

中信证券研究部



肖斐斐
首席银行分析师
S1010510120057



冉宇航
银行分析师
S1010516100001



彭博
银行分析师
S1010519060001

核心观点

场景与支付、数字金融、科技服务三大业务板块的联动，使蚂蚁金服完美演绎了“能力输出”模式下的引流、变现与赋能逻辑，国际化拓展边界。公司的价值体现在：
（1）可预见的未来：分享全球数字金融的非线性增长空间，也就是行业增长规模和公司市场份额提升；（2）更远的未来：可能的定价权空间。

■ **蚂蚁金服：聚焦三大板块，国际化拓展边界。**（1）场景与支付：“入口”逻辑，强化获客与粘客，实现业务引流与数据沉淀；（2）数字金融：“变现”逻辑，将体内客户与场景赋能予合作金融机构，实现变现（协同类收入）；（3）科技服务：“赋能”逻辑，技术对外输出，通过数字模式提升价值；（4）国际化：“拓展”逻辑，分享全球数字金融的非线性增长空间。

■ **支付：内固场景布局，外拓跨境业务。**场景与支付作为公司业务的起点，亦是各类流量的入口，重点布局：**（1）境内支付拓展场景：**完善场景生态，深度绑定客户，近年场景类对外投资达 50 笔以上，涉及医疗、体育、出行等 9 大行业；**（2）跨境业务布局网络：**全球本土化（Glocal）战略实践者，全球范围内布局十个电子钱包，实现全球支付用户数 12 亿以上（含中国内地用户 9 亿），基于跨境支付的跨电子钱包业务亦在加速完善。经营数据看，2019 年前三季度第三方支付综合支付规模 182 万亿，其中支付宝市场份额稳定在 47% 左右（易观智库数据）。

■ **数字金融：外部协同，报表策略升级。**（1）**对外投资拓展边界，**金融业态全牌照布局后，目前投资深耕垂直性支付企业和财富管理全产业链；（2）**交叉销售拓宽产品线，**2019 年五大类金融服务中，使用 3 种及以上类别用户达 80%，使用全部 5 种类别用户达 40%。（3）**业务逻辑从资产负债表经营到利润表经营，**目前协同合作的资管机构、商业银行、保险机构数量分别达 120 家/100 家/100 家，协同业务与子公司收入步入收获期，推测融资业务成为收入最重要贡献。

■ **科技服务：始于金融，不止于金融。**（1）**技术研发为基础：**聚焦“BASIC”，协同阿里科技力量，区块链和分布式技术已在数字金融/经济的多个领域建立成熟解决方案；（2）**技术投资以加速：**外延方式服务业务主线，近年来对外技术类投资达到 30 笔以上，投资方向经历了 2C-2B-2G 的演进过程；（3）**技术输出为目标：**打造核心盈利模式，金服金融科技已有超过 40 项产品采用付费部署模式。**收入空间源自：**金融机构对金融科技产品的直接需求，以及盈利模式变化（比如基于客户画像的风控模型等输出变现、联合贷款收入共享等）。

■ **海外布局：由点及面，构建全球网络。**（1）**全球布局：支付为先，跟随阿里出海。**目前 56 个国家和地区的商户可以受理线下支付业务。（2）**纵深发展：多元持牌，复制金融生态。**在印尼投资消费分期公司 Akulaku、在印度布局消费信贷产品 Paytm Postpaid，均是复制国内“从场景到支付到金融”的尝试。（3）**由点到面：借跨境支付，构建全球网络。**2019 年，收购世界跨境支付领头羊 WorldFirst 的 100% 股权后（WorldFirst 被收购前年交易量已超过 100 亿英镑），公司已经具备连接 1+9 个电子钱包的牌照许可和业务通路。

■ **价值展望：分享全球数字金融社会的非线性增长，以及增长潜力挖掘后的定价权。**公司从经营资产负债表的“规模”策略，转型为经营利润表的“现金流”策略，盈利稳定性提升。公司价值来自于增长潜力：**（1）现有业务的行业规模 and 市场份额提升：**包括支付业务、金融协同收入、科技输出收入等，预计多项收入增速超过 20%；**（2）行业潜力和份额潜力充分挖掘之后的定价能力提升：**比如在支付网络完成布局后，公司对于收费比例、费率等的提升空间，测算数十万亿体量的交易额费率的微幅提升即能带来收入的显著增加。

