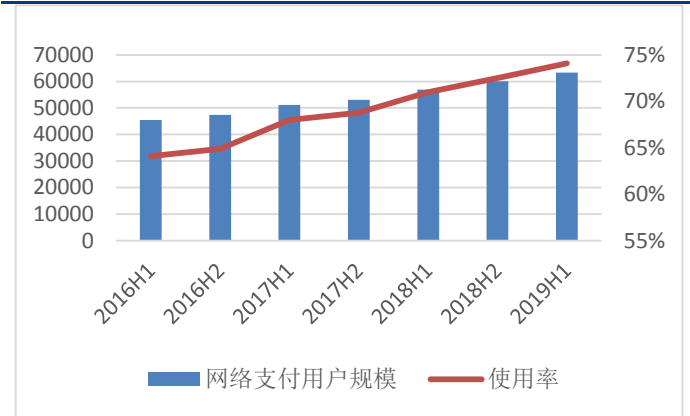
1.1 移动支付行业发展历程与规模

第三方支付服务由非银行支付公司提供，为商户与客户之间支付处理及结算的中间方。第三方支付服务主要可以分为四类，包括 POS，互联网，移动及跨境支付服务，中国第三方支付市场的发展历程分为以下四个阶段：1999 年至 2005 年的起步阶段：网购推动了电商的繁荣发展，使得互联网支付需求不断增加。然而商业银行无法满足该需求，因此促成了第三方支付服务提供商的出现和第三方支付市场的崛起。2006 年至 2010 年的进一步发展阶段：互联网支付的出现及其快速发展逐渐将中国消费者的支付习惯由现金支付转变为非现金支付。第三方支付服务商开始提供定制化支付解决方案，以满足业务受互联网正向影响的行业客户的需求。2007 年，第三方支付提供商开始为航空票务、基金及公用事业等传统行业提供服务。2011 年至 2017 年的快速发展阶段：2011 年，中国人民银行正式颁发支付业务许可证，以授权第三方支付服务提供商及加强对第三方支付市场的监管。随着第三方支付服务提供商的数量快速增长，第三方支付服务提供商开始向商户提供支付及增值服务。同时，智能手机的普及及支付技术的进步大大提升了移动 POS 及移动支付服务在此期间的普及率，移动支付对市场产生了积极影响，并渗入各种情景。自 2017 年开始的行业革新阶段：随着规范第三方支付行业的法规不断出台，针对新进入者的准入门槛将提高，竞争料将愈发激烈。业内领先公司将利用自身优势拓展业务，无核心竞争力的公司将被淘汰。先进技术，尤其是人工智能及大数据分析，在市场上愈发重要，并料将广泛应用于客户挖掘、客户管理及风险管理。

移动支付行业市场规模大，政策利好未来发展。根据《中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2019 年 6 月，

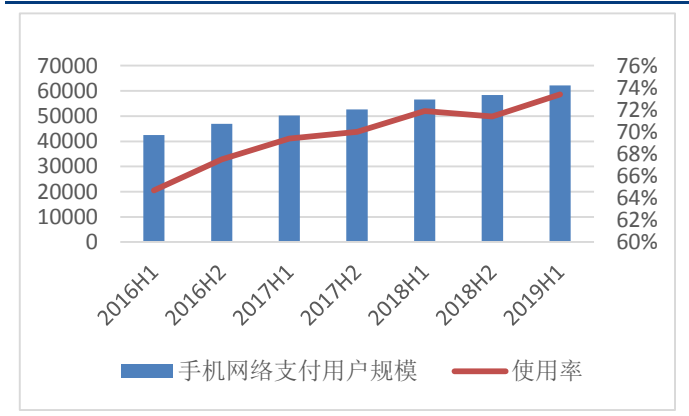
国内网络支付用户规模达到 6.33 亿，较 2018 年底增长 3265 万，占网民整体 74.1%；手机网络支付用户规模达 6.21 亿，同比增长 6.50%，占手机网民的 73.4%。根据 iResearch 研究显示，2019 年第 4 季度，中国第三方移动支付交易规模约为 59.8 万亿元，同比增速为 13.4%。自 2018 年第 1 季度以来，第三方移动支付交易规模的同比增速持续放缓，进入到了稳步增长阶段。近年来，监管机构在加码监管领域的同时，另一方面政策逐渐倾向监管“灵活化”，在有效控制风险且保证安全基础上对相关技术持更加开放的态度。比如，2019 年 3 月，全国两会中提案，建议将移动支付上升至数字中国战略的一部分；同年 5 月，国家信息中心、蚂蚁集团等联合发布《2019 中国移动支付发展报告》，首次提出移动支付发展指数概念。

图表 28 网络支付用户规模及使用率



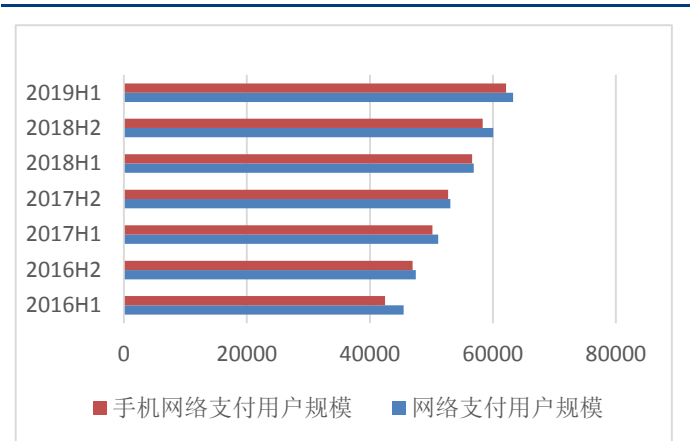
资料来源: CNNIC、华创证券

图表 29 手机网络支付用户规模及使用率



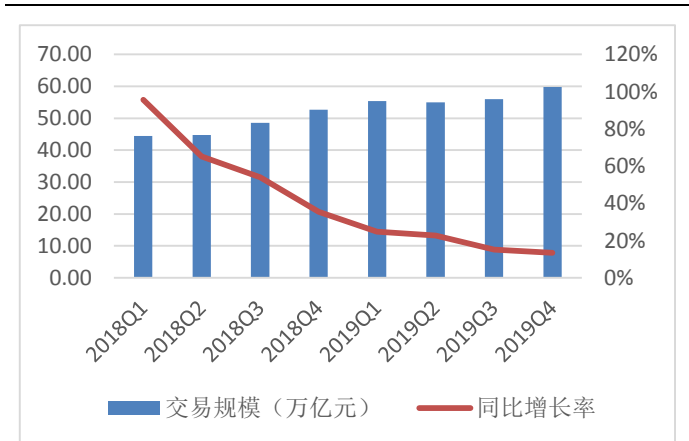
资料来源: CNNIC、华创证券

图表 30 手机网络支付用户占比



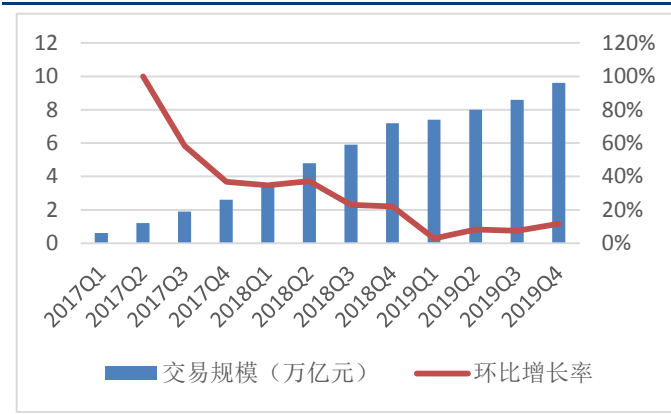
资料来源: CNNIC、华创证券

图表 31 第三方移动支付交易规模 (万亿元)



资料来源: CNNIC、华创证券

图表 32 中国线下支付扫码支付交易规模 (万亿元)

