

# 成长、壁垒与掣肘——商业逻辑全解析

2020 年 10 月 27 日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 张飞鹏

021-60199793

zhangfp@dwzq.com.cn

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002  
021-60199793

mxy@dwzq.com.cn

证券分析师 胡翔

执业证号: S0600516110001  
021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 朱洁羽

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 郝彪

执业证号: S0600516030001  
021-60199781

haob@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 120,618 | 165,700 | 217,412 | 275,483 |
| 同比(%)      | 40.7%   | 37.4%   | 31.2%   | 26.7%   |
| 归母净利润(百万元) | 16,957  | 44,710  | 57,757  | 70,866  |
| 同比(%)      | 2442.1% | 163.7%  | 29.2%   | 22.7%   |
| 每股收益(元/股)  | 0.85    | 1.45    | 1.87    | 2.30    |
| P/E(倍)     | 80.94   | 47.51   | 36.78   | 29.98   |

## 投资要点

■ **高频引流，低频变现，金融生态壁垒深厚。**商业支付是高频金融工具，容易形成使用习惯、建立流量入口，支付具有双边网络效应，丰富的支付场景是用户绑卡的前提，而这又要求 app 本身具有广泛用户群体和高使用频率，因此是壁垒非常深厚的生意。支付的生态一旦建成，就可以为其他高利润率的金融产品导流，通过高利润率的金融产品进行变现，这就是蚂蚁集团的商业逻辑。

■ **强货币化能力下，获客与留存难度是单用户市值的限制。**决定互联网公司单用户价值的因素包含用户的获取和用户的变现两个方面，而这两个方面又分别由用户规模的天花板、获取和留存用户的难度、用户的有效使用时长、用户生命周期长短，以及货币化率的因素共同决定的。虽然货币化能力方面金融>电商>增值服务>广告，但是蚂蚁集团不得不牺牲支付业务的盈利获取流量，实际上在获客与留存方面受到掣肘，数字支付与商家服务板块至今盈利为负。反观微信支付，最近几年的综合费率略有升高，但市场份额并未受到影响，充分体现了微信的流量优势。

■ **蚂蚁金服已经具备媲美传统银行的风险识别能力，在客户质量相差较大的情况下，微贷平台业务逾期率与传统银行相差无几。**对于消费类贷款，2019 年蚂蚁集团逾期 30 天+、90 天+的比例分别为 1.56%、1.05%，通常不良率指标位于这两项逾期率指标区间内，而招商银行信用卡不良率为 1.35%，可以看出资产质量指标旗鼓相当。然而，考虑招商银行所圈定的是相当优质的白领客群，而蚂蚁集团的客户范围更广、客群资质明显更下沉，可以看出蚂蚁集团依托于生态数据的风控能力优异。不过，考虑到微贷业务本身处于高速扩张期，我们认为未来规模降速、进入稳态后的资产质量表现更加重要。

■ **微贷、理财、保险，每一项科技平台业务均具有较大的渗透空间，公司业务尚处于发展早期。**蚂蚁集团目前促成的消费类贷款约占据消费金融市场份额 11%，促成理财管理规模仅占居民可投资资产的 2.13%，互联网保险渗透率为 6.3%，而蚂蚁金服也仅占其中的 10.15%。因此每项业务均具有充分的扩展空间。

■ **盈利预测:**我们预计 2020-2022 年，公司收入分别为 1657.0/2174.1/2754.8 亿元，同比增长 37.4%/31.2%/26.7%，归母净利润分别为 447.1/577.6/708.7 亿元，同比增长 163.7%/29.2%/22.7%，对应发行价 PE 分别为 47.5/36.8/30.0 倍。蚂蚁集团以支付业务低费率建立自己的竞争优势，在信贷、理财、保险等高利润率业务方面又具有非常大的渗透空间，我们看好蚂蚁集团的成长空间与发展前景。我们使用 PE 和 DCF 两种估值方法对公司进行估值，根据我们测算的结果，每股合理估值在 92.0-106.4 元，建议投资者积极关注。

■ **风险提示:**金融政策风险、行业竞争加剧、宏观经济下滑

## 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 发行价(元)        | 68.8       |
| 一年最低/最高价      | NA         |
| 市净率(元)        | 4.49       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 132,186.13 |

## 基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元)    | 15.31    |
| 资产负债率(%)    | 17.40    |
| 总股本(百万股)    | 30877.69 |
| 流通 A 股(百万股) | 1921.31  |

注：股本按发行  
上限计算

## 相关报告

## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 流量入口对货币化能力的限制，蚂蚁金服商业逻辑总览 .....                 | 6  |
| 1.1. 高频带低频，三大业务推动公司业绩增长 .....                     | 6  |
| 1.2. 蚂蚁集团利润构成与公司战略：支付业务牺牲盈利换取流量入口，平台业务是盈利来源 ..... | 7  |
| 2. 商业支付如何“量价齐升” .....                             | 9  |
| 2.1. 支付业务“价”的逻辑：渠道体系、费率水平和收入确认 .....              | 9  |
| 2.1.1. 线下渠道体系简介 .....                             | 10 |
| 2.1.2. 线下渠道中不同服务商体系对应的费率情况，银行渠道最为强势 .....         | 11 |
| 2.1.3. 线上渠道费率情况 .....                             | 12 |
| 2.1.4. 非常规性优惠政策：“蓝海行动”vs“绿洲计划” .....              | 12 |
| 2.1.5. 综合费率实际远远低于官方费率，费率提升具有显著空间 .....            | 13 |
| 2.2. 支付规模的“量”增：商户渗透与用户增长 .....                    | 14 |
| 2.2.1. 支付宝商户端渗透率高，扩展空间有限，微信支付仍有空间 .....           | 14 |
| 2.2.2. 用户端依然具备上升空间 .....                          | 15 |
| 2.3. 支付宝 vs 微信支付：详细拆解腾讯金融科技对比蚂蚁集团战略差异 .....       | 16 |
| 2.3.1. 微信支付业务收入规模的测算 .....                        | 16 |
| 2.3.2. 微信和支付宝支付笔数与单笔业务的盈利能力 .....                 | 17 |
| 2.3.3. 支付业务的盈利弹性 .....                            | 18 |
| 3. 微贷科技平台：数据资产让金融更普惠！ .....                       | 19 |
| 3.1. 微贷商业模式：数据体现核心价值，赋能传统金融机构 .....               | 19 |
| 3.2. 服务C端&小B端，资产质量稳定，普惠贡献卓越 .....                 | 25 |
| 3.3. 市场广阔：看好消费金融规模2023年达到24.7万亿 .....             | 27 |
| 3.4. 监管博弈：政策变量或对微贷规模增长形成扰动 .....                  | 30 |
| 4. 理财业务：货基起家的线上理财龙头，财富管理转型未来可期 .....              | 31 |
| 4.1. 围绕余额宝从现金管理到资产增值，基于管理资产规模增长 .....             | 31 |
| 4.2. 市场空间：居民金融资产配置比例提升，线上理财渠道受追捧 .....            | 35 |
| 4.3. 未来展望：货基稳健发展，非货基迎机遇，买方投顾模式可期 .....            | 37 |
| 5. 蚂蚁保险：流量为王+需求挖掘+产品创新推动业务快速增长 .....              | 39 |
| 5.1. 网络互助业务：社会保障功能凸显，用户规模为核心 .....                | 40 |
| 5.2. 蚂蚁保险商城：产品全面的保险超市，为板块主要盈利点 .....              | 42 |
| 5.3. 未来空间：市场规模+互联网保险渗透率逐步提升，蚂蚁流量优势显著 .....        | 43 |
| 6. 盈利预测 .....                                     | 45 |
| 6.1. 营业收入 .....                                   | 45 |
| 6.1.1. 数字支付与商家服务 .....                            | 45 |
| 6.1.2. 数字金融科技平台业务 .....                           | 46 |
| 6.1.3. 创新业务及其他 .....                              | 46 |
| 6.2. 财务预测基础假设 .....                               | 46 |
| 6.3. 盈利预测 .....                                   | 46 |
| 7. 公司估值 .....                                     | 47 |
| 7.1. 相对估值 .....                                   | 47 |
| 7.2. DCF估值方法 .....                                | 47 |
| 8. 风险提示 .....                                     | 48 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 公司主营业务构成情况 (百万元)                      | 6  |
| 图 2: 数字支付与商家服务收入规模 (百万元)                   | 6  |
| 图 3: 数字金融科技平台业务构成 (百万元)                    | 7  |
| 图 4: 蚂蚁集团各业务线条分析公司构成                       | 7  |
| 图 5: 2019 年公司各业务条线盈利情况 (百万元)               | 8  |
| 图 6: 2020H1 年公司各业务条线盈利情况 (百万元)             | 8  |
| 图 7: 微信的用户粘性是财付通的天然优势                      | 8  |
| 图 8: 微信和支付宝月活情况 (亿)                        | 8  |
| 图 9: 蚂蚁集团各业务增长情况                           | 9  |
| 图 10: 支付宝和微信支付收入与成本简介                      | 9  |
| 图 11: 线下服务商体系                              | 10 |
| 图 12: 不同服务商体系下的费率情况                        | 11 |
| 图 13: 互联网巨头支付处理费率情况                        | 12 |
| 图 14: 蚂蚁集团收入和净利润情况 (百万元)                   | 13 |
| 图 15: 商户在不同服务商体系的迁移也能提高平均费率                | 13 |
| 图 16: 不同公司覆盖商户数量 (万)                       | 14 |
| 图 17: 金融理财细分行业月活情况 (万人)                    | 15 |
| 图 18: 消费者生活开销支付方式占比 (2019q3 月均生活开销 4823 元) | 15 |
| 图 19: 腾讯金融科技业务构成                           | 16 |
| 图 20: 腾讯金融科技业务收入测算 (亿元)                    | 17 |
| 图 21: 财付通、支付宝日均交易笔数对比 (亿)                  | 18 |
| 图 22: 单笔支付贡献收入情况 (元)                       | 18 |
| 图 23: 第三方移动支付市场份额情况                        | 18 |
| 图 24: 销售费用及补贴情况 (亿元)                       | 19 |
| 图 25: 公司归母净利润 (亿元)                         | 19 |
| 图 26: 微贷科技平台收入及其占数字金融科技平台和总营业收入的比例         | 20 |
| 图 27: 微贷科技平台促成的信贷余额及增速                     | 20 |
| 图 28: 微贷科技平台的自营贷款余额和占比                     | 21 |
| 图 29: 微贷科技平台收入的综合费率测算                      | 21 |
| 图 30: 蚂蚁花呗业务的盈利模式                          | 22 |
| 图 31: 蚂蚁借呗/小微贷款业务的盈利模式                     | 23 |
| 图 32: 2015 年以来蚂蚁微贷业务的主要发展历程                | 24 |
| 图 33: 蚂蚁微贷业务的主要流程 (以消费贷款为例)                | 25 |
| 图 34: 2018 年以来网商银行表内贷款规模高增速                | 25 |
| 图 35: 2018 年以来网商银行净利润及 ROE 持续提升            | 25 |
| 图 36: 蚂蚁集团微贷平台的消费信贷资产质量表现与招商银行接近           | 26 |
| 图 37: 蚂蚁集团微贷平台的小微信贷资产质量表现明显好于全国普惠型小微企业不良率  | 26 |
| 图 38: 2004/12~2020/06 金融机构居民贷款 (亿元)        | 28 |
| 图 39: 金融机构居民贷款中短期消费贷款以信用卡为主                | 28 |
| 图 40: 中长期消费贷款中的非住房贷款持续增长                   | 29 |

|   |    |
|---|----|
| 图 41: 信用卡、住房贷款以外的表内消费贷款近年来合计实现 20%以上高增速 ..... | 29 |
| 图 42: 2017 年现金贷新规后小额贷款 ABS 快速缩量 .....         | 29 |
| 图 43: 银行间市场 CLO 以信用卡和汽车贷款为主 .....             | 29 |
| 图 44: 蚂蚁理财发展历程 .....                          | 31 |
| 图 45: 蚂蚁理财业务模式 .....                          | 32 |
| 图 46: 理财平台业务收入及占总营收的比重 .....                  | 33 |
| 图 47: 天弘基金公司营收及净利润 .....                      | 33 |
| 图 48: 蚂蚁基金销售公司营收及净利润 .....                    | 33 |
| 图 49: 理财平台业务综合费率（根据平均规模计算） .....              | 33 |
| 图 50: 线上理财平台 AUM（亿元）对比 .....                  | 34 |
| 图 51: 天弘余额宝持有人户数 .....                        | 34 |
| 图 52: 天弘基金&余额宝规模 .....                        | 34 |
| 图 53: 合作公司数量对比 .....                          | 35 |
| 图 54: 产品支数对比 .....                            | 35 |
| 图 55: 我国个人可投资资产规模 .....                       | 35 |
| 图 56: 我国公募基金资产规模 .....                        | 35 |
| 图 57: 2019 年至今全市场新发行股票+混合型基金份额及占比持续增长 .....   | 36 |
| 图 58: 2019 年至今全市场股票+混合型基金份额及占比持续增长 .....      | 36 |
| 图 59: 不同国家居民资产配置比例 .....                      | 36 |
| 图 60: 互联网财富管理市场规模 .....                       | 37 |
| 图 61: 互联网理财用户规模及渗透率 .....                     | 37 |
| 图 62: 互联网理财用户的可投资资产占比 .....                   | 37 |
| 图 63: 天弘基金不同类型基金占比 .....                      | 37 |
| 图 64: 线上理财人群目前购买过的产品比例 .....                  | 38 |
| 图 65: 线上理财人群未来考虑购买的产品比例 .....                 | 38 |
| 图 66: 智能理财服务市场规模 .....                        | 38 |
| 图 67: 保险科技收入占比 .....                          | 39 |
| 图 68: 保险科技平台收入及同比增速 .....                     | 39 |
| 图 69: 网络互助筹集金额（亿） .....                       | 40 |
| 图 70: 网络互助受助人数量（人） .....                      | 40 |
| 图 71: 网络互助平台市场占有率 .....                       | 42 |
| 图 72: 主要网络互助平台筹集互助金情况 .....                   | 42 |
| 图 73: 保险产品的覆盖 .....                           | 42 |
| 图 74: 蚂蚁促成的保费及分摊金额 .....                      | 42 |
| 图 75: 我国保险密度和保险深度 .....                       | 43 |
| 图 76: 2018 年主要经济体保险深度和保险密度 .....              | 43 |
| 图 77: 中国互联网保险规模 .....                         | 44 |
| 图 78: 中国互联网保险渗透率 .....                        | 44 |
| 图 79: 我国互联网保险密度 .....                         | 44 |
| 图 80: 我国互联网保险深度 .....                         | 44 |
| 图 81: 蚂蚁历年相互保用户数 .....                        | 45 |
| 表 1: 客户投诉与风险事件处理情况 .....                      | 17 |



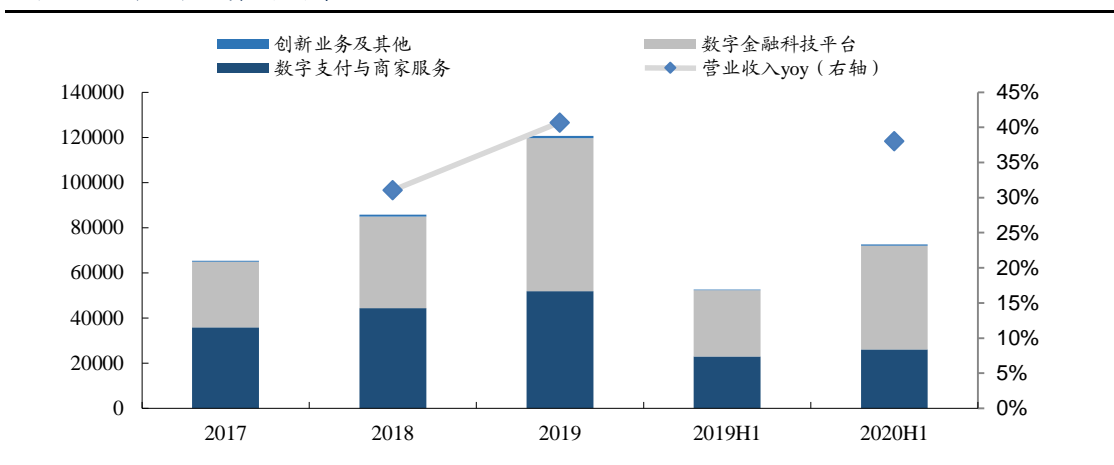
|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 表 2: 蚂蚁微贷科技平台的三大核心产品.....            | 20 |
| 表 3: 蚂蚁集团主要子公司业务及 2020H1 净利润.....    | 21 |
| 表 4: 消费金融各子市场的规模测算及未来展望.....         | 27 |
| 表 5: 《商业银行互联网贷款管理暂行办法》核心要点.....      | 30 |
| 表 6: 蚂蚁集团覆盖的保险平台和产品分类介绍.....         | 39 |
| 表 7: 人身保障类互动产品的收费模式一览.....           | 41 |
| 表 8: 数字支付与商家服务笔数与单笔消费金额变化预测（元）.....  | 45 |
| 表 9: 基本假设表.....                      | 46 |
| 表 10: 可比公司估值对比（数据取自 2020.10.26）..... | 47 |
| 表 11: 贴现率取值依据.....                   | 48 |

## 1. 流量入口对货币化能力的限制，蚂蚁金服商业逻辑总览

### 1.1. 高频带低频，三大业务推动公司业绩增长

公司的业务由数字支付与商家服务、数字金融科技平台及创新也与其他三大块构成。2019 年收入水平达到 1206.19 亿元，同比增长 40.71%。

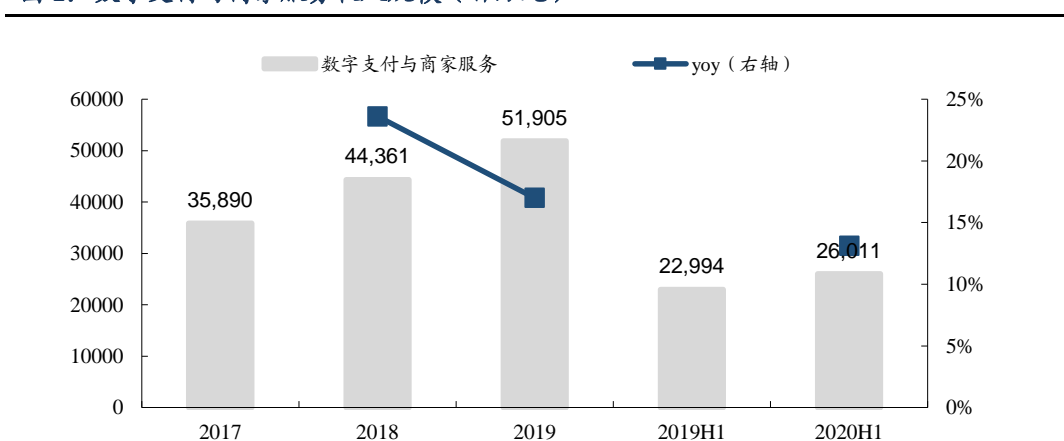
图 1：公司主营业务构成情况（百万元）



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所

数字支付与商家服务主要包括商业支付、消费者提现、转账、信用卡还款，以及与信贷投资相关的金融交易等交易流水的抽成，体现为手续费收入。其中提现和信用卡还款，公司收取款项总额的 0.1%；而金融交易主要存在于蚂蚁集团内部的支付结算，在合并报表上基本抵消；构成数字支付与商家服务收入主要组成部分的是商业支付，指消费者在使用支付宝进行交易时，公司向商家收取的支付手续费。

图 2：数字支付与商家服务收入规模（百万元）



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所

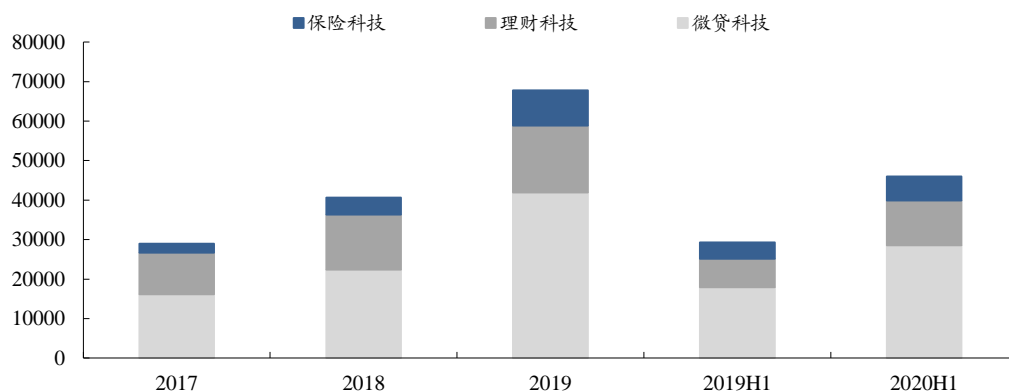
2019 年，蚂蚁集团全口径（包含商业支付、个人转账、信用卡还款，以及与信贷投资相关的金融交易等）支付流水 111.1 万亿元，根据艾瑞咨询数据，中国数字支付交易

规模达到 201 万亿元，公司占比高达 55.27%。

数字金融科技平台业务包括理财科技业务、微贷科技业务、保险科技业务，实质上是通过精准数据和科技手段，为银行等其他金融机构匹配目标客户。公司主要发挥推荐和导流的作用，并不承担其中的违约风险。