■ **风险因素：**（1）监管。部分创新业务发展迅猛，不排除监管条件的变化。（2）行业规模。金融科技业务模式灵活，不排除部分细分行业增长低于预期。（3）宏观经济。宏观条件（如疫情影响）、市场情形变化下，部分金融业务经营难度或将增加。（4）业务。金融科技业务依靠管理能力、创新能力、业务能力、风控能力的整合，业务逻辑变化或导致收入模式和经营预期变化。

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



目录

蚂蚁金服：聚焦三大板块，国际化拓展边界	1
支付：内固场景布局，外拓跨境业务	2
境内支付：完善场景生态，深度绑定客户	2
跨境业务：全球本土化（Glocal）战略的最佳实践者	3
经营绩效：行业增长格局稳定，公司收入模式清晰	3
数字金融：外部协同，报表策略升级	5
对外投资拓展边界，交叉销售拓宽产品线	5
业务逻辑：从经营资产负债表转型为经营利润表	7
科技服务：始于金融，不止于金融	9
技术研发：聚焦“BASIC”	9
技术投资：外延方式补短板，服务于业务主线	11
技术输出：打造核心盈利模式	12
海外布局：由点及面，构建全球网络	15
全球布局：支付为先，跟随阿里出海	15
纵深发展：多元持牌，复制金融生态	15
由点到面：借跨境支付，构建全球网络	16
未来：分享全球数字金融的非线性增长	16
风险因素	20
报告附表	20

插图目录

图 1: 蚂蚁金服的三大业务板块与国际化示意图	1
图 2: 蚂蚁金服的新场景布局（根据场景类投资整理，按时间顺序）	2
图 3: 蚂蚁金服在全球范围内已拥有十个电子钱包	3
图 4: 国内第三方移动支付规模（季度）	4
图 5: 2016 年后，支付宝在移动支付领域的市场份额步入稳定阶段	4
图 6: 蚂蚁金服境内支付业务相关收入来源	5
图 7: 蚂蚁金服金融领域对外投资版图	6
图 8: 蚂蚁金服用户产品使用情况	6
图 9: 蚂蚁金服由资产负债表经营向利润表经营转换	7
图 10: 蚂蚁金服与金融机构开展的协同业务	8
图 11: 蚂蚁金服技术输出产品架构	9
图 12: 蚂蚁金服以“打造数字经济账本”为目标的区块链技术布局	10
图 13: 基于阿里云 IaaS，蚂蚁金服提供金融机构安全的上层产品	11
图 14: 蚂蚁金服分布式关系数据库 OceanBase 处理能力	11
图 15: 南京银行“鑫云+”互联网金融平台	12
图 16: 蚂蚁金服国际化布局：1+9 个电子钱包，56 个市场线下受理业务	15
图 17: 蚂蚁金服重要海外及地区投资时间表	16
图 18: 蚂蚁金服在全球支付网络方面已取得的进展	16
图 19: 蚂蚁金服核心产品及盈利模式一览	17
图 20: 根据阿里集团许可使用费及软件技术服务费收入测算蚂蚁金服税前利润情况	18
图 21: 蚂蚁金服单季税前利润复盘	18

表格目录

表 1: 蚂蚁金服数字金融相关业务盈利模式及盈利情况	8
表 2: 蚂蚁金服区块链的多行业解决方案	10
表 3: 蚂蚁金服分布式服务相关产品	11
表 4: 蚂蚁金服金融科技部分产品及解决方案客户情况	13
表 5: 蚂蚁金服金融科技产品付费与部署模式（Y 表示支持，N 表示不支持）	13
表 6: 蚂蚁金服历史融资及估值水平一览	17
表 7: 蚂蚁金服主要收入项目及核心影响变量	19
表 8: 公司部分业务收入增长预测	19
附表 1: 蚂蚁金服场景类对外投资事件一览	20
附表 2: 蚂蚁金服金融行业重要投资事件一览	21
附表 3: 蚂蚁金服技术类企业投资事件一览	22
附表 4: 蚂蚁金服海外国家及地区合作及投资一览	23