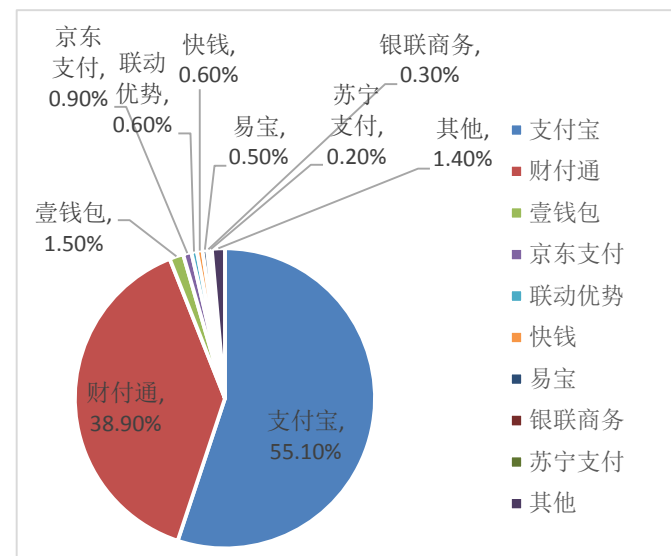


资料来源: CNNIC、华创证券

1.2 市场竞争格局: 支付宝与财付通两强相争

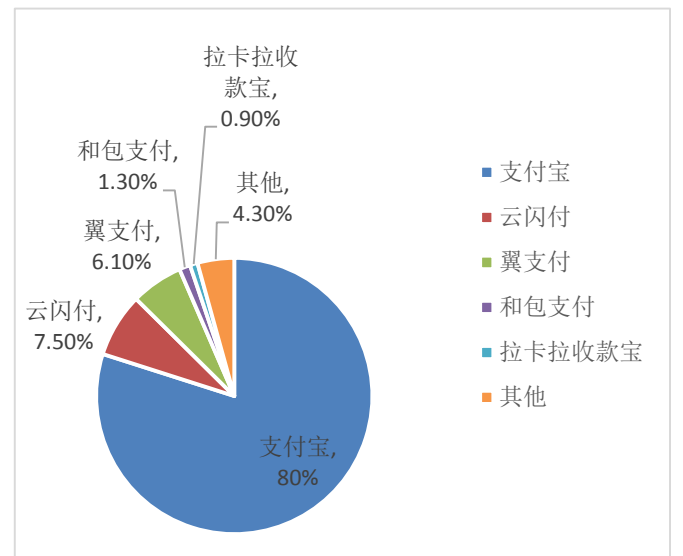
移动支付行业龙头竞争优势明显, 垄断新增市场份额。根据 iResearch 发布的《2019Q4 中国第三方支付行业数据发布》, 2019 第四季度, 中国第三方移动支付市场依然保持市场份额比较集中, 阿里系的支付宝和腾讯系的财付通共占据超九成市场份额。支付宝凭借 55.10% 的市场份额稳居行业第一, 竞争优势明显。同时, 对于新增用户, Mob 研究院数据显示, 2019 年支付宝拥有 80% 安装量, 稳居市场第一。

图表 33 中国第三方支付移动支付交易规模市场份额



资料来源: iResearch、华创证券

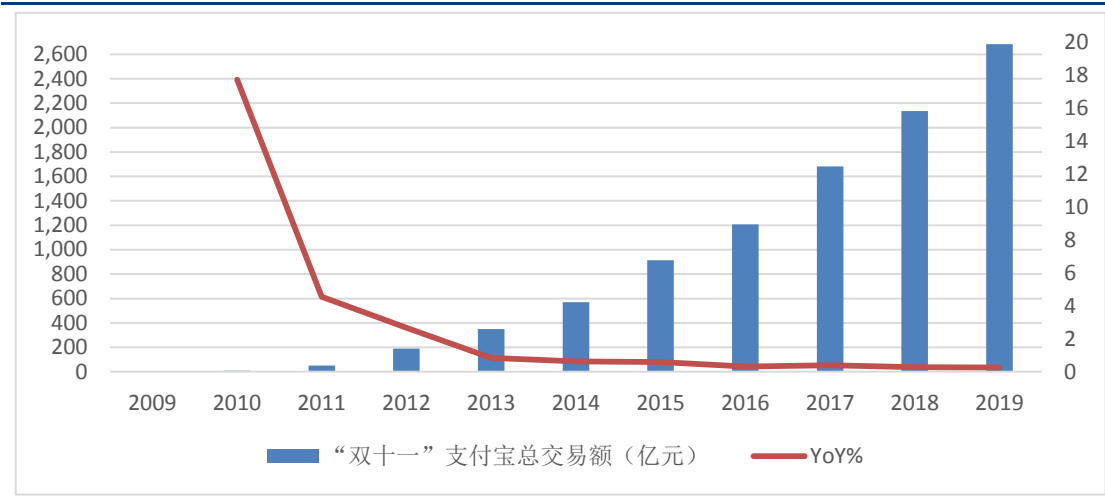
图表 34 第三方支付移动支付 Top5 安装量占比



资料来源: MobTech、华创证券

线上线下齐放量, 消费带动业绩表现亮眼。依托阿里帝国, 零售电商业务是线上支付业绩的源泉。线上主流电商伴随着购物节运动纷纷发力, 每年“双十一”和“双十二”线上消费类交易规模增速冲高, 不断刷新历年同期历史。2020 年一季度, 受疫情影响, 外加线上商家让利活动与对生鲜垂类的刚需, 再次迎来线上支付的风口期。同时, 阿里通过布局新零售使线下高频、多场景的构建进一步培养用户粘性, 拉动线下扫码市场, 显现线上线下一体化的协同效应, 打造线上线下消费闭环, 支付宝的功能逐渐从单一的支付工具向流量平台转变。

图表 35 “双十一”支付宝总交易额（亿元）



资料来源: Wind、华创证券

2、贷款业务对比

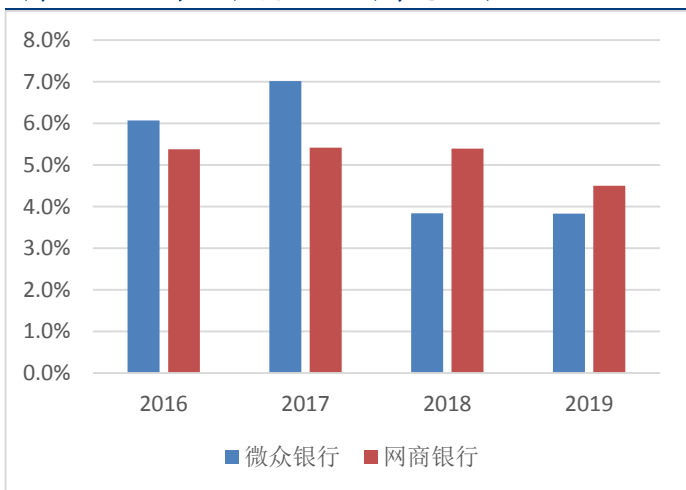
2.1 ToB：蚂蚁网商银行 VS 腾讯微众银行与京东供应链金融产品

相比腾讯旗下的微众银行，网商银行具有更强的盈利能力。我们采用 NIM 作为比较指标，对比网商银行和微众银行，网商银行的净息差在 2017-2018 年度实现对微众银行的超越，目前，网商银行的净息差在业内处于领先地位，具有较强盈利能力。

从银行资产规模看，网商银行在 2015-2016 年体量大于微众银行。微众银行在 2018 年实现全面反超。2019 年微众银行达到 2912.36 亿的总体规模，约为网商银行的 2.08 倍。

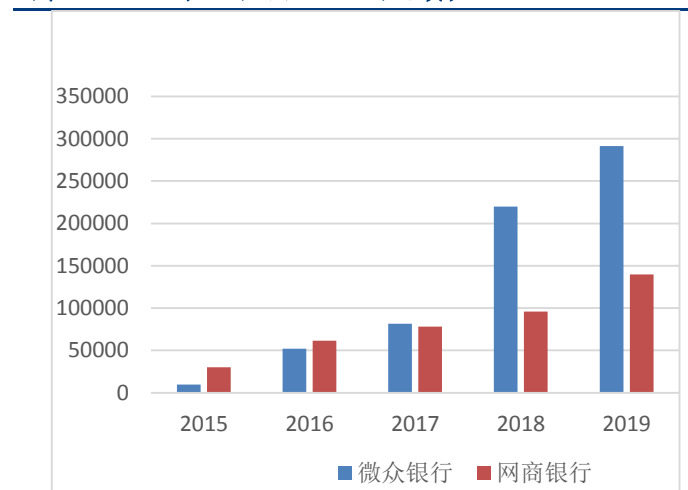
从生息资产占总资产的比例来看，网商银行长期稳定在 98% 的水平，略高于微众银行，说明在资产规模一定的情况下，网商银行的盈利能力略强于微众银行。