而创新业务主要包括区块链和数据库服务。

图 3：数字金融科技平台业务构成（百万元）

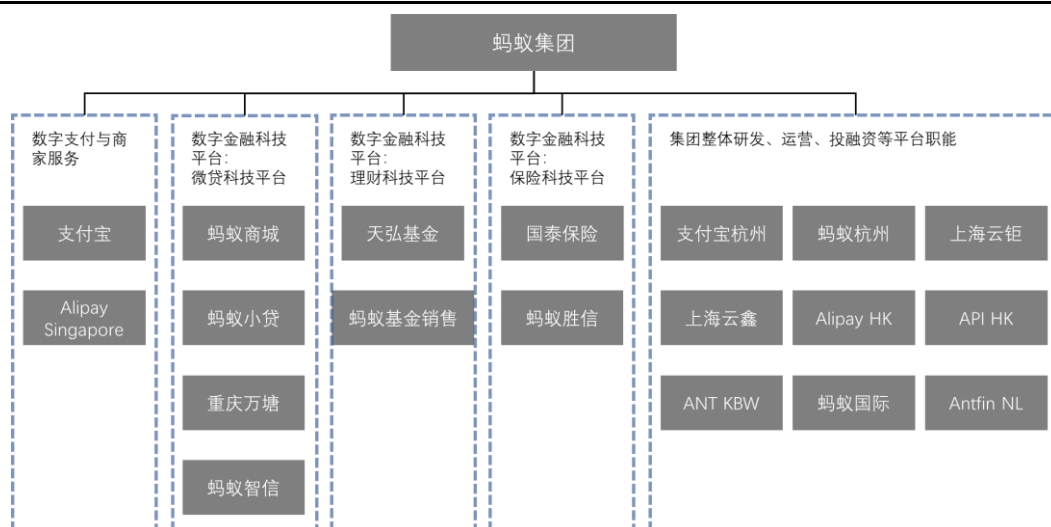


数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所

## 1.2. 蚂蚁集团利润构成与公司战略：支付业务牺牲盈利换取流量入口，平台业务是盈利来源

此外，我们可以根据蚂蚁集团在招股说明书上披露的分子公司的财务数据，依据下图不同业务线条中分子公司的构成，计算出各个业务线条的盈利情况。

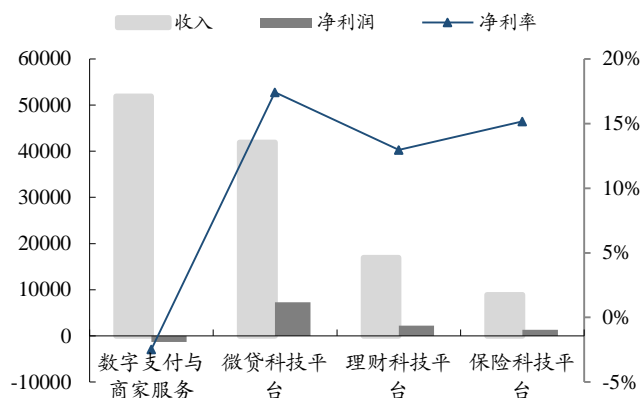
图 4：蚂蚁集团各业务线条分析公司构成



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所

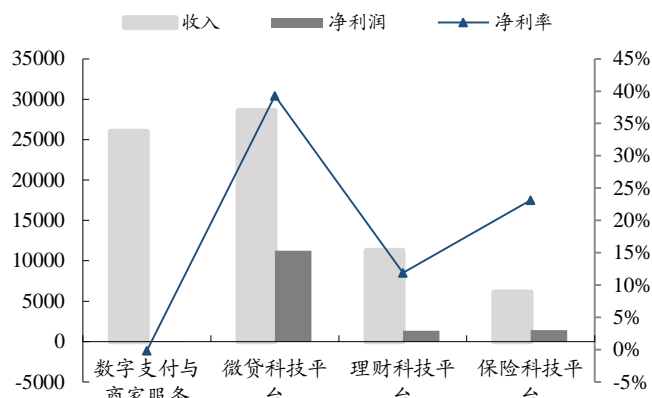
根据这个计算结果,我们发现,虽然数字金融科技平台的三大业务均呈现高利润率,但营收达 519 亿(2019 年)、占公司收入比重 43%的数字支付与商家服务部分却是负利润。这里其实就是公司为获取和留存用户而做出的牺牲。微贷、理财和保险虽然利润率高,但却是低频业务,用户难以形成使用粘性,因此需要支付这种高频工具培养使用习惯,从而支付成为了整个金融生态的入口。

图 5: 2019 年公司各业务条线盈利情况(百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

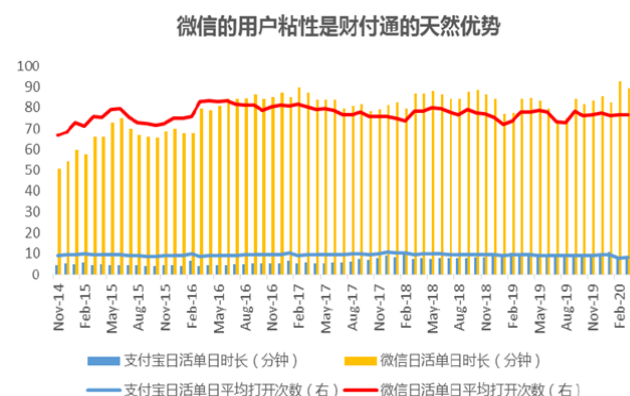
图 6: 2020H1 年公司各业务条线盈利情况(百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

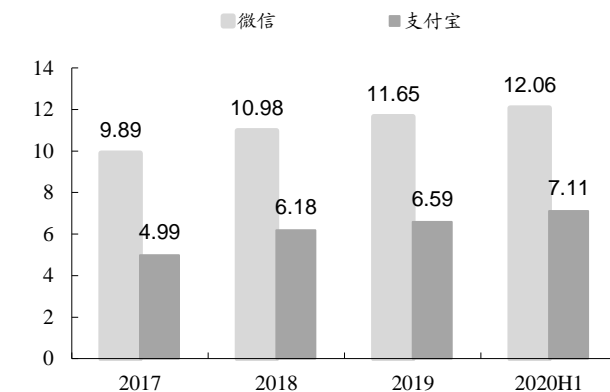
但第三方支付是典型的双寡头市场,公司面对来自微信支付的激烈竞争,由于支付宝在用户体量、使用频率、用户时长等指标上,相较于微信均不占优势,而商业支付又是用户使用支付宝的重要入口,因此蚂蚁集团不得不以较低的支付费率维持较高的商户渗透率,丰富支付场景,带动用户端的使用和资金沉淀,从而为消费信贷、金融理财等业务导流,由于这部分业务利润率较高,因此可以带动公司整体业绩的增长,是公司主要的盈利来源。所以,蚂蚁金服本质上是牺牲了支付业务的费率和这块业务的盈利换取了流量入口,建立了深厚的护城河。

图 7: 微信的用户粘性是财付通的天然优势



数据来源: Questmobile, 东吴证券研究所

图 8: 微信和支付宝月活情况(亿)



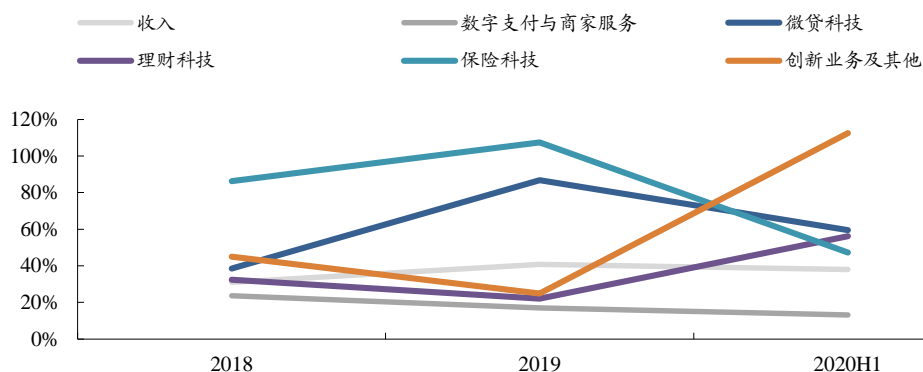
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

所以,在研究蚂蚁集团的单用户市值时,由于获客和留存方面的激烈竞争,我们应当考虑支付业务无法变现给公司带来的负面影响。



基于我们上述的分析，数字支付与商家服务已经成为蚂蚁集团整个生态中增速最慢的业务。但支付业务本身依然具有发展空间，而且是非常具有业绩弹性的生意，一方面在于支付费率的提升，多提的费率基本都是税前利润，另一方面在于商业支付流水规模的增长，其在商户端的渗透和消费者对现金与刷卡的替代上依然还有空间。所以商业支付具有“量价齐升”的逻辑。对于蚂蚁集团来讲，需要与微信支付形成默契才有提升费率的可能，到时将打开公司另一个业绩增长点。下面我们就来逐步分析支付业务“价”的提升和“量”的空间在哪里。

图 9：蚂蚁集团各业务增长情况



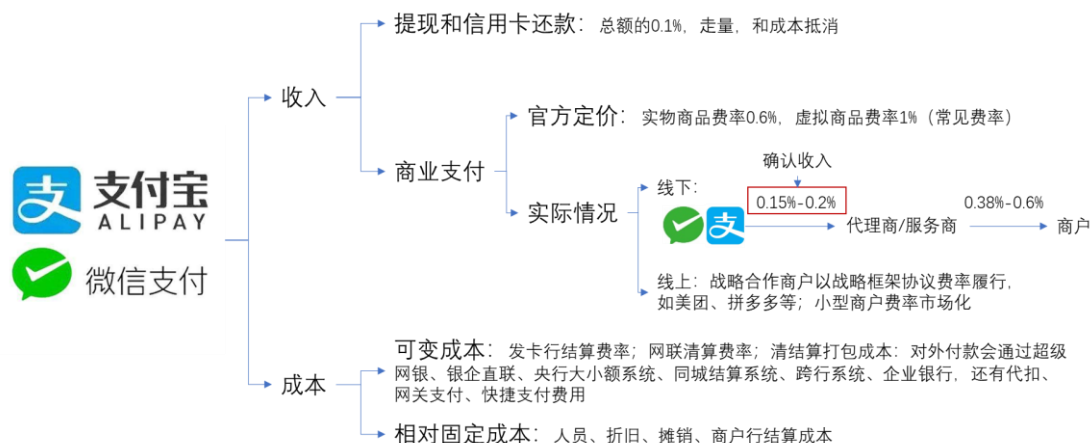
数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所

## 2. 商业支付如何“量价齐升”

### 2.1. 支付业务“价”的逻辑：渠道体系、费率水平和收入确认

商业支付的官方费率主要分为两类（还有其他类别，但多属于消费者不经常遇到的项目）：实物商品费率 0.6%，虚拟商品（例如游戏、直播）是 1%，但微信支付和蚂蚁集团在实际执行的过程中进行了大规模的折扣和补贴。根据推广渠道的不同，费率的折扣和补贴也不同，接下来，我们根据公司不同渠道的推广方式进行说明。

图 10：支付宝和微信支付收入与成本简介



数据来源：公司官网，服务商调研，东吴证券研究所

### 2.1.1. 线下渠道体系简介

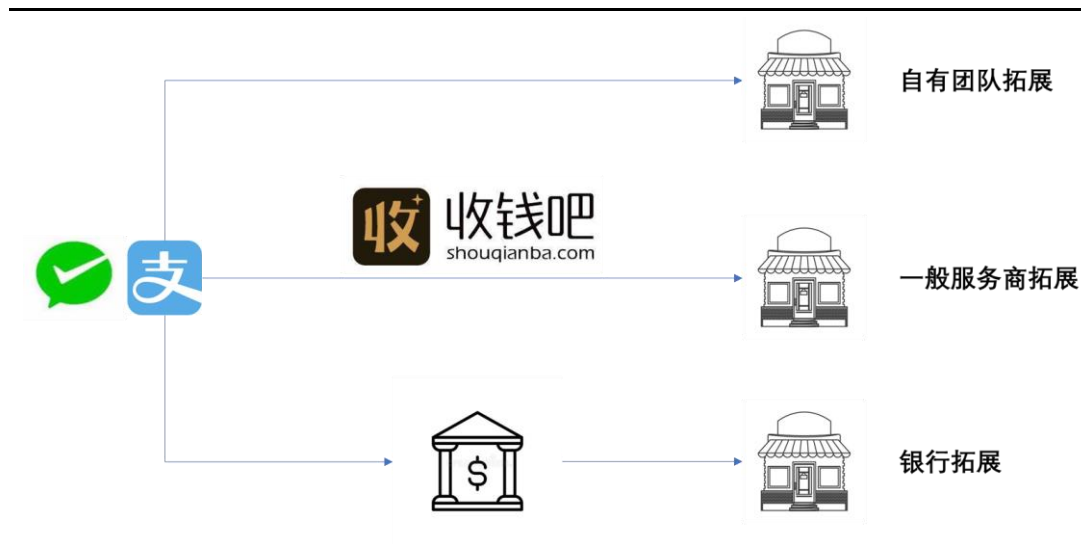
首先是线下推广，微信和支付宝的线下推广方式主要有三种：直连、一般服务商渠道和银行渠道。

直连是指微信和支付宝自建团队进行商户拓展，并与商户系统直连，交易流水直接在商户与微信和支付宝之间流动，没有第三方参与分成；

一般服务商渠道就是与拉卡拉、收钱吧、二维火等服务商合作（多为聚合支付），进行商户拓展，在这种合作模式下，微信、支付宝通常也是与商户直连，服务商是推广的媒介，在商户端发生的交易流水不经过一般服务商，但流水发生后，服务商可以获得返佣；

银行渠道，银行也是服务商的一种，在这种合作模式下，银行负责拓展商户，并与商户直连，微信和支付宝再与银行相连，这种模式下发生的流水首先会经过银行，银行扣除分成部分后，剩余资金分于微信和支付宝。

图 11：线下服务商体系

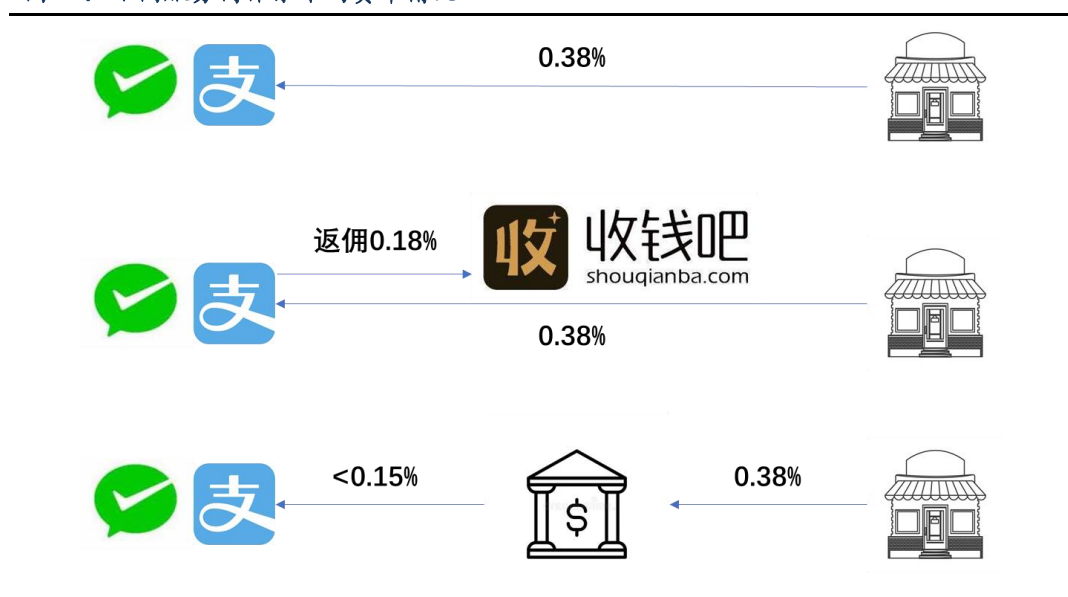


数据来源：服务商调研，东吴证券研究所整理

### 2.1.2. 线下渠道中不同服务商体系对应的费率情况，银行渠道最为强势

从微信和支付宝的角度讲，三种渠道对应的费率及收入确认方式也略有差异。

图 12：不同服务商体系下的费率情况



数据来源：服务商调研，东吴证券研究所整理

首先，直连商户按照流水体量的不同分为一般商户和战略合作商户，战略合作商户通常费率较为优惠，但一般商户基本为 0.38% 的行业费率水平。微信支付线下直连商户较少，服务商推广为主，支付宝线下直连商户占比较多；

一般服务商渠道上，微信和支付宝基本按照 0.38% 的费率向商户收费，然后再向服务商返佣，返佣多位于 0.18% 的水平，相当于二者可以获得 0.2% 的收入分成。但服务商未必仅靠返佣为生，金融信贷服务、流量 SaaS 分析等反而是利润率更高的业务，于是就有少数服务商愿意通过自身补贴的方式将商户的费率降为 0，以此对商户产生粘性，

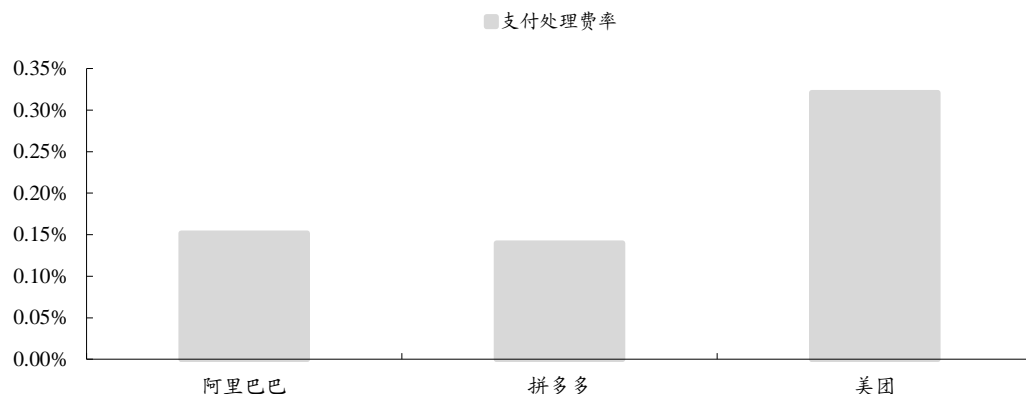
通过附加服务获取利润；

而银行是最强势的服务商，过去微信支付之所以能在支付宝已经占据较大市场份额的情况下奇袭成功，银行渠道功不可没。微信和支付宝给银行渠道的成本费率要低于一般服务商，不同于一般服务商合作模式，银行会直连商户，流水先经过银行，银行扣下属于自己的分成后，再将剩余资金打给微信和支付宝。我们看到，在与一般服务商合作时，扣除返点后，微信和支付宝可以获得 0.2% 的收入分成，但是在银行渠道上，二者可以从银行获得的费率一般在 0.15% 甚至更低。

### 2.1.3. 线上渠道费率情况

线上渠道都是直连商户，中间通常不存在服务商，按照流水体量的不同也分为战略商户与一般商户。对战略型客户，如腾讯对美团、拼多多，支付宝对淘宝天猫，所要求的费率也非常优惠，甚至接近支付业务的成本费率。我们可以从拼多多、美团的财报以及蚂蚁集团招股说明书中披露的关联交易规模中算得二者的费率水平。如下图所示，三个平台的费率均远低于官方费率水平，其中美团略高于前两者，这与最近美团下架支付宝事件相印证（王兴曾回应微信支付给美团的费率比支付宝低。这与二者激烈的业务竞争有关）。

图 13：互联网巨头支付处理费率情况



注：拼多多数据取自 2018 年财报，阿里巴巴数据为 2020 财年数据，美团为 2019 年数据  
数据来源：各公司财报，东吴证券研究所

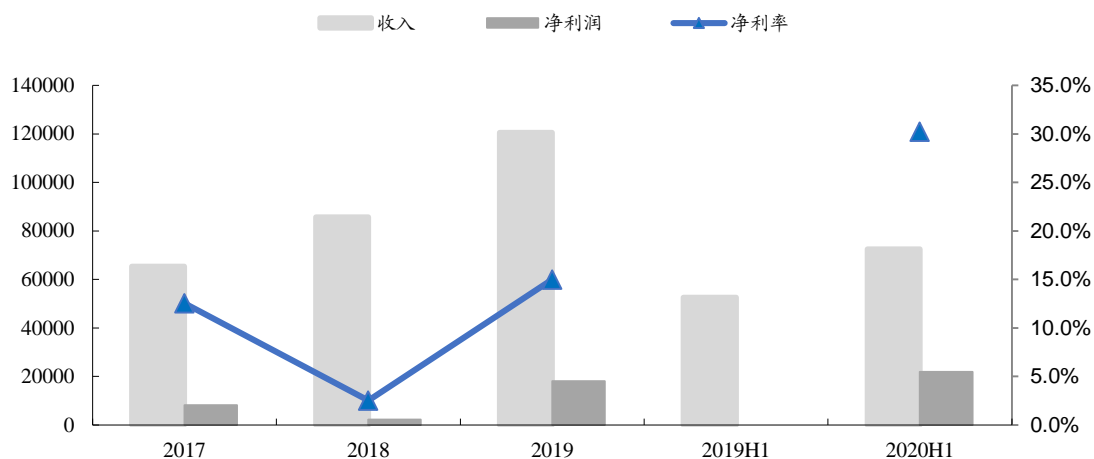
对于线上一般商户，微信和支付宝基本都按官方费率收取费用，即实物商品 0.6%，虚拟商品 1%。通过网页、app、小程序、公众号等线上化手段进行的支付都是线上支付，疫情期间，众多线下企业为延展业务，通过小程序进行商品销售，线上支付占比也迅速增大。

### 2.1.4. 非常规性优惠政策：“蓝海行动” vs “绿洲计划”

除了上述一般推广方式外，微信和支付宝也会在特定时间对特定行业进行定向补贴。2018 年，支付宝实施“蓝海行动”，对于餐饮行业商户，加入蓝海行动的商户享受 0 费率的优惠，同时蓝海行动的服务商可以按照流水收取 0.2% 的返佣。腾讯迅速跟进“绿洲

