



策略专题

证券分析师

吴开达
资格编号: S0120521010001
邮箱: wukd@tebon.com.cn

研究助理

孙希民
邮箱: sunxm3@tebon.com.cn

相关研究

- 1.《没有大水漫灌,或非对称降息》, 2022.12.18
- 2.《和达高科发售获追捧,中证REITs指数发布周观REITs2022年12月第2周-》, 2022.12.17
- 3.《近端次新量价齐跌——周观新股2022年12月第2周》, 2022.12.17
- 4.《收官博弈白热化——A股七大资金主体面面观》, 2022.12.15
- 5.《闯关冬天》, 2022.12.11

蚂蚁集团梳理

——基于股权、业务整改与政策视角

投资要点:

- **蚂蚁业务理解: 数字支付与金融科技双支柱, 创新业务潜在增长。** 1) 蚂蚁集团的业务包括三大类, 分别是数字支付和商家服务、数字金融科技平台以及创新业务及其他; 2) 数字支付是蚂蚁核心业务, 但未来可能增速放缓, 被金融科技赶超; 3) 金融科技业务方面, 信贷杠杆、征信监管趋于规范, 财富管理是增长方向。
- **蚂蚁暂缓IPO与三轮约谈情况: 2020年11月蚂蚁暂缓上市以来, 监管对其进行三轮约谈:** 1) 2020年11月2日, 央行、银保监会、证监会、国家外汇管理局对蚂蚁集团进行约谈; 2) 2020年12月26日, 人民银行、银保监会、证监会、外汇局等金融管理部门联合约谈了蚂蚁集团, 指出了蚂蚁集团目前经营中存在的主要问题: a) 公司治理机制不健全; b) 法律意识淡漠, 藐视监管合规要求, 存在违规监管套利行为; c) 损害消费者合法权益, 引发消费者投诉等。3) 2021年4月12日, 金融管理部门就整改措施与蚂蚁集团进行深入沟通, 并督促蚂蚁集团形成了全面可行的整改方案。整改内容主要包括五个方面: a) 纠正支付业务不正当竞争行为; b) 打破信息垄断; c) 蚂蚁集团整体申设为金融控股公司; d) 严格落实审慎监管要求; e) 管控重要基金产品流动性风险。
- **蚂蚁近年整改: 由效率转向社会价值优先。** 整体来看, 蚂蚁集团整改的三大核心问题为: 消费金融整改、征信牌照获取、金控牌照获取。目前, 消费金融整改已取得较大进展, 重庆蚂蚁消费金融有限公司最新增资方案已落地, 征信牌照目前尚未获得, 金控牌照尚未获得。具体业务方面, **1) 数字支付业务的整改**主要涉及减费让利、生态投入、打破平台壁垒, 互联互通, 预计利润率将有所下滑; **2) 金融科技业务的整改则包括:** a) 微贷业务杠杆率压降, 循环放贷模式打破, 助贷模式红利不再; b) 征信规范化、严格化, 蚂蚁旗下成立征信业务公司; c) 财富管理业务有望成为增长极。
- **与蚂蚁集团存在股权关系及业务合作的相关公司梳理:**

2022年12月15日至16日在北京举行的中央经济工作会议提出“要大力发展数字经济, 提升常态化监管水平。支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手”。

我们梳理了三类公司:

一是与蚂蚁集团本身关联度较高的公司, 包括与蚂蚁集团存在参控股、合作关系的上市公司。

二是与蚂蚁生态以及蚂蚁整改后的业务需求相关的公司。

三是与蚂蚁集团同属金融科技领域的相关公司。

风险提示: 1、招股说明书信息滞后; 2、标的梳理可能存在遗漏; 3、平台经济监管超预期。

内容目录

1. 蚂蚁集团业务梳理：“金融归金融、科技归科技”	4
1.1. 蚂蚁业务理解：数字支付与金融科技双支柱，创新业务潜在增长	4
1.2. 数字支付业务：蚂蚁起家的核心业务，但增速放缓，被金融科技赶超	5
1.3. 数字金融科技平台：三足鼎立有序增长	6
2. 蚂蚁 IPO 暂缓后整改梳理	9
2.1. 暂缓上市后蚂蚁配合整改	9
2.2. 业务整改梳理：由效率转向社会价值优先	10
2.2.1. 整改的三大核心问题：消费金融整改+征信牌照获取+金控牌照获取	10
2.2.2. 数字支付业务整改：减费让利、互联互通，预计利润率将有所下滑	11
2.2.3. 金融科技业务整改：征信规范、杠杆压降、理财业务增长	12
3. 与蚂蚁集团存在股权关系及业务合作的相关公司梳理	14
4. 风险提示	16

图表目录

图 1: 蚂蚁集团业务规模概览.....	4
图 2: 蚂蚁集团业务营运指标一览.....	4
图 3: 蚂蚁集团 IPO 前股权结构	4
图 4: 蚂蚁集团各版块收入占比: 支付业务下, 金融科技上.....	5
图 5: 蚂蚁集团管理费用构成: 薪资、股权激励占比高 (万元)	5
图 6: 蚂蚁业务: 数字支付与商家服务概览	5
图 7: 蚂蚁业务: 三类数字金融科技平台规模	5
图 8: 蚂蚁业务: 数字科技金融平台收入拆分 (占营收比)	6
图 9: 蚂蚁业务: 三类数字科技金融平台营收	6
图 10: 微贷科技平台示意: 帮助消费者获得信贷服务, 并帮助金融机构合作伙伴建立自动化及快速信贷全流程.....	7
图 11: 微贷科技平台示意: 小微经营者信贷风险管理.....	7
图 12: 蚂蚁集团消费信贷产品举例.....	7
图 13: 中国互联网消费金融行业规模与结构: 互联网平台放款占比见顶回落	7
图 14: 蚂蚁集团微贷科技平台: 消费信贷余额逾期率.....	8
图 15: 蚂蚁集团微贷科技平台: 消费信贷疫情期间余额逾期率	8
图 16: 蚂蚁集团微贷科技平台: 小微经营者信贷余额逾期率.....	8
图 17: 蚂蚁集团微贷科技平台: 小微经营者信贷疫情期间余额逾期率	8
图 18: 蚂蚁集团理财科技平台与保险科技平台概况	8
图 19: 蚂蚁集团 IPO 披露的募集资金拟投资方向	8
图 20: 蚂蚁集团发展大事时间轴	9
图 21: 蚂蚁暂缓 IPO 前后有关信息梳理	10
图 22: 蚂蚁集团在数字支付业务领域受到的监管和影响梳理.....	12
图 23: 蚂蚁集团在金融科技业务领域受到的监管和影响梳理.....	13
图 24: 天弘余额宝规模受监管指导后压降.....	13
图 25: 蚂蚁基金: 财富管理有望成为新的业务增长点.....	13
图 26: 直接参股、间接参股与实控人参股蚂蚁集团的相关 A 股上市公司	14
图 27: 被蚂蚁集团参股, 或存在合作关系的相关 A 股上市公司	14
图 28: 与蚂蚁集团同属金融科技领域的相关公司	16
图 29: 综合参控股、业务关联和行业等因素梳理与蚂蚁相关性较大的 A 股上市公司... 16	16

序言：中央经济工作会议指出，要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手。抓住全球产业结构和布局调整过程中孕育的新机遇，勇于开辟新领域、制胜新赛道。

1. 蚂蚁集团业务梳理：“金融归金融、科技归科技”