图表 36 网商银行与微众银行净息差对比

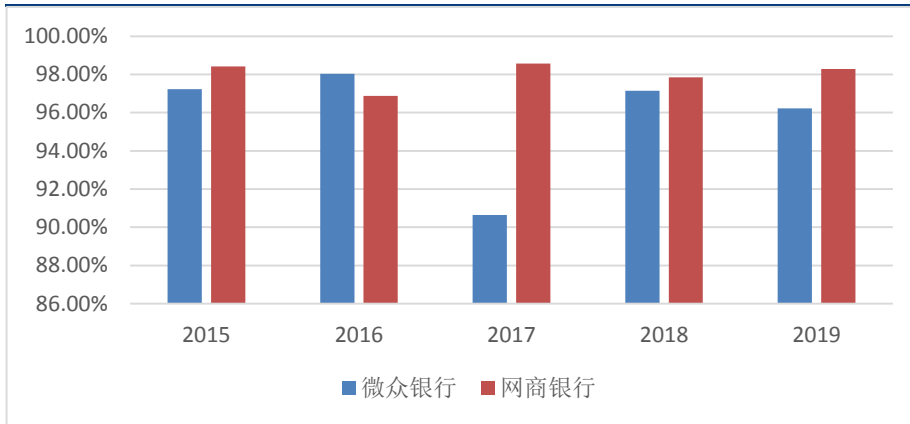


资料来源: 蚂蚁集团招股说明书、腾讯财报、华创证券

图表 37 网商银行与微众银行总资产（百万元）



资料来源: 蚂蚁集团招股说明书、腾讯财报、华创证券

图表 38 网商银行与微众银行生息资产占总资产比例


资料来源: Wind、华创证券

京东 ToB 信贷业务主要为供应链金融产品: 京小贷、京保贝、金采 (针对中小微实体商家企业), 收取利息收入。截至 2017 年、2018 年、2019 年底, 90 天以上逾期率分别为 0.83%、2.10%、1.33%。

图表 39 三家贷款业务对比

公司	主要产品	逾期率	净息差	资产规模
蚂蚁	网商贷、旺农贷等	2.03% (30 天以上)	4.51%	1395.53 亿
腾讯金融	微粒贷、微车贷、小微 企业贷等	-	3.8%	2912.36 亿
京东数科	京小贷、京保贝、金采	2.84% (30 天以上)	-	-

资料来源: 蚂蚁集团招股说明书、京东数科招股说明书、腾讯财报、华创证券

2.2 花呗借呗、微粒贷与京东白条/金条

在营收上, 金融科技业务都是蚂蚁集团和京东数科的核心之一, 其中信贷科技又是最主要的部分。二者披露的促成贷款量数据口径不同, 蚂蚁集团披露的是信贷余额, 京东数科披露的是促成的累计交易额。从信贷科技营收来看, 蚂蚁集团的规模和营收更大, 粗略估计, 信贷科技营收规模可能是京东数科的五到六倍。

相比之下, 腾讯明显较为克制。借呗相比于微粒贷, 准入门槛更低, 通过更高的处罚系数, 一定程度上控制坏账率。腾讯旗下的微粒贷于 2015 年正式上线, 主要通过微众银行面向微信和 QQ 用户, 采用白名单模式, 只有平台邀请的用户有权限进行微粒贷的申请和开通。相比于腾讯旗下的微粒贷, 借呗的准入门槛更低, 只需要用户芝麻信用积分达到 600 分即可申请开通。同时, 蚂蚁借呗和微粒贷都会计入征信。放款流程方面, 两者较为相似, 都是优先采用网上钱包的模式, 借呗会由商城小贷放款到支付宝账户或网商银行账户, 再申请提现到绑定的银行卡。微粒贷会由微众银行及其合作机构进行放款, 放款会优先进入微众银行账户, 在用户未开通微众银行账户的情况下, 会放款到绑定银行卡。贷款利率方面, 借呗的最低贷款利率略低于微粒贷。逾期罚息方面, 借呗处罚系数大于微粒贷。

图表 40 蚂蚁借呗与腾讯微粒贷、京东金条对比

	借呗	微粒贷	京东金条
申请门槛	蚂蚁积分 600	央行征信、白名单模式	白名单模式、京东白条用户
放款流程	由商诚小贷将钱打入支付宝账户或网商银行账户，再申请提现到银行卡。	微众银行及其合作机构放款到微众银行账户或绑定银行卡	放款至绑定银行卡
贷款利率	最低日利率 0.015%	最低日利率 0.05%	最低日利率 0.025%
逾期罚息	逾期本金*逾期天数*日利率*1.5	逾期本金*逾期天数*日利率*0.5	逾期本金*违约天数*日利率
场景	支付宝、网商银行	微信钱包、QQ 钱包	京东金融 APP、光大银行

资料来源：蚂蚁集团招股说明书、京东数科招股说明书、腾讯财报、华创证券

图表 41 蚂蚁花呗与京东白条对比

	蚂蚁花呗	京东白条
可选还款服务	分期还款服务（花呗分期账单分期、交易分期）、最低还款服务	分期还款服务（账单分期、订单分期）、最低还款服务
分期	账单分期：3、6、9、12 期 交易分期：3、6、12 期 花呗分期：3、6、12、24 期	3、6、12、24 期
分期手续费率	账单分期：对应费率 2.50%、4.50%、6.50%、8.80 交易分期：对应费率 2.50%、4.50%、8.80% 花呗分期：对应费率 2.30%、4.50%、7.50%、15.00	按月计服务费率为 0.5%-1.2%
最低还款费率	0.05%（日利率）	0.05%（日利率）

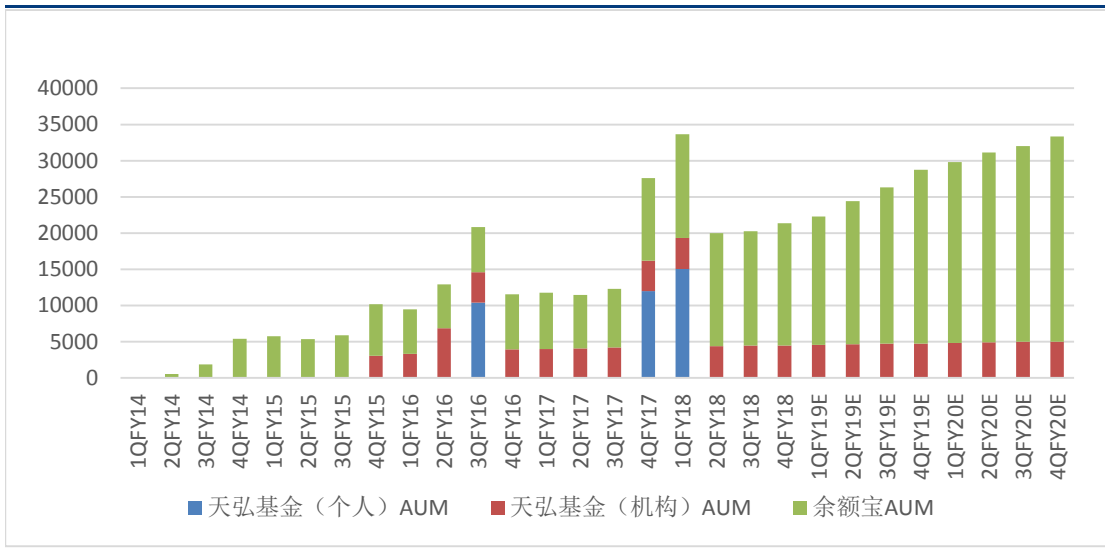
资料来源：蚂蚁集团招股说明书、京东数科招股说明书、腾讯财报、华创证券

3、理财业务对比

腾讯的理财业务整体的资产管理规模是蚂蚁集团体量的 1/5。根据公司财报，2018 年底，理财通的资产管理规模为 6000 亿元，2019 年上半年，该规模达到了人民币 8000 亿元，根据合理推算，2019 年理财业务的年均管理规模在 7500 亿到 8000 亿区间范围内。根据蚂蚁集团招股说明书，截至 2020 年 6 月 30 日，蚂蚁集团理财科技平台各类资产管理机构累计向客户提供近 6000 多种产品，累计资产管理规模为 40,986 亿元。公司平台可便捷地获得投资者教育、产品透明度及风险评估工具，为用户提供广泛的投资产品选择，这些产品投资门槛低、易于理解，并可通过公司的人工智能选择引擎进行有效匹配，极大地提升了线上理财需求。截至 2020 年 6 月，已有超过 5 亿用户通过蚂蚁集团的理财科技服务平台进行投资。公司的理财科技包括客户触达、智能决策、产品筛选、投资者适当性管理等相关技术。其中，天弘基金旗下的天弘增利宝货币基金（余额宝）是中国规模最大的单只货币基金，用户数量超过 6 亿，截至 2020 年 6 月 30 日基金规模达到 1.22 万亿元。