计划”，以同样的优惠抢占市场。这对于微信和支付宝而言，相当于支付了 0.4% 的补贴（0.2% 的费率减免，0.2% 的服务商返佣）。正是因为支付宝为抢占市场份额推出的大规模补贴计划，蚂蚁集团 2018 年收入虽有增长，但净利润出现显著下滑。2019 年，行业竞争趋缓，两大巨头补贴逐步缩减后，公司的净利率显著回升。

图 14：蚂蚁集团收入和净利润情况（百万元）



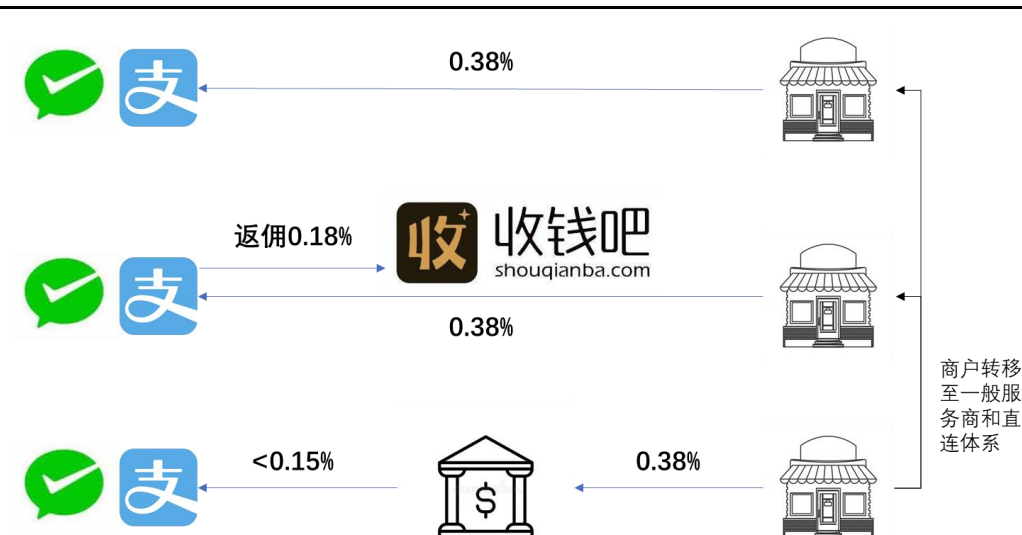
数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所

#### 2.1.5. 综合费率实际远远低于官方费率，费率提升具有显著空间

根据我们以上的分析，微信和支付宝支付业务的整体费率远远低于官方费率，即使对比储蓄卡刷卡消费 0.6% 的手续费率，也有很大的提升空间。另外，支付业务对两家公司利润弹性的体现未必要求商户端绝对费率水平的提升。我们已经探讨了不同推广体系下微信和支付宝所能获得的收入费率水平的差异，其中银行服务商体系的收入费率最低，一般服务商其次，直连最高，当前即使将银行体系下的商户逐步转移到一般服务商和直连体系下，也能带来公司平均费率水平的提高，进而促进公司业绩的增长。

图 15：商户在不同服务商体系的迁移也能提高平均费率





数据来源：服务商调研，东吴证券研究所整理

当前两家公司在竞争上采取的策略不同，导致业务增长的逻辑也有差别。蚂蚁集团战略上通过压低费率获取高频流量，为消费信贷、金融理财等高利润率业务导流。而微信支付基于微信的用户粘性，在费率的逐步改善上掌握一定的主动权。我们将在后文进行分析。

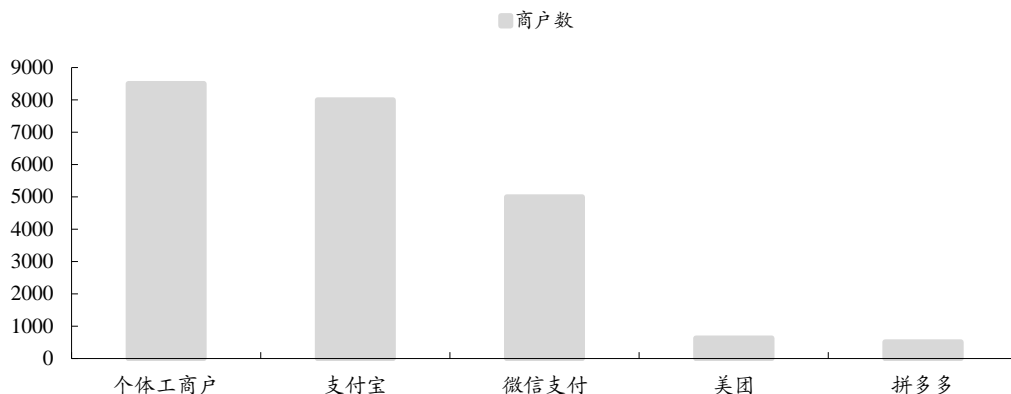
## 2.2. 支付规模的“量”增：商户渗透与用户增长

除了“价”的提升以外，还有“量”的逻辑。交易流水的增长一方面来自商户端的渗透持续，另一方面受益于使用人数的上升。

### 2.2.1. 支付宝商户端渗透率高，扩展空间有限，微信支付仍有空间

截止 2019 年底，中国个体工商户约 8500 万户，当前支付宝已经渗透 8000 万户商家，约 94% 的渗透率，几乎占据了每一位商户的收费系统；微信支付截止 2019H1，拥有商户 5000 万户，商户渗透率约 60%，依然有一定的可渗透空间。广泛的商户拓展意味着丰富的支付场景，这是培养用户使用习惯、增加用户使用频率的关键因素，拥有更多的使用场景才会具有获得更多的绑卡人数，以及更高的使用频率，这种双边网络效应的商业模式，用户习惯一旦养成就很难迁移。这就让后来者通过用户补贴扩大份额变得非常困难，也因此使得支付宝和微信支付在移动支付领域具备了深厚宽广的护城河。

图 16：不同公司覆盖商户数量（万）



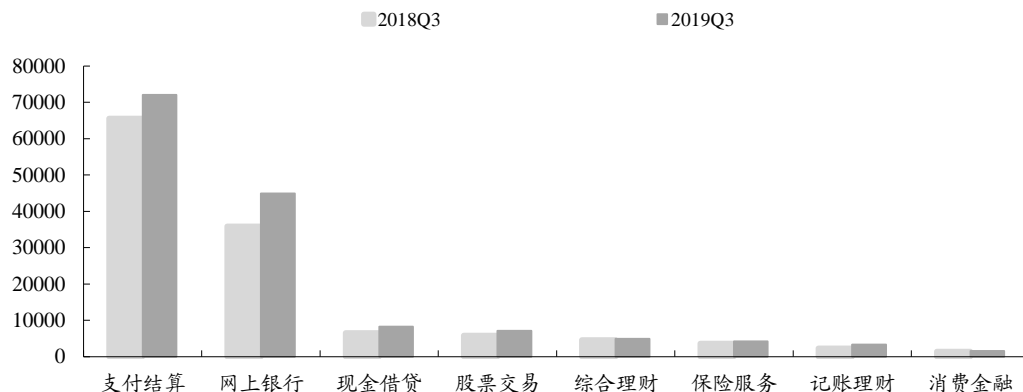
注：支付宝、美团为 2020H1 数据，拼多多、个体工商户数据截止 2019 年底，微信支付为 2019H1 数据

数据来源：见智研究院，东吴证券研究所

### 2.2.2. 用户端依然具备上升空间

总体来看，商户端的渗透率已经处于很高的水平，拓展的空间已较为有限。但是用户端的使用人数依然具备足够的提高空间。根据 Questmobile 数据，截止到 2019Q3，支付结算工具的月活人数为 7.2 亿人，同比增长 9.8%，相对于同期微信 11.51 亿月活，渗透率为 62.6%，随着绑卡人数的增长和用户使用频率的上升，用户端将有持续的增长空间。

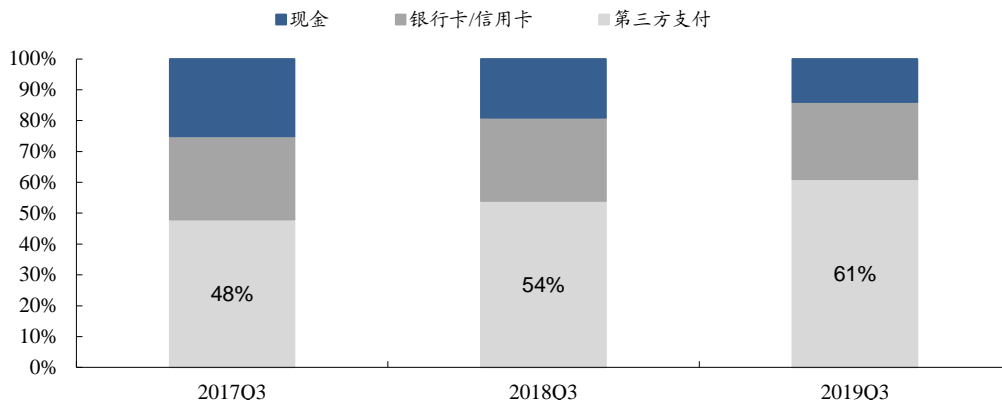
图 17：金融理财细分行业月活情况（万人）



数据来源：Questmobile，东吴证券研究所

我们可以从消费支出的角度研究用户端的增长，根据益普索咨询的相关数据，截止 2019Q3，第三方支付在消费者生活开销中的占比约为 61%，依然处于不断增长的态势之中，移动支付对现金和银行卡的替代将推动用户使用频次和绑卡人数的提高，是用户端增长的重要引擎。

图 18：消费者生活开销支付方式占比（2019q3 月均生活开销 4823 元）



数据来源：益普索咨询，东吴证券研究所

## 2.3. 支付宝 vs 微信支付：详细拆解腾讯金融科技对比蚂蚁集团战略差异

为了更加清晰的理解蚂蚁集团与微信支付业务逻辑上的差异，我们首先对腾讯的金融科技业务进行拆分，然后将二者进行对比。

### 2.3.1. 微信支付业务收入规模的测算

我们已经在《腾讯控股：巨人的进击，互联网分析方法论及被市场忽视的货币化能力提升》一文中详细拆解了腾讯金融科技业务的收入构成。腾讯金融科技业务收入主要来自于四大块，一块是理财通，主要是卖基金产品产生的销售收入和后端管理费分成收入。第二块是微粒贷的贷款导流收入。第三块是备付金利息收入。第四块是商业支付收入。

图 19：腾讯金融科技业务构成

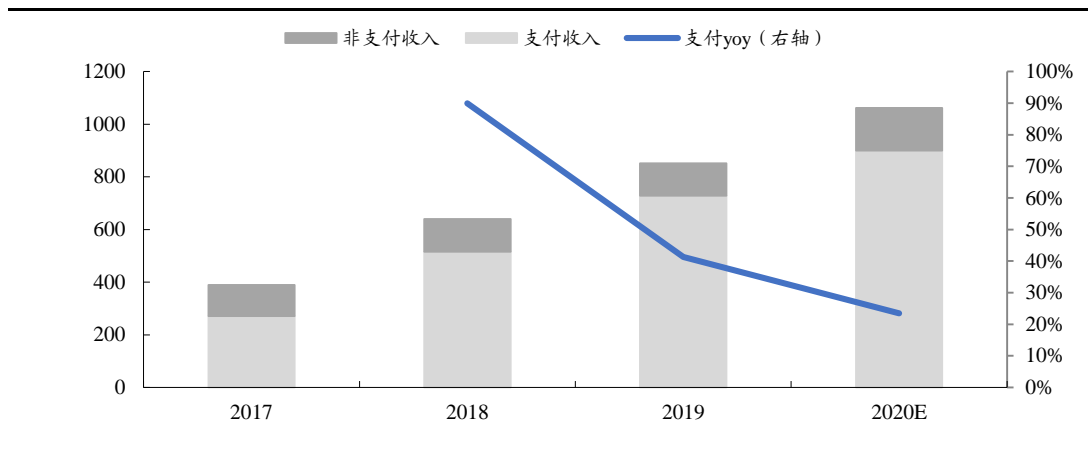


数据来源：公司财报，专家访谈，东吴证券研究所

我们根据上图所示的计算方法对腾讯金融科技业务中支付业务和非支付业务的营收情况进行测算，如下图所示，我们刚才提到，2018 年支付宝和微信相继推出“蓝海行

动”和“绿洲计划”，行业经历了激烈的价格竞争，但是根据我们测算的收入情况来看，腾讯支付业务的增长情况并未受到显著影响，即使在 2019 年，费率优惠逐步退坡的阶段，微信支付的收入依然保持着较快的增长。因此，微信的用户粘性为腾讯支付业务提供了更强的竞争优势。

图 20：腾讯金融科技业务收入测算（亿元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所测算

### 2.3.2. 微信和支付宝支付笔数与单笔业务的盈利能力

根据第三方支付机构公布的“客户投诉与风险事件处理情况”中交易类投诉的数量和占比，我们可以计算出微信和支付宝支付笔数的大小。

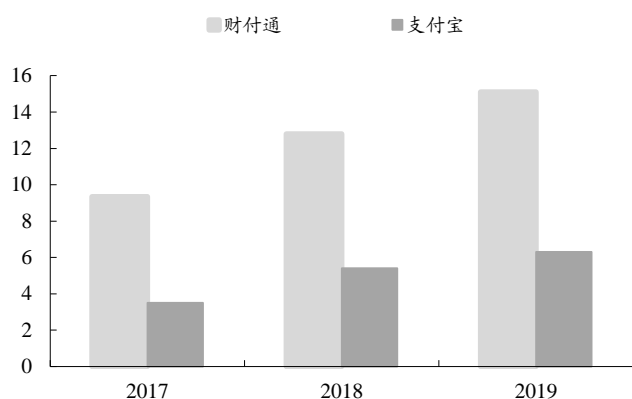
表 1：客户投诉与风险事件处理情况

|      | 交易类投诉笔数<br>(笔) | 占比        | 年支付笔数<br>(亿) | 日均交易笔数<br>(亿) |
|------|----------------|-----------|--------------|---------------|
| 财付通  | 60588          | 0.000011% | 5508         | 15.09         |
| 支付宝  | 20683          | 0.000009% | 2298         | 6.30          |
| 京东支付 | 2295           | 0.0001%   | 23           | 0.06          |

数据来源：财付通，支付宝，京东支付，东吴证券研究所

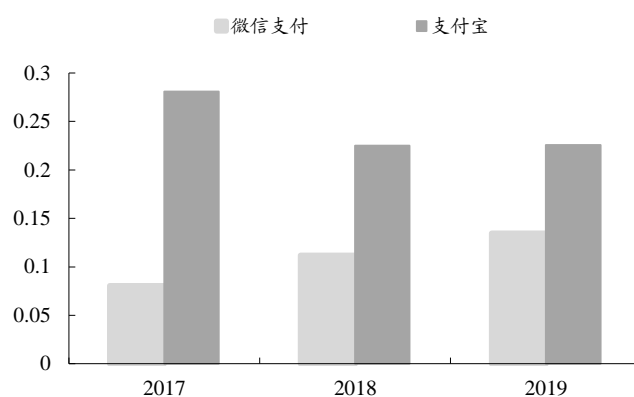
结合最近 3 年的数据情况，我们可以计算出日均交易笔数的历史数据。基于此，便可以计算出微信和支付宝处理单笔交易时所能产生的收入情况，如下图。可以看到二者处理单笔交易所获得的收入呈相反的走势。微信支付的单笔收入持续增长，由于消费者单笔支付金额受收入水平及消费支出习惯的限制，短期难以快速提高，因此主要反映了费率水平的逐步提升，腾讯金融科技及企业服务业务毛利率的持续提高也能作为佐证；但支付宝却保持稳定，经历 2018 年的激烈价格战后，单笔创收维持在较低水平，这也反应了公司将支付作为流量入口的战略执行。

图 21: 财付通、支付宝日均交易笔数对比 (亿)



数据来源: 客户投诉风险事件处理报告, 东吴证券研究所

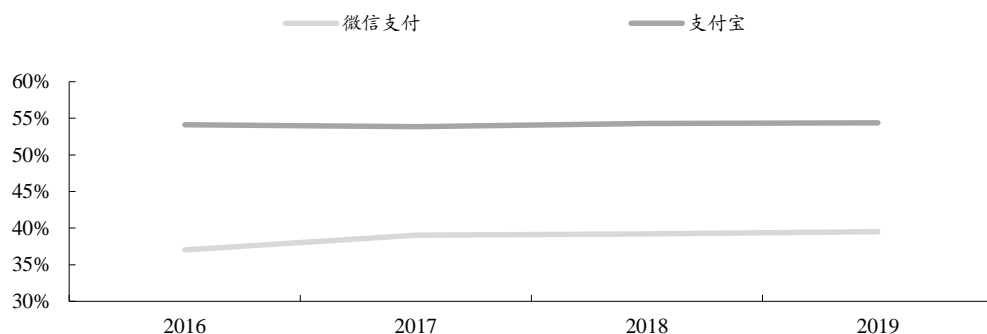
图 22: 单笔支付贡献收入情况 (元)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

市场普遍认为, 移动支付作为双寡头市场, 其参与者费率的提升必然会受到竞争对手的限制, 如果支付宝的费率不提升, 微信支付的费率也不应该有上涨, 否则会丢失市场份额。但是我们看到, 微信支付既实现了费率的提升, 又维护了市场份额 (下图), 核心原因在于微信的用户粘性。费率变化主要在商户端有感知, 而消费者对此不敏感, 微信的使用习惯和打开状态更适合进行支付操作, 由此导致微信在消费者端更强的竞争优势。因此, 支付宝不得不采取差异化的战略, 通过低费率保持市场份额, 然后通过高利润率业务进行变现, 最终形成了差异化的市场竞争。

图 23: 第三方移动支付市场份额情况



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

### 2.3.3. 支付业务的盈利弹性

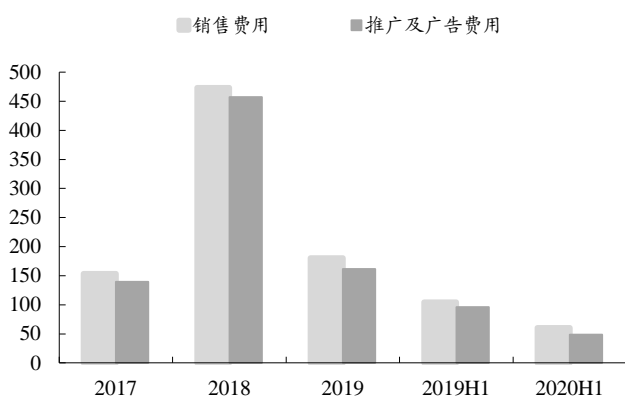
相比于信贷业务和金融理财, 支付业务的毛利率水平较低, 但支付业务却是其中盈利弹性最大的业务, 我们上文已经得出 2019 年微信支付的交易笔数为 5508 亿笔, 按照单笔金额 100 元计算, 流水体量为 55 万亿元, 根据腾讯财报披露情况, 2018 年商业支付占比即已超过 50%, 我们按照 2019 年 52% 的比例测算, 约 29 万亿的流水规模。也就



意味着，商业支付费率每提升万分之一，腾讯就将多获得 29 亿元的税前利润，腾讯 2019 年归母净利润 933 亿元，这将带来约 3%-4% 的利润弹性。

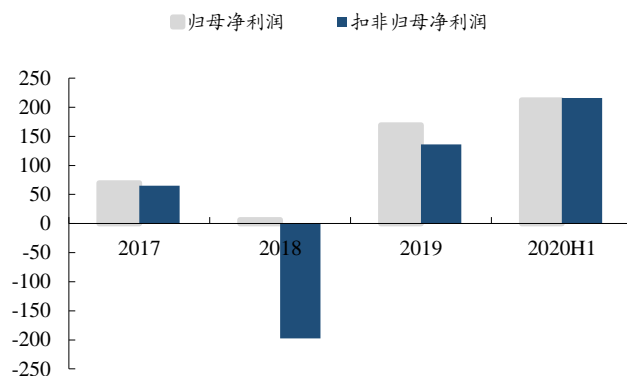
虽然蚂蚁集团在费率上受到流量因素的掣肘，但在微信支付减少补贴时，蚂蚁集团也采取了类似的举措。下图中我们可以看到，蚂蚁集团的销售费用曾在 2018 年达到 473.5 亿元的高峰，销售费用中主要由支付补贴构成，当年“蓝海行动”及其他大规模补贴措施造成了销售费用的大幅上涨，也导致公司归母净利润水平创下近年最低，扣除口碑股权转让产生的非经常性损益影响，扣非归母净利润甚至达到 -197.63 亿。但 2019 年开始，微信支付和支付宝纷纷缩减补贴，可以看到蚂蚁集团的销售费用及补贴情况也出现明显的下移，此后销售费用继续减少，2020 上半年的销售费用和补贴额同比分别下滑 41.8% 和 49.3%，公司的归母净利润也因此而快速上涨。蚂蚁集团归母净利润的变化充分展示了支付业务盈利弹性的大小。

图 24：销售费用及补贴情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 25：公司归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 微贷科技平台：数据资产让金融更普惠！

#### 3.1. 微贷商业模式：数据体现核心价值，赋能传统金融机构

蚂蚁集团目前微贷业务的核心产品包括花呗、借呗、网商贷。其中，花呗为使用体验类似于信用卡的消费贷款，借呗为互联网现金贷，网商贷则为小微贷款。

花呗：我国第一批为普通消费者的日常消费所提供的数字化无抵押循环消费信贷产品（使用体验与信用卡完全一致），用户通常是年轻的互联网达人，普遍因为没有信用卡或信用额度较低而存在尚未满足的消费需求。和信用卡类似，花呗为消费者提供长达 40 天的免息期，消费者可在消费当时，或在免息期后选择以 3 至 12 个月的期限进行账单分期还款。目前，花呗生息部分的日利率最低可至约万分之二，大部分贷款的日利率为万分之四左右，截至 2020 年 6 月，花呗用户的平均余额约 2000 元。