1.1. 蚂蚁业务理解：数字支付与金融科技双支柱，创新业务潜在增长

蚂蚁集团的业务包括三大类，分别是**数字支付和商家服务、数字金融科技平台（包含借贷、理财、保险三个细分）以及创新业务及其他（区块链和数据库服务等）**。蚂蚁的商业模式大体可概括为以支付为出发点并广泛连接，以场景、数据、技术、运营为支撑，涵盖借贷、理财、保险的科技金融生态圈。

图 1：蚂蚁集团业务规模概览

项目	数据	截至日期
支付宝APP年度活跃用户	10亿+	2020. 8. 17 (TTM)
支付宝APP月度活跃商家	8000万+	截至2020. 6. 30当月
支付宝APP月度活跃用户	7. 11亿	截至2020. 6. 30当月
支付宝APP数字金融年度活跃用户	7. 29亿	2020. 6. 30 (TTM)
金融机构合作伙伴	2000+	截至2020. 6. 30
接受线上支付服务的国家和地区	200+	截至2020. 6. 30
微贷科技平台促成的消费信贷/小微经营者信贷余额	1. 7/0. 4万亿元	截至2020. 6. 30
理财科技平台促成的资产管理规模	4. 1万亿元	截至2020. 6. 30
保险科技平台促成的保费及分摊金额	518亿元	2020. 6. 30 (TTM)

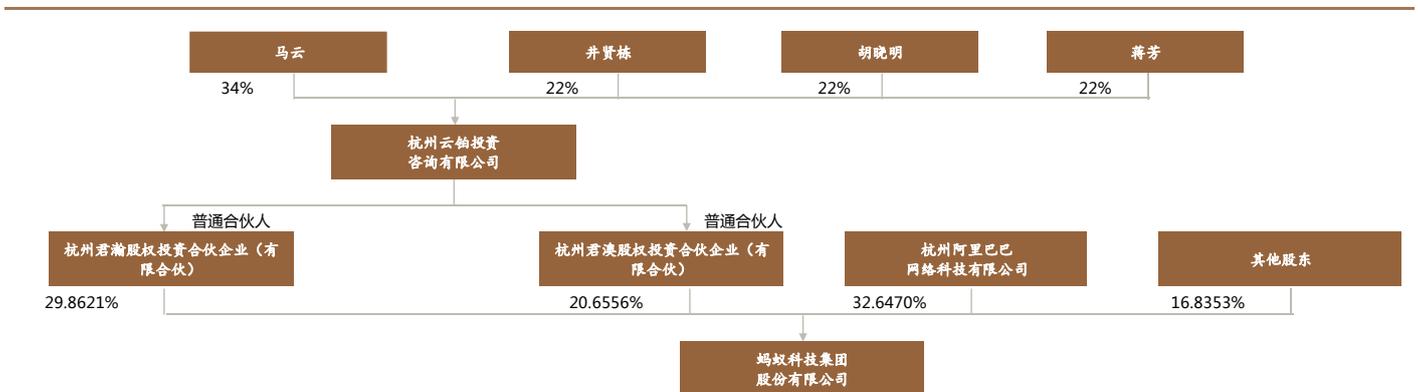
资料来源：蚂蚁集团招股说明书，德邦研究所

图 2：蚂蚁集团业务营运指标一览

	2017	2018	2019	2020H1
支付宝 APP 月度活跃用户 (亿)	4. 99	6. 18	6. 59	7. 11
数字支付-总支付交易规模 (万亿元, TTM)	68. 5	90. 8	111. 1	118
微贷科技平台促成的信贷余额 (亿元)	6475	10456	20138	21536
理财科技平台促成的资产管理规模 (亿元)	22267	27093	33981	40986
保险科技平台促成的保费及分摊金额 (亿元, TTM)	92	145	375	518

资料来源：蚂蚁集团招股说明书，德邦研究所

图 3：蚂蚁集团 IPO 前股权结构



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，德邦研究所

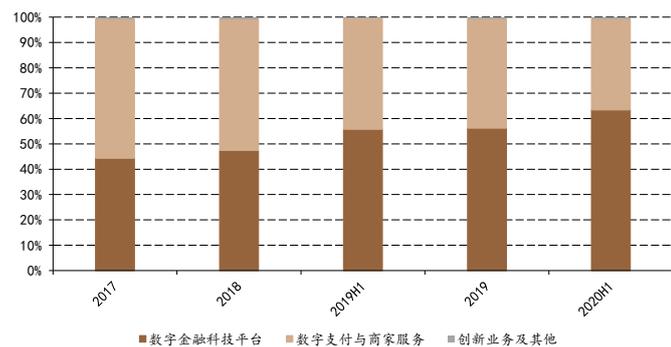
1.2. 数字支付业务：蚂蚁起家的核心业务，但增速放缓，被金融科技赶超

数字支付是蚂蚁集团的核心业务。支付业务服务于个人消费者及线上和线下的商户，强化消费者和商户的联系。根据蚂蚁集团招股说明书披露，截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，支付平台处理的总支付交易规模达 118 万亿元，处理峰值达 45.9 万次/秒。

1) 从数字支付行业规模来说，行业增速有望保持平稳增长，主要逻辑有：a) 农村地区的互联网与移动支付普及率仍有提升空间；b) 商业支付的交易量仍保持较快增长，根据艾瑞咨询数据，商业支付交易规模在 2019 至 2025 年间的年均复合增长率可达 17.5%；同时，主要包含线上购买理财及保险产品、偿还贷款等的金融支付的交易规模在 2019-2025 年间预计为 25%；c) 支付市场近年来在政策引导下格局稳定，互联互通有序进行。

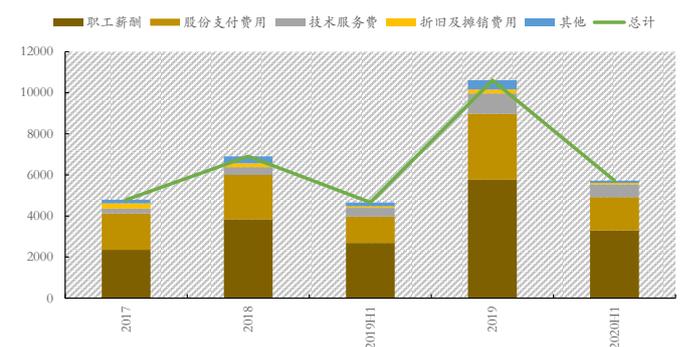
2) 从移动支付业务在蚂蚁集团自身业务占比角度，近年来蚂蚁集团移动支付占比震荡下降，让位于金融科技收入；从蚂蚁集团的费用构成来看，其费用构成薪资、股权占比高，更贴近金融科技创业公司。

图 4：蚂蚁集团各版块收入占比：支付业务下，金融科技上



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，德邦研究所

图 5：蚂蚁集团管理费用构成：薪资、股权激励占比高 (万元)



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，德邦研究所

图 6：蚂蚁业务：数字支付与商家服务概览

支付交易规模	
总支付交易规模	118 万亿元
数字支付交易方式	
资金来源：	电子钱包账户余额、绑定借记卡、绑定信用卡、余额宝、花呗
交易手段：	二维码、支付宝 APP 内支付、网页支付、智能 POS 终端
数字支付技术	
峰值支付处理量	45.9 万次/秒 (注：2019 年双 11)
支付资损率	< 千万分之 0.6
数字生活服务	
小程序	> 200 万个
用户获取数字生活服务比例	> 60%
数字商家服务	
例：2018 年，星巴克在支付宝 APP 内上线了小程序	
2020 年 7 月与阿里巴巴集团一同推出了“717 生活狂欢节”，每天通过支付宝 APP 向消费者发放消费券，最终共有约 700 万商家参与了这次活动。	
跨境支付及商家服务	
国际总支付交易规模	6219 亿元
接受线上支付服务的国家和地区	> 200 个