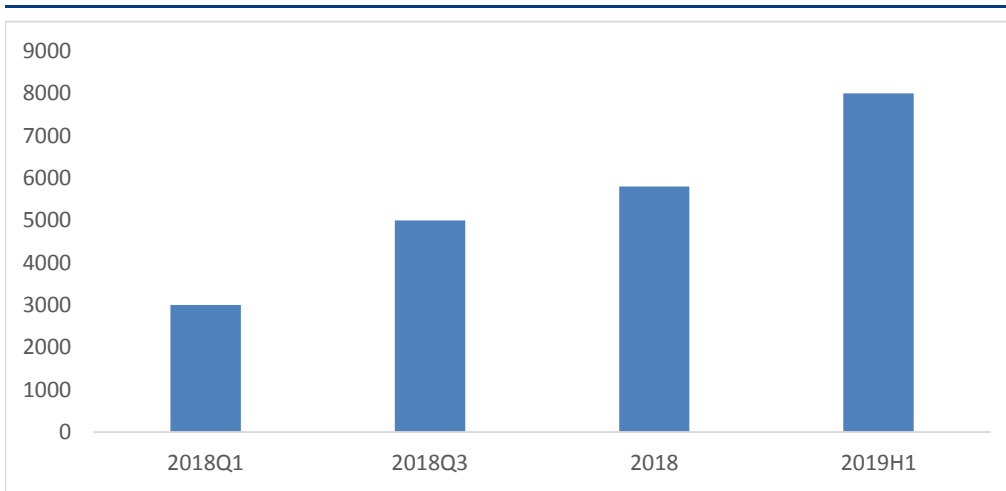
腾讯最早的理财业务包含“理财通”和“零钱通”两种形式。2014 年，“理财通”业务正式上线，业务包含基金、股票以及信用卡等。目前，“零钱通”中的资金可以直接购买“理财通”的产品。“零钱通”是基于“理财通”进行开发的数字钱包，对标“余额宝”。“零钱通”中的资金可以直接用于消费、转账、信用卡偿付等。同时，“零钱通”提供货币基金业务，用户“零钱通”中的闲置资金可以用来购买相应的货币基金，目前有 9 种货币基金在售。

图表 42 蚂蚁集团理财产品 AUM(亿元)



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，华创证券

图表 43 2018Q1-2019H1 腾讯“理财通”产品 AUM (亿元)



资料来源：艾瑞咨询，华创证券

在推广上，腾讯对理财业务相对较为谨慎，在推荐页面中，将理财业务部分置于三级入口中，而蚂蚁集团推广较为激进，将余额宝放置于首页。

图表 44 理财通在微信三级入口 VS 余额宝在支付宝首页



资料来源：微信APP、支付宝APP、华创证券

京东理财业务主要以基金代销为主，同时京东数科推出云端一体化资管科技平台“JT²智管有方”，为金融机构提供贯穿资产管理全价值链的数字化解决方案。截至 2020 年 6 月末，公司云端一体化资管科技平台“JT²智管有方”注册机构已超过 1,000 家。累计为基金公司、证券公司推荐了超过 6,700 万理财产品用户。

图表 45 三家理财业务对比

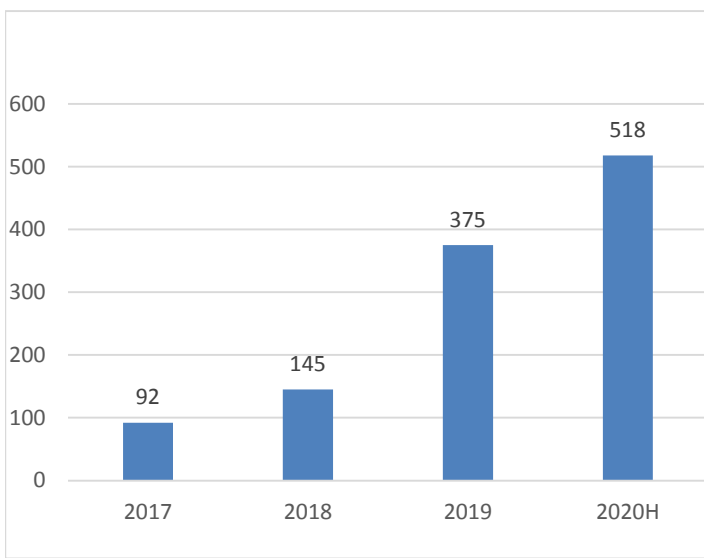
公司	主要产品	AUM	管理费率	非货币基金占比
蚂蚁	天弘余额宝	>3 万亿	0.3%	<10%
腾讯金融	理财通	0.8 万亿（截至 2019.6）	0.45%	-
京东数科	JT 智管有方	-	-	-

资料来源：蚂蚁集团招股说明书、京东数科招股说明书、腾讯财报、华创证券

4、保险业务对比

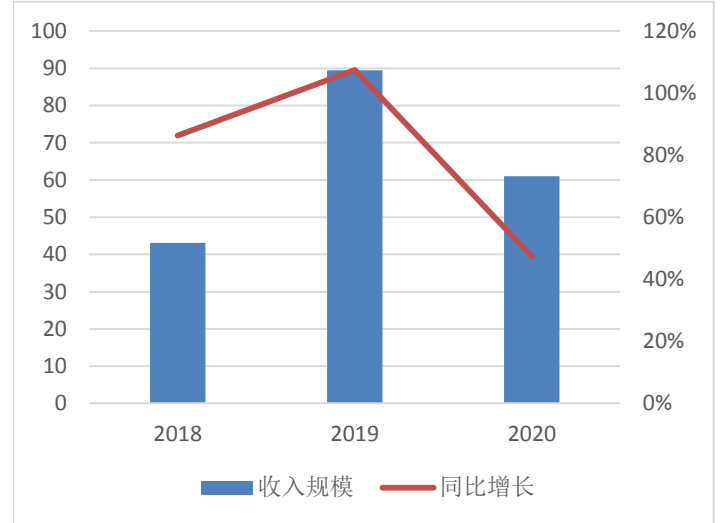
保险科技平台是蚂蚁集团生态的重要组成部分。蚂蚁目前是中国最大的线上保险服务平台，截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，公司平台促成的保费及分摊金额为 518 亿元。截至 2020 年 6 月 30 日，公司与约 90 家保险机构合作开展业务。公司作为平台，帮助保险公司提供品种广泛、创新、定制化、易于获得的保险产品，覆盖寿险、健康险及财险产品。目前，保险科技平台在整体营收中占比较低，但随着数字科技平台营收在总营收中占比增加，以及保险科技平台收入保持较高增速，保险科技平台营收在数字科技平台中占比不断增加。2018 到 2020 年，保险科技平台营收维持年均 40% 以上增速。

图表 46 蚂蚁集团平台促成的保费及分摊金额（亿元）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书、华创证券