**借呗：**本质为互联网消费现金贷，用户主要是在蚂蚁平台上积淀一定信用记录的花呗用户，借款目的通常针对进行较大额消费时使用。目前，借呗日利率最低可至约万分之二，大部分贷款的日利率为万分之四左右或以下。

**网商贷：**本质为小微或个人经营性贷款。蚂蚁集团 2010 年起通过数据驱动的方式识别并满足小微经营者的融资需求，帮助他们更易于获得小微信贷服务。用户包括淘宝和天猫上的商家、使用支付宝的线下商家等，并服务于三农用户群体。小微经营者能够获得普惠、灵活的融资方案，信贷产品通常金额较小、无担保、期限灵活、利率较低，且可即时得到放款。目前，蚂蚁联营的金融机构网商银行及合作金融机构促成的小微经营者贷款一般日利率最低可至约万分之一，大部分贷款的日利率为万分之三左右。截至 2020 年 6 月，有超过 2000 万小微经营者用户通过公司的微贷科技平台获得了信贷。

表 2：蚂蚁微贷科技平台的三大核心产品

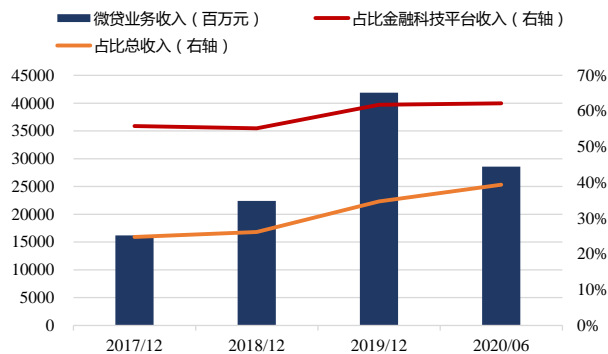
| 产品名称     | 使用场景                   | 放贷主体                  | 还款方式                | 利率定价   |
|----------|------------------------|-----------------------|---------------------|--|
| 蚂蚁花呗     | 绝大部分可使用支付宝付款的线上、线下消费场景 | 重庆蚂蚁小微小贷及合作商业银行       | 最长 40 天             | 1) 延期还款：未偿还金额日利率多为 0.05%，日利率基本等同于信用卡，但综合成本略低于信用卡<br>2) 账单分期：每月手续费率与银行信用卡分期接近<br>3) 交易分期：消费时直接分期，每月手续费率与银行信用卡分期接近 |
| 蚂蚁借呗     | 现金贷                    | 重庆蚂蚁商诚小贷及合作商业银行、信托公司等 | 先息后本、等额本息（不同产品存在差异） | 日利率 0.02%~0.06%<br>APR 年利率 7.3%~21.9%<br>（日利率 0.04%居多）   |
| 网商贷等小微贷款 | 小微商户现金贷                | 网商银行及合作商业银行           | 先息后本、等额本息（不同产品存在差异） | 日利率 0.01%~0.06%<br>APR 年利率 3.65%~21.9%<br>（日利率 0.03%居多）  |

数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所汇总

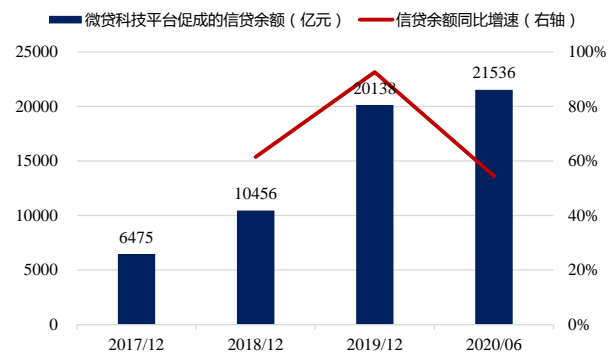
蚂蚁微贷业务凭借上述核心产品在近五年实现高速扩张，并成为集团最重要的利润贡献来源。2020 年上半年末，公司微贷科技平台促成的贷款余额已增至 2.15 万亿元，其中网商贷等小微贷款合计 4217 亿元，其余为消费类的花呗、借呗贷款。

图 26：微贷科技平台收入及其占数字金融科技平台和总营业收入的比例

图 27：微贷科技平台促成的信贷余额及增速



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所

微贷科技平台上半年实现收入 285.86 亿元，同比增速 59.5%，占数字金融科技平台的 62%（2017 年末为 56%），及集团总营业收入的 39%。从利润贡献角度，如果将微贷业务直接相关的四家子公司净利润简单相加，2020H1 合计实现约 112.24 亿元净利润，据此估算微贷业务占集团归母净利润的比例约 53%。

表 3：蚂蚁集团主要子公司业务及 2020H1 净利润

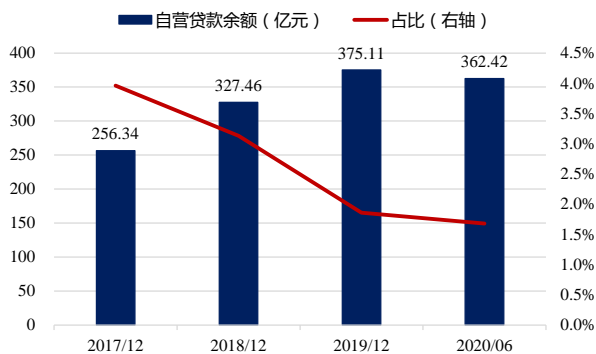
| 主要子公司            | 子公司业务         | 净利润（百万元） |
|------------------|---------------|----------|
| 支付宝（中国）网络技术有限公司  | 支付            | 313.25   |
| 重庆市蚂蚁商诚小额贷款有限公司  | 借呗            | 621.83   |
| 重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司  | 花呗            | 433.58   |
| 蚂蚁金服（杭州）网络技术有限公司 | IT            | (507.42) |
| 上海云钜创业投资有限公司     | 投资            | 1.02     |
| 上海云鑫创业投资有限公司     | 投资            | (517.40) |
| 蚂蚁胜信（上海）信息技术有限公司 | 保险科技          | 1,408.86 |
| 支付宝（杭州）信息技术有限公司  | APP 运营及互联网    | 8,647.37 |
| 蚂蚁智信（杭州）信息技术有限公司 | 微贷科技平台        | 7,308.38 |
| 重庆万塘信息技术有限公司     | 微贷科技平台        | 2,860.55 |
| 浙江融信网络技术有限公司     | 持有部分金融业务子公司股权 | 9.80     |
| 天弘基金管理有限公司       | 基金管理          | 1,287.22 |
| 蚂蚁（杭州）基金销售有限公司   | 基金销售          | 54.64    |
| 国泰财产保险有限责任公司     | 财产险           | 3.16     |

数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所

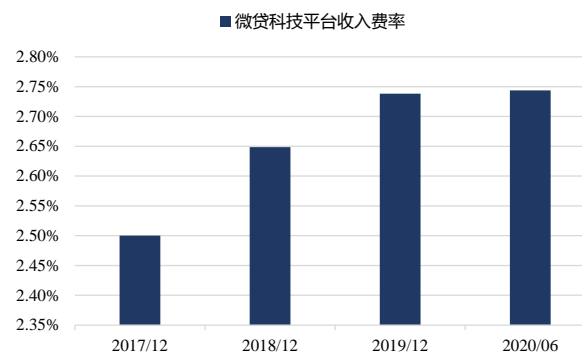
商业模式角度，蚂蚁微贷业务目前自营投放贷款（通过旗下两家小额贷款公司）的占比非常低，2020 年 6 月末已降至 1.68%，其余贷款则通过 ABS 转让、与金融机构合作放贷等业务模式运营。目前，与金融机构合作放贷的规模占比最大，其中主要以联合贷款和助贷两种模式运营（网商贷等小微贷款仅有联合贷款模式）。

图 28：微贷科技平台的自营贷款余额和占比

图 29：微贷科技平台收入的综合费率测算



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所

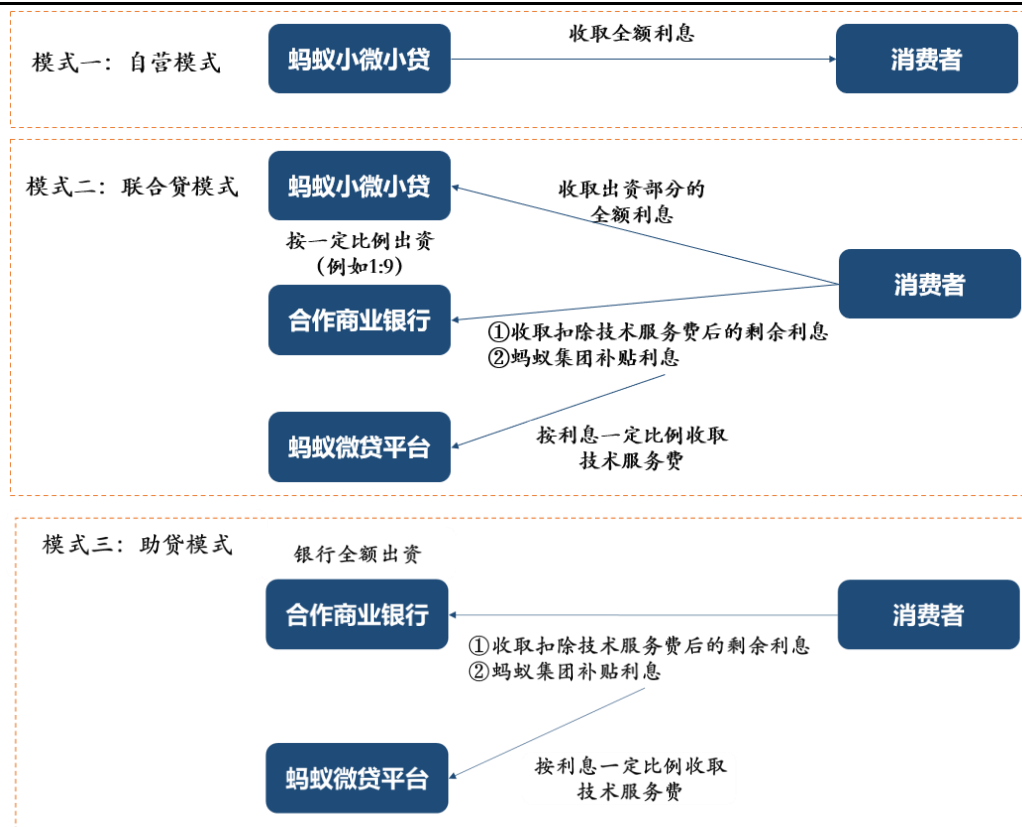


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所测算

①联合贷款模式，即互联网平台与合作金融机构（中小银行为主）共同按一定比例出资，出资比例的理论范畴可能从1%:99%至50%:50%不等，但由于互联网平台承担了客户引流、客户风险及定价评估、贷款管理等流程，那么对贷款收益的分成比例要远远高于自己的出资比例。

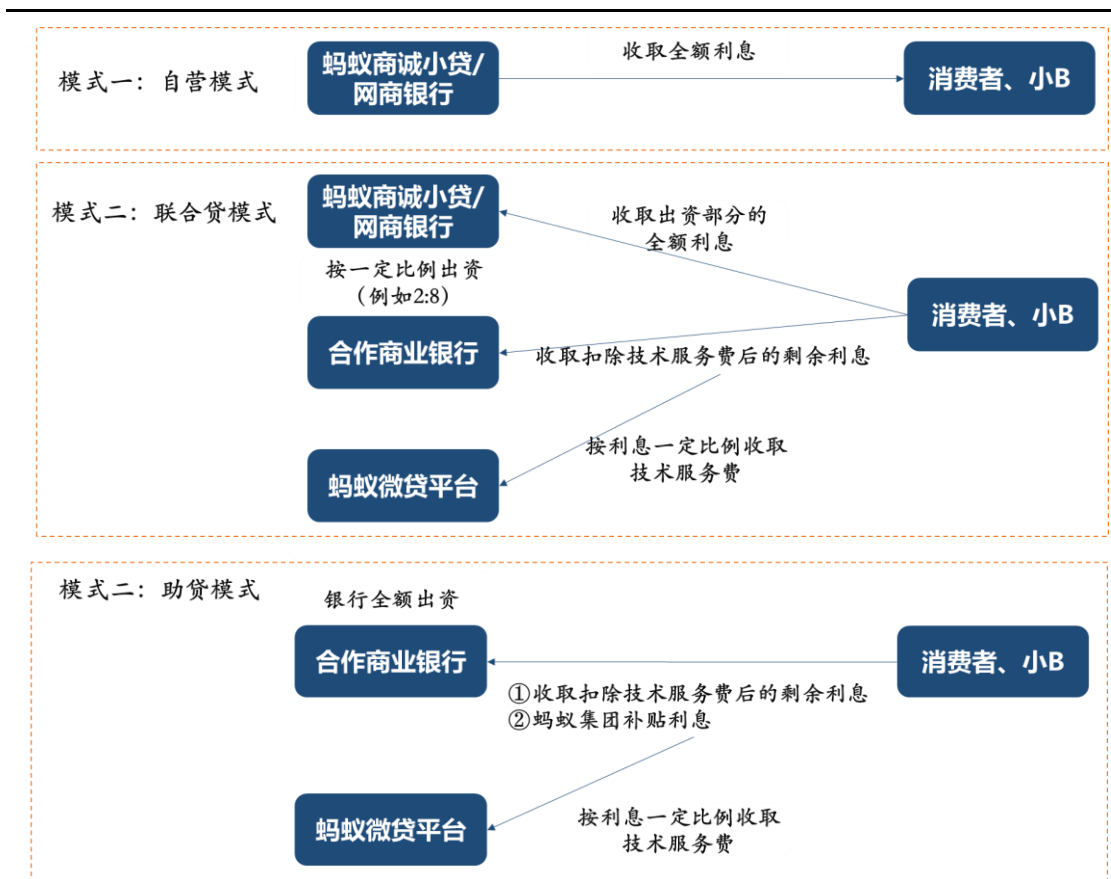
②助贷模式，则是互联网平台完全不出资，只负责客户引流及风控评估等。

图 30：蚂蚁花呗业务的盈利模式



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所整理

图 31：蚂蚁借呗/小微贷款业务的盈利模式



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所整理

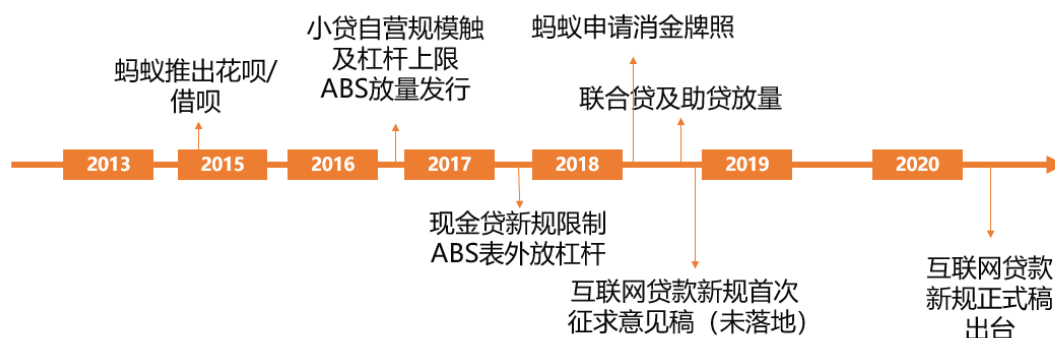
目前蚂蚁花呗以联合贷款为主，而蚂蚁借呗中联合贷款和助贷模式共存，助贷模式的比例在持续提升。纵观蚂蚁微贷业务的发展历程，我们可以将互联网借贷商业模式分为四个阶段：自营贷款、ABS 出表、联合贷模式、技术输出为核心的数字助贷模式，在四个阶段中，蚂蚁集团都是典型代表，引领商业模式迭代创新，与监管机构共同推动了产业发展。

**阶段一：**自营借贷模式是蚂蚁花呗、借呗业务早期的商业模式，基本类似于商业银行或消费金融公司的表内零售信贷业务，互联网企业依托旗下的小额贷款资质或消费金融牌照放贷款赚取利差。但是，自营模式如果以小额贷款公司为牌照资质，则天然面临资本约束，业务规模无法高速扩张，例如，蚂蚁所在的重庆要求小额贷款公司权益乘数上限为 3.3 倍，意味着自营贷款规模无法突破资本净额的 3.3 倍。

**阶段二：**旗下小额贷款公司通过 ABS 实现贷款出表，是蚂蚁集团 2016~2017 年规避监管对表内杠杆限制所采取的创新措施，同时也构成一种更便捷、成本更可控的融资方式（相对标准化）。但 2017 年《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》明确“小额贷款公司通过信贷资产转让、资产证券化等融入资金应与表内融资合并后计算杠杆水平”。自此，小额贷款公司通过 ABS “表内转表外、规避杠杆限制”的路径被限制。



图 32：2015 年以来蚂蚁微贷业务的主要发展历程



数据来源：东吴证券研究所整理

**阶段三：**ABS 出表模式受到限制后，蚂蚁集团等互联网巨头发挥创新能力，互联网借贷的联合贷款模式应运而生。联合贷款模式有两大优越性：

①理论上跨过了“金融杠杆”限制，因为金融机构的出资由金融机构自行负责，互联网企业不提供任何“兜底”。但由于掌握着流量、底层客户信息，在风控环节拥有绝对话语权，因此成为核心的资产输出方，可以分享远高于出资比例的利润。

②近年来中小金融机构本身面临“优质资产荒”，因此与互联网流量巨头的合作意愿非常强烈。我国目前有 4607 家银行业金融机构，对于蚂蚁集团、腾讯等兼具数字风控能力和流量源泉的互联网巨头，实践中有足够多的潜在合作金融机构来创设资产。

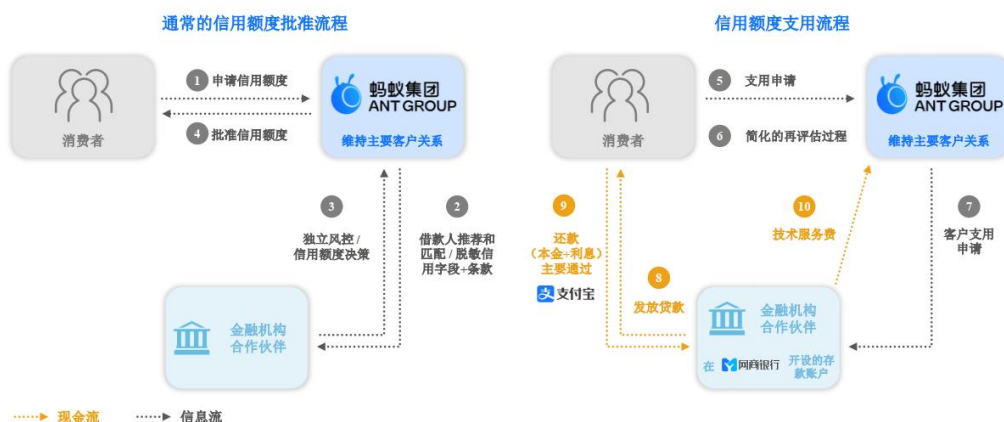
**阶段四：**数字助贷模式的核心是蚂蚁集团不出资金，但输出并管理信贷资产，赚取“技术服务费”，数字助贷模式相比于联合贷款，更进一步跨越了“金融杠杆”的限制，发展空间更高，同时轻资本、管理型的商业逻辑也更有利于市场估值。这种模式下，自有资金的收益已经不是核心，蚂蚁集团需要负责客户的引流、筛选、实时监测、催收等管理环节，但并不对金融机构资金的信用风险“兜底”。未来更高层级的数字助贷模式，是蚂蚁集团在输出并管理资产的基础上，进一步输出金融科技（主要针对中小金融机构），诸如金融云、更先进的数据库、借贷管理系统等产品及服务，以 SaaS 模式将广大中小金融机构纳入服务体系。

我们认为，从商业模式的角度，蚂蚁微贷业务的最核心优势在于，充分利用通过平台大量用户长期积累、实时迭代的数据建立风险评估模型，形成了对用户的需求激发、风险识别、额度分析、履约还款能力监测等能力，大数据是微贷业务取得成功的价值核心。蚂蚁依托于支付服务获取丰富的交易场景，能够全方位透彻理解用户，数据维度涵盖消费、社交、主业肖像、财富、设备安全等。

相比之下，银行等传统金融机构对个人信贷额度的评估基本依托于征信报告、收入流水等单薄的信息画像，造成识别用户信贷需求及风险评估不充分、不及时的问题。因此，对于大量与蚂蚁集团合作的中小银行而言，确实获得了金融科技的赋能，同时也为

此支付了技术费用（利息分成形式），通过蚂蚁的风险评估叠加自身的独立风控体系，能够更有效投放消费贷款。

图 33：蚂蚁微贷业务的主要流程（以消费贷款为例）



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所汇总

### 3.2. 服务 C 端&小 B 端，资产质量稳定，普惠贡献卓越

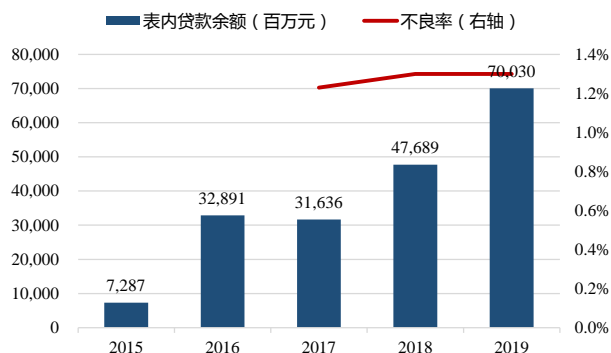
以蚂蚁花呗为代表的互联网消费贷产品常牢固地扎根于真实消费场景，目前蚂蚁花呗的适用范围已突破了电商，向线下全面渗透，从用户体验角度和信用卡基本一致。后疫情时代，我国进入以国内大循环为主的双循环发展格局，激发新消费需求成为未来发展的首要任务。这个背景下，有利于促进消费的金融创新将是监管鼓励的方向。因此，我们长期看好以蚂蚁花呗为代表、扎根于真实消费场景的消费金融信贷产品。