我们在蚂蚁金服系列报告的第一篇《蚂蚁：金融独角兽，不走寻常路》(2019-12-13)中，全面分析了蚂蚁金服成立以来公司战略、组织架构和股权结构的演进过程。本篇报告作为我们蚂蚁金服系列报告的第二篇，深度聚焦公司业务层面，详细分解展业逻辑，致力于寻找公司的增长曲线和价值空间。

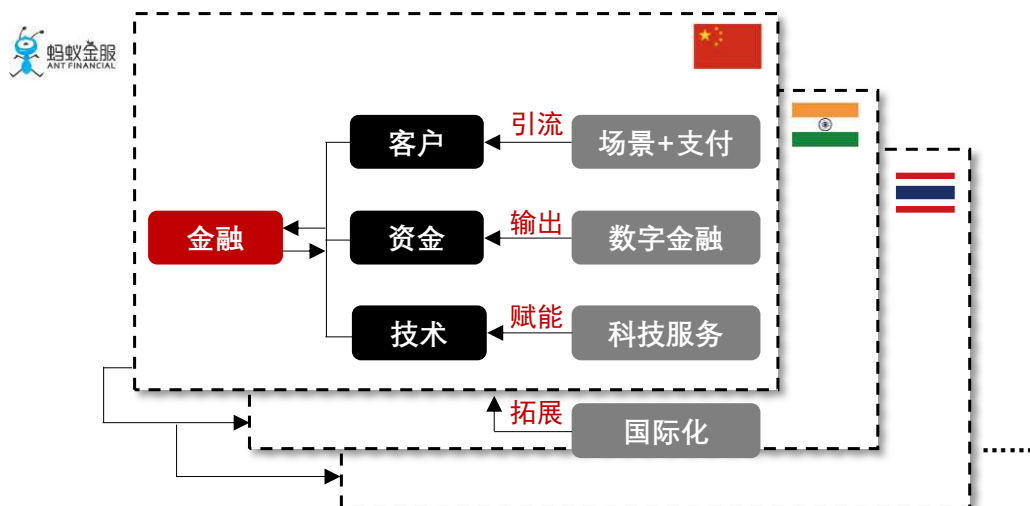
■ 蚂蚁金服：聚焦三大板块，国际化拓展边界

金融业务的本质，是客户、场景、技术和资金的融合。蚂蚁金服经历了自己做金融，到输出技术+客户+场景赋能金融机构做金融业务的过程。

当前，蚂蚁金服通过三大业务板块（支付&数字金融&科技服务），完美演绎了“能力输出”商业模式下的引流——变现——赋能逻辑。此外，公司借助国际化布局，将“能力输出”模式向海外复制。

- **场景+支付，“入口”逻辑：**强化获客与粘客，实现业务引流与数据沉淀；
- **数字金融，“变现”逻辑：**将体内客户与场景赋能予合作金融机构，使其扩大业务范围并提升效率，同时借此实现高质量收入变现（协同类收入）；
- **科技服务，“赋能”逻辑：**将金融级的技术对外输出，通过数字经济解决不同行业的痛点；
- **国际化，“拓展”逻辑：**将支付&数字金融、科技服务的模式，在海外国家拓展与发展，并探索构建全球网络。

图 1：蚂蚁金服的三大业务板块与国际化示意图



资料来源：中信证券研究部绘制

本篇报告，我们将围绕三大业务板块+国际化的视角依次展开。需要强调的是，三大业务板块之间、各业务与国际化之间均存在重叠，这也正是蚂蚁金服业务板块协同与商业

逻辑迭代的基础。

■ 支付：内固场景布局，外拓跨境业务

数字支付作为蚂蚁金服的业务起点，亦是公司各类流量的入口。在经历了完善线上支付（阿里体内零售支付）、强化线下支付布局（体外支付）后，蚂蚁金服目前仍然将支付作为“基石”业务。