图表 47 蚂蚁集团保险科技平台收入及增速（亿元）

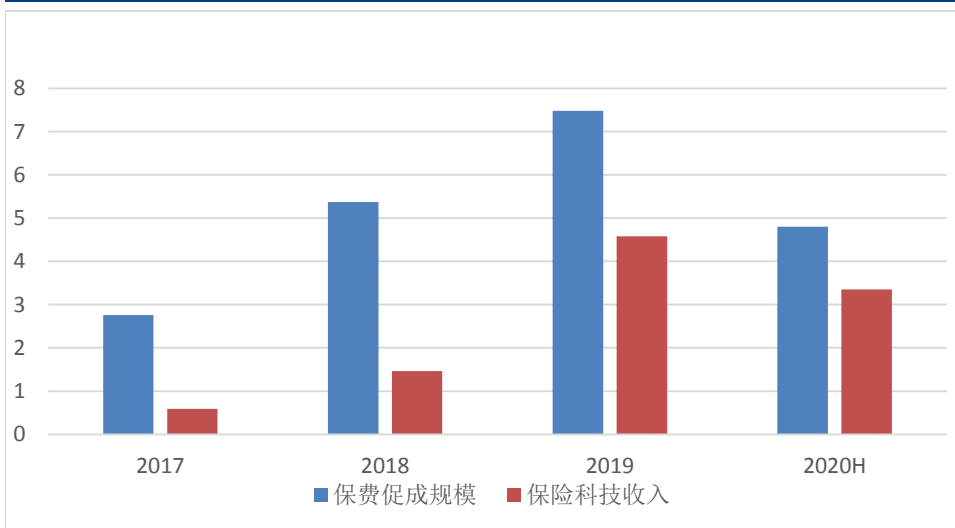


资料来源：蚂蚁集团招股说明书、华创证券

相比蚂蚁集团，京东数科保费促成规模体量相对较小。但京东数科保险科技促成保费和保险科技收入情况增速较快，2017 年到 2019 年间，保费促成规模年复合增长率 178.62%，维持较高增速。

京东数科致力于推动保险行业的数字化进程，为保险公司提供包括产品创新、营销获客、保险风险管理、保障服务在内的全方位科技服务，帮助保险公司实现降本增效和业务增长。目前，公司已与超 100 家保险公司建立了合作关系。京东数科搭建了全面覆盖线上及线下的保险销售渠道。在京东生态及京东金融 APP 之外，公司在全国开设了 26 家省级保险代理分公司，建立了 120 家分支机构，形成了覆盖全国的销售服务网络。公司依托大数据分析和机器学习技术，识别客户潜在需求，实现智能化保险推荐，促进保险销售线上线下融合发展，形成了网销、电销和线下销售的三位一体模式。一方面，公司将线下代理人的专业能力引入线上，为用户提供一对一线上咨询服务；另一方面，通过数字化展业工具帮助代理人提升获客转化能力。

图表 48 京东数科保费促成规模及保险科技收入情况（亿元）



资料来源：京东数科招股说明书、华创证券

（三）核心竞争力探讨

蚂蚁集团相对其他两家的核心竞争力： 账户为核心，支付为入口，场景为护城河，数据为未来空间

1、账户为核心：互联网商业逻辑，不断驱动边际成本的降低。生态系统在发展过程中产生了强大的网络效应：更多的服务带来更高的客户活跃度，进而积累了深入的客户洞察，通过支付宝平台连接了中国超过 10 亿用户、超过 8,000 万商家及超过 2,000 家金融机构。服务之间产生的协同效应提升了用户参与度，使得参与公司生态系统的各方实现了数万亿的交易。支付宝平台是一个能够产生自我强化效应的强大生态系统，这是公司重要的竞争优势。

2、全业务场景层的输出，支付宝可以在医院支付看病，在传统行业实现电子化的场景

3、公司的 IT 技术能力：支付宝的系统处理能力强，每秒同时处理交易。可靠地支持了公司生态系统海量的交易处理需求。因此公司得以保持大规模、高性能、可拓展的处理能力，与此同时还保持了差异化的服务及优质的用户体验。

4、数据构筑极高的行业壁垒，料未来变现潜力高。数据分析能力、风险控制能力以及其他“赋能技术”构成了公司的科技壁垒。目前消费金融变现只是很小的一部分数据变现。微贷科技团队在产品设计和信贷分析、反欺诈及监测等方面经验丰富；公司的理财科技团队在产品设计和投资者适当性管理、资产配置、风险管理等方面拥有专长；公司的保险科技团队则对于各类传统及创新型保险产品的设计、承保和理赔管理拥有深厚的积累。

三、其他巨头的努力：美团、字节、百度在金融领域的机会何在？

牌照与场景是支付领域的核心壁垒。经过多年布局，目前多个互联网巨头已经不同程度上获得牌照，但受限于用户数及使用场景，仅被用户在特定场景下使用。

（一）支付牌照与政策情况

1、复盘牌照政策

图表 49 互联网金融相关政策

政策名称	颁布时间	颁布主体	政策概述
《商业银行互联网贷款管理暂行办法》	2020 年 7 月	银保监会	合理界定互联网贷款内涵及范围，明确风险管理要求，规范合作机构管理，强化消费者保护，加强事中事后监管
《金融科技(FinTech)发展规划(2019-2021 年)》	2019 年 9 月	中国人民银行	到 2021 年，进一步增强金融业科技应用能力，实现金融与科技深度融合、协调发展，明显增强人民群众对数字化、网络化、智能化金融产品和服务的满意度
《关于促进平台经济规范健康发展的指导意见》	2019 年 8 月	国务院	涉及金融领域的互联网平台的金融业务的市场准入管理和事中事后监管，按照法律法规和有关规定执行
《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	2017 年 8 月	国务院	鼓励金融机构开发更多适合信息消费的金融产品和服务，推广小额、快捷、便民的小微支付方式，降低信息消费金融服务成本
《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》	2016 年 3 月	中国人民银行、银监会	推动消费信贷与互联网技术相结合，鼓励银行业金融机构运用大数据分析等技术，研发标准化网络小额贷款，推广“一次授信、循环使用”，打造自助式消费贷款平台
《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	2015 年 7 月	中国人民银行、工信部等十个部门	鼓励银行、证券、保险、基金、信托和消费金融等金融机构依托互联网技术，实现传统金融业务与服务转型升

政策名称	颁布时间	颁布主体	政策概述
			级，积极开发基于互联网技术的新产品和服务
	2015年6月		放开消费金融公司市场准入，试点范围扩大至全国。将审批权下放到省级部门，鼓励包括互联网企业在内的各类机构发起和设立消费金融公司
《关于规范整治“现金贷”业务的通知》	2017年12月	互联网金融风险专项整治工作领导小组	对校园贷、网络小额贷款、现金贷业务进行了严格的清理整顿

资料来源：中央网信办、中国政府网、华创证券

2、字节、美团、滴滴、百度持牌进展

几家巨头纷纷布局金融牌照，持牌成为巨头的战略重点。目前具有第三方支付牌照的互联网巨头包括蚂蚁集团（阿里巴巴）、腾讯、网易、苏宁、京东、百度、新浪、美团点评、唯品会和小米集团。

美团已经拥有第三方支付、网络小贷、银行、保险等4张金融牌照，在金融领域布局全面，美团APP内置有美团支付、美团钱包、美团生活费·借钱、美团生活费·买单、美团理财等各项金融服务产品，此外还拥有B端产品美团小贷。美团虽志在支付，但受限于使用频率及场景，目前还仅被用户在特定场景下使用，尚未表现出抗衡微信支付和支付宝的潜力。

图表 50 美团金融牌照一览

牌照	获得日期	金融平台	获得途径
第三方支付	2016年9月	钱袋宝	13亿元收购100%股权
互联网小贷	2016年	美团小贷	自主成立
银行	2017年12月	亿联银行	持股28.5%
保险经纪	2018年2月	金诚互诺	持股100%

资料来源：美团官网、华创证券

字节跳动在金融领域起步最晚，但其布局意图强烈，经过近两年在金融领域的频频布局，公司已拥有第三方支付、互联网小贷和保险经纪三张牌照。2018年12月，公司申请注册了“字节付”这一商标。而2019年1月中旬才正式上线的多闪，已于2018年12月11日申请注册了“多闪支付”、“多闪付”、“多闪钱包”等一系列支付相关商标。在支付业务成形之前，字节跳动还上线了保险“合家保”和信贷产品“放心借”，公司已拥有抖音、今日头条等国民级的App；在2020年9月获得第三方支付牌照后，公司对于开展支付业务的计划值得期待。

图表 51 字节跳动金融牌照一览

牌照	获得日期	获得途径
保险经纪	2018年	字节跳动全资收购华夏保险经纪有限公司获得牌照
互联网小贷	2020年7月	字节跳动目前已通过深圳中融小额贷款股份有限公司实现持牌，并将融资业务由导流模式转向联合放贷模式
第三方支付	2020年9月	通过全资控股的合众易宝。目前看，字节跳动在“存贷汇”方面的基础牌照布局已经初步实现，未来在资产管理领域或有一定空间(如，基金代销牌照等)。

