

蚂蚁金服：见证蚂蚁成为大象之路

——金融科技专题报告

行业深度

蚂蚁金服：全球最大独角兽的崛起：2020年7月20日，蚂蚁金服宣布计划在科创板和港交所同步发行上市。蚂蚁金服拟在A+H股发行的新股数量合计不低于发行后总股本的10%，引入绿鞋发行机制，发行后总股本不低于300.39亿股，募集资金规模约300亿美元，超过沙特阿美有望成为年度全球最大IPO。**蚂蚁金服起源于支付宝**，将“为世界带来更多平等的机会”奉为信条，定位于金融科技创新，迅速拓展业务板块。**蚂蚁金服手握大量的金融牌照**，阿里巴巴为第一大股东。蚂蚁金服高瞻远瞩，随着业务版图扩张，集团与传统金融机构深度融合的关系也不断加强，从简单的业务合作走向全面商业合作。蚂蚁金集团的对外投资主要在**综合金融业务与金融基础设施**两大板块上，这两个板块也在不断为蚂蚁金服估值增长助力。**国际化进程不断加快，全球普惠金融彰显格局。**
铸造“蚂蚁金融生态系统”，为用户提供一站式金融服务：集团产品不断完善，辐射各方各面。集结技术、产品和场景等方式，打造蚂蚁生态圈。加强外部战略合作，构建新生态。**提供一站式金融服务，盈利模式实现从1.0向3.0不断升级。**蚂蚁金服旨在为用户提供一站式的服务平台。

● 蚂蚁金服 1.0 阶段：专注支付、不断创新、拾荒“无人区”：

蚂蚁金服的支付系统主要是以支付宝为主。支付宝作为中间平台，收益主要来源于佣金和利息。支付宝目前世界应用最广泛的移动支付平台，但此前源于海外的PayPal的定位也与支付宝有些许相似。追根溯源，两者本质上类似，但之所以目前还不能被互相取代，主要是**政策和市场环境**的原因。中国目前支付宝应用最广泛的是网购，逐渐渗透线下支付。PayPal主攻国际市场上的跨境支付方向，在2B的领域大展拳脚，这是支付宝很难抢占的国际市场的份额。

● 蚂蚁金服 2.0 阶段：尝试消费金融，为生活带来便利：

消费金融牌照是蚂蚁金服数字金融版图中的重要战略板块。蚂蚁金服消费金融业务模式：1) **互联网电商消费金融模式**，以淘宝和天猫等网购平台为基础，蚂蚁花呗、借呗等产品为客户提供商品的分期服务在平台上进行消费，并提供理财服务；2) **互联网信贷消费金融**，主要采取手机APP+场景的运营模式，客户通过客户端填写个人资料申请贷款，将获得的现金用于日常生活消费，资金的具体用途较为广泛。**蚂蚁金服的主要盈利项目是“数字金融科技平台”**，分别包括微贷科技、理财科技、保险科技。蚂蚁花呗、借呗和芝麻信用是集团消费金融的主要产品。其中花呗主要通过商户的收单费和手续费来获取收益。

● 试水供应链金融、追赶新零售风向标，打造闭环生态平台：

供应链金融的核心是将存货和金融去匹配，并给予授信额度。蚂蚁金服供应链金融发展及盈利模式。蚂蚁金服为供应商和用户打造了一个包括用户及供应链金融服务在内的闭环生态平台。公司打造双链通模式，解决小微企业融资难问题。蚂蚁金服供应链金融的业务主要是企业将应收账款、商业票据等短期流动资产通过质押获得融资，收益来自于服务费及逾期违约金。

● 蚂蚁金服 3.0 阶段：开创“BASIC”模式，集团生态系统的强力支撑：

公司运用区块链技术构建新一代的信任机制，旨在提高价值流转和多方协同的效率，赋能实体经济，成为推动数字经济发展的引擎。**人工智能是蚂蚁金服技术战略的重要组成部分**，包含机器学习、图识别、人脸识别、NLP等世界领先的AI领域技术。公司直接或间接地基于公司的平台促成金融机构合作伙伴的业务规模，主要以技术服务费的形式取得收入。

投资建议：蚂蚁金服作为全球最有价值的金融科技公司，目前估值水平已经超过其盈利模式主要经历了三个主要阶段转变：1.0阶段：专注支付业务；2.0阶段：尝试支付以外金融领域数字金融业务——微贷、理财、保险等；3.0阶段大力布局金融科技和创新业务。随着蚂蚁金服盈利模式的转变，1.0阶段的支付交易收入占比下降，数字金融科技服务类收入占比快速上升，上半年已经超过50%，成为蚂蚁金服的主要收入来源，随着创新业务以及数字金融的快速发展，蚂蚁金服未来将更多来自金融云、数字金融、区块链等业务的非线性增长，蚂蚁金服的上下游产业链公司和直接或间接持有蚂蚁金服股权的上市公司将是蚂蚁金服上市的第一批受益者，未来金融与科技双轮驱动将成为蚂蚁金服这只独角兽非线性增长的长期动力。

风险提示：无法保持或增强各方对公司平台和品牌信任的风险，无法持续创新的风险、无法保持市场竞争力的风险。

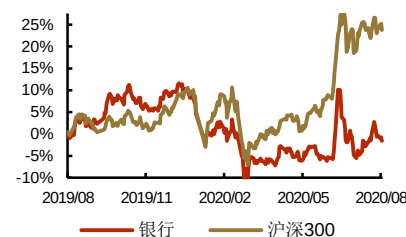
推荐（维持评级）

郑嘉伟（分析师）

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280519040001

行业指数一年走势



相关报告

《乘风破浪，下半年中国金融业对外开放步伐明显加快》2020-08-08

《货币管总量，财政管结构的宏观调控格局初步形成》2020-08-21

《风险得到快速出清，下半年银行板块迎来最佳配置机会》2020-08-08

《信贷结构优化，宽信用格局未变，下半年社融增速有望迎来拐点》2020-08-12

《注重精准直达，结构性货币政策将持续发力》2020-08-08

目 录

1、 蚂蚁金服：全球最大独角兽的崛起.....	4
1.3、 投资版图不断完善，吸金能力加码	7
1.4、 国际化进程不断加快，全球普惠金融彰显格局.....	9
2、 铸造“蚂蚁金融生态系统”，为用户提供一站式金融服务	10
2.1、 集团产品不断完善，辐射各方各面	10
2.2、 提供一站式金融服务，盈利模式实现从 1.0 向 3.0 不断升级.....	12
3、 蚂蚁金服 1.0 阶段：专注支付、不断创新、拾荒“无人区”	14
3.1、 我国第三方支付现状	14
3.2、 以支付宝为主的蚂蚁金服支付系统	14
3.3、 PayPal 和支付宝：地位相似但份额市场不同	15
4、 蚂蚁金服 2.0 阶段：尝试消费金融，为生活带来便利.....	17
4.1、 蚂蚁金服消费金融牌照：终于等到你	17
4.2、 蚂蚁金服消费金融业务模式	17
4.3、 平台盈利模式	18
5、 蚂蚁金服 2.0 阶段：试水供应链金融、追赶新零售风向标，打造闭环生态平台	19
5.1、 我国供应链金融基本情况	19
5.2、 蚂蚁金服供应链金融发展及盈利模式	19
6、 蚂蚁金服 3.0 阶段：开创“BASIC”模式，集团生态系统的强力支撑.....	21
6.1、 开创“BASIC”模式	21
6.2、 技术支持盈利模式探析	23
7、 投资建议	23
8、 风险分析	24

图表目录

图 1： 蚂蚁金服成长之路.....	4
图 2： 蚂蚁金服 2020 年大事件记录	5
图 3： 蚂蚁金服的主要业务板块.....	5
图 4： 蚂蚁金服手握大量金融牌照	6
图 5： 蚂蚁金服股东持股情况.....	7
图 6： 蚂蚁金服投资版图	8
图 7： 蚂蚁金服中国大陆投资版图全景	9
图 8： 蚂蚁全球数字普惠金融分布	10
图 9： 蚂蚁金服主要产品时间线.....	11
图 10： 蚂蚁金服的生态支持系统.....	12
图 11： 蚂蚁金服的多场景布局	12
图 12： 客户需求与集团产品对接图	13
图 13： 各项业务收入占比	13
图 14： 我国第三方支付情况.....	14
图 15： 2019 年我国第三方机构的市场份额	14
图 16： 支付宝 APP 提供的全方位业务.....	15
图 17： 支付宝的业务模式.....	15
图 18： 支付宝的盈利方式.....	15
图 19： PayPal 业务板块.....	16