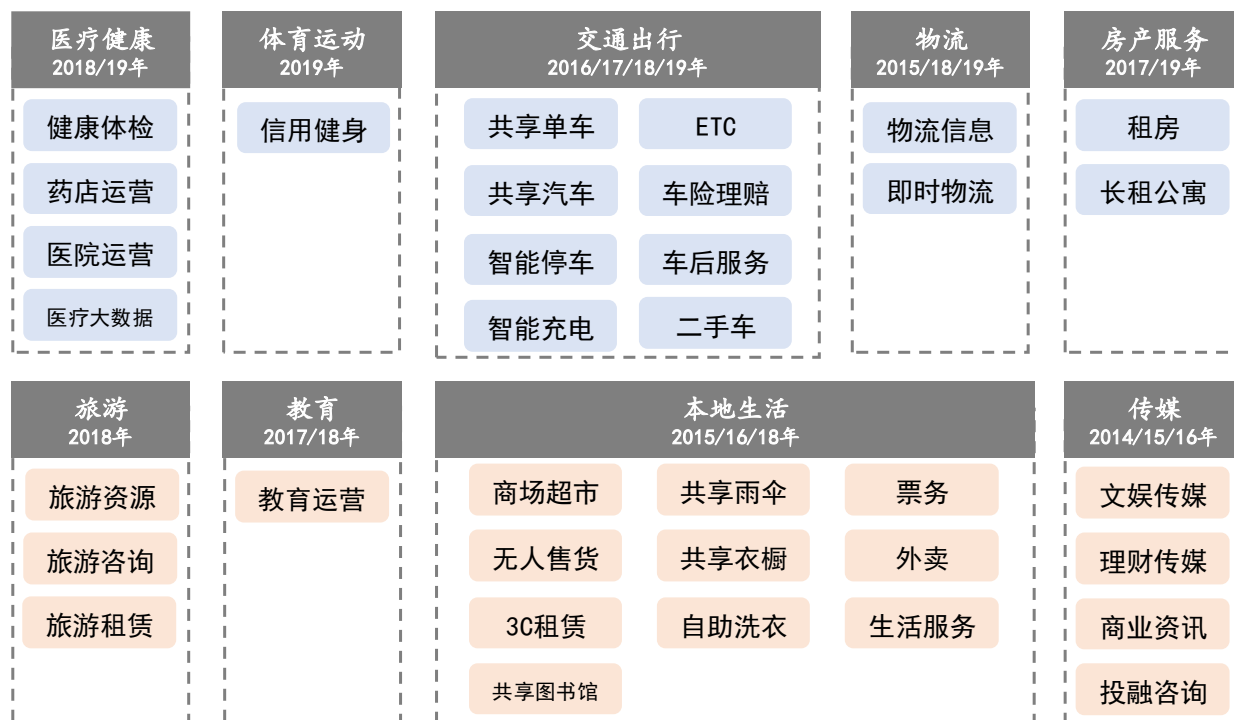
境内支付：完善场景生态，深度绑定客户

蚂蚁金服对支付场景的持续布局，主要通过对外合作与投资实现。

2014 年成立以来，场景类投资已逐步延伸至网上购物、零售店、游戏、日常缴费、餐饮、汇款、公益、信贷、金融服务、充值、校园服务、交通和医疗服务等。整体而言，公司的场景布局遵从两条主线：

- **布局 O2O：**在移动支付由线上到线下的过程，蚂蚁金服亦在拓展线上到线下的场景，尤其是 2015 年以后，场景布局多围绕支付宝钱包的“未来医院”、“未来公交”、“未来商圈”、“全民 WiFi 计划”等展开；
- **客群培育：**蚂蚁金服客群主要定位于年轻一代和优质长尾客户，而围绕 C 端新零售展开的“全场景”布局，一方面可以提升既有客户的粘性（粘客），另一方面亦可实现体外客户转化（获客）。

图 2：蚂蚁金服的新场景布局（根据场景类投资整理，按时间顺序）



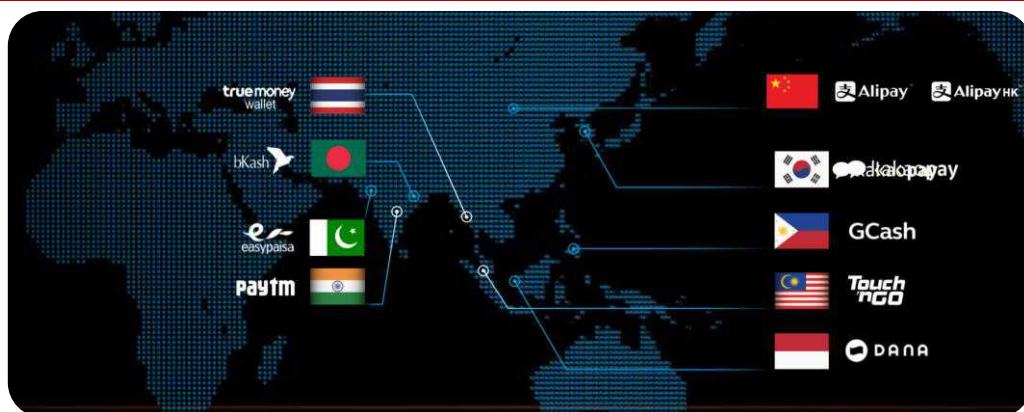
资料来源：IT 桔子，中信证券研究部 注：（1）蚂蚁金服场景类对外投资事件整理详见附表 1；（2）年份代表相关投资时间发生时间