同时，蚂蚁旗下的网商贷作为互联网小微贷款的标杆性产品，是监管层呵护互联网借贷的核心着力点，未来长期看好此类产品高速扩张。从普惠金融角度，网商贷核心亮点在于对小微个体工商户的认定范围远远大于传统金融机构，因为蚂蚁集团是通过交易行为来判定用户是否属于商户的。例如，当用户在线下的经营场景中，产生集中收款行为，系统便会自动识别、认定商户，这种通过科技带来的普惠金融效力是传统金融机构难以媲美的。

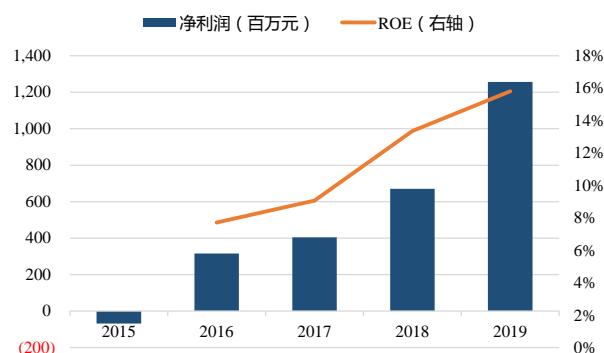
截至 2019 年，网商银行表内贷款已增至 700.3 亿元（叠加撬动表外合作金融机构的资金，合计促成小微贷款 4217 亿元），表内不良率仅 1.3%，已实现净利润 12.6 亿元，我们判断未来网商贷等小微贷款规模将保持高速增长，在蚂蚁微贷余额中的占比将持续提升，这也将推动蚂蚁微贷业务继续增长及网商银行资产规模保持扩张。

图 34：2018 年以来网商银行表内贷款规模高增速

图 35：2018 年以来网商银行净利润及 ROE 持续提升



数据来源：网商银行财务报告，东吴证券研究所

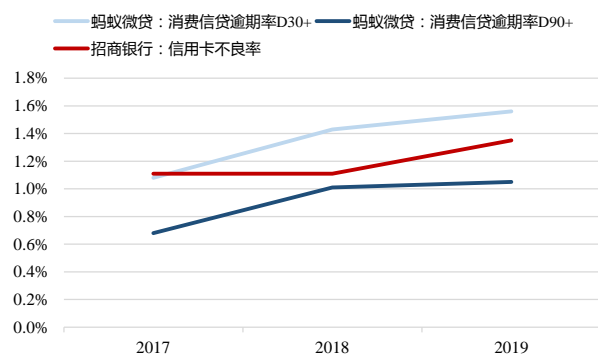


数据来源：网商银行财务报告，东吴证券研究所

此外，从信用风险指标来看，蚂蚁集团促成的贷款当前阶段的资产质量表现仍然比较优异、稳健。我们将蚂蚁集团促成的贷款质量指标对标优秀的传统金融公司——零售龙头招商银行：

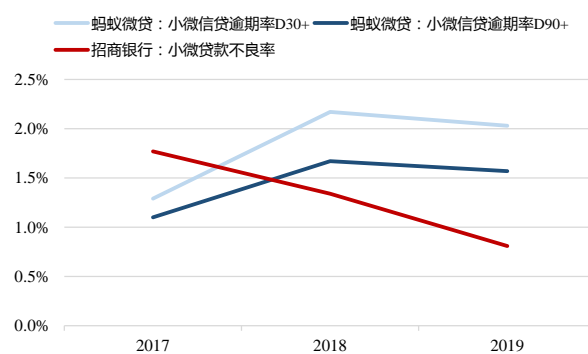
- ① 对于消费类贷款，2019 年蚂蚁集团逾期 30 天+、90 天+的比例分别为 1.56%、1.05%，通常不良率指标位于这两项逾期率指标区间内，而招商银行信用卡不良率为 1.35%，可以看出资产质量指标旗鼓相当。然而，考虑招商银行所圈定的是相当优质的白领客群，而蚂蚁集团的客户范围更广、客群资质明显更下沉，可以看出蚂蚁集团依托于生态数据的风控能力优异。不过，考虑到微贷业务本身处于高速扩张期，我们认为未来规模降速、进入稳态后的资产质量表现更加重要。

图 36: 蚂蚁集团微贷平台的消费信贷资产质量表现与招商银行接近



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，招商银行财务报告，东吴证券研究所

图 37: 蚂蚁集团微贷平台的小微信贷资产质量表现明显好于全国普惠型小微企业不良率



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，招商银行财务报告，东吴证券研究所

②对于小微企业贷款，蚂蚁集团的逾期率要明显高于招商银行，但这两者的客群层级差异更加显著，指标并不适合对比。实际上，根据银保监会、央行发布的《2019 年中国普惠金融发展报告》，2019 年 6 月末全国普惠型小微企业贷款不良率 3.75%，由此可以看出蚂蚁集团的小微企业贷款同样比较优质。

风控如同普惠金融的羽翼，我们认为蚂蚁集团的微贷业务拥有稳定的风控能力，底层优势是长期积累的个人用户、个体工商户、小微企业的海量真实交易数据，基于这些

数据资产形成的数据语言，丰厚程度明显胜于相对单薄的传统征信数据。

### 3.3. 市场广阔：看好消费金融规模 2023 年达到 24.7 万亿

我们认为，蚂蚁借呗、花呗所面临的是我国仍处于高速增长的消费金融市场，而我们所定义的消费金融市场，包括：①央行统计口径中，金融机构（表内）短期消费贷款（以信用卡为主），及剔除住房贷款的中长期消费贷款；②未纳入央行统计口径的小额贷款公司贷款及少量 P2P 未偿还余额；③通过资产证券化出表的消费金融资产。

截止 2019 年，我们所定义的消费金融市场规模为 15.78 万亿元，且 2017 年以来快速增长，其中信用卡为龙头市场，规模达到 7.59 万亿元，占总市场规模的 48%。商业银行零售转型、居民加杠杆的趋势在数据中体现得非常明显。前文所述，蚂蚁集团目前促成的消费类贷款约 1.73 万亿，估算目前占据消费金融市场份额约 11%。

展望未来，我们判断消费金融市场未来三年仍将实现 12%~15% 增速，2023 年市场规模有望达到 24.7 万亿元。同时，我们看好蚂蚁集团凭借用户体验极佳的花呗、借呗产品实现市场份额突破 15%，以高于市场平均的增速保持高增长。

对于消费金融市场的不同类型业务：

1) 最看好金融机构表内的消费贷款高增长，主要驱动力是蚂蚁花呗等互联网平台基于真实交易场景发放的消费贷款（底层模式是与金融机构的联合贷款），当然也包括现金贷。我们预计表内消费贷款市场未来三年将实现 16%~18% 高增速，2023 年有望达到 10.92 万亿元，规模接近信用卡市场。

2) 传统信用卡市场继续保持 10% 左右增速，驱动力是人均持卡数量的提升，主要推动力是商业银行继续深化零售转型，但一定程度上受到用户体验更优异的蚂蚁花呗制约。预计 2023 年规模有望达到 11.52 万亿元。

3) 小额贷款规模继续下降，牌照杠杆约束下，头部互联网企业逐步向联合贷款和数字助贷模式发展，预计 2023 年规模降至 7653 亿元。P2P 继续快速收缩清退，预计 2023 年剩余规模 2717 亿元。

4) 蚂蚁等放贷主体通过 ABS、CLO 等资产证券化方式转出存量贷款将成为更加常规的操作，预计随着消费金融市场规模扩张，资产出表比例将提高至 5% 以上。我们预计，2023 年转至表外的消费金融资产证券化规模约 1.26 万亿元，增速达到 20%~30%。

表 4：消费金融各子市场的规模测算及未来展望

| 单位：亿元     | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| ①信用卡贷款余额  | 40600 | 55600 | 68500 | 75900 | 81629 | 93417 | 104353 | 115190 |
| 增速        |       | 36.9% | 23.2% | 10.8% | 7.5%  | 14.4% | 11.7%  | 10.4%  |
| 人均持卡数量（张） | 0.31  | 0.39  | 0.49  | 0.53  | 0.57  | 0.65  | 0.72   | 0.78   |



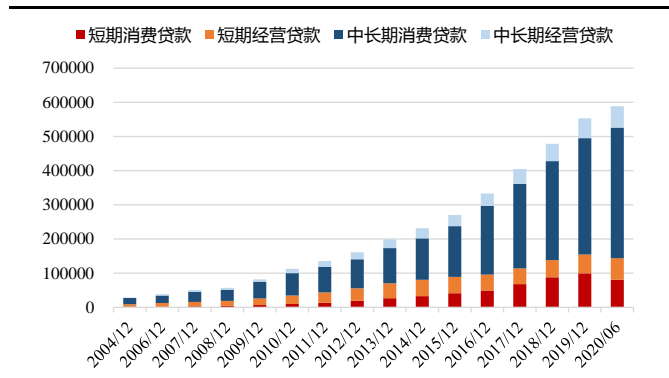
|                                |       |        |        |        |        |        |        |        |
|--------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 卡均信贷余额（元）                      | 8731  | 9456   | 9985   | 10174  | 10200  | 10200  | 10250  | 10400  |
| ②表内信用卡以外的短期消费贷款+住房贷款以外的中长期消费贷款 | 30658 | 40594  | 51903  | 63069  | 67799  | 80139  | 94163  | 109229 |
| 增速                             |       | 32.4%  | 27.9%  | 21.5%  | 7.5%   | 18.2%  | 17.5%  | 16.0%  |
| ③小额贷款公司贷款                      | 9273  | 9799   | 9550   | 9109   | 8562   | 8134   | 7809   | 7653   |
| 增速                             |       | 5.7%   | -2.5%  | -4.6%  | -6.0%  | -5.0%  | -4.0%  | -2.0%  |
| ④P2P 待偿还余额                     | 6795  | 10418  | 7890   | 4916   | 4179   | 3552   | 3197   | 2717   |
| 增速                             |       | 53.3%  | -24.3% | -37.7% | -15.0% | -15.0% | -10.0% | -15.0% |
| ⑤通过 ABS、CLO 出表的消费金融资产          | 1411  | 5347   | 3782   | 4851   | 6406   | 8323   | 10449  | 12618  |
| 增速                             |       | 279.0% | -29.3% | 28.3%  | 32.0%  | 29.9%  | 25.5%  | 20.8%  |
| 合计                             | 88736 | 121758 | 141625 | 157845 | 168574 | 193564 | 219970 | 247407 |
| 合计增速                           |       | 37.2%  | 16.3%  | 11.5%  | 6.8%   | 14.8%  | 13.6%  | 12.5%  |

数据来源：中国人民银行，网贷之家，Wind，东吴证券研究所汇总、测算、预测

具体来看，金融机构表内贷款数据源于央行每月统计的金融机构人民币信贷收支表，2020 年 6 月末，居民贷款规模合计 58.88 万亿元，其中 65% 为中长期消费贷款（主要住房贷款），另外还包括个人经营性贷款。我们所讨论的消费金融市场，主要是指居民贷款中的短期消费贷款（信用卡为主），以及中长期消费贷款里剔除住房贷款的部分。

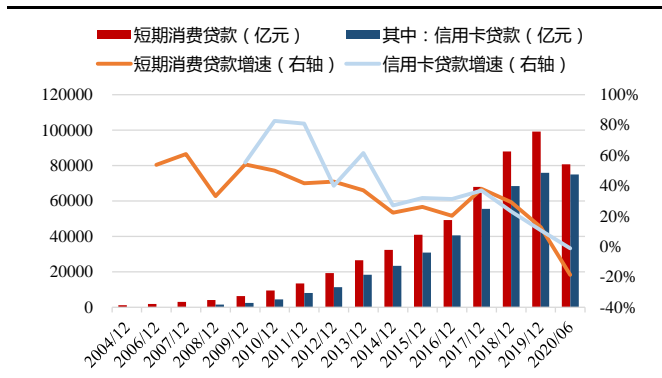
截止 2020 年 6 月末，短期消费贷款规模 8.08 万亿元，结合央行披露的信用卡数据，信用卡贷款余额约 7.5 万亿元。

图 38：2004/12~2020/06 金融机构居民贷款（亿元）



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

图 39：金融机构居民贷款中短期消费贷款以信用卡为主

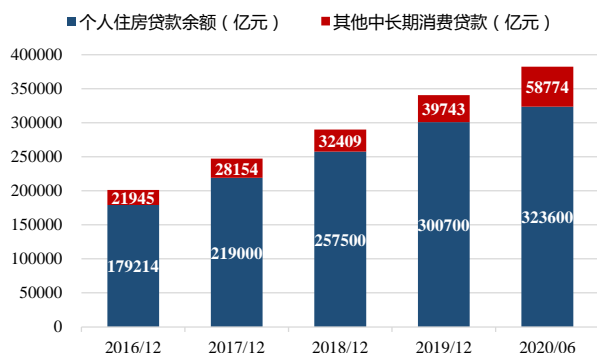


数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

对于信用卡以外的金融机构表内消费贷款，我们将中长期消费贷款中的住房贷款部分剔除，再加上信用卡以外的短期消费贷款，合计得到总规模。这部分贷款中预计汽车消费贷款是主要品种，但总体上都属于消费金融范畴。近年来，这部分市场实现 20%~30% 高增速，主要受商业银行零售转型以及互联网平台与金融机构的联合贷款高增长驱动。今年疫情冲击下，上半年增速大幅降低至 2.34%，但随着经济修复，我们认为未来中期仍将保持 16%~18% 高增速，构成信用卡以外的第二类主要消费金融市场。而这也正式蚂蚁花呗、借呗业务所属的贷款统计范畴。

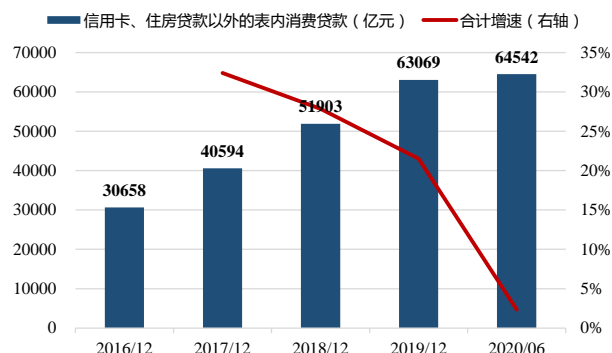


图 40: 中长期消费贷款中的非住房贷款持续增长



数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所测算

图 41: 信用卡、住房贷款以外的表内消费贷款近年来合计实现 20% 以上高增速



数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所测算

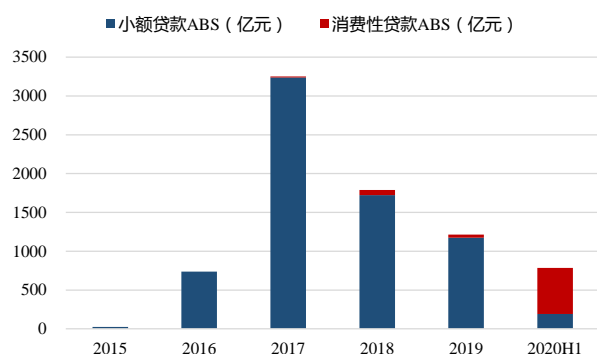
此外, 对于最近几年蓬勃发展的消费金融资产证券化, 互联网借贷对该业务的崛起贡献显著, 我们根据发行模式的不同将此类业务分类三类:

①证监会主管的交易所企业 ABS 市场: 信托公司或小额贷款公司作为原始权益人, 将表内的消费金融资产 (互联网借贷产品为主) 通过发行 ABS 出表, 基础资产的分类通常为小额贷款、消费性贷款, 也有部分产品分类为应收账款 (例如京东白条等)。这部分市场中, 蚂蚁花呗的底层主体“重庆蚂蚁小微小贷公司”是规模龙头, 2018、2019 年发行规模分别达到 1169、1053 亿元。

②银保监会主管的银行间市场信贷资产证券化 (CLO): 持牌金融机构 (银行、消费金融公司和汽车金融公司) 通过发行 CLO 实现表内消费金融信贷资产出表, 基础资产类型包括信用卡贷款、消费性贷款、汽车贷款。

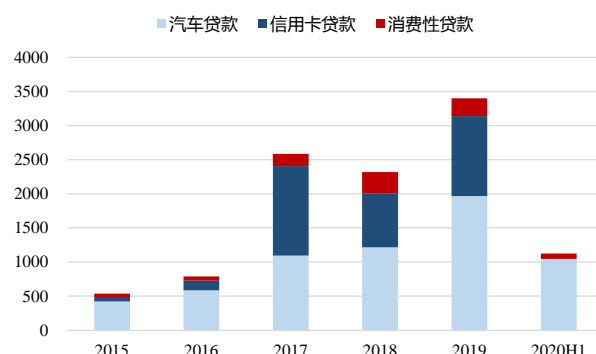
③交易商协会创新的资产支持票据 (ABN) 市场: 信托公司、小额贷款公司、保理公司等发行 ABN 出表, 基础资产的分类通常为消费性贷款及部分应收账款, 不过 ABN 发行规模相对较小。

图 42: 2017 年现金贷新规后小额贷款 ABS 快速缩量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 43: 银行间市场 CLO 以信用卡和汽车贷款为主



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

截止 2020 年 9 月, 消费金融相关的 ABS、CLO 存量规模分别为 2522、2813 亿元。随着未来消费金融市场规模的扩大, 我们判断通过资产证券化出表将成为放贷机构的常

规操作。预计出表的资产比例将持续提升至 5% 以上，预计 2023 年消费金融资产证券化出表规模有望达到 1.26 万亿元。

### 3.4. 监管博弈：政策变量或对微贷规模增长形成扰动

尽管头部互联网借贷平台对普惠金融贡献卓越，但我们也要看到高速扩张的联合贷、助贷等模式带来的潜在风险隐患。目前，蚂蚁为代表的互联网企业借助联合贷、数字助贷模式高速扩张，虽然出资金融机构“风险自担”，且目前贷款总体资产质量表现优异，但从监管者的视角来看，当互联网平台促成的信贷规模过于庞大时，未来会不会产生潜在的不可控风险？诸如：

如果实际的风控内核由互联网平台掌控，那么中小银行本质上成为单纯的“资金输出方”，却要为信用风险“兜底”，对银行业的发展是否合意？

如果互联网平台规模过于庞大，市场集中度过高，假设未来其自身风控体系或能力出现波动、下滑，或被宏观环境冲击，是否会造成系统性风险？

大量中小金融机构借助互联网借贷实现跨区域放贷，是否削弱银行属地化经营、服务地方经济的能力？

这些风险隐患推动了互联网借贷产业进入监管博弈阶段。

我们认为，当前阶段对蚂蚁花呗、借呗等互联网借贷产品影响最为深远的政策是银保监会今年 7 月发布的《商业银行互联网贷款管理暂行办法》，以及此后监管层对产业相关机构长期的窗口引导（我们预计监管博弈将长期持续）。

《商业银行互联网贷款管理暂行办法》经过多次征求意见并修改，体现了监管层积极探索互联网借贷这一新兴产业的态度，政策内容既有呵护、规范的意图，也隐含了担忧和明显的管制。

我们梳理认为，政策首先从根本上认可了互联网借贷产业的合规性（包括联合贷款、助贷等模式），同时对产业风险隐患的管制主要体现为三大核心点：①联合贷或助贷模式中，金融机构是否做到独立风控？②金融机构是否过度集中于和个别互联网巨头合作？③区域性中小金融机构借助互联网平台异地展业是否妥当？

表 5：《商业银行互联网贷款管理暂行办法》核心要点

| 政策要求  | 实践情况  |
|---|---|
| 单户用于消费的个人信用贷款授信额度应当不超过人民币 20 万元，到期一次性还本的，授信期限不超过一年。 | 此前存在互联网平台对单户授信超过 20 万元的情形，新规后授信额度都调至 20 万元以下。                                       |
| 互联网贷款业务涉及合作机构的，授信审批、合同签订等核心风控环节应当由商业银行独立有效开展。       | 目前实践中，名义上互联网平台与放贷金融机构分别独立进行风控审批，但部分中小金融机构实质上完全依托于互联网企业的风控输出，自身并不具备风控能力，本质上沦为单纯的出资方。 |

|  |   |
|--|---|
| 商业银行应当按照适度分散的原则审慎选择合作机构，制定因合作机构导致业务中断的应急与恢复预案， <b>避免对单一合作机构过于依赖而产生的风险。</b> | 指向性非常明确，主要针对个别联合贷及助贷业务规模庞大的互联网巨头。但考虑到有合作需求的金融机构众多，未来也可以通过大量增加合作机构的方式规避监管。 |
| 地方法人银行开展互联网贷款业务，应主要服务于当地客户， <b>审慎开展跨注册地辖区业务</b> ，有效识别和监测跨注册地辖区业务开展情况。      | 中小金融机构本身要求属地化经营，但互联网借贷帮助机构跨出辖区，未来异地展业大概率将受限。                              |

数据来源：银保监会，东吴证券研究所汇总

我们看到，对于独立风控、合作互联网平台集中度管控、异地展业等问题，虽然《商业银行互联网贷款管理暂行办法》都有所提及，但并没有明确设置量化指标或具体要求加以管控限制。这就是我们强调监管总体上呵护互联网借贷产业的依据所在。