资料来源：蚂蚁集团招股说明书，德邦研究所

图 7：蚂蚁业务：三类数字金融科技平台规模



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，德邦研究所；单位：亿元

1.3. 数字金融科技平台：三足鼎立有序增长

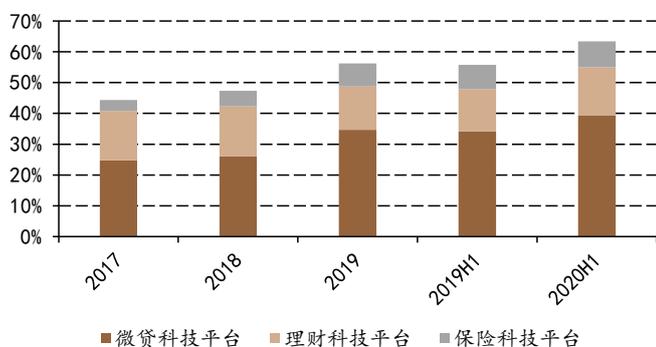
金融科技平台业务是蚂蚁第二大业务，也是增长最快的一类业务，主要分为：

微贷科技平台：该平台服务消费信贷及小微经营者信贷需求，包括面向消费信贷的微贷科技平台（主要产品包括花呗、借呗）以及面向小微经营者的微贷科技平台。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。根据蚂蚁集团招股说明书，截至 2020 年 6 月 30 日，公司与约 100 家银行合作伙伴合作，包括全部政策性银行、大型商业银行、全部股份制商业银行、领先的城商行和农商行、外资银行，同时也与信托公司合作。

理财科技平台：该平台服务理财需求，包括理财产品（余额宝、余利宝、大理财）与为资管合作伙伴提供的服务。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。根据蚂蚁集团招股说明书，截至 2020 年 6 月 30 日，公司与约 170 家资产管理公司合作，包括国内众多的公募基金基金管理公司、保险公司、银行以及证券公司，这些合作伙伴在公司的平台上为用户提供了 6,000 多种产品。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。

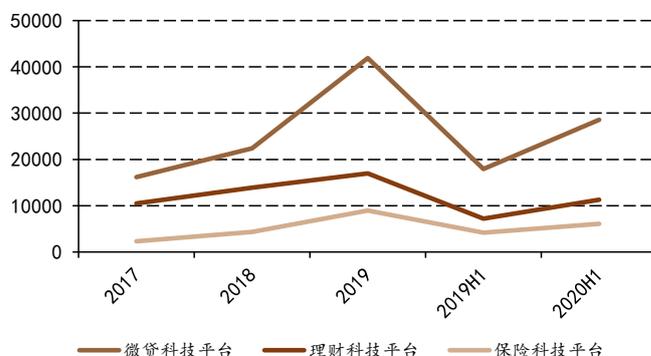
保险科技平台：公司的保险科技帮助保险公司提供创新型保险产品，这些产品投保方便、门槛低、条款透明、价格普惠，具备良好的用户体验。通过公司的平台，消费者可以选择超过 2,000 种产品，覆盖寿险、健康险、财险，以及公司的互助项目相互宝。公司主要按照公司平台促成金融机构合作伙伴相应收取保费的一定百分比获得技术服务费，或按照相互宝项目参与用户支付的分摊金额的一定百分比获得技术服务费。根据蚂蚁集团招股说明书，截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，超过 5.7 亿支付宝用户通过公司平台投保或受保，或参与了互助项目相互宝。

图 8：蚂蚁业务：数字科技金融平台收入拆分（占营收比）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，德邦研究所

图 9：蚂蚁业务：三类数字科技金融平台营收



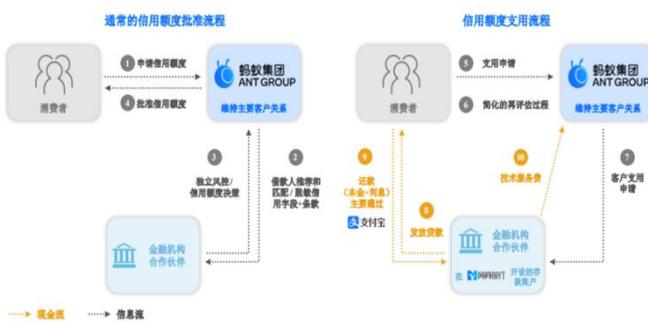
资料来源：蚂蚁集团招股说明书，德邦研究所

微贷科技业务是蚂蚁集团 2020 年营收最多的金融科技业务平台。微贷业务

主要分为消费贷和小微贷款。截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月期间，约 5 亿用户及超 2000 万小微经营者通过公司的微贷科技平台获得了信贷。根据招股说明书，微贷业务 2020H1 实现收入 285.86 亿元，同比增长 59.48%。2017 年、2018 年、2019 年分别实现收入 161.87 亿元、224.21 亿元和 418.85 亿元，2018 年、2019 年的增速分别为 38.51%和 86.81%。微贷科技平台的业务收入占比呈现上升趋势，2017 年、2018 年、2019 年、2020H1 的收入占比分别为 24.75%、26.16%、34.73%和 39.41%。**2020H1 微贷科技平台收入超过数字支付业务成为蚂蚁收入占比最高的业务。**

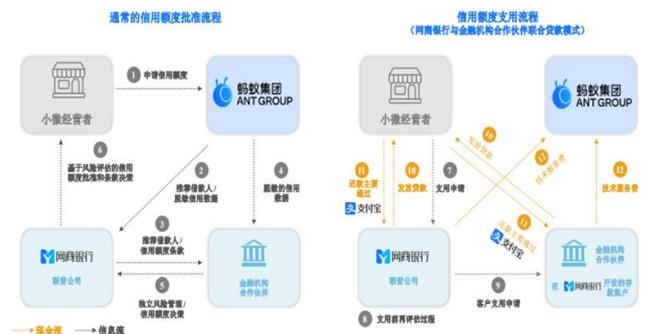
微贷科技业务所在的互联网消费金融行业格局生变：艾瑞咨询表示，银行、消费金融公司等持牌金融机构贡献的业务比例从 2016 年的 17.9%提升到了 2021 年的 32.9%，传统金融机构已经初步完成了以大行为首、头部中小行紧随其后的个人消费贷款自生式互联网化，原有的持牌机构仅作为互联网金融平台资金方角色的现实已被打破。

图 10：微贷科技平台示意：帮助消费者获得信贷服务，并帮助金融机构合作伙伴建立自动化及快速信贷全流程



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，德邦研究所

图 11：微贷科技平台示意：小微经营者信贷风险管理



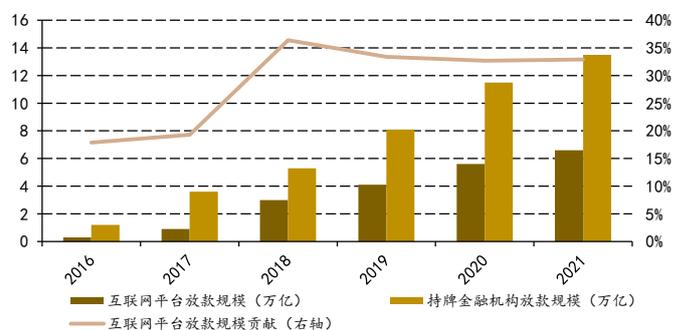
资料来源：蚂蚁集团招股说明书，德邦研究所

图 12：蚂蚁集团消费信贷产品举例

产品特征	花呗	借呗
日利率	低至 0.02%（大部分 ≤ 0.04%）	低至 0.02%（大部分 ≤ 0.04%）
用户平均余额	2000 元	
最低信用额度	20 元	1,000 元
期限 / 分期	3 至 12 个月	3 至 12 个月
免息期	最高 40 天	不适用