图 20: 各种支付方式的矩阵分布	16
图 21: 蚂蚁金服电商消费金融逻辑图	18
图 22: 国内前七位供应链金融	19
图 23: 新零售模式的核心组成要素	20
图 24: 一条黄鱼的供应链金融	21
图 25: BASIC 基础技术框架	22
图 26: 蚂蚁链取得三项重大成就	22
图 27: 蚂蚁链的连结路径	22
表 1: 蚂蚁金服历次融资情况	6
表 2: 蚂蚁金服前 15 名股东持股情况	7

1、蚂蚁金服：全球最大独角兽的崛起

2020年7月20日，蚂蚁金服宣布计划在科创板和港交所同步发行上市；8月14日，蚂蚁金服进入上市辅导期，预示着蚂蚁金服上市已进入倒计时；8月25日，蚂蚁金服向上交所科创板 and 香港联交所递交了招股申请文件。招股书显示，蚂蚁金服拟在A+H股发行的新股数量合计不低于发行后总股本的10%，引入绿鞋发行机制，发行后总股本不低于300.39亿股，募集资金规模约300亿美金，超过沙特阿美有望成为年度全球最大IPO。蚂蚁金服是我们所熟知的支付宝的母公司，也是当今Fintech的独角兽。7月份，公司换掉已沿用6年之久的“蚂蚁金服”简称，并将工商注册名变更为“蚂蚁科技集团股份有限公司”，去掉了原注册名中的“浙江”，以“科技”替代“小微金融服务”。

1.1、发展史：起源于支付宝，迅速拓展业务板块

起源于支付宝的蚂蚁金服。支付宝的美誉早已耳熟能详，但只有为数不多的人了解蚂蚁金服。蚂蚁金服的前身浙江阿里于2000年成立的、独立于阿里集团之外的纯内资企业，2004年支付宝成立，而彼时的蚂蚁金服还只是一个构想和雏形，直至2014年10月，蚂蚁金服才正式成立。小微金融服务集团以蚂蚁金融服务集团的名义正式成立，旗下业务包括支付宝、余额宝、招财宝、蚂蚁小贷（后逐渐整合至网商银行）和网商银行等。蚂蚁金服将“为世界带来更多平等的机会”奉为信条，定位于金融科技创新，以搭建一个开放、共享的信用体系和金融服务平台，为全球消费者和小微企业提供安全、便捷的普惠金融服务。此后，蚂蚁金服不断积聚能量，上线各种金融产品，加快金融布局，目前已经形成场景与支付、数字金融、科技服务三大业务板块。

图1：蚂蚁金服成长之路



资料来源：蚂蚁官网，新时代证券研究所

图2： 蚂蚁金服 2020 年大事件记录

资料来源：蚂蚁官网，新时代证券研究所

图3： 蚂蚁金服的主要业务板块

资料来源：阿里发布会，新时代证券研究所

融资进程加快，惠及参股机构。目前，蚂蚁金服对外公布的主要融资有三轮。2015年7月，蚂蚁金服进行A轮融资约18.5亿美元（约120亿元人民币），投资方包括全国社保基金、上海金浦产业基金，春华资本，中国太平洋保险、国开行、中国人保、中国人寿、新华人寿8家战略投资者，市场估值超过450亿美元。2016年4月，蚂蚁金服宣布完成45亿美元的B轮融资，除了A轮多家战略投资者继续进行投资之外，本轮融资新增战略投资者包括中投海外和建信信托（中国建设银行下属子公司）分别领衔的投资团，蚂蚁金服此时的估值约600亿美元。2018年6月，蚂蚁再获140亿美元融资，除原有股东继续跟投外，包括新加坡政府投资公司、马来西亚国库控股、华平投资、加拿大养老基金投资公司、银湖投资、淡马锡、泛

大西洋资本集团等多国主权基金成为蚂蚁新的战略投资者，蚂蚁金服的估值也达到了 1500 亿美元。2019 年 9 月，阿里巴巴集团通过其境内间接全资子公司杭州阿里巴巴取得了蚂蚁金服 33% 股份。

表1：蚂蚁金服历次融资情况

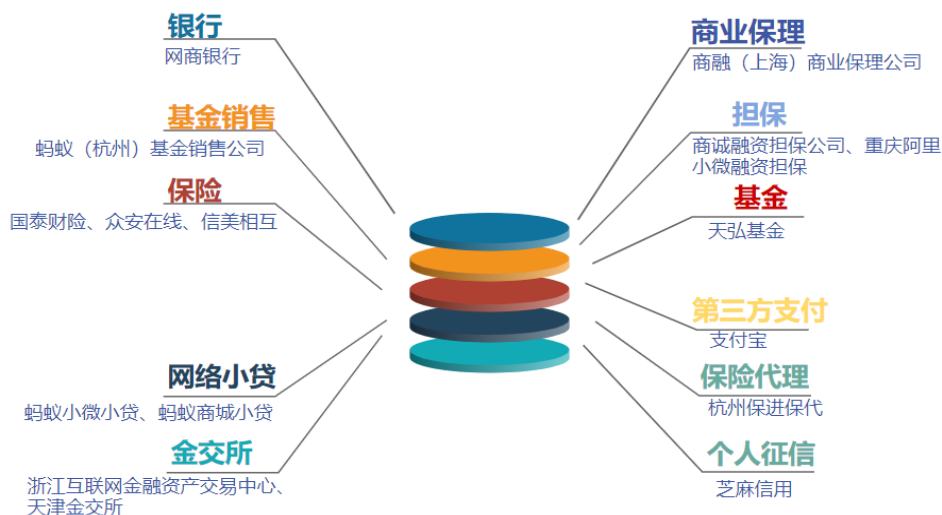
时间	融资轮次	地域	估值	投资者	备注
2015.06-08	A 轮	境内	2,600 亿	中国人寿、太平洋人寿、全国社保及国开金融等 12 家	
2016.05	B 轮	境内	3,900 亿	中国人寿、国开金融及北京中邮等 16 家	
2018.05-06	C 轮	境外	9,600 亿	GIC、Khazanah Nasional Berhad、Warburg Pincus 等 45 家	向境外投资者合计发行了 18 亿股不具表决权的 C 类股份
2018.07	C 轮	境内	1500 亿美金	蚂蚁金服境内融资的投资者，主要为原股东	
2019.09	-	境内	——	阿里巴巴集团	阿里巴巴取得蚂蚁 33% 股份
2020.08	IPO	A+H	2000 亿美元	IPO 新股数量合计不低于发行后总股本的 10%，发行后总股本不低于 300.3897 亿股	

资料来源：蚂蚁金服 IPO 招股说明书，新时代证券研究所

1.2、手握大量金融牌照，阿里为最大股东

蚂蚁金服手握大量的金融牌照。高瞻远瞩，蚂蚁金服早在此前就已拿下多项经营牌照。主要有支付牌照、征信、网络小贷、银行、保险、公募基金、金融资产交易所等。在 2018 年 5 月传出的五家金融控股监管试点名单中，“蚂蚁金服”赫然在列。此外，大量牌照意味着蚂蚁金服能有更加灵活地进行各项业务，全力打造以科技为核心的金融业务。

图4：蚂蚁金服手握大量金融牌照

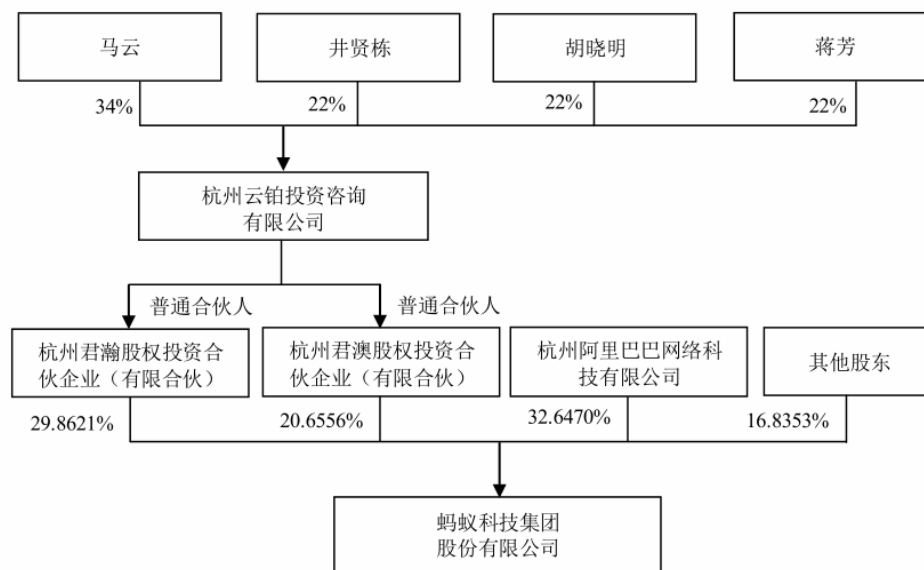


资料来源：天眼查，新时代证券研究所

阿里巴巴为第一大股东，马云拥有 50% 表决权。蚂蚁金服成立之初，为激励员工，杭州君瀚和杭州君澳作为蚂蚁的员工持股平台，分别持有蚂蚁 29.8% 和 20.6% 的股份，发行完成后，君瀚、君澳合计持股将不低于 40%，进一步确立了管理层和员工的持股比例。从目前的情况来看，阿里巴巴以 33% 的持股比例成为第一大股东，杭州君瀚股权投资合伙企业持股 28.45%，紧随其后的是杭州君澳股权投资合伙企业