资料来源：字节跳动官网、华创证券

百度在金融领域布局早，拥有牌照较为全面，公司拥有第三方支付、互联网小贷、基金销售支付、企业征信、银行、保险经纪、第三方基金销售和消费金融牌照。2013年7月，公司自主申请了第三方支付牌照，并上线了“百

度钱包”。早期阶段公司多通过自主申请的形式获得金融牌照，从 2015 年起公司尝试投资控股及参股合作的方式。虽然公司在获取金融牌照方面有明显先发优势，但在使用场景上面临其他公司的激烈竞争。

图表 52 百度金融牌照一览

牌照	获得日期	金融平台	获得途径
第三方支付	2013 年 7 月	百度钱包	自主成立
互联网小贷	2014 年 1 月	百度小贷	自主成立
基金销售支付	2014 年 4 月	百度	自主成立
企业征信	2014 年 12 月	度小满征信	自主成立
银行	2015 年 11 月	百信银行	百度与中信银行发起设立百信银行，获得银行牌照
保险经纪	2017 年 7 月		百度收购联保龙江保险经纪公司，获得保险经纪牌照
第三方基金销售	2018 年 8 月	百度百盈	百度旗下百度百盈
消费金融	2019 年 5 月	度小满科技	百度旗下度小满（重庆）科技有限公司参股哈银消费金融

资料来源：百度官网、华创证券

图表 53 滴滴金融牌照一览

牌照	获得日期	金融平台	获得途径
融资租赁	2016 年 3 月		滴滴系的香港公司-快富控股有限公司，在上海设立众富融资租赁有限公司，开展汽车融资租赁、担保等业务
保险经纪	2016 年 3 月		旗下全资子公司北京博通畅达科技有限公司控股的中安风尚保险代理有限公司，其保险代理资格获保监会批复
互联网小贷	2017 年 8 月	重庆西岸小贷	旗下成立重庆西岸小贷
第三方支付	2017 年 12 月	滴滴支付	收购“一九付”间接持牌第三方支付
保险	2019 年 7 月		滴滴全资控股子公司的迪润（天津）科技有限公司通过出资 5.33 亿元，入股现代财产保险（中国）有限公司，持股比例为 32%

资料来源：滴滴官网、华创证券

（二）场景的争夺

从场景来看，用户的支付场景拓展是金融支付发展的核心，美团以本地生活高频交易场景切入，字节以线上内容交易切入，滴滴以出行业务支付但受限于用户数及使用场景的单一，仅被用户在特定场景下使用。

中国移动支付市场发达，场景丰富，C 端市场成熟，但大量中小 B 端商户高度分散且缺乏一致的基础设施，B 端服务需求紧迫。而支付入口基本掌握在巨头手中。本地生活服务的两大巨头美团与阿里巴巴纷纷发力布局。围绕支付、ERP 与供应链对 B 端商户展开争夺。从战略来看，美团借鉴 Square 的布局，以线下收单和 ERP 切入，进而布局餐饮 SaaS，在餐饮行业独占优势，而阿里以支付宝为核心，全面出击零售、生鲜等各个行业，在全面战场取得正面优势。随着腾讯借助财付通的进一步入局，以移动支付为入口的 B 端服务料将会进入全面的争夺阶段。

图表 54 互联网巨头生态场景对比

社交	电商	支付	娱乐与咨询	工具及其他
----	----	----	-------	-------

	社交	电商	支付	娱乐与咨询				工具及其他		
腾讯	微信 QQ	京东 拼多多	微信	腾讯视频	QQ 音乐 酷我音乐 酷狗音乐 全民 K 歌	绝地求生 王者荣耀	腾讯新闻	QQ 浏览器	应用宝	QQ 同步助手 腾讯 WIFI 助手 腾讯手机管家
阿里巴巴	微博	淘宝	支付宝	优酷视频 土豆视频	虾米音乐		UC 浏览器			高德地图
百度				爱奇艺			手机百度			手机百度 百度地图
字节跳动		值点		抖音 火山		今日头条				
美团		团好货 闪购	美团支付			美团点评				

资料来源：腾讯财报、阿里巴巴财报、百度财报、美团财报、华创证券整理

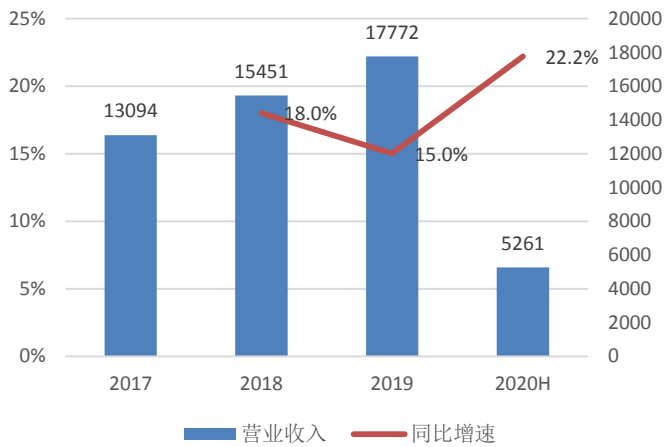
四、海内外对标：Square 与 Paypal，崛起于美国金融支付市场的科技巨头

1、Paypal：全球第三方支付行业龙头

Paypal 作为全球第三方支付行业龙头，从 Ebay 的线上支付工具起家为一个全球领先的技术平台和数字支付公司，基于线上支付收单，去扩展增值业务服务。Paypal 的迅速发展受益于美国及全球电子商务市场的兴起。在用户侧，凭借 PayPal、Venmo 两类电子钱包大大提升了交易转化率，在商户侧，Paypal 提供一站式的收单服务以帮忙商户接受多种支付方式，有效降低成本。

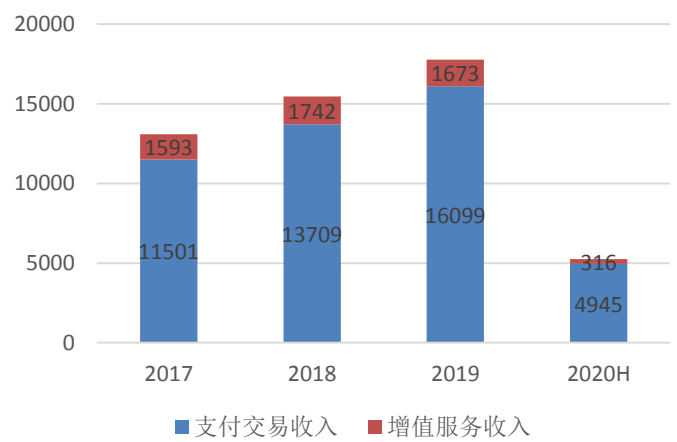
截止 2020 年二季度末，PayPal 的支付网络覆盖超过 200 个市场的 3.05 亿个活跃账户，其中个人账户 2.81 亿个，企业账户 0.24 亿个。PayPal 的收入以支付手续费为主，2020 年上半年支付服务收入占比超过 90%。支付服务收入是指与支付交易量直接挂钩的收入，支付服务手续费通常向商户端收取，个人端收费包括取现手续费、换汇手续费及 PayPal Credit 产品的利息费用等。其他收入主要是增值服务收入，包括个人及商户的信贷服务、订阅服务费、网关服务费及其他技术服务等。PayPal 的业绩增长稳定，支付交易量保持 20% 以上的年增速。2019 年实现营业收入 177.72 亿美元，净利润 24.59 亿美元。

图表 55 Paypal 营业收入和同比增速 (百万美元)



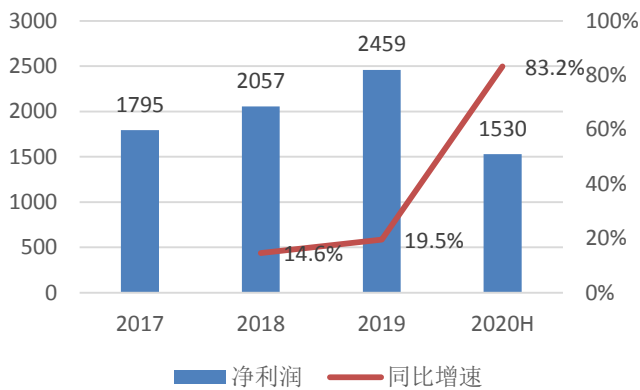
资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 56 Paypal 营业收入构成 (百万美元)