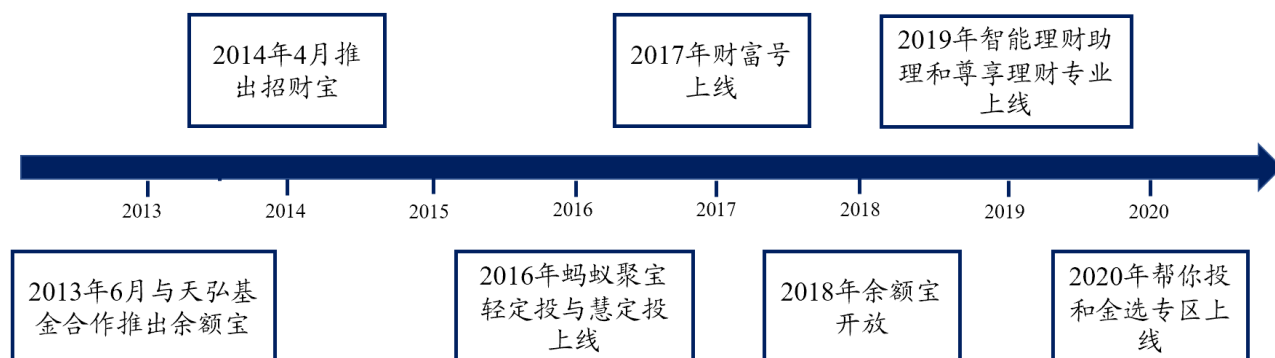
但是，我们再次强调未来产业的监管博弈将长期持续，监管层可能通过窗口指引的方式管控风险。我们关注到，7月银保监会要求部分中小金融机构上报与花呗、借呗合作的贷款余额、利率、不良率等数据。我们判断，监管层未来将继续研究落实独立风控、互联网合作集中度管控、中小金融机构异地展业等要求，或对部分中小金融机构实行更严格的窗口指导，这可能会对花呗、借呗等产品的增长产生一定影响。

## 4. 理财业务：货基起家的线上理财龙头，财富管理转型未来可期

### 4.1. 围绕余额宝从现金管理到资产增值，基于管理资产规模增长

凭借支付业务沉淀资金开启余额理财，从一元起投的余额宝到向基金公司开放的一站式理财平台。支付服务将大量现金汇聚在支付宝平台，蚂蚁顺势在2013年6月推出一元起投的余额宝，满足用户现金管理的需求，打入普惠理财的市场。之后又于2014年4月推出招财宝，2017年形成蚂蚁财富一站式在线理财平台。发展至今，蚂蚁的理财业务向大众提供包含基金、固收、定期、投顾等的多元化理财产品和服务，满足其资产增值的需求。

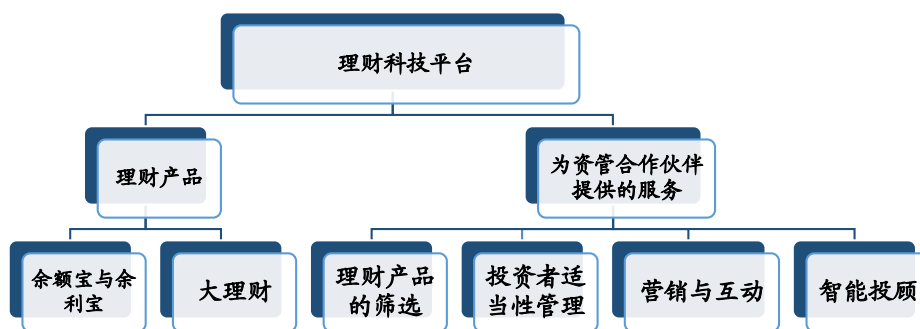
图 44：蚂蚁理财发展历程



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

理财收入主要来源于基金代销业务，受益于平台广泛合作达成的巨额代销规模。理财业务的收入由三部分构成：1) 持股 51%的天弘基金提供自营业务的管理费收入，由自营资管规模和管理费率决定。天弘基金管理余额宝并与 Vanguard 合作开展智能投顾服务，2019 年实现营业收入 72.4 亿元，同比-28.5%，净利润 22.1 亿元，同比-28.8%，受制于利率下滑以及货基的政策限制，业绩有所下滑，正在积极推进智能投顾转型。2) 通过蚂蚁基金销售和网商银行开展的基金代销收入，由基金代销规模和交易费及尾佣分成决定（即一定比例的申购赎回费及管理费）。网商银行提供余额宝货币基金（收取管理费 0.3%，托管费 0.08%，销售服务费 0.25%）的代销服务；蚂蚁基金销售提供非货币基金产品的代销服务（其中股票/混合型基金申购赎回费 0.15%左右，管理费 1.5%左右，托管费 0.2%左右；债券型基金申购费 0.06%左右，管理费 0.75%左右，托管费 0.15%~0.2%左右）。2019 年蚂蚁基金代销实现收入 18.81 亿元，同比+34.0%，净利润 0.38 亿元，同比+73.0%。3) 来自合作机构的技术服务费，为第三方机构提供开放的技术平台获取收入。

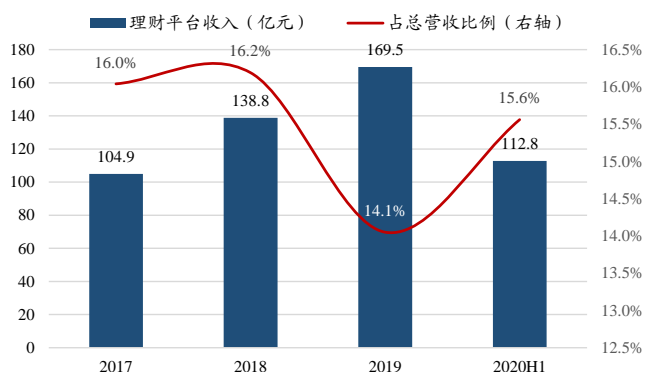
图 45：蚂蚁理财业务模式



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

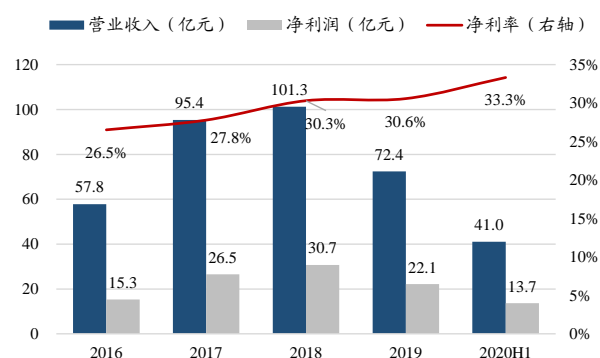
理财业务收入高速增长，预计非货基产品拉动综合费率提升。2017-2019 年及 2020 年 H1，公司理财平台收入分别为 104.9 亿元/138.82 亿元/169.52 亿元/112.83 亿元，同比分别增长 32%/22%/56%，近年来占总营收的比重维持在 16%左右，构成数字金融平台的重要组成部分。今年上半年理财平台收入同比高增，预计为权益市场景气拉动业务综合费率（2020 年 1-9 月新发股票+混合型基金同比+307%至 14662 亿份，存量规模持续增长，截至 9 月末，股票+混合型基金份额较年初+51%至 3.9 万亿份），平台剔除自营资管净收入后的费率稳定维持在 0.7%上下。

图 46: 理财平台业务收入及占总营收的比重



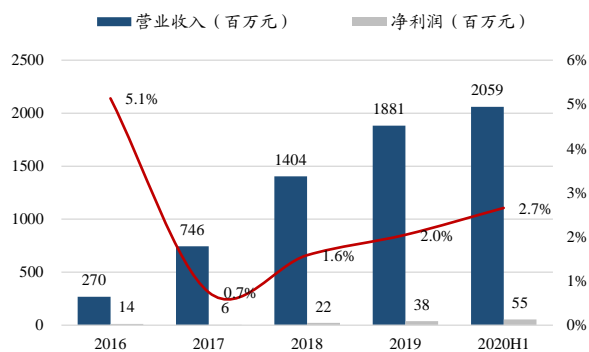
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 47: 天弘基金公司营收及净利润



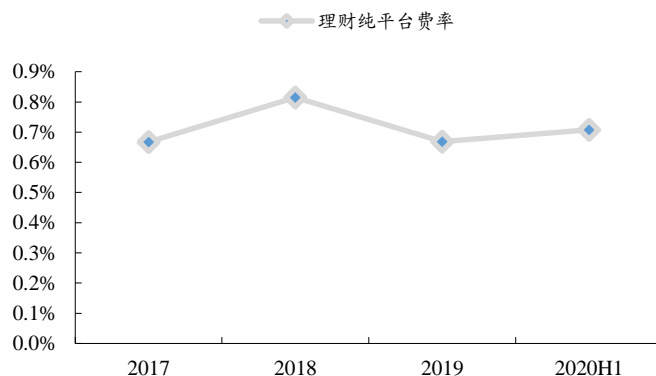
数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 48: 蚂蚁基金销售公司营收及净利润



数据来源: 恒生电子公司公告, 东吴证券研究所

图 49: 理财平台业务综合费率（根据平均规模计算）

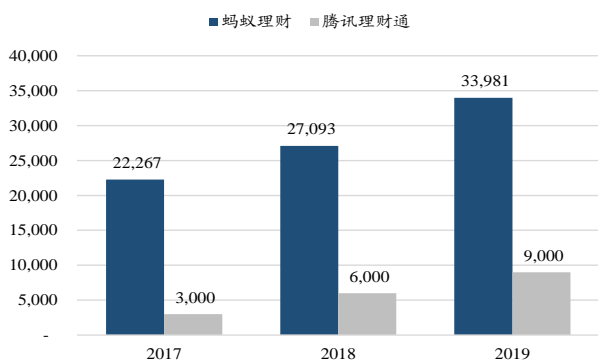


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

凭借支付宝的巨额流量资源和普惠理财领域的先发优势, AUM 规模行业第一, 用户数量迅速扩张。1) 作为开创首个线上普惠理财业务的公司, 蚂蚁凭借先发优势, 理财平台促成的资产管理规模迅速扩张, 截止 2020 年 6 月末已提升至 4.1 万亿元, 2017 年-2019 年年均复合增长率达到 23.5%。公司理财平台的规模稳居行业首位, 2019 年末凭借 3.4 万亿元的 AUM, 远超腾讯理财通的 9000 亿元。2) 理财平台的产品目前仍以余额宝提供的货币基金为主, 天弘余额宝的资金规模在 2018 年第一季度末达到 1.69 万亿元, 2018 年 4 月余额宝平台向其他基金公司开放后, 余额宝的货币基金总体规模进一步提升。接入余额宝平台的货币基金, 通过与蚂蚁的合作吸引了海量用户, 资产管理规模在利率下行区间逆势增长。天弘余额宝基金持有人户数从 2013 年 0.43 亿户增长至 2020H1 的 6.68 亿户, 复合增长率达 52.5%。持续高增的 AUM 和用户数量扩大了公司理财业务的规模, 提供了业绩高速增长的强劲动能。

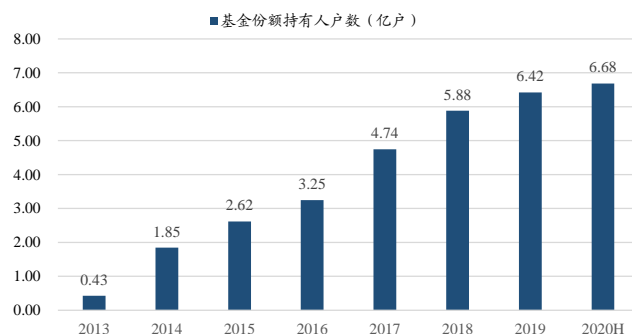


图 50: 线上理财平台 AUM (亿元) 对比



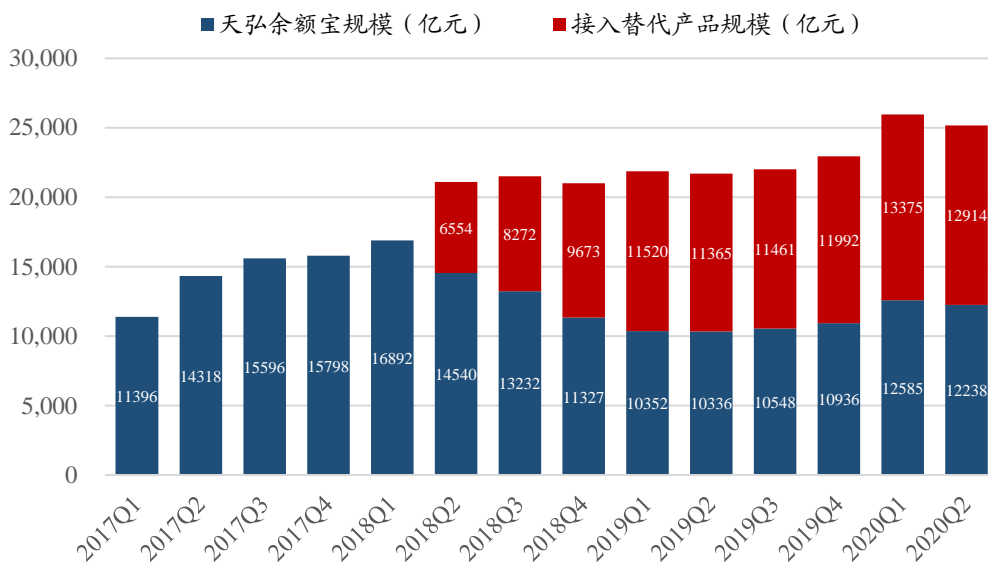
数据来源: 招股书, 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 51: 天弘余额宝持有人户数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

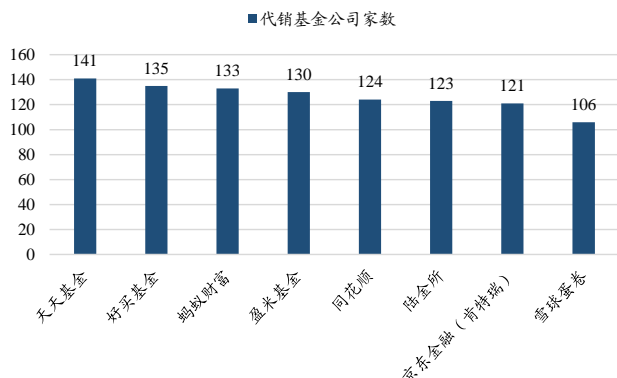
图 52: 天弘基金&amp;余额宝规模



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

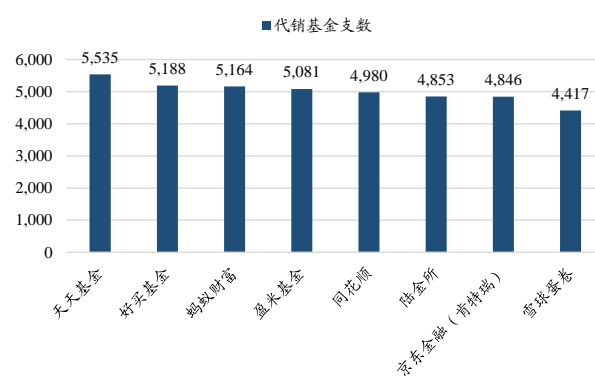
与金融机构展开广泛合作, 产品选择范围扩大, 合作公司数与基金产品数均处于行业领先地位。余额宝自 2018 年 5 月向天弘基金之外的机构开放, 截至 2020 年 6 月末, 已与 24 家第三方公募基金合作, 为用户提供 28 支货币基金产品的选择。同时, 公司广泛拓展保险公司、银行以及证券公司等合作伙伴, 截至 2020 年上半年, 公司与 170 家资产管理公司达成合作, 提供超过 6000 种理财产品, 满足消费者多元化的资产配置需求, 提升用户价值。

图 53: 合作公司数量对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 54: 产品支数对比



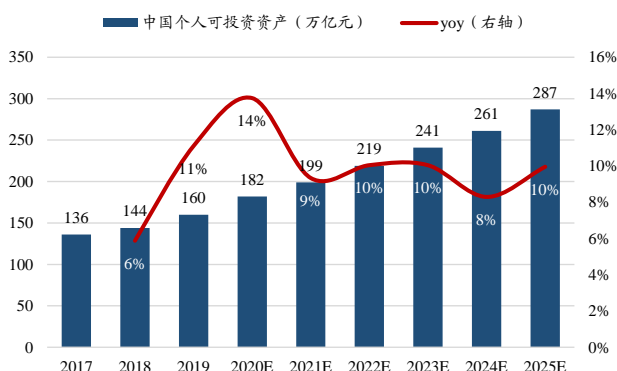
数据来源: wind, 东吴证券研究所

以平台模式广泛联结提供服务, 科技助力财富管理升级。公司理财业务以平台模式连接更广阔的机构资源, 蚂蚁集团与公募基金、证券公司、保险公司、商业银行及其他持牌金融机构合作, 提供产品筛选、获客/投资者教育、投资顾问等服务。并依靠雄厚的科技实力不断升级业务模式, 2020 年 4 月推出的“帮你投”与全球最大的投资管理机构之一 Vanguard 合作, 向消费者提供智能理财服务, 利用 AI 算法从超过 6000 只公募基金产品中推荐合适的投资组合, 并收取一定的服务费。

#### 4.2. 市场空间: 居民金融资产配置比例提升, 线上理财渠道受追捧

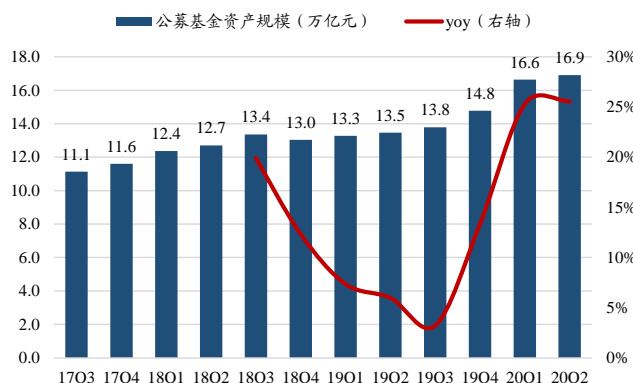
中国居民可投资资产规模持续增长, 基金市场热度不断提升。随着我国经济社会的持续发展, 中国居民可投资资产规模保持稳健成长, 2019 年规模达 160 万亿元, 2019-2025CAGR 达 10.3%。居民财富的积累叠加对理财关注程度的不断提高, 推动理财市场持续发展。公募基金作为理财市场的重要组成部分, 近年来规模持续增长, 并在今年随着股市的上涨而加速增长。

图 55: 我国个人可投资资产规模



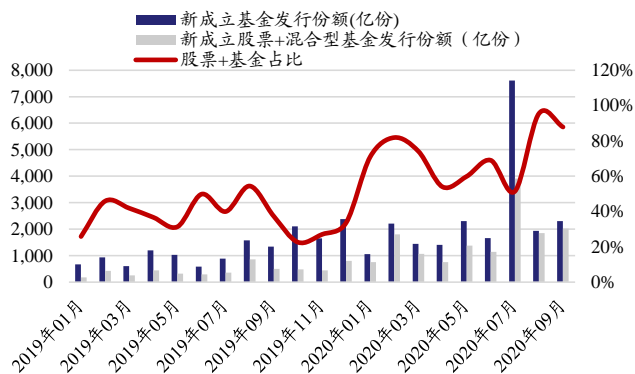
数据来源: 蚂蚁集团招股说明书, 东吴证券研究所

图 56: 我国公募基金资产规模



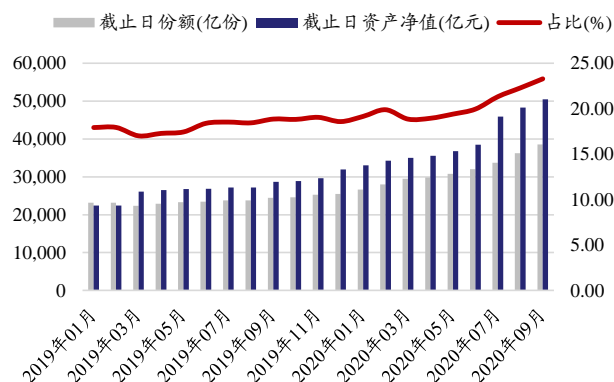
数据来源: 证券投资基金业协会, 东吴证券研究所

图 57: 2019 年至今全市场新发行股票+混合型基金份额及占比持续增长



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所

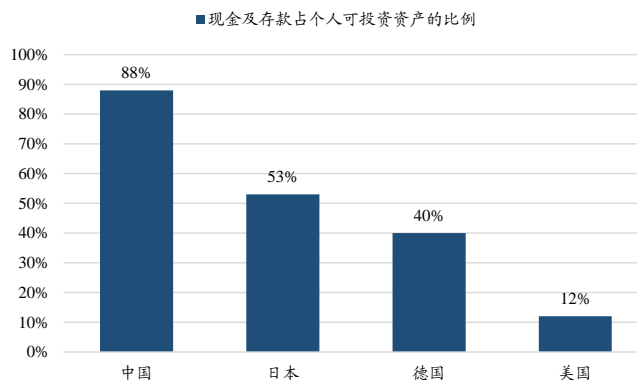
图 58: 2019 年至今全市场股票+混合型基金份额及占比持续增长



数据来源：证券投资基金业协会，东吴证券研究所

我国个人可投资资产结构尚待优化，金融资产配置比例有望提升。尽管公募基金规模持续增长，但我国居民资产配置中仍以现金及存款类为主，2019 年该部分资产占总投资资产的比例达 88%，显著高于日本（53%）、德国（40%）与美国（12%）等发达国家。随着居民理财意识的提高，预计金融资产配置比例提升空间较大。据奥纬咨询预计，至 2025 年，中国居民可投资资产中，现金及存款类占比将降至 43%，股票、基金、定期投资等其他资产的配置比例都将有所提高。