业，持股 21.53%。而马云持有蚂蚁金服约 8.8%的股份，并拥有 50%的表决权。

图5： 蚂蚁金服股东持股情况



资料来源：蚂蚁金服 IPO 招股说明书，新时代证券研究所

表2： 蚂蚁金服前 15 名股东持股情况

序号	股东名称	实际持股比例
1	杭州阿里巴巴网络科技有限公司	33%
2	杭州君瀚股权投资合伙企业（有限合伙）	28.45%
3	杭州君澳股权投资合伙企业（有限合伙）	25.53%
4	全国社会保障基金理事会	2.97%
5	置付（上海）投资中心（有限合伙）	1.96%
6	上海众付股权投资管理中心（有限合伙）	1.31%
7	中国人寿保险（集团）公司	1.06%
8	上海麒鸿投资中心（有限合伙）	1.05%
9	上海祺展投资中心（有限合伙）	1.02%
10	北京京管投资中心（有限合伙）	0.93%
11	海南建银建信丛林基金合伙企业（有限合伙）	0.81%
12	中国太平洋人寿保险股份有限公司	0.74%
13	北京中邮投资中心（有限合伙）	0.7%
14	上海云锋新呈投资中心（有限合伙）	0.66%
15	人保资本投资管理有限公司	0.54%

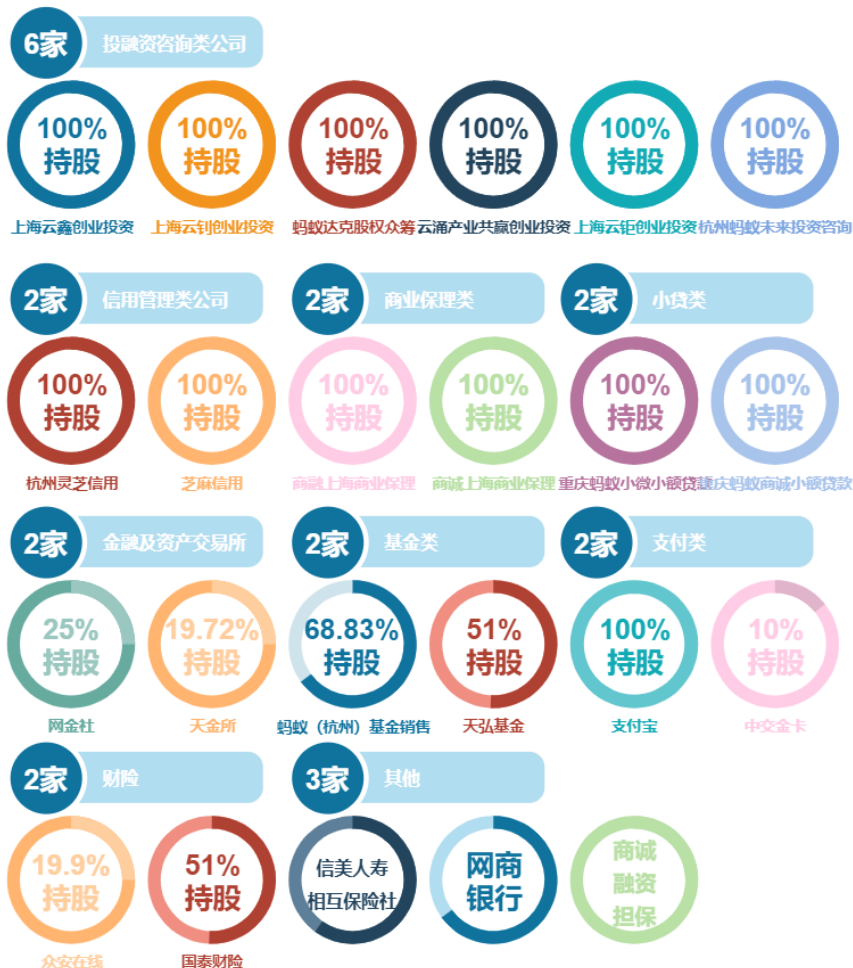
资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.3、投资版图不断完善，吸金能力加码

蚂蚁金服高瞻远瞩，随着业务版图扩张，集团与传统金融机构深入融合的关系也不断加强，从简单的业务合作走向全面商业合作。2013 年 10 月，蚂蚁金服的第一笔对外投资完成，是以 11.8 亿元人民币认购天弘基金管理有限公司 2.623 亿元的注册资本，持 51% 股份，成为天弘基金最大控股股东。紧接着是 2014 年对恒生电子的投资，这笔投资至今依然是蚂蚁金服多起对外投资中金额最大的一笔。

蚂蚁金集团的对外投资主要在综合金融业务与金融基础设施两大板块上,这两个板块也在不断为蚂蚁金服估值增长助力。在综合金融业务中,蚂蚁金服分别投资了互联网金融资产交易平台**网金社**、开放式基金在线销售平台**数米基金网**、台资财产保险公司**国泰产险**、股权类互联网金融平台**36Kr**、以不良资产为主的权益类资产交易平台**天津金融资产交易所**、社交组合证券投资平台**金贝塔**,其中数米基金网与国泰产险由蚂蚁金服控股。在非标资产方面,除了网金社,蚂蚁金服还于2015年10月斥资1.5亿美元投资了创投信息及股权投资平台**36Kr**。