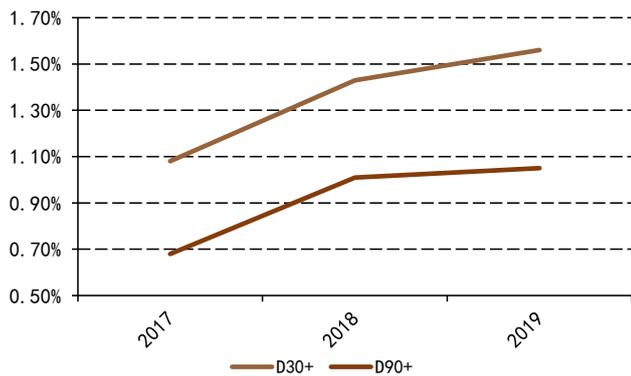
资料来源：蚂蚁集团招股说明书，德邦研究所

图 13：中国互联网消费金融行业规模与结构：互联网平台放款占比见顶回落



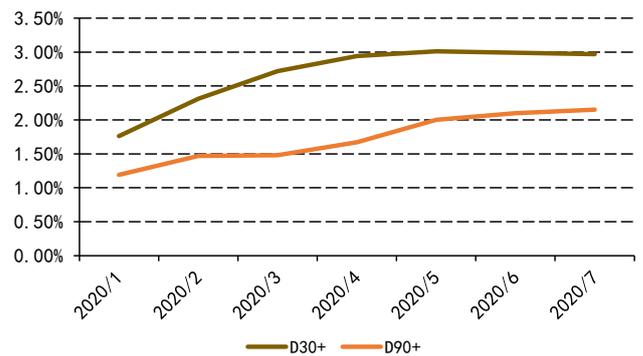
资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

图 14: 蚂蚁集团微贷科技平台: 消费信贷余额逾期率



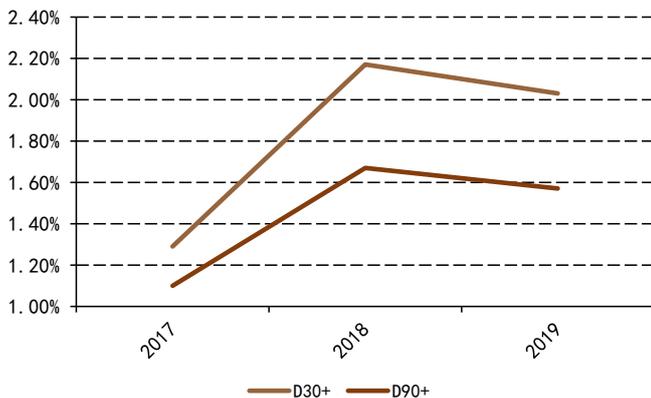
资料来源: 蚂蚁集团招股说明书, 德邦研究所

图 15: 蚂蚁集团微贷科技平台: 消费信贷疫情期间余额逾期率



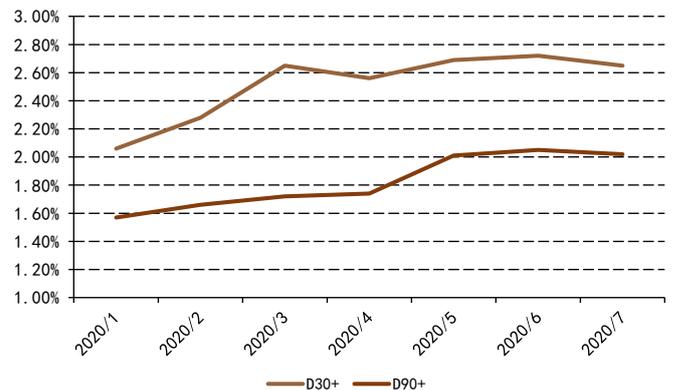
资料来源: 蚂蚁集团招股说明书, 德邦研究所

图 16: 蚂蚁集团微贷科技平台: 小微经营者信贷余额逾期率



资料来源: 蚂蚁集团招股说明书, 德邦研究所

图 17: 蚂蚁集团微贷科技平台: 小微经营者信贷疫情期间余额逾期率



资料来源: 蚂蚁集团招股说明书, 德邦研究所

图 18: 蚂蚁集团理财科技平台与保险科技平台概况

理财科技平台		保险科技平台	
促成的资产管理规模	4.1亿	投保或受保用户数	>5.7亿
资管公司合作数	约170家	保险合作机构数	约90家
产品种类与管理规模	>6000种, 规模40986亿元	平台促成的保费及分摊金额	518亿元

资料来源: 蚂蚁集团招股说明书, 德邦研究所, 截至 2020.6

图 19: 蚂蚁集团 IPO 披露的募集资金拟投资方向

募集资金投资方向	拟投入资金占比
助力数字经济升级	30%
加强全球合作并助力全球可持续发展	10%
进一步支持创新、科技的投入	40%
补充流动资金(及一般企业用途)	20%
合计	100%

资料来源: 蚂蚁集团招股说明书, 德邦研究所

2. 蚂蚁 IPO 暂缓后整改梳理

2.1. 暂缓上市后蚂蚁配合整改

2020 年 11 月蚂蚁暂缓上市以来，监管对其进行三轮约谈：

第一轮：2020 年 11 月 2 日，央行、银保监会、证监会、国家外汇管理局对蚂蚁集团进行约谈，蚂蚁回应称，会深入落实约谈意见，继续沿着“稳妥创新、拥抱监管、服务实体、开放共赢”的十六字指导方针，继续提升普惠服务能力，助力经济和民生发展。

第二轮：2020 年 12 月 26 日，人民银行、银保监会、证监会、外汇局等金融管理部门联合约谈了蚂蚁集团，指出了蚂蚁集团目前经营中存在的主要问题：1) 公司治理机制不健全；2) 法律意识淡漠，藐视监管合规要求，存在违规监管套利行为；3) 损害消费者合法权益，引发消费者投诉等。**金融管理部门则对蚂蚁集团提出了重点业务领域的整改要求**：1) 回归支付本源，提升交易透明度，严禁不正当竞争；2) 依法持牌、合法合规经营个人征信业务，保护个人隐私；3) 依法设立金融控股公司，严格落实监管要求，确保资本充足、关联交易合规；4) 完善公司治理，按审慎监管要求严格整改违规信贷、保险、理财等金融活动；5) 依法合规开展证券基金业务，强化证券类机构治理，合规开展资产证券化业务。

第三轮：2021 年 4 月 12 日，金融管理部门就整改措施与蚂蚁集团进行深入沟通，并督促蚂蚁集团形成了全面可行的整改方案。整改内容主要包括五个方面：1) 纠正支付业务不正当竞争行为；2) 打破信息垄断；3) 蚂蚁集团整体申设为金融控股公司；4) 严格落实审慎监管要求；5) 管控重要基金产品流动性风险。