跨境业务：全球本土化（Glocal）战略的最佳实践者

作为发源于电商系的科技金融公司，蚂蚁金服的跨境支付业务围绕消费者全球购买、商家全球销售以及用户出境三方面展开。蚂蚁金服的跨境支付业务已经成为全球本土化（Glocal）战略的最佳实践者：

- **全球本土化：已在全球范围拥有 10 个电子钱包。**涵盖中国内地、中国香港、印度、泰国、菲律宾、韩国、印度尼西亚、马来西亚、巴基斯坦、孟加拉等国家和地区。2019 年，全球范围内的支付用户数达到 12 亿以上（含中国内地用户 9 亿人）；
- **跨境支付前景：有望实现跨电子钱包的互联互通。**2018 年，蚂蚁金服基于区块链技术的电子钱包跨境汇款服务已在香港上线，实现了香港地区电子钱包 Alipay HK 与菲律宾电子钱包 GCash 的跨境汇款。2019 年，蚂蚁金服全资收购英国跨境支付企业万里汇（World First），夯实了跨境支付的技术与牌照基础，未来跨境电子钱包的互联互通更值得期待。

图 3：蚂蚁金服在全球范围内已拥有十个电子钱包

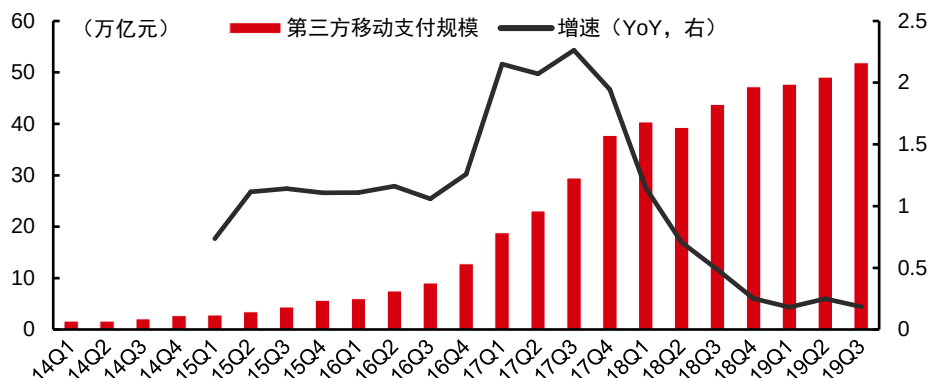


资料来源：2018 阿里巴巴投资者日文件，中信证券研究部

经营绩效：行业增长格局稳定，公司收入模式清晰

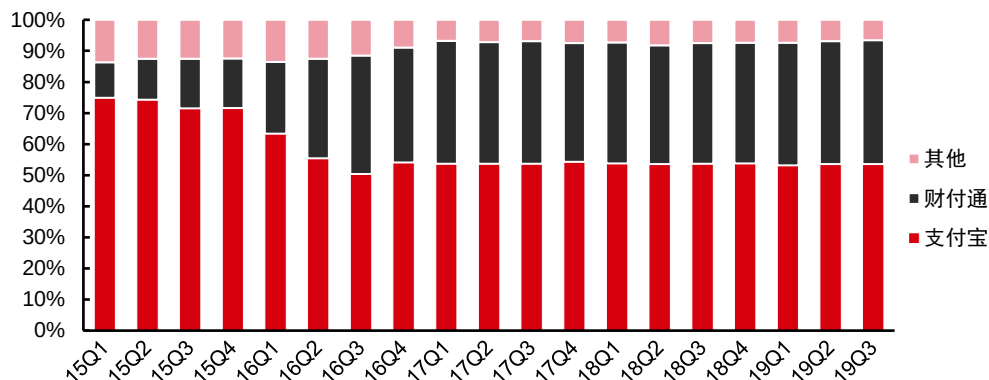
第三方支付行业步入稳步增长期。从易观智库公布的第三方数据看，2019 年前三季度全行业第三方综合支付和移动支付规模分别为 182 万亿/149 万亿，蚂蚁金服市场份额为 47%/54%。基数效应下，第三方移动支付市场规模目前仍保持了 20%左右的稳定增速。