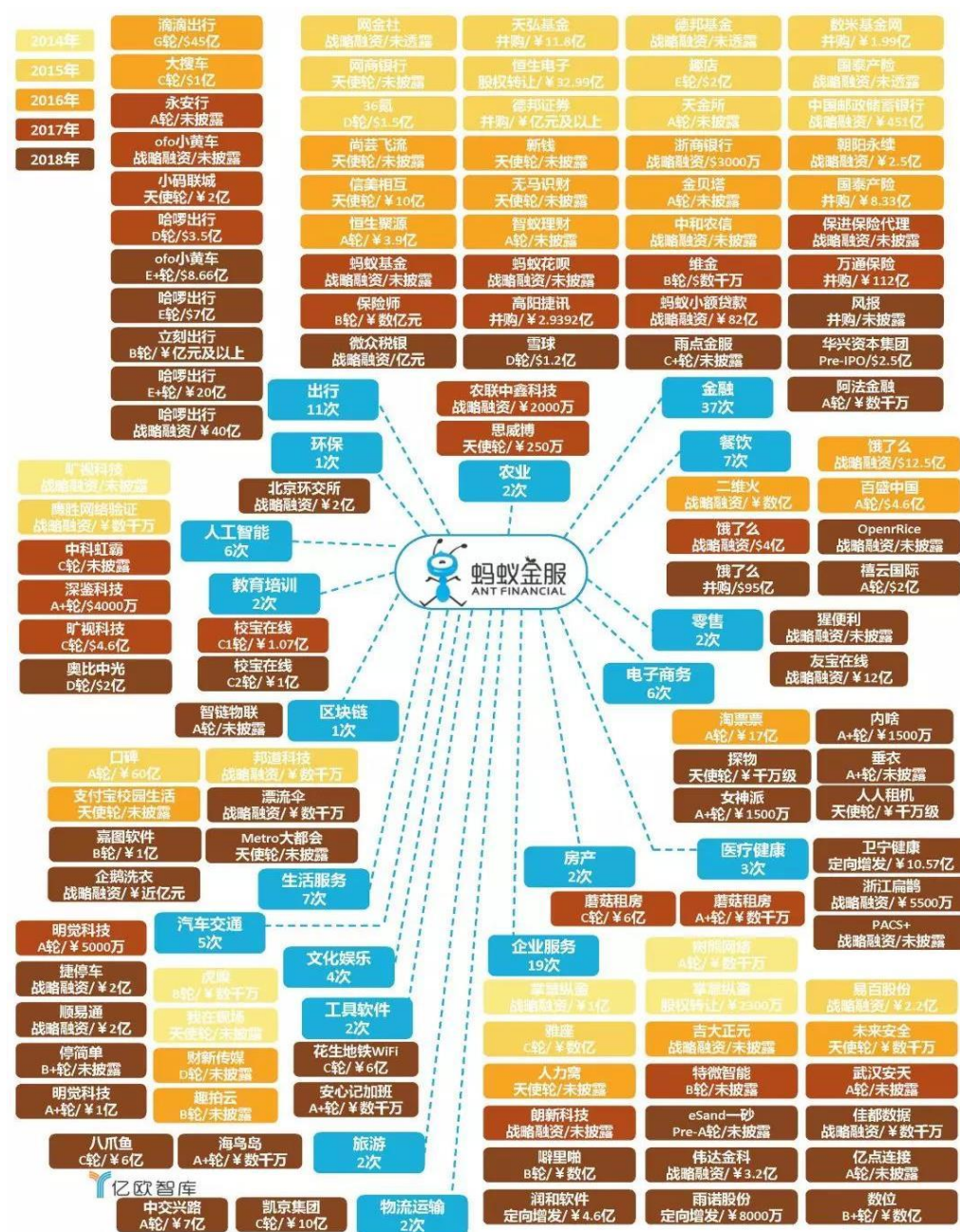
图6: 蚂蚁金服投资版图



资料来源: 新京报¹, 新时代证券研究所,

¹ 资料来源: <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1672739429933566200&wfr=spider&for=pc>.

图7： 蚂蚁金服中国大陆投资版图全景



资料来源：亿欧智库，新时代证券研究所

1.4、国际化进程不断加快，全球普惠金融彰显格局

“全球付”与“付全球”。支付宝与全球金融机构合作，支持商家在速卖通、Lazada、Daraz 和天猫海外等主流国际电商平台服务全球消费者，实现全球付、全球买、全球卖，成为世界电子贸易平台（eWTP）的重要支撑。而在“付全球”方面，支付宝连接起全球出境游客和当地商家，让中国游客可在出境时用支付宝消费，也能让国际游客在访问中国时可通过支付宝享受移动支付带来的便利。

普惠金融受众群体广泛。根据世界银行统计数据，从全球来看，特别是低收入国家，约 17 亿成年人无法享受基本金融服务，例如银行账户等；57%的成年人虽然拥有基本银行账户，但无法获得多元化理财、信贷和保险等金融服务；高收入国家和低收入国家成年人所拥有银行账户的比例分别是 94%和 63%，差距显著。蚂蚁金服利用其技术和行业专长，帮助合作伙伴培养本地人才，助力当地普惠金融的发

展。2018 年 10 月，支付宝与世界银行集团成员国际金融公司（IFC）共同宣布启动 10×1000 科技普惠计划。目标是帮助新兴市场培养技术领导者，使其成为推动数字经济发展的驱动力。未来 10 年，每年为公共和私营部门培训 1000 名科技领军者，这也是帮助新兴市场提升人力资本的重要举措。

2019 年，英国跨境支付公司万里汇（WorldFirst）成为蚂蚁金服集团全资子公司，收购价约为 7 亿美元。万里汇成立于 2004 年，为从事国际贸易的企业和个人提供支付和转账业务，目前拥有 600 多名员工，8 万多活跃客户，年交易量超过 100 亿英镑（约 128 亿美元）。万里汇主要从事货币兑换业务，随后逐渐发展其他支付业务。2010 年万里汇开始进入中国市场，为中国电商卖家提供美元、欧元、英镑、日元、加元的国际收款服务。另外，万里汇还是首个申请支付牌照的外商投资支付机构。2018 年 5 月，公司向央行递交了进入中国第三方支付市场的申请，并于 7 月通过出资越蕃商务信息咨询（上海）有限公司成功获得中国央行发布的支付牌照，可提供互联网支付业务、移动电话支付业务。收购完成后，万里汇将继续在万里汇创始人兼首席执行官乔纳森·奎因（Jonathan Quin）的带领下在全球开展业务，并继续以英国为总部且接受英国监管，这是蚂蚁金服公司迈出国际化巨大一步。此外，蚂蚁金服在印度、新加坡、泰国、韩国、菲律宾、印尼、巴基斯坦等进一步加强海外投资和布局，预计 2025 年蚂蚁金服将为全球 20 亿用户提供服务。

图8： 蚂蚁全球数字普惠金融分布



资料来源：蚂蚁官网，新时代证券研究所

2、铸造“蚂蚁金融生态系统”，为用户提供一站式金融服务

2.1、集团产品不断完善，辐射各方各面

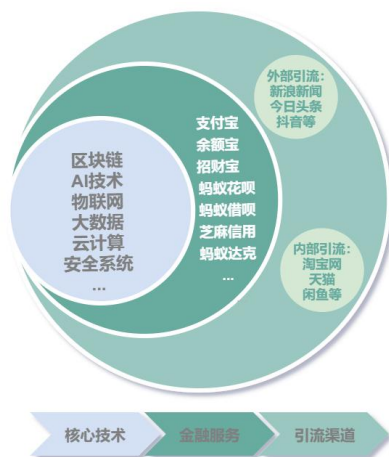
集结技术、产品和场景等方式，打造蚂蚁生态圈。蚂蚁金服出世之时便确立了以建设互联网金融服务生态系统的目标，并逐步形成了五大业务板块：支付、理财、融资、综合金融与金融基础设施。具体来看，蚂蚁的内核财富管理和竞争力则是以技术为主导的 TechFin 体系，主要体现在开放技术平台上，并基于云计算、大数据、

人工智能、区块链、物联网技术，建立数字化的信用体系、风控体系和营销运营体系。而中环的各项产品为其提供了支持，例如大多数人早就了解的支付宝、花呗、芝麻信用等这些和普通人生活休戚相关的 C 端业务产品，正是由于这些产品的相互联系，才使得客户的需求能够被一站式满足，从而增强客户粘性。另外，近年来数字金融产品也在不断为其业务收入做贡献。根据阿里巴巴最新财报，在截至 2020 年 3 月 31 日 12 个月期间，数字金融服务已经贡献了蚂蚁金服总收入的 50% 以上，该项业务主要包括理财、微贷、保险三个类别。外环的引流渠道则为集团打开了知名度，其中，具有绝对优势的内部引流仍然是阿里巴巴集团下的淘宝和天猫等购物平台，而抖音、微博和今日头条等外部引流渠道也为增加客流量做出很大的贡献。蚂蚁金服优势在于积累十几年的金融服务能力和用户触达能力，通过“赋能”，传统金融行业、中小商户和其他金融公司可以开发用户、技术等，进一步扩大蚂蚁金服的业务规模 and 影响范围，朝着构建蚂蚁金融生态方向发展。

图9： 蚂蚁金服主要产品时间线



资料来源：蚂蚁官网，新时代证券研究所

图10: 蚂蚁金服的生态支持系统

资料来源：蚂蚁官网，新时代证券研究所

图11: 蚂蚁金服的多场景布局

资料来源：蚂蚁官网，新时代证券研究所

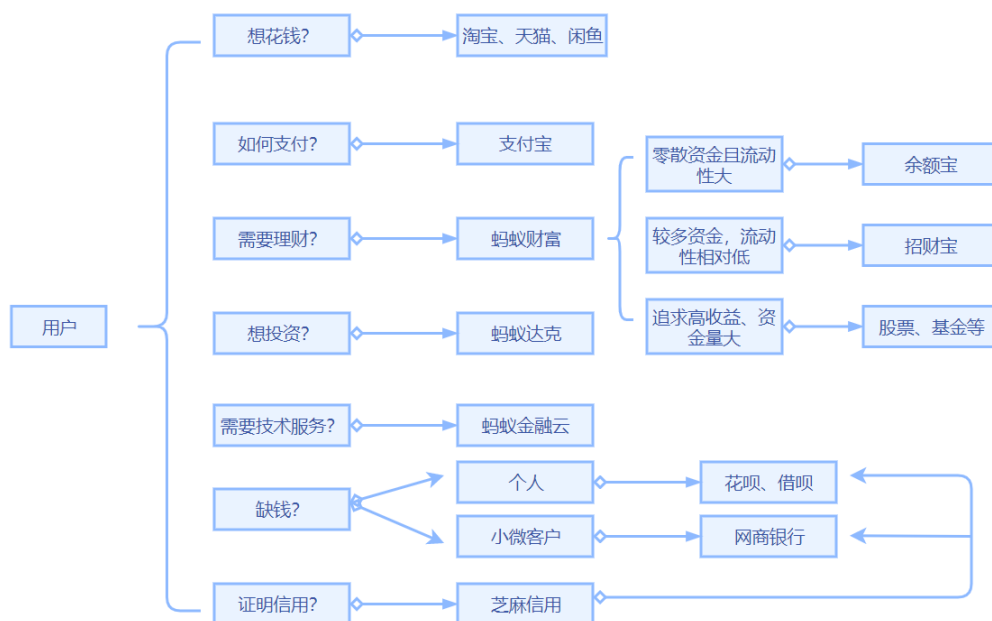
加强外部战略合作，构建新生态。8月24日，中国银行与阿里巴巴、蚂蚁金服在杭州签订全面深化战略合作协议。三方将根据新的形势，加快构建互联网+金融的合作发展新生态。根据协议，基于“对等开放、互利共赢”的合作原则，各方将发挥各自优势，阿里巴巴集团和蚂蚁金服在长期的科技应用过程中积累了丰富的创新技术和应用经验，而中国银行则在金融领域具有广泛的网络和卓越的专业能力。二者合作能够整合平台、用户、市场、渠道、数据和技术等资源，致力于成为数字经济时代下互联网公司与金融机构深度合作的典范。在当前合作的基础上，中国银行、阿里巴巴、蚂蚁金服将在传统金融、个人数字金融、金融科技、综合化经营、市场创新等领域升级合作。尤其是将利用互联网技术优势，共同开展金融科技合作和创新。包括数字化转型和互联网场景融合、网点智能化转型等，双方将筹建联合实验室应用于智能化的场景。