图 20：蚂蚁集团发展大事时间轴

蚂蚁集团发展大事记	
2004	支付宝创立 首创在线担保交易解决方案
2009	推出移动端支付宝APP
2010	快捷支付正式推出 首推基于场景的线上保险产品
2011	首推二维码支付
2013	余额宝推出
2014	支付宝母公司更名为蚂蚁金服 花呗推出 阿里巴巴集团33%入股达成协议
2015	借呗推出 芝麻分推出
2016	蚂蚁森林推出
2018	蚂蚁链BaaS (Blockchain-as-a-Service) 平台推出 相互宝推出
2019	阿里巴巴集团取得33%股份
2020	支付宝APP数字生活战略发布 更名为蚂蚁集团； 10月证监会同意蚂蚁集团科创板上市； 11月蚂蚁集团暂缓上市
2021-	配合监管、业务转型： 1) 数字支付业务：a) 向小微减费让利，引导商户码进行升级；b) 加大数字生态投入，加大开放力度，实现互联互通（与微信等其他平台）； 2) 消费信贷业务整改

资料来源：蚂蚁集团招股说明书，Wind，Choice，德邦研究所

图 21：蚂蚁暂缓 IPO 前后有关信息梳理

时间	具体时间
2022年7月20日	支付宝母公司蚂蚁集团“官宣”启动上市计划，计划将在科创板和港交所同时上市。
2020年11月2日	央行、银保监会、证监会及国家外汇管理局对蚂蚁集团实际控制人马云、董事长井贤栋、总裁胡晓明进行了监管约谈。蚂蚁集团回应称，会深入落实约谈意见，继续沿着“稳妥创新、拥抱监管、服务实体、开放共赢”的十六字指导方针，继续提升普惠服务能力，助力经济和民生发展。
2020年12月18日	蚂蚁下架互联网存款产品，仅对已购买产品用户可见。蚂蚁回应此举是根据监管部门对于互联网存款行业的规范要求，持有产品的用户不受影响。
2020年12月26日	人民银行、银保监会、证监会、外汇局等金融管理部门联合约谈了蚂蚁集团，指出了蚂蚁集团目前经营中存在的主要问题：1) 公司治理机制不健全；2) 法律意识淡薄，藐视监管合规要求，存在违规监管套利行为；3) 损害消费者合法权益，引发消费者投诉等。金融管理部门对蚂蚁集团提出了重点业务领域的整改要求：1) 回归支付本源，提升交易透明度，严禁不正当竞争；2) 依法持牌、合法合规经营个人征信业务，保护个人隐私；3) 依法设立金融控股公司，严格落实监管要求，确保资本充足、关联交易合规；4) 完善公司治理，按审慎监管要求严格整改违规信贷、保险、理财等金融活动；5) 依法合规开展证券基金业务，强化证券类机构治理，合规开展资产证券化业务。
2021年1月15日	中国人民银行副行长陈雨露表示，关于蚂蚁集团规范整改的问题，目前在金融管理部门的指导之下，蚂蚁集团已经成立了整改工作组，正在抓紧制定整改的时间表，对标监管的要求来进行整改，同时也要保持业务的连续性和企业正常的经营，确保对公众金融服务的质量。
2021年4月12日	金融管理部门就整改措施与蚂蚁集团进行深入沟通，并督促蚂蚁集团形成了全面可行的整改方案。整改内容主要包括五个方面：1) 纠正支付业务不正当竞争行为；2) 打破信息垄断；3) 蚂蚁集团整体申设为金融控股公司；4) 严格落实审慎监管要求；5) 管控重要基金产品流动性风险。
2021年6月3日	重庆银保监局批准了重庆蚂蚁消费金融有限公司的开业申请。
2021年6月25日	中国人民银行、银保监会、发展改革委、市场监管总局联合发布《关于降低小微企业和个体工商户支付手续费的通知》。支付宝随即公布降费具体措施，商家收钱码免费提现服务后延至2024年9月30日。符合标准的商户，在支付宝平台上的网络支付服务费享受优惠，优惠后价格不高于现行标准九折。
2021年9月7日	银保监会新闻发言人在答记者问时针对13家平台约谈情况表示“目前，网络平台企业正积极对照法律法规和监管要求，深入自查并制定整改方案，有序落实整改。在完善公司治理、防范资本无序扩张、合规审慎开展互联网存贷款业务、推动小贷和消费金融公司合规展业、规范发展互联网保险业务、加强消费者权益保护等方面已取得一定进展和成效。”
2021年9月22日	花呗公告称，正在有序推进接入金融信用信息基础数据库的工作；账户开立日期、授信额度、额度使用及还款情况等信息将按月汇总纳入征信系统。
2021年11月7日	借呗已启动品牌隔离工作，由蚂蚁消费金融公司提供的服务会继续显示“借呗”品牌，而银行等金融机构独立提供的信贷服务则会在“信用贷”页面展示，显著标识出金融机构信息，与“借呗”品牌相区别。
2021年11月26日	人民银行发布关于钱塘征信有限公司相关情况的公示。
2021年12月24日	中国信达公告称，将出资人民币60亿元认购蚂蚁消金20%股权。
2021年12月28日	相互宝将于2022年1月28日关停。
2022年1月13日	中国信达公告称不参与蚂蚁消金增资扩股计划，鱼跃医疗和舜宇光学公告暂缓参与蚂蚁消金增资计划。

资料来源：中国人民银行、银保监会、发展改革委、市场监管总局，财新新闻，德邦研究所

2.2. 业务整改梳理：由效率转向社会价值优先

2.2.1. 整改的三大核心问题：消费金融整改+征信牌照获取+金控牌照获取

蚂蚁集团整改的三大核心问题为：消费金融整改、征信牌照获取、金控牌照获取。目前，消费金融整改已取得较大进展，征信牌照和金控牌照尚未获得。

1) 消费金融整改：重庆蚂蚁消费金融有限公司最新增资方案落地

按照整改要求，原来花呗、借呗中由银行等金融机构单独出资部分必须进行隔离，不再标挂“花呗”、“借呗”名称，避免引起品牌混同。由银行等金融机构独立出资的部分，隔离为银行信用卡、信用贷类的服务。整改后的消费金融服务，则正式纳入重庆蚂蚁消金公司运营。在此背景下，2021年6月3日，重庆蚂蚁消

金经重庆银保监局获批开业，重庆蚂蚁消金是一家经中国银行保险监督管理委员会批准设立，持有消费金融牌照的金融机构。

今年 11 月 14 日晚，鱼跃医疗、传化智联、舜宇光学三家上市公司披露了对于参与重庆蚂蚁消费金融有限公司增资的相关公告。本次方案调整后，蚂蚁集团、杭金数科、舜宇光学、传化智联、博冠科技、农信集团、鱼跃医疗以共计人民币 105 亿元认购蚂蚁消金新增注册资本。重庆蚂蚁消费金融有限公司最新增资方案落地也意味着针对消费金融的整改已经有较大进展。

2) 征信牌照：目前尚未获得牌照

2021 年 9 月 27 日，中国人民银行发布的《征信业务管理办法》：1) 大幅扩展征信范畴，“信用评分”等名义对外提供的服务纳入监管；2) 要求个人征信业务持牌，数据服务（信用评分或反欺诈业务）必须持牌；3) 信息采集方需遵循“最小、必要”原则。这也意味着蚂蚁集团需获得征信牌照。