图 4：国内第三方移动支付规模（季度）



资料来源：易观智库，中信证券研究部

图 5：2016 年后，支付宝在移动支付领域的市场份额步入稳定阶段



资料来源：易观智库，中信证券研究部

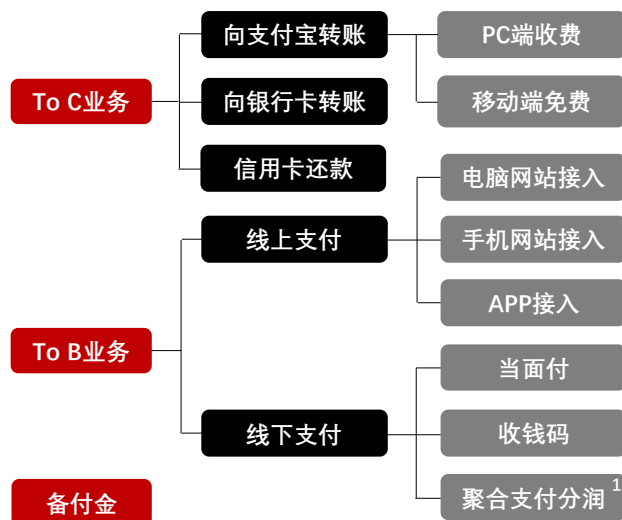
行业经营版图逐渐清晰，公司收入模式相应清晰。支付业务有望在蚂蚁体系内发挥更稳定的引流作用，蚂蚁金服逐步由过去单纯依赖备付金利息收入模式转为多元化的服务费率模式。

基于庞大的客户以及流量经营模式，支付板块业务收入有望保持乐观增势：

- **境内支付业务步入可持续增长期：**①受益于行业规模的持续增长：预计伴随互联网消费体量扩容叠加支付方式持续迁移，预计第三方支付规模增速有望保持 15% 以上的；②受益于市场份额的整固：看好公司在移动支付尤其是线下扫码支付领域份额的巩固和提升，以及因此带来的议价空间提升；③备付金重启付息有望丰富收入来源，据财新网报道，央行重启支付机构备付金付息，我们测算该政策有望每年为公司带来 20 亿以上的备付金利息收入（财新网：<http://finance.caixin.com/2020-01-07/101501753.html>）；
- **跨境支付业务有望非线性增长：**跨境支付业务收入主要涉及跨境支付手续费、增值服务收入、汇兑差等来源，公司在 2019 年全资收购英国跨境支付公司万里汇（WorldFirst）后，未来有望加大跨境支付业务的布局力度，从而为支付业务板

块带来新的收入增长点（收购前 WorldFirst 年交易量已超 100 亿英镑，<http://finance.sina.com.cn/chanjing/gsnews/2019-02-14/doc-ihqfskcp5206274.shtml>）。

图 6：蚂蚁金服境内支付业务相关收入来源



资料来源：支付宝官网，中信证券研究部 注：（1）聚合支付分润来自第三方支付机构

■ 数字金融：外部协同，报表策略升级

在完成金融业务持牌和金融生态圈打造后，2017 年以来，蚂蚁金服在数字金融领域的业务布局，主要围绕提升客户粘性与强化业务协同展开。

对外投资拓展边界，交叉销售拓宽产品线

（1）对外投资已成为蚂蚁金服在金融业务方面非线性扩张的主要抓手。其金融领域投资可分为两个阶段：

1) **牌照布局阶段**：2018 年以前，除公司申领获得第三方支付业务牌照和小额贷款牌照外，蚂蚁金服也通过并购、发起设立公司的模式，先后布局了基金（天弘基金）、基金代销（数米基金网）、银行（网商银行）、保险（国泰产险）、网络借贷（网金社）等领域。该阶段投资的特点是，由于金融持牌需要，公司往往成为上述企业的控股股东或第一大股东，如天弘基金（持股 51%）、国泰产险（持股 51%）、网商银行（第一大股东，持股 30%）。