2.2、提供一站式金融服务，盈利模式实现从 1.0 向 3.0 不断升级

蚂蚁金服旨在为用户提供一站式的服务平台。蚂蚁金服的业务模式可以简化为 1.0 支付模式（支付及提现手续费和备付金利息），2.0 数字金融模式（信贷、理财、保险及其它金融业务收入）和 3.0 金融科技模式。从客户的角度来说，一站式金融平台可以满足用户的各种金融需求。蚂蚁金服发展至今，已经成为国内乃至国际上基本能够

满足用户，尤其是普通消费者和小微客户的各项金融需求。这种一站式模式不仅能够简化业务流程，而且管控节点明显、风险点较为集中，加之大数据和云计算等各项技术的辅助，使得集团能够精准掌握客户需求，为客户做预测和喜好度推荐，大大提高客户粘性。截至2020年6月30日，通过公司平台完成的总支付交易规模达到118万亿元；通过公司平台完成的国际总支付交易规模达到6219亿元。

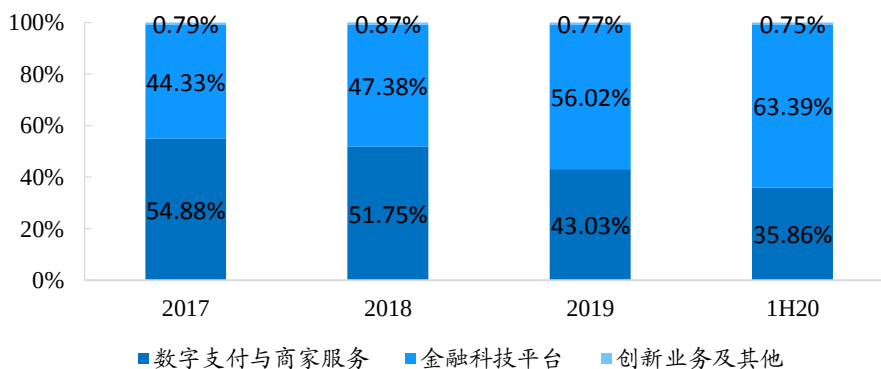
图12： 客户需求与集团产品对接图



资料来源：蚂蚁金服 IPO 招股说明书，新时代证券研究所

盈利重点从支付业务到外金融业务，再到金融科技。蚂蚁金服的发展历程经历了三个主要阶段：1.0 阶段的专注支付业务；2.0 阶段的尝试支付外金融领域业务——余额宝等；3.0 阶段的大力布局金融科技。而盈利模式的重点方向也随之而变。支付系统中，收入主要来自公司在国内外商业交易中，按照交易规模的一定百分比向商家和交易平台收取的交易服务费，同时也向个人交易收取费用；而在技术方面，公司向金融机构合作伙伴提供数字金融技术支持、客户触达及风险管理方案，主要以技术服务费的形式取得收入。

图13： 各项业务收入占比



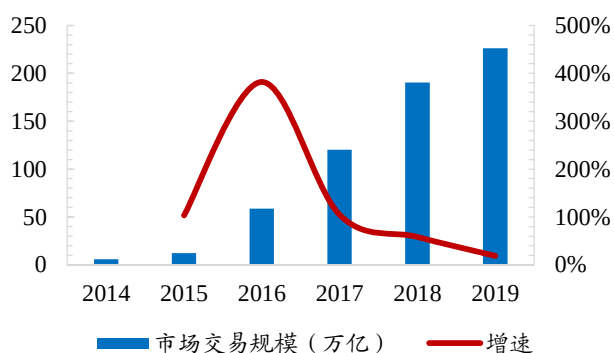
资料来源：蚂蚁金服 IPO 招股说明书，新时代证券研究所

3、蚂蚁金服 1.0 阶段：专注支付、不断创新、拾荒“无人区”

3.1、我国第三方支付现状

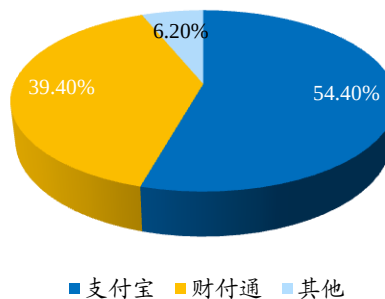
第三方支付的出现为客户与商家之间解决信任问题，目前支付宝已经占据我国一半的份额。第三方支付类似中介一样的存在，在双方交易未完成之前，起到暂存钱款的作用，第三方支付形式主要包括银行卡收单、网络支付及预付费卡发行等，我国第三方移动支付的交易规模 2016 年以前的高速增长状态转为平缓发展态势，2019 年中国第三方移动支付的交易规模达到 226.2 万亿元，同比增长 18.7%。目前，我国移动支付已形成支付宝、财付通“双寡头”格局，以较强的客户粘性占据绝大部分 C 端客户资源。2019 年中国第三方移动支付市场两者的份额共计为 93.8%。在 C 端支付市场中，支付宝、财付通两大巨头已占据绝对优势。

图14：我国第三方支付情况



资料来源：华经情报网，新时代证券研究所

图15：2019年我国第三方支付机构的市场份额



资料来源：华经情报网，新时代证券研究所

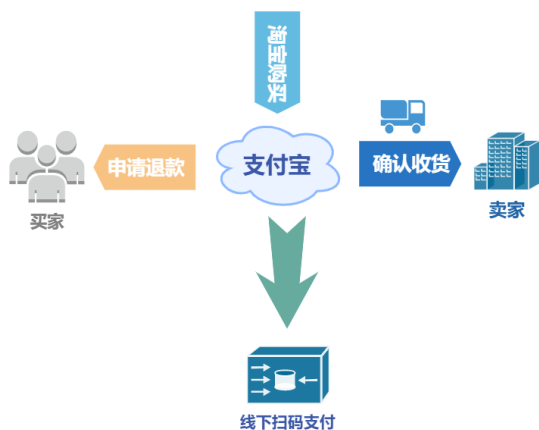
3.2、以支付宝为主的蚂蚁金服支付系统

蚂蚁金服的支付系统主要是以支付宝为主。2004 年诞生的支付宝，可称之为支付方式里程碑式的跨越。从此前的持卡、现金支付等方式，一跃演变成手机条码数字支付。支付宝最初是淘宝网公司为了帮助网上交易客户解决网络交易安全的问题，特设的一个“第三方担保”平台。如今，通过奉行为中国电子商务提供“简单，安全，快速”支付方式的宗旨，支付宝早已一骑绝尘，已经从一个支付工具成长为家喻户晓的一站式生活服务平台。目前，支付宝和数字钱包伙伴共同服务全球约 13 亿用户。随着中国服务业数字化升级的大趋势，支付宝会持续开放、同合作伙伴互利共赢，将在未来打造数字生活平台，助力服务业的数字化升级。

图16: 支付宝 APP 提供的全方位业务

资料来源：蚂蚁金服 IPO 招股说明书，新时代证券研究所

支付宝作为中间平台，收益主要来源于佣金和利息。具体来说，支付连接方面，支付宝会向商家收取手续费，且具有较高的议价能力。想要入驻淘宝的商家必须通过支付宝这一平台来实现交付，因此淘宝的客户基础为支付宝提供了佣金或佣金收入，收入计算公式如下：支付连接收入=备付金收入+交易规模×综合费率。利息主要来源于资金存放产生的时间上的收入，客户将资金存入产生资金沉淀，支付宝可以收取这一费用。另外，公司也就跨境商业交易收取交易服务费、产生收入；公司还就金融交易及个人交易收取费用、产生收入。此外，支付宝界面能够投放广告，因此能赚取一部分的广告收入。截至2020年6月30日，公司的平台处理的总支付交易规模达118万亿元，月度活跃用户数超过7亿，上半年与支付宝相关的数字支付与商家服务收入为260.11亿元，增长13.12%，占总体营收的35.86%。