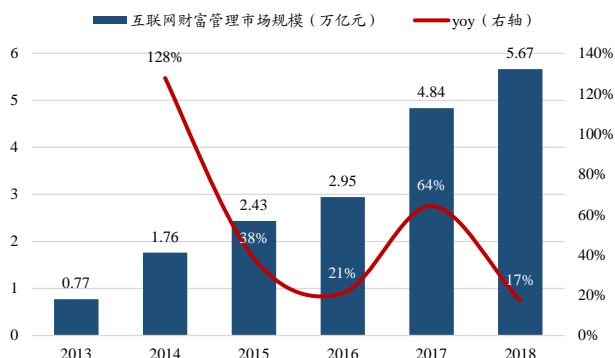
图 59: 不同国家居民资产配置比例



数据来源：蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所

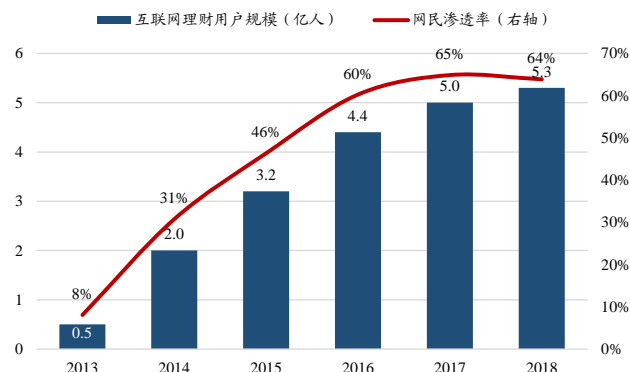
线上理财受益于年轻一代理财需求提升，在未来主要客群中消费者教育充足。中国互联网理财市场发端于 2013 年，随后市场规模迅猛发展，用户规模快速增长，在网民中的渗透率已超 60%。受益于年轻群体逐渐积累的财富和不断增长的理财需求、市场快速发展过程中对用户使用习惯和理财意识的培养和教育等因素，预计未来互联网理财市场仍将保持良好的发展态势。

图 60: 互联网财富管理市场规模



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图 61: 互联网理财用户规模及渗透率

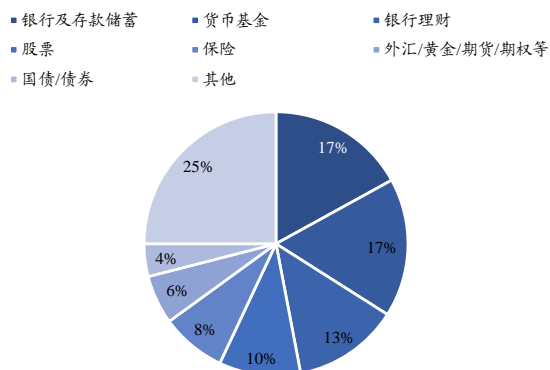


数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

### 4.3. 未来展望: 货基稳健发展, 非货基迎机遇, 买方投顾模式可期

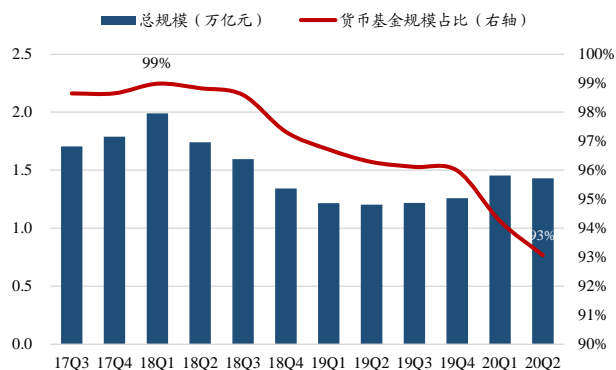
用户财富积累叠加理财观念转变, 非货基占比提高带来广阔增长空间。中国互联网理财市场以余额宝等“宝宝类”产品的诞生与火爆为标志, 货币基金的发展在成为市场增长的主要动力。目前, 互联网用户购买过的产品仍是以货币基金为主, 其他共同基金、股票等资产购买人群占比较小; 用户资产主要也仍配置于货币基金、银行存款等类型的资产, 权益类等其他类型资产配置较少。随着用户财富的积累, 用户对于理财要求不断提高, 预计未来互联网财富管理市场将向权益类产品转型。从天弘基金的情况来看, 目前天弘基金管理 135 只基金, 其中货币基金仅 9 支, 其余基金全面涵盖股票型、债券型、混合型等各类型基金。天弘基金在 19Q4 还推出了 QDII 基金以满足用户投资于海外资产的需求。从基金规模来看, 货币基金在基金规模中的占比也从最高时的 99% 下降至 20Q2 的 93%。

图 62: 互联网理财用户的可投资资产占比



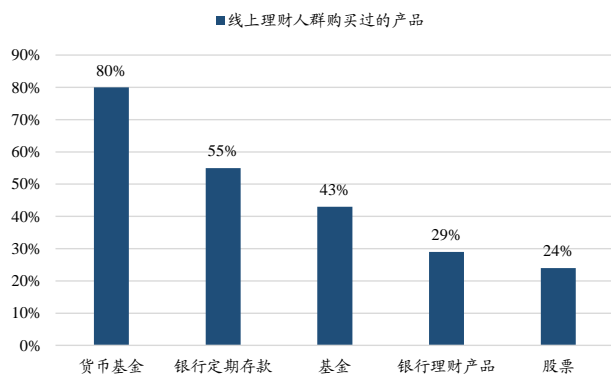
数据来源: 波士顿咨询, 陆金所, 东吴证券研究所

图 63: 天弘基金不同类型基金占比



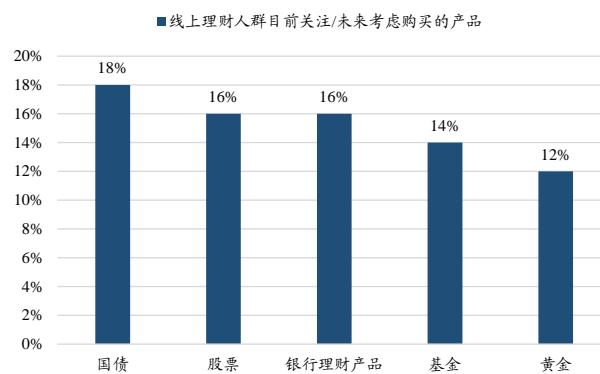
数据来源: 天天基金网, 东吴证券研究所

图 64: 线上理财人群目前购买过的产品比例



数据来源: CBN Data, 蚂蚁财富, 东吴证券研究所

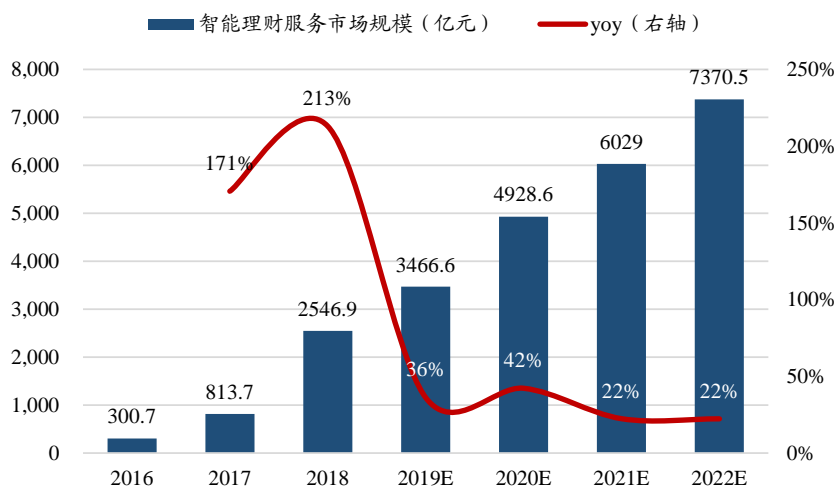
图 65: 线上理财人群未来考虑购买的产品比例



数据来源: CBN Data, 蚂蚁财富, 东吴证券研究所

**科技赋能理财平台，向买方投顾和财富管理转型。**理财平台依托自身在人工智能、大数据、云计算、区块链等方面的技术优势与在海量场景下触达广泛用户的数据积累，正在向智能化方向转型。智能化不仅仅是理财平台加强相关技术应用，更重要的是凭借精准用户画像、强大专业水准、深度交互能力，为用户提供投资者教育、辅助理财决策、适当性管理等高度定制化服务，在深度了解用户理财意图与金融产品的基础上，更好地为满足用户投资理财需求。智能理财服务市场将在未来保持快速增长，据艾瑞咨询预计 2018-2022 年 CAGR 为 30.4%，2022 年市场规模超 7000 亿元。蚂蚁集团等行业领先企业已在该方向深入发展。蚂蚁集团借助人工智能和数据分析向投资者提供个性化的理财服务工具“支小宝”，使消费者能够学习理财知识、培养投资理念、获得金融机构提供的投资建议、理财产品和市场信息，做出投资决策。

图 66: 智能理财服务市场规模



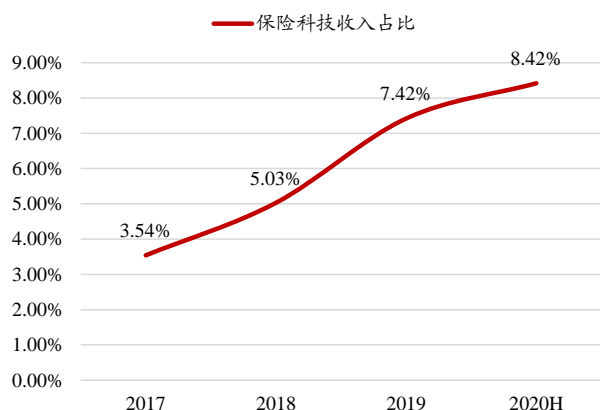
数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所



## 5. 蚂蚁保险：流量为王+需求挖掘+产品创新推动业务快速增长

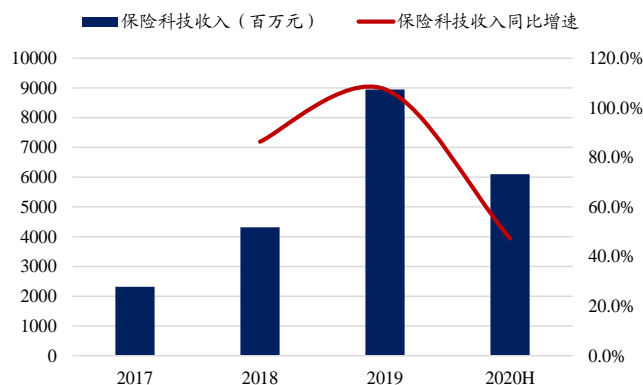
保险科技业务收入占比较低，增速强劲且有望成为未来利润重要增长点。1) 蚂蚁的保险业务主要包括相互宝、保险商城及其他创新产品（如退货险等），其中相互宝作为保险用户培育平台，不以盈利为主要目的，保险商城收入代销产品渠道费为主要盈利点。2) 目前保险科技板块占公司收入占比较低但增速强劲。截至 2020H1，保险科技收入仅占营业收入的 8.42%，但近年来保持持续提升态势（2017 年仅占比 3.54%）。保险科技平台收入增速强劲，2019 年保险科技平台收入同比+107%至 89.47 亿元。2020 年上半年保险科技平台收入为 61.04 亿元，增速或受新冠疫情影响相对有所降低，但是增速仍高达 47%。3) 蚂蚁集团保险种类多、覆盖面广，简单灵活，应用性强。保险科技业务依靠支付宝带来的高曝光度，活跃用户数量保持高速增长，我们判断蚂蚁集团保险业务依靠支付宝带来的客户流量以及年轻一代保险意识的普及，保险科技业务将会越来越重要，也有望成为未来利润的重要增长点。

图 67：保险科技收入占比



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 68：保险科技平台收入及同比增速



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

表 6：蚂蚁集团覆盖的保险平台和产品分类介绍

| 产品分类 | 标志性产品           | 特点                           |
|------|-----------------|------------------------------|
| 寿险   | 全民保             | 普惠、简单易懂、灵活、门槛低               |
| 健康险  | 健康金<br>好医保·长期医疗 | 手续简单、创新灵活、满足长期保险需求           |
| 互助项目 | 相互宝             | 简单易懂、覆盖面较广、大量用户              |
| 财险   | 退货运费险<br>营业中断险  | 和线上线下结合与时俱进，退货运费险是我国第一个线上场景险 |

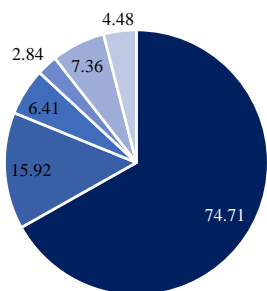
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 5.1. 网络互助业务：社会保障功能凸显，用户规模为核心

**监管政策迎来利好，网络互助社会保障功能凸显。**1) 2020年3月5日，《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》印发，改革发展目标部分提出：“到2030年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的医疗保障制度体系”。2) 各种形势的网络互助，在实质上起到医疗救助作用，是国家医疗保障体系的组成部分；网络互助利用互联网撮合交易，互助会员共担风险，是一种有利于化解居民因重疾所产生的财务风险的制度安排，是一种分担政府医保筹资压力的风险缓冲机制。3) 人身保障类互助产品形态包括重疾类、防癌、医疗互助、意外类等。据蚂蚁金服2019年网络互助业务白皮书，2019年大病网络互助金总额约为50亿元，行业规模仍在不断扩张，行业累计注册用户超过3.4亿，截至2020年第2季度，规模以上网络互助平台累计筹集互助资金达111.72亿，较上季度增长近19亿；累计受助用户超过8.45万人，比上季度增加了1.43万人，全行业互助件均13.21万，网络互助对非医保大病医疗费用保障水平贡献度有望进一步提升。

图 69：网络互助筹集金额（亿）

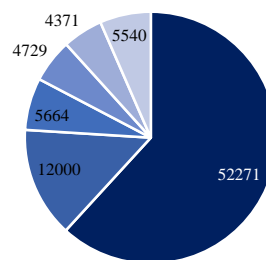
■ 相互宝 ■ 水滴互助 ■ 轻松互助 ■ 康爱公社 ■ e互助 ■ 其他平台



数据来源：各平台官网、公众号，东吴证券研究所

图 70：网络互助受助人人数（人）

■ 相互宝 ■ 水滴互助 ■ 轻松互助 ■ 康爱公社 ■ e互助 ■ 其他平台



数据来源：各平台官网、公众号，东吴证券研究所

网络互助的用户特征以年轻一代和三线以下城市群体为主，且与健康保险用户的重叠率较低。以水滴互助为例，近6成互助会员为80后，75%以上的会员来自于三线及以下城市，与水滴互助情况相似，相互宝，成员整体较为年轻，以80后、90后社会中坚力量为主体，占比近60%。三分之一的成员来自农村和县域，近六成成员来自三线及以下城市，中、西部地区需求旺盛。

用户规模是网络互助平台增长的核心驱动因素，相互宝更具成本优势。1) 网络互助平台颠覆了传统保险业的盈利模式，传统保险业依靠统计学、精算学，先收后支，期间进行投资，赚取利润，而网络互助平台则更多发挥中介的作用，直接连接当期的分摊者和受助者，并从分摊金额中收取一定比例的管理费作为盈利来源。相互宝收入来源为互助金总金额的固定比例的管理费（即分摊金额\*费率），目前大部分网络互助平台的费

率为 8%。2) 相比于传统保险公司一般依靠销售人员线下推介的方式, 网络互助业务为用户主动选择参与, 接触到的顾客更全面, 因此相互宝管理费用与营销费用低, 产品更具价格优势。而在网络互助公司中, 背靠支付宝的相互宝也能以较低的成本去吸纳忠实客户。3) 网络互助平台收取的管理费用主要用于产品开发、日常运营与核赔调查, 盈利也来自于管理费用, 管理费用则来自于用户的分摊金, 随着用户的规模增大, 固定成本带来的压力减小, 不断增加的用户规模也为平台分摊能力做了强有力的背书, 网络互助平台也不会面对传统保险公司经营模式下“早收晚支”的风险。因此, 随着用户规模不断扩大, 可能会形成网络互助业务的马太效应, 也可以获得更加充分的风险分散效果, 因此用户规模是互联网互助平台的生长的核心驱动因素。

表 7: 人身保障类互动产品的收费模式一览

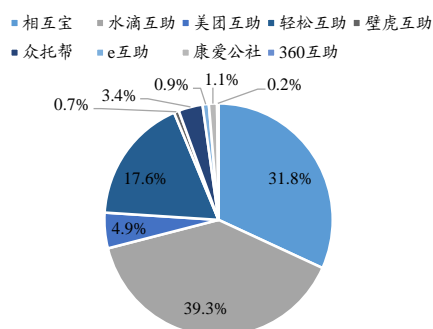
| 平台名称   | 费用水平       | 收费用途                        |
|--------|------------|-----------------------------|
| 相互宝    | 8%         | 管理费, 用于产品开发、日常运营、核赔调查       |
| 水滴互助   | 8%         | 管理费, 用于产品开发、日常运营、核赔调查       |
| 美团互助   | 8%         | 管理费, 用于产品开发、日常运营、核赔调查       |
| 360 互助 | 10%        | 管理费, 用于产品开发、日常运营、核赔调查       |
| 点滴互助   | 6%         | 管理费, 用于产品开发、日常运营、核赔调查       |
| 轻松互助   | 2%         | 技术管理费, 只针对领取了活动奖励互助金又没激活的账户 |
|        | 2 元/人/季    | 账户管理费                       |
|        | -          | 第三方服务费                      |
| 康爱公社   | 500 元起     | 费用根据领取互助金额度比例厘定             |
| e 联盟   | 5 元        | 提现手续费                       |
|        | 1 元/人/月    | 管理费                         |
|        | 3000 元     | 调查服务费                       |
| 众托帮    | 0.01 元/人/天 | 运营管理费                       |
|        | 3000 元     | 调查服务费                       |

数据来源: 各平台官网, 东吴证券研究所

**互联网巨头纷纷布局, 行业市场集中度高, 蚂蚁处于绝对领先地位。**根据各公司官网/官方公众号信息, 阿里巴巴、腾讯、美团、新浪等互联网巨头均直接或者间接参与了网络互助业务, 选取主要的 9 家网络互助业务公司, 以会员数量为标准衡量的网络互助平台市场占有率, 水滴互助排名第一, 为 39.3%, 会员数量达 1.34 亿人, 其投资方之一为腾讯, 相互宝则排名第二, 会员数量占有率为 31.8%, 会员数量达 1.08 亿人, 背靠阿

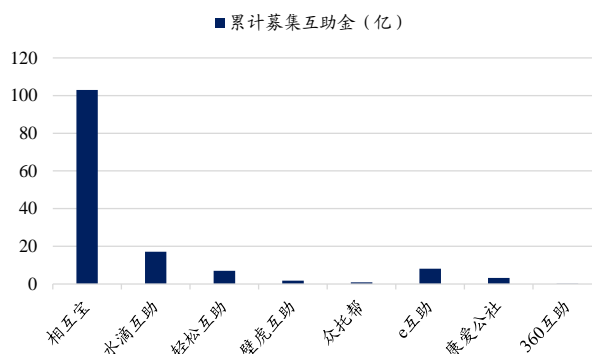
里旗下的支付宝。但是从筹集互助金的金额来看，相互宝一骑绝尘，筹集互助金累计103.02亿元，是排名第2的水滴互助所筹集互助金额的6倍多。相比于用户数量，有效筹集金额是更有意义的指标，相互宝依靠支付宝引流的活跃客户、简单的流程以及较广的保险范围，已经吸引了大批活跃客户，可以看到，实际的行业集中度较高，蚂蚁拥有庞大的用户群，具有独到优势，重视保险教育及客户需求挖掘，提高保险客户转化率，相互宝占据绝对优势。

图 71: 网络互助平台市场占有率



数据来源：各平台官网、公众号，东吴证券研究所  
截至 2020 年 10 月 24 日

图 72: 主要网络互助平台筹集互助金情况



数据来源：各平台官网、公众号，东吴证券研究所  
截止至 2020 年 10 月 24 日

## 5.2. 蚂蚁保险商城：产品全面的保险超市，为板块主要盈利点

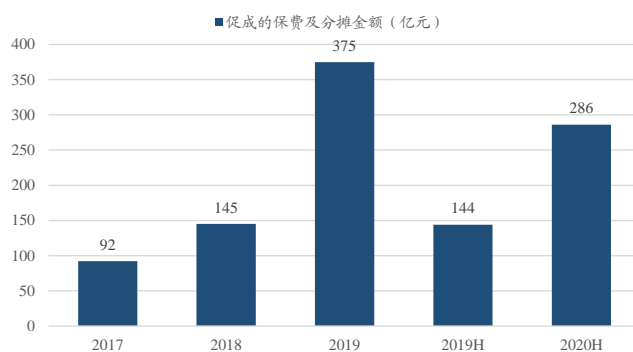
蚂蚁保险提供中介平台，并从中收取佣金盈利。1) 蚂蚁保险设立互联网平台连接保险用户与保险公司，代销各种互联网保险产品，蚂蚁保险则通过代销保险产品收取佣金，佣金主要由代销规模\*渠道销售费率构成，是保险板块的主要盈利点。2) **保险超市为蚂蚁保险的主要运行模式，产品多且覆盖广。**保险平台帮助保险公司提供创新型保险产品，通过平台，消费者可以选择超过 2000 种产品，100 多家保险公司，覆盖健康、意外、旅行、财产、人寿、车险，主要合作者包括人保、众安、平安、人寿、国华、太平洋、安联等等知名保险公司，较为畅销的保险产品则有“全民保”、“好医保”。

图 73: 保险产品的覆盖

图 74: 蚂蚁促成的保费及分摊金额

| 保险种类  | 覆盖方向                 | 代表性产品   |
|-------|----------------------|---------|
| 寿险    | 定期寿险、终身寿险、年金险、养老保险产品 | 全民保     |
| 健康险   | 短期长期医疗险、重疾险          | 健康金、好医保 |
| 财险    | 财产、车险、事故/意外险         | 全家保     |
| 创新型保险 | 退货运费险、营业中断险          |         |