2) **由量到质，纵深发展**。2018 年以后，公司金融领域的对外投资，主要集中于支付和财富管理方面：

- **垂直型支付类企业**，重点布局公共交通等行业（如，Metro 大都会、通卡联城等）；
- **财富管理全产业链**，包括投资顾问（先锋领航）、智能投顾（阿法金融）、社交投资（雪球）等方面。

该阶段，蚂蚁金服对外投资以非控制性的战略投资为主，既保持了被投公司的经营独立性，又能充分发挥蚂蚁的助力和赋能作用（亦完善蚂蚁金服的自身生态）。

图 7：蚂蚁金服金融领域对外投资版图



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

注：（1）根据新浪财经报道，截至目前蚂蚁金服对于趣店等金融机构投资已经退出（<https://finance.sina.com.cn/stock/re/news/us/2019-05-05/doc-ihvnews0014077.shtml>）；（2）蚂蚁金服金融类对外投资事件详见附件 2

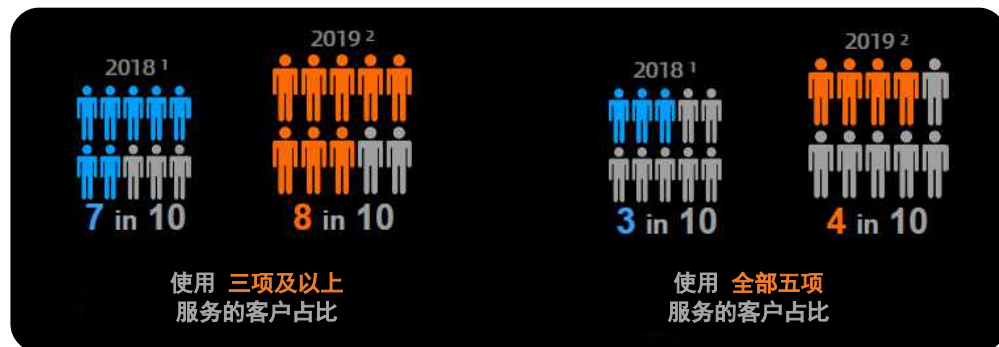
（2）在保证基础金融牌照和业务能力基础上，公司拓展交叉销售，强化客户粘性。

零售金融的核心在于做大客户基数（获客）和强化客户变现（粘客），二者均取决于产品线的丰富度和交叉销售能力。在拥有全谱系的金融产品后（支付、财富管理、融资、保险、征信等），蚂蚁数字金融业务的重心更加聚焦于产品的交叉与协同方面：

- 支付+财富管理：余额宝支付；
- 支付+融资：花呗支付；
- 融资+征信，保险+征信：芝麻信用分作为相互宝、花呗、借呗的准入条件。

从交叉营销的效果看：截至 2019 年 9 月末，支付宝国内用户达到 9 亿人。而在支付、理财、融资、保险、信贷五大类金融服务中，使用 3 种及 3 种以上服务类别的用户达到 80%，使用全部 5 种服务类别的用户达到 40%。

图 8：蚂蚁金服用户产品使用情况



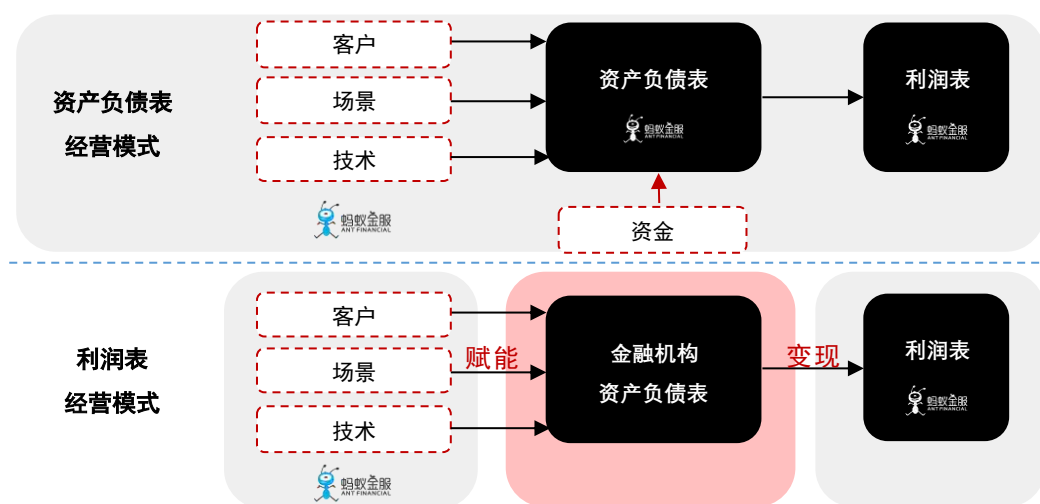
资料来源：2019 阿里巴巴投资者日文件，中信证券研究部 注：2019 年数据截至 9 月 30 日