图17: 支付宝的业务模式

资料来源：蚂蚁官网，新时代证券研究所

图18: 支付宝的盈利方式

资料来源：新时代证券研究所

3.3、PayPal 和支付宝：地位相似但份额市场不同

支付宝目前世界应用最广泛的移动支付平台，但此前源于海外的 PayPal 的定位也与支付宝有些许相似。PayPal 是 eBay 旗下的一家公司，致力于让个人或企业通过电子邮件，安全、简单、便捷地实现在线付款和收款。PayPal 账户是 PayPal 公司推出的最安全的网络电子账户，使用它可有效降低网络欺诈的发生。如果收款人已经是 PayPal 的用户，那么该笔款项就能汇入他拥有的 PayPal 账户，若收款人没有 PayPal 账户，网站就会发出一封通知电子邮件，引导收款者至 PayPal 网站注

册一个新的账户。所以，也有人称 PayPal 的这种销售模式是一种“邮件病毒式”的商业拓展方式，从而使得 PayPal 越滚越大地占有市场。另外，PayPal 在跨境支付中应用的最为广泛，虽然支付宝近年来也上线了跨境转账功能，但目前并非其主流业务。

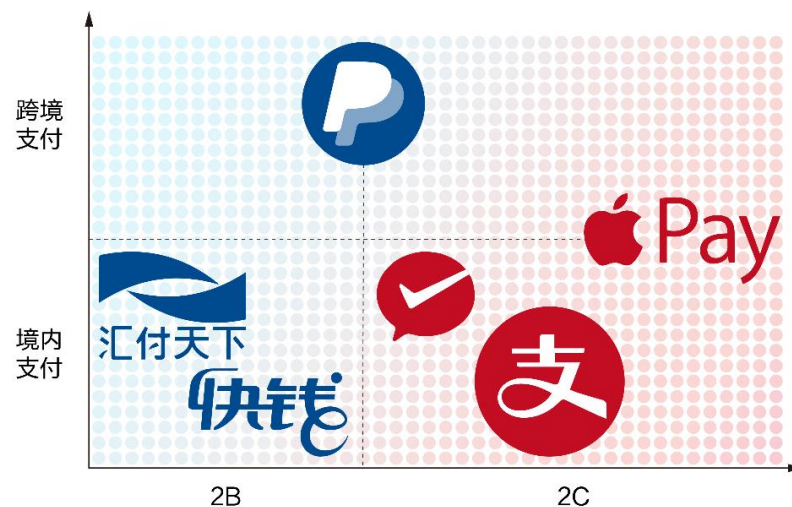
追根溯源，两者本质上类似，但之所以目前还不能被互相取代，主要是政策和市场环境的原因。中国目前支付宝应用最广泛的是网购，逐渐渗透线下支付。如果脱离中国线上交易市场，支付宝的普遍性和广泛性会大受影响。此外，淘宝在中国电子商务中占领了绝对垄断地位，但淘宝只支持支付宝，且中国绝大部分网商均支持支付宝，因此在支付方式上，支付宝在中国几乎占领绝大部分的市场份额，因此任何其他数字支付方式很难侵入。而 PayPal 主攻国际市场上的跨境支付方向，在 2B 的领域大展拳脚，这也是支付宝很难抢占的国际市场的份额。况且人民币离国际化尚有比较长的一条路需要走，因此可以说两者虽然相似，但目前仍处于相互制衡的状态。

图19: PayPal 业务板块



资料来源：PayPal 官网，新时代证券研究所

图20: 各种支付方式的矩阵分布



资料来源：DT 财经，新时代证券研究所

4、蚂蚁金服 2.0 阶段：尝试消费金融，为生活带来便利

4.1、蚂蚁金服消费金融牌照：终于等到你

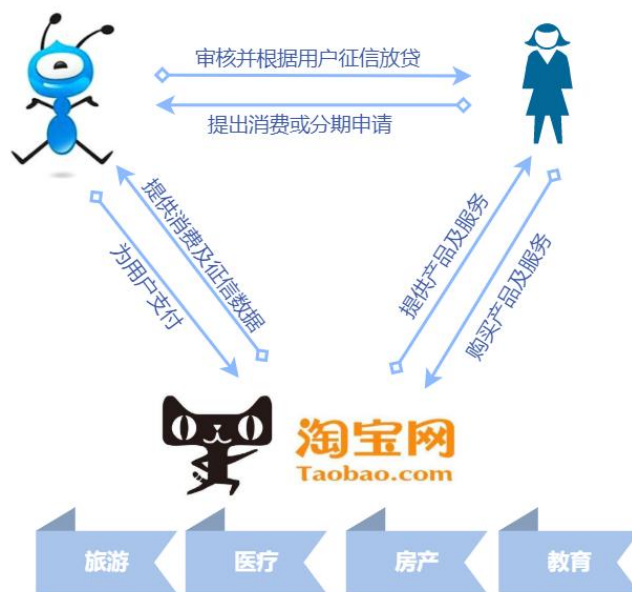
8 月 22 日，鱼跃医疗（002223.SZ）公告，将与蚂蚁金服、宁德时代、千方科技、国泰世华银行、南洋商业银行和中国华融一起设立蚂蚁消费金融有限公司（简称“蚂蚁消费金融”），注册资本高达 80 亿元。早在 2018 年去杠杆强监管时，蚂蚁金服就开始争取获得消费金融牌照，但受限于国家监管部门的规定，蚂蚁金服的申请条件尚不成熟。

早前，蚂蚁消费金融早已确定业务范围。经营范围包括开展消费金融相关业务，发放个人消费贷款、接受股东境内子公司及境内股东的存款、发行金融债券、境内同业拆借等。获得消金牌照后，蚂蚁金服可以用更高的比例去合法的放贷，获得更高的收益。此前，蚂蚁金服通过重庆的两个小贷公司进行放贷，不但受限于小贷牌照的区域性和合法性担忧，且小贷牌照对于资本和杠杆比例有严格的约束，蚂蚁的两个小贷公司注册资本扩张到 120 亿元，杠杆只能放到 2.3 倍，对于阿里来说，这个规模实在难以满足其需求。有了消费金融牌照之后，杠杆率可以放大到 8 倍，整个放贷资金的规模比小贷牌照放大了 4 倍，这对于蚂蚁金服来说，降低了资本使用的成本，提高了资本使用的效率。

消费金融牌照是蚂蚁金服数字金融版图中的重要战略板块。当前，蚂蚁金服的金融生态板块包括第三方支付、理财、保险、信用风控等多项业务。其中，支付板块有支付宝；网络小贷版块有重庆市蚂蚁小微小额贷款、重庆市蚂蚁商诚小额贷款，基金版块有蚂蚁基金销售、天弘基金；财险版块有国泰财险、众安在线。此外，蚂蚁金服旗下还有网商银行和 6 家投融资咨询类公司。取得消费金融牌照后，蚂蚁金服将会更加合理地规划其生态格局。

4.2、蚂蚁金服消费金融业务模式

互联网电商消费金融模式。该运营模式是以淘宝和天猫等网购平台为基础，蚂蚁花呗、借呗等产品为客户提供商品的分期服务在平台上进行消费，并提供理财服务。这一业务模式充分借助了淘宝及天猫平台的大数据优势，客户在购买商品的过程中，通过对大数据的分析，确定对特定商品的分期，并在对海量客户进行分析，在芝麻信用中根据客户的消费能力和信用等级进行授信。当消费者完成商品消费后，由蚂蚁借呗等微贷产品向供货商提供资金，最后由消费者按照贷款期数偿还借款。

图21： 蚂蚁金服电商消费金融逻辑图

资料来源：央视网 <https://www.weiyangx.com/198505.html>，新时代证券研究所

互联网信贷消费金融。这一模式比较简单，主要采取“手机 APP+场景”的运营模式，客户可以通过手机客户端填写个人资料申请贷款，得到现金后用于日常生活消费，资金的具体用途较为广泛。互联网信贷的消费金融运营模式是将客户的消费借款以未来应收账款的形式存在于蚂蚁借呗等平台中，平台将其进行打包并包装成互联网理财产品，提供给投资人进行投资。该种模式下为中介平台，将投资人的资金提供给消费者进行商品的分期付款，最后再由消费者按照规定的分期时间对投资人进行连本带息的借款偿还。