2021 年 11 月 26 日，人民银行发布关于钱塘征信有限公司相关情况的公示，钱塘征信为蚂蚁集团旗下机构。目前获得了牌照的市场化个人征信机构仅有百行征信、朴道征信。截至目前（2022 年 12 月 19 日），蚂蚁集团尚未获得征信牌照。

3) 金控牌照：目前尚未获得牌照

2020 年 12 月 26 日，金融管理部门对蚂蚁集团提出了重点业务领域的整改中，要求依法设立金融控股公司，严格落实监管要求，确保资本充足、关联交易合规；2021 年 4 月 12 日，金融管理部门就整改措施与蚂蚁集团进行深入沟通，并督促蚂蚁集团形成了全面可行的整改方案，其中包括蚂蚁集团整体申设为金融控股公司。而根据 2020 年央行印发的《金融控股公司监督管理试行办法》，设立金融控股公司，应当经中国人民银行批准，依照金融机构管理，中国人民银行批准后，应当颁发金融控股公司许可证，并由金融控股公司凭该许可证向市场监督管理部门办理登记，领取营业执照，未经中国人民银行批准，不得注册登记为金融控股公司。

目前，金控牌照非常稀缺，仅有三张金控牌照落地，蚂蚁集团目前尚未获得。

2.2.2. 数字支付业务整改：减费让利、互联互通，预计利润率将有所下滑

支付业务主要收入来自商业支付和提现业务，根据《关于降低小微企业和个体工商户支付手续费的通知》、《关于降低小微企业和个体工商户支付手续费的倡议书》，蚂蚁主要有以下整改：

1) 收钱码提现继续免费至 2024 年 9 月 30 日，无单笔上限和单日上限；

2) 符合标准的商户可享受网络支付服务费优惠，优惠后价格不高于现行标准 9 折，有效期至 2024 年 9 月 30 日；

支付业务收入主要来自商业支付与提现，降费政策对收入端有所影响，成本

方面还需向商业银行支付交易成本，因此可能压缩利润。

从生态构建投入角度，蚂蚁的支付业务可能今后更定位于基础设施服务：

1) 或将继续加大数字生活领域的构建投入，例如引导个体小微商户将个人码升级为商户码。根据《关于加强支付受理终端及相关业务管理的通知》，对于为个人或特约商户等收款人生成的，用于付款人识读并发起支付指令的收款条码，银行、支付机构、清算机构等为收款人提供收款条码相关支付服务的机构应当制定收款条码分类管理制度，有效区分个人和特约商户使用收款条码的场景和用途，防范收款条码被出租、出借、出售或用于违法违规活动。对于具有明显经营活动特征的个人，条码支付收款服务机构应当为其提供特约商户收款条码，并参照执行特约商户有关管理规定，不得通过个人收款条码为其提供经营活动相关收款服务。因此，支付宝需要引导商户将个人收款码升级为商户码，而商户本身无较强意愿主动升级换码，为激励商户升级，支付宝的相关费用支出或将增加。

2) 打破平台壁垒，落实互联互通，平台打通后用户选择权上升，流量红利难以留存，可能需要进一步在用户体验、产品创新和价格竞争三方面破局。例如，2021年9月，阿里巴巴旗下多款APP支持微信支付；2021年10月支付宝公告85%淘宝商户支持云闪付付款，淘宝特价版宣布上线微信扫码功能；2021年11月微信宣布试行群聊场景下的开放电商外部链接访问功能。

图 22：蚂蚁集团在数字支付业务领域受到的监管和影响梳理

业务类型	整顿类型	整顿细则	影响分析
数字支付	减费让利	2021年6月25日，人民银行、银保监会、发展改革委、市场监管总局发布《关于降低小微企业和个体工商户支付手续费的通知》，提出多项降费措施：支付清算协会、银行业协会发布《关于降低小微企业和个体工商户支付手续费的倡议书》。	1) 支付宝针对减费倡议的具体措施有：a) 收钱码提现继续免费至2024年9月30日；b) 符合标准的商户可享受网络支付服务费优惠，优惠后价格不高于现行标准9折，有效期至2024年9月30日。 2) 影响方面，支付业务收入主要来自商业支付与提现，降费政策对收入端有所影响，成本方面还需向商业银行支付交易成本，因此可能压缩利润。
	生态构建与服务升级	2021年10月13日，中国人民银行发布《关于加强支付受理终端及相关业务管理的通知（银发〔2021〕259号）》：规定条码支付收款服务机构应当采取有效措施禁止个人静态收款条码被用于远程非面对面收款。支付宝需负责引导个体小微商户将个人码升级为商户码。还需继续在商家数字化升级等方面加大投入。	类似于基础设施搭建，属于常态化投入项目，主要通过增加成本端方式影响数字支付板块利润。
	互联互通	2021年9月，阿里巴巴旗下多款APP支持微信支付；10月支付宝公告85%淘宝商户支持云闪付付款，淘宝特价版宣布上线微信扫码功能；11月微信宣布试行群聊场景下的开放电商外部链接访问功能。	平台打通后用户选择权上升，流量红利难以留存，可能需要进一步在用户体验、产品创新和价格竞争三方面破局。

资料来源：中国人民银行、银保监会、发展改革委、财新新闻，德邦研究所

2.2.3. 金融科技业务整改：征信规范、杠杆压降、理财业务增长

金融科技业务方面主要有三类整改：

征信业务方面，根据2021年9月27日中国人民银行发布的《征信业务管理办法》：1) 大幅扩展征信范畴，“信用评分”等名义对外提供的服务纳入监管；2) 要求个人征信业务持牌，数据服务（信用评分或反欺诈业务）必须持牌；3) 信息采集方需遵循“最小、必要”原则。目前来看，蚂蚁集团旗下钱塘征信有望获得个人征信牌照（但目前尚未获得），若征信牌照落地，叠加征信范围扩大，有利

于发挥蚂蚁集团数据、流量与技术优势。

消费信贷与小额贷款方面，小贷新规对杠杆总体水平全方位“压降”：单笔联合贷款中，网络小贷公司出资比例不得低于30%，对外融资杠杆率限制在5倍。由于监管对网络小贷资本金、联合贷款出资比例等的限制，蚂蚁集团不能再通过资产证券化这一路径，将花呗、借呗资产“出表”，再由投资人买入持有，循环贷出资金的模式终结。

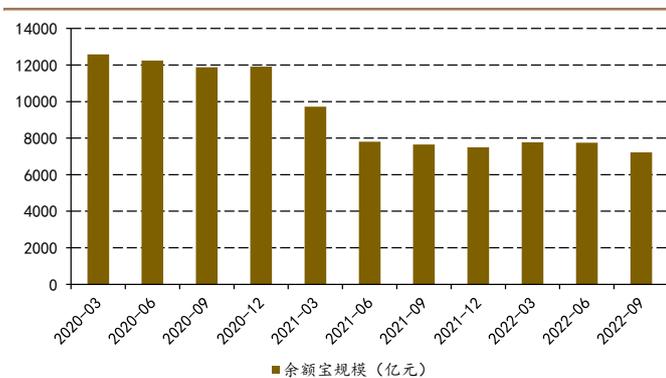
理财科技业务方面，一方面，银行存款、理财和短期年金保险产品已下架，天弘余额宝因流动性要求压缩规模；另一方面，相互宝关停，监管对行业渠道变现设置费率上限，例如保险期间一年以下的互联网人身保险产品预订附加费用率不得高于35%，一年以上不得高于60%。虽然货币基金产品余额宝规模按监管要求压降，但蚂蚁旗下对标天天基金的蚂蚁基金增速良好，有望成为新增长极。