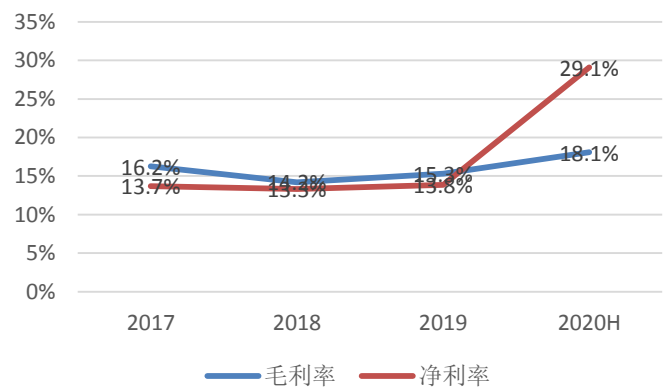
资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 57 Paypal 净利润和同比增速 (百万美元)



资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 58 Paypal 毛利率和净利率

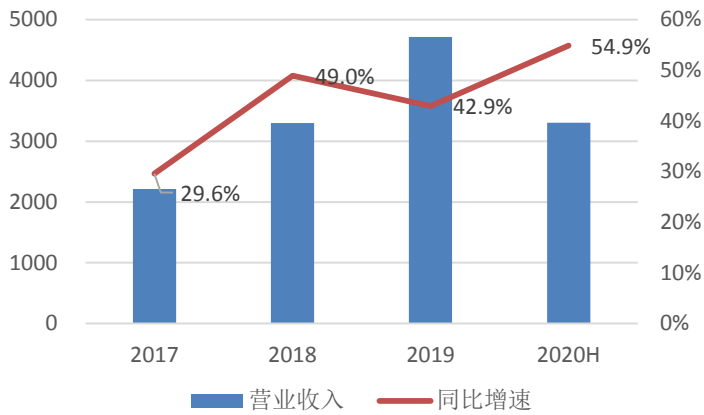


资料来源: 公司财报, 华创证券

2、Square

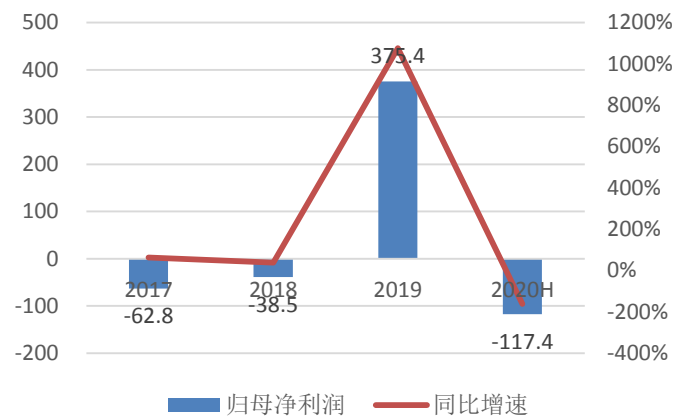
Square 作为美国金融科技小巨头, 以解决线下中小商户支付为痛点切入移动互联网支付市场, 凭借对商户的支付数字化, 形成了一套覆盖商户收款、商品管理、位置、订餐、贷款在内的一系列线上解决方案。又借助美国支付产业升级, 技术更新换代的绝佳时机, 成功卡位近场支付, 冲破 PayPal 和 Stripe 互联网支付两大寡头的市场垄断。Square 作为新进入者, 定位中小微商户, To B 生态全方位赋能中小商户经营, 实现高效获客和交叉销售, To C 生态 Cash App 用户数爆发增长, 产品快速迭代提升活跃度。作为消费者的电子钱包和投资平台, Square 的 Cash App 在提供免费转账支付功能基础上, 还添加了很多网络支付的功能。和支付宝的路径相似, Cash App 也以难以获得银行信用卡的人群为切入点, 利用数据挖掘等科技手段控制风险, 逐步向全互联网用户群渗透。其月度活跃交易用户数从 15 年底的 100 万增长至目前的 3,000 万+。

图表 59 Square 营业收入及同比增速（百万美元）



资料来源：公司年报，华创证券

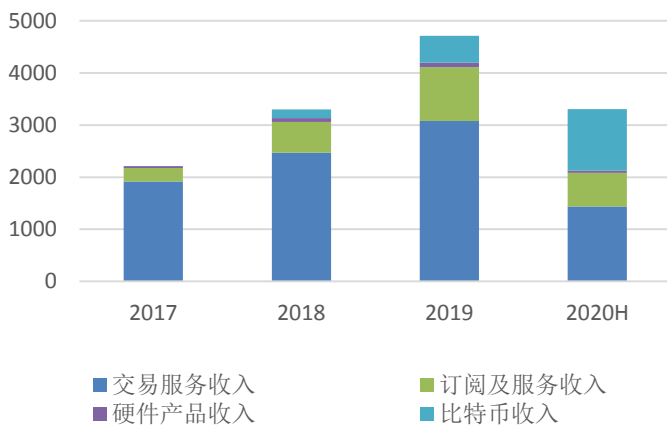
图表 60 Square 归母净利润及同比增速（百万美元）



资料来源：公司年报，华创证券

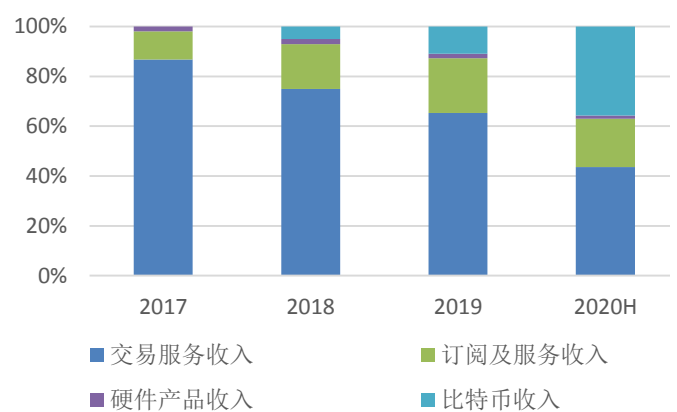
公司主要收入来自交易服务，近年来订阅及服务收入快速增长。2013 年以来，该部分业务收入占据总收入比例为 75%~95%，2018 年上半年，交易服务收入达到 11.48 亿美元，占总收入比例为 77.4%，2017 年，交易服务收入为 19.20 亿美元，占总收入比例为 86.7%。订阅及服务收入增长迅速，占总营收比例逐年提高，2018 年上半年，公司订阅及服务收入达到 2.31 亿美元，占总营收比例达到 15.6%，2017 年，订阅及服务收入为 2.53 亿美元，占总营收比例为 11.4%。

图表 61 Square 主营产品收入（百万美元）

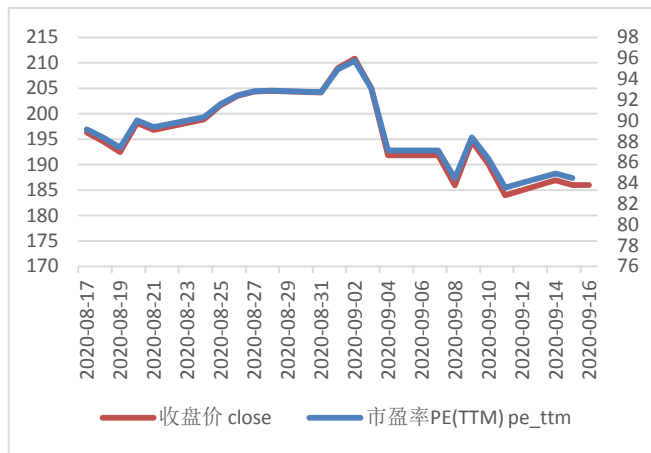


资料来源：公司年报，华创证券

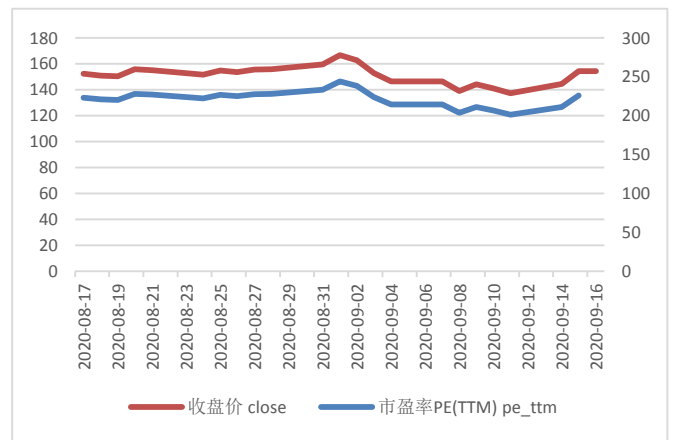
图表 62 Square 主营产品构成



资料来源：公司年报，华创证券

图表 63 Paypal 股价与 PE (TTM)