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所



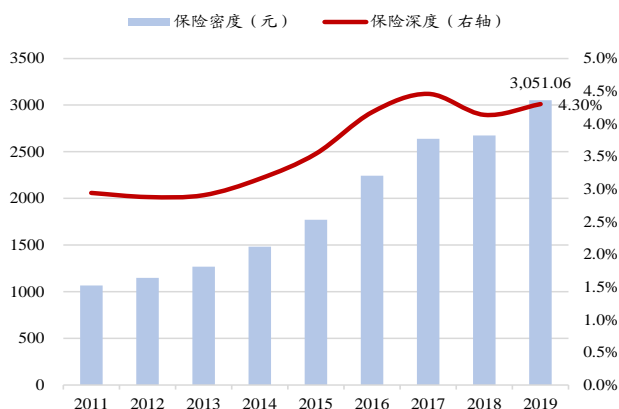
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

**用户培育+提高转化的战略推动蚂蚁保险业务增长。**蚂蚁保险的产品设计导向为普惠，以满足众多消费者和小微经营者的需求，让更多人获得保障。支付宝平台也为蚂蚁保险带来了丰富的用户流量，促进了保险产品的保费规模。2018年蚂蚁保险促成保费规模为145亿元，同比增长57.6%；2019年为375亿元，同比增长158.6%。2020年上半年促成保费规模为286亿元，同比增长98.6%。

### 5.3. 未来空间：市场规模+互联网保险渗透率逐步提升，蚂蚁流量优势显著

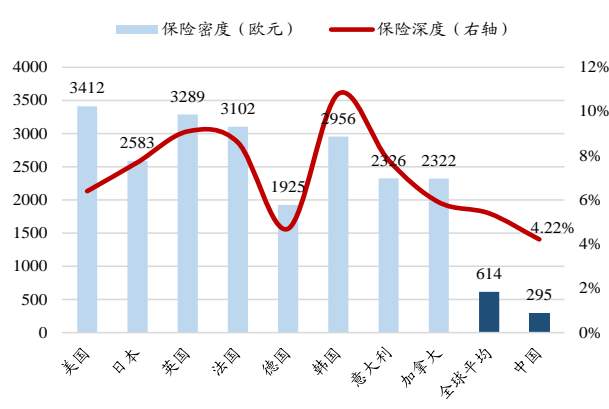
我国保险渗透仍有较大提升空间，保险密度和深度虽有所提升，但仍远不及海外地区市场。2011年-2019年，我国保险密度由1067元上升至3051元，保险深度由2.9%上升至4.3%，均有较大提升，但与欧美和亚太主要经济体相比，仍有很大差距。瑞再数据显示，2018年我国保险密度和深度远低于欧美主要经济体，也显著落后于日本、韩国，保险渗透仍低，市场前景广阔。

图 75：我国保险密度和保险深度



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 76：2018 年主要经济体保险深度和保险密度



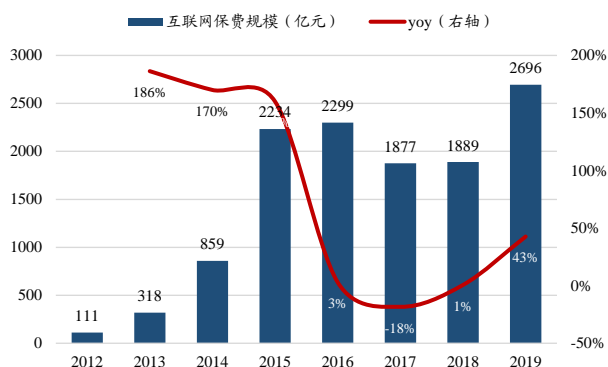
数据来源：Swiss Re，东吴证券研究所

互联网保险规模高速增长，渗透率提升进一步扩大市场空间。2012年-2015年，我



国互联网保费规模迅速从 111 亿元扩张到 2234 亿元，CAGR 高达 172%，近年来有所波动，2019 年又恢复增长至 2696 亿元，预计随着居民保险意识的提升和使用互联网购买保险产品习惯的增强，市场规模仍将继续扩大。2012 年我国互联网保险的渗透率仅有 0.7%，2015 年增长至 9.2% 的高点，2020 年上半年达到 6.5%，随着消费者教育的加强，保险行业向互联网渠道转型可期。

图 77: 中国互联网保险规模



数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

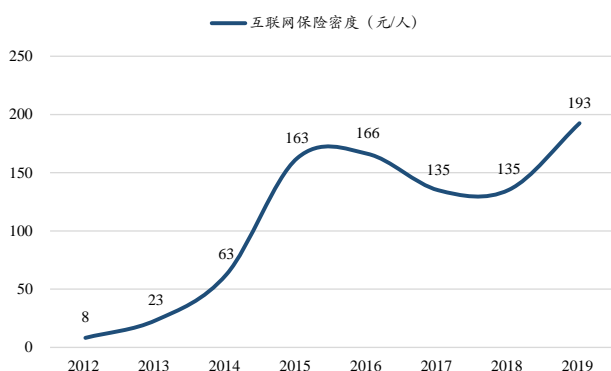
图 78: 中国互联网保险渗透率



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

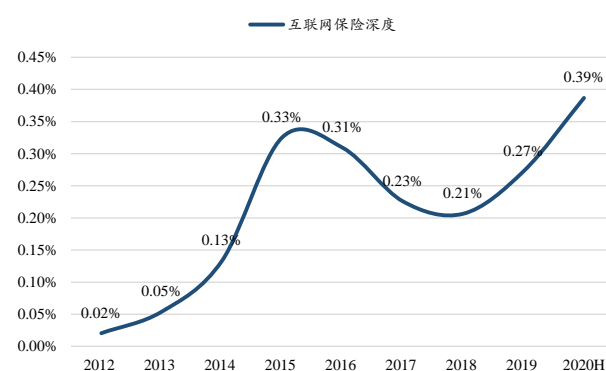
互联网保险密度与深度增长趋势明显，用户价值有望继续提升。2012 年-2019 年，我国互联网保险密度从 8 元提高到 193 元，实现了 23 倍的大幅增长，互联网保险深度也从 2012 年的 0.02% 增加至 2020 年上半年的 0.39%。居民对保险保障的需求提高叠加互联网保险产品的普及，用户价值也有着明显的上升趋势。

图 79: 我国互联网保险密度



数据来源：国家统计局，保险行业协会，东吴证券研究所

图 80: 我国互联网保险深度

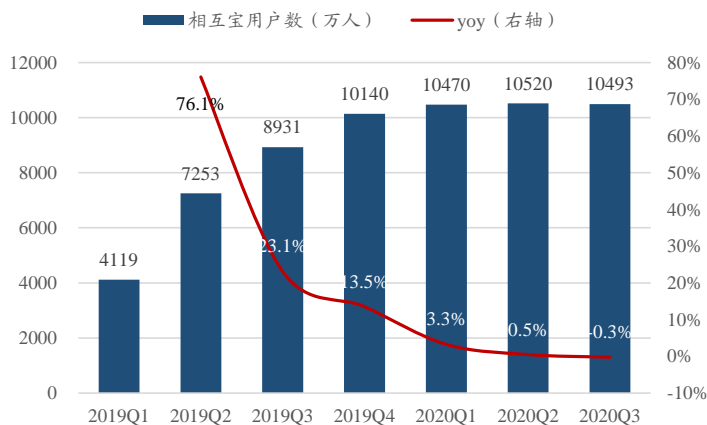


数据来源：国家统计局，保险行业协会，东吴证券研究所

**流量为王+需求挖掘+产品创新，将推动蚂蚁保险业务快速增长。**大众流量是蚂蚁保险能够快速推动相互宝和保险超市发展的主导因素，蚂蚁集团作为互联网流量巨头，用极强的议价能力推出价格极低的保险产品，迎合大众流量对性价比产品的期待。产品教

育是蚂蚁保险不断培育保险用户重要组成部分，通过提供简单、易懂、多媒介的教育内容，提升消费者群体的保险意识，进行后续转化。同时蚂蚁保险通过“健康金”模块，从支付宝平台其他业务向保险业务引流，满足并不断挖掘用户需求，吸引更多消费者。公司不断进行产品创新，例如退货运费险是中国第一个线上场景险，以及新冠疫情期间，公司向员工人数在 20 人以内的线下商家赠送营业中断险，提高小微经营者对保险的认知。

图 81：蚂蚁历年相互保用户数



数据来源：支付宝 APP，东吴证券研究所

## 6. 盈利预测

### 6.1. 营业收入

我们预计 2020-2022 年，公司的收入分别为 1657.0/2174.1/2754.8 亿元，同比增长 37.4%/31.2%/26.7%。具体业务线条预测如下：

#### 6.1.1. 数字支付与商家服务

我们预计公司 2020-2022 年，数字支付与商家服务收入为 604.1/677.3/745.6 亿元，分别同比增加 16.4%/12.1%/10.1%。数字支付与商家服务的收入增长主要来源于支付笔数的提高与单笔支付金额的缓慢上升。具体如下：

表 8：数字支付与商家服务笔数与单笔消费金额变化预测（元）

|         | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 支付笔数（亿） | 1971.00 | 2298.00 | 2596.74 | 2882.38 | 3141.80 |
| yoy     | 54.23%  | 16.59%  | 13.00%  | 11.00%  | 9.00%   |
| 单笔支付金额  | 460.68  | 483.46  | 497.97  | 502.95  | 507.98  |

yoy -14.05% 4.95% 3.00% 1.00% 1.00%

数据来源：公司财报，客户投诉风险事件处理报告，东吴证券研究所

### 6.1.2. 数字金融科技平台业务

我们预计公司 2020-2022 年，数字金融科技平台业务收入分别为 1032.4/1458.0/1947.0 亿元，分别同比增加 41.2%/33.5%/29.3%。其中，我们预计微贷科技平台业务 2020-2022 年收入分别为 593.0/769.3/927.0 亿元，分别同比增加 41.6%/29.7%/20.5%；理财科技平台业务收入分别为 242.6/314.7/384.2 亿元，同比增加 43.1%/29.7%/22.1%；保险科技平台业务收入分别为 196.8/374.0/635.8 亿元，同比增加 120.0%/90.0%/70.0%。

### 6.1.3. 创新业务及其他

创新业务及其他主要包括区块链和数据库服务，目前体量较小，但 2020 年以来开始快速增长。我们预计创新业务及其他收入可以延续今年以来的增长势头，预计 2020-2022 年同比增加 120.0%/90.0%/60.0%，分别达到 20.5/38.9/62.2 亿元的收入规模。

## 6.2. 财务预测基础假设

财务预测基础假设如下：

表 9：基本假设表

|         | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业成本收入比 | 50.17% | 42.00% | 43.00% | 44.00% |
| 营业税金及附加 | 0.52%  | 0.59%  | 0.55%  | 0.54%  |
| 营业费用    | 14.96% | 8.50%  | 8.50%  | 8.50%  |
| 管理费用    | 7.75%  | 7.75%  | 7.75%  | 7.75%  |
| 研发费用    | 8.79%  | 8.75%  | 8.75%  | 8.75%  |
| 税率      | 14.16% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 应收账款周转率 | 11.58  | 11.08  | 10.58  | 10.58  |
| 预付账款周转率 | 208.48 | 226.98 | 213.84 | 217.33 |
| 应付账款周转率 | 3.50   | 3.50   | 3.50   | 3.50   |
| 预收账款周转率 | 44.60  | 53.00  | 53.00  | 53.00  |

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

## 6.3. 盈利预测

基于我们以上的分析，我们预计 2020-2022 年，公司收入分别为 1657.0/2174.1/2754.8 亿元，同比增长 37.4%/31.2%/26.7%，归母净利润分别为 447.1/577.6/708.7 亿元，同比增长 163.7%/29.2%/22.7%。蚂蚁集团以支付业务低费率维持自己的竞争优势，而在信贷、

理财、保险等高利润率业务方面又具有非常大的渗透空间，我们看好蚂蚁集团的成长空间与发展前景。

## 7. 公司估值

### 7.1. 相对估值

蚂蚁集团的全部业务互相关联，微贷、理财、保险业务的高盈利能力依托于支付业务牺牲利润带来的丰富流量，用户和商家在支付时产生的交易数据又能成为盈利业务风险定价的信息来源，而创新业务又建立在这个金融生态的基础上。所以如果对单块业务进行估值，就忽略了业务链接带来的协同效应。我们建议参考公司历史估值和其他金融科技公司的估值进行相对估值定价。

历史估值参照。2018年6月，蚂蚁集团融资140亿美元，投后估值达到1500亿美元，参考2019年公司169.57亿人民币的归母净利润，对应2019年PE达到60倍。（人民币:美元=6.8:1）

同行业估值参照。我们选取A股和美股知名的金融科技进行估值对比，蚂蚁集团相比于下表中的公司是一个更加综合和丰富的生态，拥有更多的业绩增长点，因此，我们认为估值也应当高于平均水平，按照2021年PE可以给予50倍估值，根据我们的盈利预测，市值为28410亿元。

表 10: 可比公司估值对比（数据取自 2020.10.26）

|        | EPS  |      |      | PE    |       |       |
|--------|------|------|------|-------|-------|-------|
|        | 2020 | 2021 | 2022 | 2020  | 2021  | 2022  |
| Paypal | 3.73 | 4.56 | 5.46 | 54.38 | 44.51 | 37.17 |
| 恒生电子   | 1.39 | 1.66 | 2.04 | 65.43 | 54.79 | 44.58 |
| 东方财富   | 0.41 | 0.61 | 0.75 | 59.34 | 39.89 | 32.44 |
| 平均 PE  |      |      |      | 59.72 | 46.39 | 38.07 |

注：Paypal 的 EPS 数据为经调整 EPS，且以美元计价

数据来源：彭博、万德、东吴证券研究所

### 7.2. DCF 估值方法

依然承接我们的分析思路，以公司总体的自由现金流进行绝对估值。除了上述业绩预测假设外，DCF 模型的基本假设如下：

- 预测区间为 3 年，过渡期为 10 年；
- 永续增长率  $g$  为 3%；

- 公司 WACC 为 8.06%，其中股权资本成本的计算基于 CAPM 模型，无风险利率取 10 年期国债利率近 5 年均值，由于公司没有上市，根据恒生电子、东方财富最近 5 年股价波动相对上证指数的幅度测算出贝塔系数，并取两家公司平均值。

表 11: 贴现率取值依据

| 项目    | 取值依据                    | 数值    |
|-------|-------------------------|-------|
| 无风险利率 | 无风险利率取 10 年期国债利率近 5 年均值 | 3.24% |
| 贝塔系数  | 公司最近 5 年股价波动相对上证指数波动平均值 | 1.35  |
| 市场回报率 | 参考 GDP                  | 6.6%  |

数据来源：wind，东吴证券研究所

根据上述分析，我们对公司进行 DCF 估值得到公司市值为 32842 亿元。因此，我们计算蚂蚁集团的合理估值区间为 28410-32842 亿元，按照发行上限计算，每股 92.0-106.4 元。

## 8. 风险提示

**金融政策风险。**金融是强监管业务，关系到国计民生，尤其互联网金融业务，更是处在政策严密监控之下，国家政策变化会影响公司的盈利能力。

**行业竞争加剧。**蚂蚁集团在多个业务上面临腾讯金融科技、京东数科、陆金所等公司的竞争，尤其腾讯还掌握流量优势，竞争对手金融科技业务的大规模补贴和拓展，有可能导致公司被动应战，从而造成盈利能力的下滑。

**宏观经济下滑。**宏观经济波动会影响消费者的支出决策和金融产品的购买决策，同时也会影响信贷资产的质量，违约风险飙升，银行惜贷，需求和供给都会受到抑制，从而会影响蚂蚁金服的业务增长。



蚂蚁集团三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          | 利润表 (百万元)        | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产</b>        | <b>139,239</b> | <b>440,930</b> | <b>428,558</b> | <b>469,654</b> | <b>营业收入</b>      | <b>120,618</b> | <b>165,700</b> | <b>217,412</b> | <b>275,483</b> |
| 现金                 | 66,971         | 342,841        | 297,559        | 306,813        | 减:营业成本           | 60,515         | 69,594         | 93,487         | 121,213        |
| 应收账款               | 13,120         | 16,779         | 24,304         | 27,752         | 营业税金及附加          | 632            | 978            | 1,195          | 1,495          |
| 存货                 | 0              | 0              | 0              | 0              | 营业费用             | 18,050         | 14,085         | 18,480         | 23,416         |
| 其他流动资产             | 59,147         | 81,309         | 106,695        | 135,089        | 管理费用             | 9,347          | 27,341         | 35,873         | 45,455         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>132,319</b> | <b>166,837</b> | <b>234,521</b> | <b>283,377</b> | 财务费用             | -45            | -3,971         | -5,493         | -4,525         |
| 长期股权投资             | 26,797         | 29,238         | 32,544         | 37,293         | 资产减值损失           | -178           | -365           | -478           | -606           |
| 固定资产               | 5,836          | 6,317          | 22,881         | 26,655         | 加:投资净收益          | -783           | 1,514          | 1,592          | 2,083          |
| 在建工程               | 1,723          | 2,291          | 14,392         | 14,407         | 公允价值变动损益         | 1,112          | -4,143         | -4,348         | -3,242         |
| 无形资产               | 15,042         | 17,326         | 20,066         | 23,353         | <b>营业利润</b>      | <b>22,401</b>  | <b>56,647</b>  | <b>73,215</b>  | <b>89,934</b>  |
| 其他非流动资产            | 82,921         | 111,666        | 144,639        | 181,667        | 加:营业外净收支         | -1,348         | -1,855         | -2,435         | -3,088         |
| <b>资产总计</b>        | <b>271,558</b> | <b>607,767</b> | <b>663,080</b> | <b>753,031</b> | <b>利润总额</b>      | <b>21,052</b>  | <b>54,792</b>  | <b>70,780</b>  | <b>86,846</b>  |
| <b>流动负债</b>        | <b>70,997</b>  | <b>93,254</b>  | <b>88,746</b>  | <b>105,065</b> | 减:所得税费用          | 2,980          | 8,219          | 10,617         | 13,027         |
| 短期借款               | 14,600         | 22,000         | 0              | 0              | 少数股东损益           | 1,115          | 1,863          | 2,407          | 2,953          |
| 应付账款               | 18,376         | 21,350         | 32,015         | 37,176         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>16,957</b>  | <b>44,710</b>  | <b>57,757</b>  | <b>70,866</b>  |
| 其他流动负债             | 38,021         | 49,904         | 56,731         | 67,889         | EBIT             | 20,459         | 49,993         | 62,026         | 77,913         |
| <b>非流动负债</b>       | <b>10,992</b>  | <b>10,488</b>  | <b>10,146</b>  | <b>9,959</b>   | EBITDA           | 22,428         | 51,848         | 65,609         | 83,781         |
| 长期借款               | 8,040          | 6,432          | 4,824          | 3,216          |                  |                |                |                |                |
| 其他非流动负债            | 2,952          | 4,056          | 5,322          | 6,743          |                  |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>        | <b>81,989</b>  | <b>103,742</b> | <b>98,892</b>  | <b>115,024</b> | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2019A</b>   | <b>2020E</b>   | <b>2021E</b>   | <b>2022E</b>   |
| 少数股东权益             | 6,311          | 8,174          | 10,581         | 13,533         | 每股收益(元)          | 0.85           | 1.45           | 1.87           | 2.30           |
| 归属母公司股东权益          | 183,257        | 495,851        | 553,607        | 624,474        | 每股净资产(元)         | 7.79           | 16.06          | 17.93          | 20.22          |
| <b>负债和股东权益</b>     | <b>271,558</b> | <b>607,767</b> | <b>663,080</b> | <b>753,031</b> | 发行在外股份(百万股)      | 23524          | 30878          | 30878          | 30878          |
|                    |                |                |                |                | ROIC(%)          | 8.4%           | 8.0%           | 9.3%           | 10.4%          |
|                    |                |                |                |                | ROE(%)           | 9.5%           | 9.2%           | 10.7%          | 11.6%          |
|                    |                |                |                |                | 毛利率(%)           | 49.8%          | 58.0%          | 57.0%          | 56.0%          |
|                    |                |                |                |                | 销售净利率(%)         | 14.1%          | 27.0%          | 26.6%          | 25.7%          |
|                    |                |                |                |                | 资产负债率(%)         | 30.2%          | 17.1%          | 14.9%          | 15.3%          |
|                    |                |                |                |                | 收入增长率(%)         | 40.7%          | 37.4%          | 31.2%          | 26.7%          |
|                    |                |                |                |                | 净利润增长率(%)        | 2442.1%        | 163.7%         | 29.2%          | 22.7%          |
|                    |                |                |                |                | P/E              | 80.94          | 47.51          | 36.78          | 29.98          |
|                    |                |                |                |                | P/B              | 8.83           | 4.28           | 3.84           | 3.40           |
|                    |                |                |                |                | EV/EBITDA        | 92.74          | 34.92          | 27.92          | 21.73          |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2019A</b>   | <b>2020E</b>   | <b>2021E</b>   | <b>2022E</b>   |                  |                |                |                |                |
| 经营活动现金流            | 17,260         | 37,887         | 49,176         | 64,824         |                  |                |                |                |                |
| 投资活动现金流            | -27,507        | -41,918        | -77,368        | -59,638        |                  |                |                |                |                |
| 筹资活动现金流            | 3,873          | 279,901        | -17,091        | 4,068          |                  |                |                |                |                |
| 现金净增加额             | -6,233         | 275,870        | -45,282        | 9,254          |                  |                |                |                |                |
| 折旧和摊销              | 1,969          | 1,856          | 3,583          | 5,868          |                  |                |                |                |                |
| 资本开支               | 14,945         | 2,235          | 30,147         | 5,665          |                  |                |                |                |                |
| 营运资本变动             | -10,700        | -8,946         | -11,543        | -11,170        |                  |                |                |                |                |

注: PE、PB、EV/EBITDA 均参照发行价计算

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>