图 23：蚂蚁集团在金融科技业务领域受到的监管和影响梳理

	具体业务	改革梳理	影响分析
金融科技	信新规	2021年9月27日，中国人民银行发布《征信业务管理办法》： 1) 大幅扩展征信范畴，“信用评分”等名义对外提供的服务纳入监管； 2) 要求个人征信业务持牌，数据服务（信用评分或反欺诈业务）必须持牌； 3) 信息采集方需遵循“最小、必要”原则。	蚂蚁集团旗下钱塘征信有望获得个人征信牌照； 1) 征信范围扩大、监管趋严有利于发挥蚂蚁集团数据、流量与技术优势； 2) “最小、必要”原则存在不确定性，需待政策明晰边界。
	消费信贷与小额贷款	1) 蚂蚁消费金融于2021年6月开业，“花呗”、“借呗”将成为其专属消费金融产品，其他金融机构借助蚂蚁集团提供的数据信息所发放的消费信贷不再标挂“花呗”“借呗”名称。 2) 21年9月22日，花呗公告其正逐步推进接入央行征信系统工作：花呗作为蚂蚁消金旗下产品，按照持牌金融机构标准统一纳入征信系统。 3) “信用贷”等品牌则由蚂蚁集团平台合作的金融助贷机构支持，蚂蚁集团不参与出资与风控具体环节。 4) 小贷新规对杠杆总体水平全方位“压降”：单笔联合贷款中，网络小贷公司出资比例不得低于30%。对外融资杠杆率限制在5倍，即：网络小贷公司的非标融资（银行借款、股东借款等）余额不得超过净资产1倍；通过标准化融资（债券、资产证券化产品等）余额不得超过净资产4倍。	1) 金融机构合作与个人用户信息“断直连”，蚂蚁集团不能继续采用此前获客引流并提供用户信息和信用信息的方式获利； 2) 由于监管对网络小贷资本金、联合贷款出资比例等的限制，蚂蚁集团不能再通过资产证券化这一路径，将花呗、借呗资产“出表”，再由投资人买入持有，循环贷出资金的模式终结。
	理财科技	1) 银行存款、理财和短期年金保险产品已下架，天弘余额宝因流动性要求压缩规模； 2) 相互宝关停，监管对行业渠道变现设置费率上限，例如保险期间一年以下的互联网人身保险产品预订附加费用率不得高于35%，一年以上不得高于60%。	货币基金产品余额宝规模压降，但旗下对标天天基金的蚂蚁基金增速良好，有望成为新增长极。

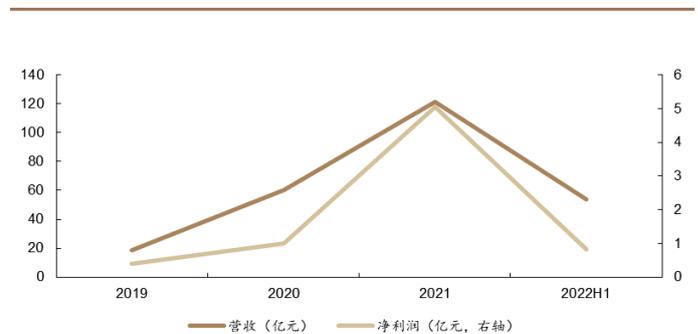
资料来源：中国人民银行、银保监会、发展改革委、财新新闻，德邦研究所

图 24：天弘余额宝规模受监管指导后压降



资料来源：Wind，德邦研究所

图 25：蚂蚁基金：财富管理有望成为新的业务增长点



资料来源：Wind，德邦研究所

3. 与蚂蚁集团存在股权关系及业务合作的相关公司梳理

2022年12月15日至16日在北京举行的中央经济工作会议提出“要大力发展数字经济，提升常态化监管水平。支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手”。

我们梳理了三类公司：

一是与蚂蚁集团本身关联度较高的公司，包括与蚂蚁集团存在参控股、合作关系的上市公司。例如，1) 恒生电子，蚂蚁集团控股 20.72%，2) 类似公司还包括：千方科技、朗新科技、安恒信息等。

二是与蚂蚁生态以及蚂蚁整改后的业务需求相关的公司。例如：1) 金融小额贷纠纷的解决方案商金桥信息，同时蚂蚁也是其重要股东；2) 君正集团，与蚂蚁联合出资涉及财富管理赛道，根据我们上节梳理，财富管理有望成为蚂蚁在支付业务、微贷科技业务规范整改后新的增长极。

三是与蚂蚁集团同属金融科技领域的相关公司。2020年11月，国家开始了平台治理专项治理工作，强化互联网金融平台的反垄断和反不正当竞争监管，要求把所有涉及到金融科技的金融业务都要纳入牌照管理，2022年6月，《强化大型支付平台企业监管促进支付和金融科技规范发展工作方案》的发布，意味着前期关于平台治理、数字经济发展的基础制度已经逐步建设起来，金融科技领域已逐步迈入高质量发展阶段。

图 26：直接参股、间接参股与实控人参股蚂蚁集团的相关 A 股上市公司

参股蚂蚁集团相关上市公司		
关系类型	上市公司	关系详情
直接参股蚂蚁集团	中国人寿	控股股东中国人寿保险集团持股1.66%
	新华保险	持股0.66%
	中国太保	控股子公司中国太平洋人寿保险股份有限公司持股0.86%
	中国人保	旗下人保投资管理有限公司持股0.85%
间接参股蚂蚁集团	绿地控股	北京中邮投资中心为其股东。上海绿地股权投资管理有限公司(绿地控股全资子公司)是北京中邮投资中心股东
	合肥城建	控股股东兴泰控股通过参股建信信托，成为海南建银建信的间接股东，而海南建银建信正是蚂蚁金服的股东之一
	健康元	公司出资7334万参股上海经颐投资中心(有限合伙)，持股7.3267%，“上海经颐投资中心(有限合伙)”则持有蚂蚁金服0.42%的股权。
	湘邮科技	在投资者互动平台表示，集团公司通过中邮资本管理有限公司参股了蚂蚁金服
	张江高科	上海金融发展投资基金二期(壹)(有限合伙)参与蚂蚁金服项目投资，出资额已达到12亿元。根据公告，张江高科通过全资子公司投资该项目。
	新希望	参股上海众付、上海经颐，分别都参股了蚂蚁金服。
凤凰传媒	通过投资北京中金甲子伍号间接持有蚂蚁金服股份	
实控人参股蚂蚁集团	七匹狼	七匹狼的实控人周氏家族通过参股上海云锋新呈投资中心而成为蚂蚁金服的间接股东