资料来源: wind、华创证券

图表 64 Square 股价与 PE (TTM)


资料来源: wind、华创证券

五、估值探讨

在估值探讨方面,按照蚂蚁集团和京东数科 2019 年营收和利润估算,蚂蚁集团 2019 年全年营收 1206 亿元,归母净利润 169.5 亿元,2020 年 H1 营收 725 亿元,归母净利润 212 亿元,净利率 29.2%。以 2019 年年底对应估值 1.42 万亿计算,PE 中枢约为 70-80 倍。京东数科 2019 年营收 182 亿元,净利润 7.9 亿元,2020 年上半年营收 103 亿元,净亏损 6.7 亿元,以 2019 年年底对应估值 2000 亿人民币计算,PE 中枢约为 250-260 倍。腾讯金融科技仍旧属于腾讯公司体内,金融科技与企业服务 2019 年营收合计 1014 亿,增长 39%,剔除腾讯云业务营收 170 亿元,金融科技营收约为 844 亿元,营收结构以微利的支付业务为主,净利率约为 10% 以下,对 2019 年腾讯整体市值进行拆分,可得金融科技对应 PE 中枢约为 25-30 倍。

图表 65 主要金融科技公司估值汇总

公司名称	总市值	收入			PS			PE		
		至 2020/9/14	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E
Square	685 亿美元	23 亿美元	66 亿美元	64 亿美元	6	10	11	877	301	131
Salesforce	2290 亿美元	171 亿美元	208 亿美元	244 亿美元	9	13	11	172	87	67
Paypal	2193 亿美元	178 亿美元	214 亿美元	255 亿美元	7	13	11	51	50	41
东方财富	2042 亿元	42 亿人民币	66 亿人民币	83 亿人民币	79	76	55	57.8	57.8	44.6
京东数科	2000 亿元 (IPO 估值)	182 亿人民币	103 亿人民币							
蚂蚁科技集团	14200 亿元 (IPO 估值)	1206 亿人民币	752 亿人民币							
腾讯金融		1013 亿人民币	298 亿人民币							

资料来源: Bloomberg、wind、华创证券 注: Square、Salesforce、Paypal 数据为彭博一致性预测,东方财富数据为 wind 一致性预测

以蚂蚁集团为例,我们提供两种典型的估值框架:第一,分拆各项业务,进行可比相关金融公司对标。第二,互联网公司典型的用户数估值法,采用 P/MAU 或者 P/DAU 的方法。

方法一：我们将蚂蚁集团的各项业务进行分拆，数字支付与商家服务、数字金融科技平台两大块业务可分别参考国内及海外的相关互联网和金融公司进行可比估值。

1、数字支付与商家服务，主要参照全球支付龙头 Paypal

作为全球最大的第三方支付公司，PayPal 的核心商业模式为基于其平台上的交易量向商户或消费者收取一定费用，同时向消费者的资金来源方支付交易费用，赚取其中间差价。因此从商业模式逻辑上，Paypal 与蚂蚁集团支付业务类似，营收为：平台交易规模（主要由商户而非用户贡献）*交易费率，成本为支付给金融机构（资金来源方）的交易成本。PayPal 的交易量主要来自线上 C2B 和 P2P 支付，线下贡献较小。线上交易额的高速增长受益于全球零售电商市场的快速发展。作为全球线上支付龙头，Paypal 的线上账户及交易额随美国及全球电子商务市场的兴起而进入快速增长通道，同时通过与银行卡组织、金融机构、大型技术平台以及全球零售商等建立合作关系，以及一系列的收购行为建立起全球合作网络。

因此，蚂蚁与 Paypal 的核心区别在于，支付宝更多以国内市场为核心，增长来自于中国电商的繁荣，而 Paypal 则更具全球影响力。本质上是人民币与美元全球影响力的不同结果。得益于 Paypal 全球化布局的壁垒以及美国和全球数字经济的发展步入发展快车道，市场给予 Paypal 长期较高的估值，长期平均 PE 估值水平为 50-60 倍，PS 为 12-15 倍，我们认为随着蚂蚁集团支付业务的海外拓展，全球影响力逐渐增强，可以比照 Paypal 估值水平进行估值。蚂蚁集团支付业务收入 2020H1 260.11 亿元，同比增长 13%，2019 年支付业务收入 519 亿元，同比增长 17%，同时，支付业务为低利业务，主要源于刚性成本和引流战略地位。蚂蚁招股书披露，支付业务的经营主体支付宝（中国）网络技术有限公司 2019 年和 2020H 的净利润分别为 1.2 亿元和 3.1 亿元。

2、数字金融科技平台，可参照 AIG 与嘉信理财。

美国国际集团（AIG, American International Group）是美国领先的保险机构，成立于 1919 年，目前业务主要包括向全球客户提供财产险，寿险，退休金产品等金融服务。2019 年实现收入 497.46 亿美元（约 3470.38 亿元），实现归母净利润 33.26 亿美元（约 232.03 亿元）。而蚂蚁集团中保险科技平台则是助力保险公司提供创新广泛的保险产品，保险种类涵盖寿险，健康险和财险等，与 AIG 的业务有一定相似度，因此保险板块估值可以参照 AIG 2019 年 PE 估值水平在 25 倍左右，PB 估值在 0.7 倍左右，P/S 在 0.9 倍左右。

嘉信理财（Charles Schwab）是一家总部设在旧金山的金融服务公司，成立于 1971 年，目前主要提供投资，财富管理、银行和交易业务。服务对象主要为个人消费者。2019 年实现收入 107.21 亿美元（约 747.92 亿元），实现归母净利润 35.26 亿美元（245.98 亿元）。纵观嘉信理财的成长史，公司在成立之初便主打高性价比经纪商服务，在 90 年代互联网兴起的时候又利用互联网交易系统对大规模散户进行汇聚收编，迅速成为美国最大的在线交易商之一。高性价比管理费+互联网基因+庞大的小微和 C 端客户群同样也是蚂蚁集团微贷和理财业务的核心特点，且蚂蚁与嘉信的收入规模量级也较为接近。因此我们认为蚂蚁集团的微贷和理财业务与嘉信理财的业务有较好的可比性，具体板块估值可参照嘉信理财 2016-2018 年稳定高速发展期间 PE 为 25-30 倍，PS 为 6-7 倍。

方法二：市值/用户数估值法。蚂蚁集团作为典型的互联网公司，独特的商业模式和发展路径均有别于传统公司，蚂蚁集团以支付为入口引流，构建生态全场景，账户为核心，支付为入口，场景为护城河，并在此基础上，延伸利润率更高的小贷和供应链金融业务。这是非常典型的互联网发展思维。互联网公司的估值在很大程度上和用户的发展规模高度相关，业务的逻辑与收入结构在随时发生变化，但是用户数量与粘性的增长意味着良好的成长性，因此，我们用市值/用户数估值法可以很好地衡量蚂蚁集团未来的成长性。

根据蚂蚁集团披露，截至 2020H 末，支付宝月度活跃用户已达 7.11 亿，年度活跃用户超过 10 亿。如果取 Paypal 与腾讯金融的行业单用户均值，则每个月度活跃用户对价值为：3499 元（人民币）。

图表 66 市值/用户数估值法 (P/MAU)

证券简称	总市值 (亿)	月活跃用户数 (亿人)	市值/MAU
东方财富	2042 亿人民币	0.14	14585 (人民币)
Paypal	2193 亿美元	2.81	780 (美元)
腾讯金融科技	14176 亿人民币 (从腾讯总市值中分拆)	8 (微信支付钱包 MAU)	1772 (人民币)
Square	640 亿美元	0.3 (Cash APP MAU)	2133 (美元)

资料来源: 各相关公司财报、wind、华创证券

六、风险提示

国内外的金融监管风险, 蚂蚁集团京东数科各个业务皆属于强监管的金融业务。市场竞争加剧, 各个互联网头部公司加快金融业务布局。跨境业务拓展存在风险。

互联网研究团队介绍

分析师：靳相宜

北京大学、英国伦敦大学学院双硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500