从当前互联网信贷消费金融的发展情况来看，消费者的借贷风险主要是由蚂蚁金服承担。而蚂蚁金服则主要通过大数据与云计算等互联网技术创新金融场景，以最大限度地控制坏账风险。

4.3、平台盈利模式

蚂蚁金服的主要盈利项目是“数字金融科技平台”，分别包括微贷科技、理财科技、保险科技。而其中消费贷、小微信贷等零售信贷业务——也就是所谓的“微贷科技”收入在数字金融科技中超过 62%，是蚂蚁金服如今最重要的利润增长项目。截至 2020 年 6 月底，蚂蚁促成消费贷余额超过 1.732 万亿，共有约 5 亿用户曾通过蚂蚁平台消费信贷服务获得贷款。而根据中国银行协会的数据，中国所有消费金融公司的贷款余额仅 4686 亿元。

蚂蚁花呗、借呗和芝麻信用是集团消费金融的主要产品。从盈利模式来看，蚂蚁花呗主要通过商户的收单费和手续费来获取收益。收单费为每笔交易按照交易金额的百分比来向商户收取费用；而手续费则是用户由于分期付款或逾期还款产生的费用。而蚂蚁借呗实质上是现金贷，主要通过收取利息来获得收益。而芝麻信用更多的是辅助作用，为使用花呗和借呗的用户提供信用参考，以帮助其获取更高的额度等等，目前没有具体的盈利模式。

5、蚂蚁金服 2.0 阶段: 试水供应链金融、追赶新零售风向标, 打造闭环生态平台

5.1、我国供应链金融基本情况

供应链金融的核心是将存货和金融去匹配, 并给予授信额度。在传统的供应链融资中, 通常银行是围绕一个核心企业去打通核心企业的上下游, 而金融平台需要去中心化, 去掉核心企业这一角色, 把整个的信用链路打到链条中的每一个环节, 让商家真正的可以免去担保, 免去繁琐的手续, 拿到融资款。具体来说, 主要通过数据和技术驱动打通企业线上线下的各个环节, 将商流、物流、资金流、数据流和信用流进行“五流合一”。如此, 供应链金融不再“高大上”, 只能用于大宗商品和数码产品, 而是更加“平民化”, 在快消品、日用和生鲜品方面中大放异彩。目前网商银行目前提供的额度单笔最高可达 3000 万元, 利息按天计, 随借随还, 可以自由支配。利率方面, 供应链模式的贷款会低于信用贷款, 大概能够降低商家 15%-30% 的融资成本。目前我国前七位供应链金融平台分别为蚂蚁金服、平安银行、京东金融、苏宁金融、禾盛新材、国美金控、360 金融。

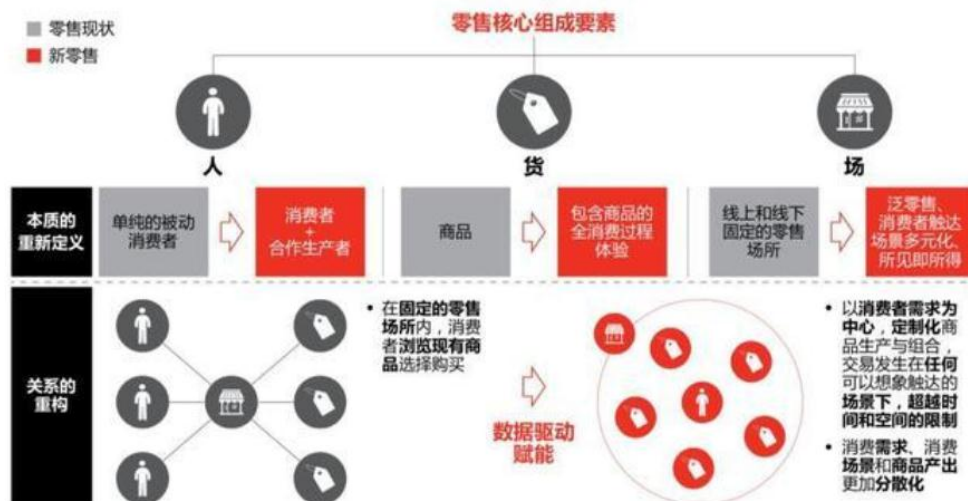
图22: 国内前七位供应链金融



资料来源: 蚂蚁集团官网, 新时代证券研究所

5.2、蚂蚁金服供应链金融发展及盈利模式

早在 2016 年就流行的新零售供应链模式, 自然不会被集团忽视。新零售是对传统零售行业中的生产、流通及销售等主要环节进行改造与升级, 在互联网的基础上, 利用大数据或云计算等先进技术, 实现线上、线下及物流等深度的互动, 对零售行业进行重新构造生态圈。活动路径的数据信息都留存在链路内, 新零售供应链金融设计出针对上游供应商、上游品牌商、经销商、分销商、零售商的各类供应链融资金融的产品, 以供上下游客户选择。2010 年和 2011 年, 浙江省阿里巴巴小额贷款公司、重庆市阿里巴巴小额贷款公司相继成立, 阿里巴巴开始对其信贷业务进行扩张。阿里小贷一般给平台上的小微企业提供贷款, 这些企业可以通过在阿里巴巴旗下平台上的交易积累信用信息, 实现无抵押快速贷款。同时, 支付宝也在 2011 年 5 月拿到第一张支付业务许可证。2012 年 9 月, 阿里巴巴联合腾讯、平安集团成立了众安在线财产保险公司。

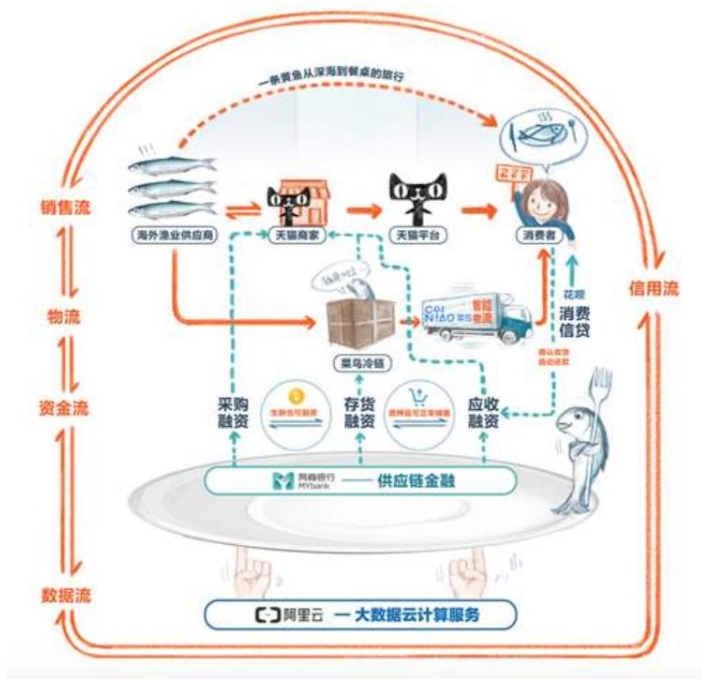
图23： 新零售模式的核心组成要素

资料来源：新零售通过打通数据壁垒，使品牌全、准、快地了解消费者，赋能人、货、场重构。（贝恩公司&阿里研究院，2017），新时代证券研究所

蚂蚁金服为供应商和用户打造了一个包括用户及供应链金融服务在内的闭环生态平台。用户方面的布局主要在于其拥有上游公司用户、下游消费用户及背后的同业用户等主要的用户。数据的布局主要是其自建物流系统的差异化竞争，构建了一个以数据为基础的供应链金融系统，如为个人消费用户提供消费信用及分期服务产品，为合作商户提供增值理财及贷款等金融服务。正是基于拥有消费用户及供应商的大量而精确的数据，蚂蚁金服供应链金融业务取得了突飞猛进的发展。其供应链金融体系包括了花呗、理财投资、订单及应收账款及库存融资和担保、保险等业务形式和服务。

公司打造双链通模式，解决小微企业融资难问题。蚁链-双链通供应链金融服务平台，通过将核心企业的应收账款进行数字化升级，使得应收账款可以作为信用凭证，在供应链中流转而传递给上游供应商，从而解决供应链末端的小微企业融资贵、融资难的问题。同时，基于金融级别的身份安全和交易安全认证，也为企业在线零接触交易提供了完整的解决方案。