资料来源：Wind、天眼查、各公司公告，德邦研究所

图 27：被蚂蚁集团参股，或存在合作关系的相关 A 股上市公司

被蚂蚁集团参股，或存在合作关系的相关上市公司

关系	上市公司	关系详情
被参股	华数传媒	实控人为史玉柱的杭州云溪投资合伙企业持有15%股份，为第二大股东。
	永安行	蚂蚁金服子公司上海云鑫持有原永安行科技子公司哈啰惠普（曾用名永安行低碳科技）35.94%股权，目前为哈啰惠普第一大股东。
	恒生电子	蚂蚁金服通过杭州恒生电子集团间接持有恒生电子20.72%的股份，曲线入主恒生电子。
	千方科技	阿里巴巴持有其14.11%股份，为第二大股东。
	朗新科技	蚂蚁金服子公司上海云鑫持有其10.94%股份，为第三大股东。
	石基信息	阿里巴巴子公司淘宝持有公司13.02%股份，为其第二大股东。
	金桥信息	蚂蚁科技子公司上海云鑫持有其5.54%股权，为其第二大股东。
	南威软件	蚂蚁科技子公司上海云鑫持有其4.76%股权，为其第三大股东。
	新开普	蚂蚁科技子公司上海云鑫持有其4.95%股权，为其第二大股东。
	安恒信息	阿里创投持有10.2%股份，为第二大股东。
	卫宁健康	阿里巴巴通过上海云鑫持有其4.95%股份。
合作	宇信科技	阿里云、蚂蚁金服战略合作伙伴，旨在共同推进云计算、数字金融微服务。
	君正集团	旗下的天弘基金联手支付宝推出余额宝，君正集团持有天弘基金15.6%股权。
	承德露露	公司控股股东万向三农参股由蚂蚁金服牵头筹建的浙江网商银行，目前持股26.78%。
	财通证券	公司与蚂蚁的合作主要涉及金融科技、财富管理、证券服务等方面。包括大数据应用、区块链技术、人工智能、阿里云、基金投顾、财通基金、财通资管等。
	雄帝科技	与支付宝签订合作协议，共建乘车码产业链。
	润和软件	联合蚂蚁集团携手打造金融云服务平台。公司主要提供基于区块链的供应链和贸易金融、基于智能风控的互联网小微信贷、基于蚂蚁集团蜻蜓支付端业务运营三大产品。
	城市传媒	公司与蚂蚁金服基于合作框架协议展开多方面的合作探索，目前支付宝移动支付业务合作进展明显。移动支付体系建设是公司新媒体重点开发项目之一，将继续与支付宝紧密合作，并进一步寻找新的合作机会。
	易联众	公司与蚂蚁集团的合作主要包括在医保移动支付、大数据等方面的业务合作。蚂蚁集团全资子公司上海云鑫持有公司控股子公司易联众民生（厦门）科技17.07%股权。
	浙大网新	与浙江蚂蚁小微金融服务集团股份有限公司就双方在“互联网+人社”“互联网+医疗”领域开展业务合作。
	申通地铁	与阿里巴巴和蚂蚁金服集团举行战略合作意向书签署仪式，成功达成战略合作。
	华夏银行	与蚂蚁金服开展多领域业务合作，主要包括网上支付，借呗，花呗和网商贷等业务，公司与蚂蚁金服为战略合作伙伴，在手机银行，分布式架构和场景服务等多个领域开展合作。
	佳都科技	公司与蚂蚁金服、广州市交委签订战略合作协议，共同推动移动支付技术在城市交通、轨道交通中的应用。
	万向德农	公司控股股东万向三农集团参股由蚂蚁金服牵头筹建的浙江网商银行，目前持股26.78%。
	高伟达	与北京蚂蚁云金融信息服务有限公司签署战略合作协议，公司可基于授权内容，参与到蚂蚁金服有关金融业务的合作拓展中。
	东港股份	公司控股子公司东港瑞宏引入蚂蚁金服，合资后双方将在技术、人员、项目、应用场景等多个方面进行深度交流，在实现互联互通的同时降低用户成本，共同为政府、为用户提供良好的解决方案。
创业慧康	公司与浙江蚂蚁小微金融服务集团股份有限公司就共同打造结合互联网、移动支付、信用体系、大数据、人工智能等创新技术，开展长期、紧密、深度的合作并签署了《合作框架协议》。	
正元智慧	公司与阿里云在教育大数据、智慧农贸等领域有深入合作；与跟蚂蚁金服在高校、高职、中职、中小幼的支付宝扫脸、扫码、刷卡代扣、支付宝校园小程序、未来校园等校园业务场景有深入合作。	

资料来源：Wind、财新新闻、各公司公告，德邦研究所

图 28：与蚂蚁集团同属金融科技领域的相关公司

金融科技领域相关个股		
领域	公司名称	相关业务
银行 IT	宇信科技	公司主要面向以银行为主的金融机构和其他非银金融机构，通过招投标或协议销售等方式提供软件产品、软件开发及服务业务运营服务。
	长亮科技	公司是一家专业提供金融 IT 服务的大型高科技软件开发企业。主营业务是提供商业银行 IT 解决方案与服务等，为中小银行提供包括业务类、渠道类、管理类系统在内的整体解决方案。
	高伟达	公司形成了信贷及风控管理系统、核心业务系统、CRM 及 ECIF 等具有较强市场竞争力和较高市场占有率的解决方案，以上系统已经成功应用于政策性银行、国有商业银行、股份制银行、城商行及农信社。
	科蓝软件	公司是一家国内领先的银行 IT 解决方案供应商，主营业务是向以银行为主的金融机构提供软件产品应用开发和技术服务，可为银行等金融行业企业提供 IT 咨询、规划、建设、营运、产品创新等。
	润和软件	公司聚焦金融测试、DevOps 数字化软件交付、新一代分布式核心系统、业务中台、数据中台等业务方向，为银行、保险等持牌金融客户提供专业产品解决方案及技术服务。
证券 IT	恒生电子	公司是国内领先的金融科技产品与服务提供商，聚焦金融行业，主要面向证券、基金、银行、保险、信托、期货、私募、金融基础等行业客户提供一站式金融科技解决方案。
	金证股份	公司作为金融科技全领域服务商，为证券、基金、银行、期货、信托、交易所、监管机构等行业客户提供全技术栈、全产品线解决方案，同时与政府机关、互联网公司合作开展包括智慧城市在内的数字经济业务。
保险 IT	中科软	公司拥有多项自主研发的核心产品，其中“保险核心业务处理系统”一直在国内保险行业的信息建设中处于领先地位，被评为保险行业 IT 应用解决方案国内市场排名第一。

资料来源：Wind，各公司公告，德邦研究所

图 29：综合参控股、业务关联和行业等因素梳理与蚂蚁相关性较大的 A 股上市公司

公司名称	主要业务	入围理由	蚂蚁（阿里）参控股比例
金桥信息	司法 SaaS	金融小额贷纠纷的解决方案供应商，蚂蚁贷款业务重回正规，其收入弹性较大	5.54%
恒生电子	金融科技/金融软件系统	蚂蚁控股占比大+公司业务受阿里系影响较大+金融科技领域龙头企业	20.72%
千方科技	智慧城市解决方案	阿里控股占比较高	14.11%
朗新科技	新能源 IT	阿里控股占比较高	10.94%
安恒信息	信息安全	阿里控股占比较高	10.20%
石基信息	酒店 SaaS	阿里控股占比较高	13.02%
君正集团	化学原料制造	与阿里系共同参与天弘基金；财富管理业务是蚂蚁科技今后潜在的重要增长点	/

资料来源：Wind、天眼查、各公司公告，德邦研究所

4. 风险提示

招股说明书信息滞后；标的梳理可能存在遗漏；平台经济监管超预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

吴开达，德邦证券研究所副所长、总量大组长、首席策略分析师（兼中小盘、新股研究），复旦大学、上海财经大学金融专硕导师。曾任国泰君安策略联席首席，拥有超过 10 年资本市场投资及研究经历，同时具备一级市场、二级市场买方投资及二级市场卖方研究经验。践行“自由无用、策略知行”，主要研究市场微观结构。吴开达策略知行团队成员大多具有买方工作经验，细分为：大势研判、行业比较、公司研究、微观流动性、新股研究五个领域，落地组合策略+增强策略，较传统卖方策略更具买方思维、更重知行。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。