图24: 一条黄鱼的供应链金融



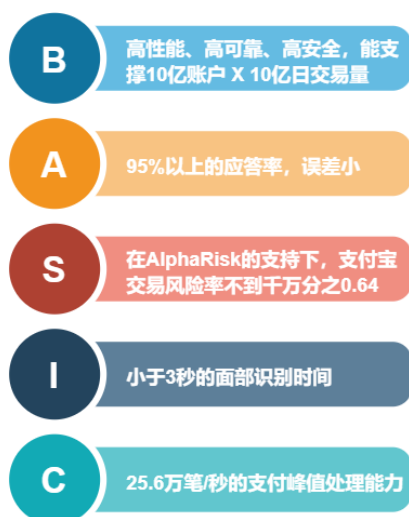
资料来源：优秀供应商网站（<https://cs.xorg.cn/news-id-452534.html>），新时代证券研究所

收益来自于服务费及逾期违约金。蚂蚁金服供应链金融的业务主要是企业将应收账款、商业票据等短期流动资产通过质押获得融资，而盈利原因在于构平台需要承担风险，在此基础上形成的收益。具体来说，一方面，平台对借款企业的资金收取一定的服务费及资金管理费；另一方面，如果企业发生逾期，那么平台还将收取一定的违约金，或者是债权转让服务费。

6、蚂蚁金服 3.0 阶段：开创“BASIC”模式，集团生态系统的强力支撑

6.1、开创“BASIC”模式

2017年10月，集团宣布聚焦于“BASIC”基础技术，即Blockchain（区块链）、AI（人工智能）、Security（安全）、IoT（物联网）和Cloud computing（云计算）。每年的双十一是对阿里巴巴和蚂蚁金服技术能力的检验。自从双十一活动开展以来，每年的成交量都在不断增长。2019年天猫双11的成交额同比增长26%，订单创建峰值高达54万笔/秒，是2009年第一次“双11”的1360倍，同时物流订单量在全天达到了12.92亿。这一令人惊讶的成交额不断挑战着技术平台的稳定和平滑性，而在全球最大规模流量的冲击下，用户依然能在双十一当天流畅地浏览和操作网站和APP平台。截止2020年6月末，蚂蚁金服的数字支付业务收入达到459.72亿元，占总营收的63.39%。

图25: BASIC 基础技术框架

资料来源：蚂蚁官网，新时代证券研究所

蚂蚁链点睛区块链技术。公司运用区块链技术构建新一代的信任机制，旨在提高价值流转和多方协同的效率，赋能实体经济，成为推动数字经济发展的引擎。蚂蚁金服于2020年7月23日举行蚂蚁链全新品牌发布会，蚂蚁区块链正式升级为“蚂蚁链”，并将秉持蚂蚁金服16年来以科技解决信任问题的初心，重构数字经济的信任体系，让区块链像移动支付一样改变生产和生活。蚂蚁链是公司自主研发、国际领先的金融级联盟区块链平台，具有高性能、高可靠、高安全的特点，能够支撑10亿账户×10亿日交易量的超大规模应用。目前，蚂蚁链区块链专利申请和授权量均为全球第一。

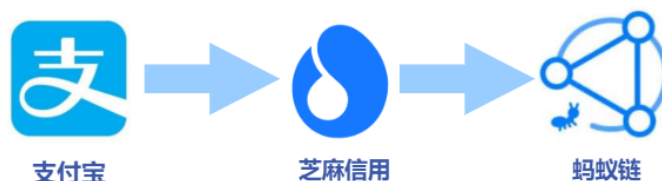
蚂蚁金服在发布会上还披露了蚂蚁链取得的三个成就：蚂蚁链连续四年全球专利申请数保持第一名，蚂蚁链已经助力解决了50多个实际场景的信任问题，蚂蚁链目前每天“上链量”超过1亿次。另外，蚂蚁还推出了国内首款区块链领域的自研软硬件一体机。蚂蚁链一体机采用全球首个硬件隐私保护解决方案，阿里自研首款针对区块链智能合约的专用处理硬件——区块链安全计算硬件，具备自主可控信任根的可信执行环境，确保合约执行过程中的数据安全隐私。除了技术上的核心优势，蚂蚁链一体机还大大提高区块链的部署效率，预计可节省90%以上的部署时间。同时有效提升交易速度30%、降低共识延迟40%、加速密码运算5-10倍。

图26: 蚂蚁链取得三项重大成就

资料来源：蚂蚁金服发布会，新时代证券研究所

图27: 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：蚂蚁金服发布会，新时代证券研究所

人工智能（AI）是蚂蚁金服技术战略的重要组成部分，包含机器学习、图识

别、人脸识别、NLP 等世界领先的 AI 领域技术。除了提升自身风控决策能力、改善服务体验等，集团还向各行各业输出更快更稳健的核心 AI 技术能力。凭借人工智能技术的应用，网商银行让原先耗费在人工上的成本被计算机与人工智能所取代，不仅提高了效率，更让小微企业降低了贷款成本，实现了“310”（3 分钟申请、1 秒钟放款、0 人工介入）全流程无接触贷款。

支付宝研发的 AlphaRisk 为蚂蚁金服的安全科技（Security）提供了有力的证明。公司致力于推动智能风控、生物核身、数据安全三大安全技术领域的研究和探索，依托八大安全实验室展开前沿性安全技术研究，打造全球领先的、全方位的安全防御体系，对用户包括资金安全、数据安全在内的、多维度的有效保障。同时携手安全生态合作伙伴，打造最受用户信赖的数字生活开放平台。支付宝自主研发的智能风控引擎 AlphaRisk，是全球最先进的风控系统之一。在其保护下，支付宝交易风险率不到千万分之 0.64。

万物互通互联是 IoT 技术的核心，也是集团重要的技术战略。IoT 技术能够全面提升蚂蚁的金融生活服务能力，为用户创造更便捷的服务和更大的价值。目前，我集团已经将 IoT 技术应用到了包括无人值守、无感支付、智慧门店、智慧出行等多个场景。

云计算服务不断发展，为集团发展铺路。早在 2015 年，蚂蚁金服就推出了面向金融行业的云计算服务“蚂蚁金融云”，正式向金融机构开放云计算能力和技术组件。金融云服务能让单笔支付的系统成本从传统 IT 架构的几毛钱降低到了 1 分钱，单账户成本降低到传统体系的几十分之一，单笔贷款的系统成本降低到 1 元钱以下，从而让金融机构为用户提供无手续费转账、免小额账户年费的服务。如今，集团的计算技术更行一层楼。基于通用硬件的 OceanBase 分布式数据库、SOFA 分布式中间件等创新，开创了国产自主研发和世界级分布式计算的新格局。而蚂蚁自研 OceanBase 卫冕数据库基准性能测试（TPC-C）世界纪录，tpmC 成绩 7.07 亿，比年初提升超 11 倍。

6.2、技术支持盈利模式探析

公司直接或间接地基于公司的平台促成金融机构合作伙伴的业务规模，主要以技术服务费的形式取得收入，具体包括：

- 1、微贷科技平台。公司主要按照金融机构等合作伙伴相应获得利息收入的一定百分比收取技术服务费，因此该等收入与公司平台促成的消费信贷及小微经营者信贷余额相关；
- 2、理财科技平台。公司主要按照公司平台促成金融机构合作伙伴实现资产管理规模的一定百分比收取技术服务费；
- 3、保险科技平台：公司主要按照公司平台促成金融机构合作伙伴相应收取保费的一定百分比获得技术服务费，或按照相互宝项目参与用户支付的分摊金额的一定百分比获得技术服务费。

7、投资建议

蚂蚁金服作为全球最有价值的金融科技公司，目前估值水平已经超过其盈利模式主要经历了三个主要阶段转变：1.0 阶段：专注支付业务；2.0 阶段：尝试支付以外金融领域数字金融业务——微贷、理财、保险等；3.0 阶段大力布局金融科技和创新业务。随着蚂蚁金服盈利模式的转变，1.0 阶段的支付交易收入占比下降，数

字金融科技服务类收入占比快速上升，上半年已经超过 50%，成为蚂蚁金服的主要收入来源，随着创新业务以及数字金融的快速发展，蚂蚁金服未来将更多来自金融云、数字金融、区块链等业务非线性增长，蚂蚁金服的上下游产业链公司和直接或间接持有蚂蚁金服股权的上市公司将是蚂蚁金服上市的第一批受益者，未来金融与科技双轮驱动将成为蚂蚁金服这只独角兽非线性增长的长期动力。

8、风险分析

经营风险：无法保持或增强各方对公司平台和品牌信任的风险，无法持续创新的风险、无法保持市场竞争力的风险。

市场风险：市场变化较快、监管部门法律法规变化带来的风险。

其他风险：公司仍处于业务快速发展阶段，需要大量的现金投入和现金储备，投资者无法从公司获取现金分红回报的风险、新冠疫情等不可抗力带来的业务风险等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑嘉伟，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>