业务逻辑：从经营资产负债表转型为经营利润表

在互金领域强监管、金融机构数字化转型提速背景下，我们推测蚂蚁金服主动转型战略，弱化金融敞口，强化能力输出。对应数字金融业务，实现从经营资产负债表的“规模”策略，转型为经营利润表的“收入”策略。

- **资产负债表经营模式：**引入资金，并依托自有客户、场景和技术独立开展金融业务，业务本质是做大资产负债表规模来扩大盈利规模（资本占用与风险敞口亦不断放大）；
- **利润表经营模式：**输出能力（包括技术、客户和场景），助力合作机构的金融业务开展，同时在赋能过程中实现收入（不承担风险敞口，不占用资本）。

图 9：蚂蚁金服由资产负债表经营向利润表经营转换



资料来源：中信证券研究部绘制

利润表经营模式的核心在于，强化开放协同。开放平台定位有助于金融业务的协同，亦符合金控监管大方向、同时兼顾成长性。蚂蚁金服的协同业务主要集中于三大领域：

- **融资业务：**将传统的自营贷款模式转化为“信贷联营”模式，突出自身在场景、客户、数据、方面的优势，并协同外部银行在资金、资本、风控方面的优势。目前，花呗、借呗、网商贷合作的外部银行家数超过 100 家。
- **财富管理业务：**借助蚂蚁财富（面向 C 端客户）、余额宝（面向 B 端客户）的平台，为资产管理机构引流，代销公募基金、理财型保险、信托产品、贵金属等全品类资管产品。目前，蚂蚁金服合作的外部资产管理机构数量超过 120 家。
- **保险业务：**面向 100 家左右的保险机构合作方，代理多收多保、医疗险、重疾险、养老险等多个保险产品。以相互宝产品为例，上线 9 个月其存量成员数超过 8000 万（截至 2019 年 8 月）。

图 10：蚂蚁金服与金融机构开展的协同业务



资料来源：2019 阿里巴巴投资者日文件，中信证券研究部

展望：利润表经营模式下，盈利稳健性持续提升。

- **协同业务**：2019 年以来公司税前利润快速增长（预计 19Q2-Q3 税前利润合计 102.3 亿人民币，2017/18 年同期为 105.6 亿/48.5 亿（详见报告最后一部分分析），预计与金融协同收入增长密不可分。融资业务领域，测算如果达到万亿级别的助贷和联合贷款规模，即可为公司带来数百亿左右的年收入规模；财富管理领域，以协同代销业务为主的蚂蚁基金在 2018 年已实现营业收入 14 亿。
- **子公司自营业务**：并表模式亦有助于自营金融的高质量发展。比如，并表金融机构天弘基金、国泰产险 2018 年分别实现营收 101.3 亿/38.5 亿，同比增长 6.3%/166.9%。

表 1：蚂蚁金服数字金融相关业务盈利模式及盈利情况

商业模式	收费模式	业务规模	
协同业务	融资业务 (助贷、联合贷款)	预计联合贷款业务下，按照利息收入比例收取的平台服务费将是主要收入模式。其中，蚂蚁金服官网公布花呗和借呗产品的利率水平：借呗业务按日计息，日利率为 0.015%-0.06%；花呗业务 3 期、6 期、12 期手续费分别为 2.3%/4.5%/7.5%。	据财新网预计，全市场联合贷款规模已达到 2 万亿左右 ¹
	财富管理 (代销资管产品)	预计采取尾随佣金形式，可参考基金公司向代销银行支付的尾随佣金比例（基本在 40%-70%水平）	根据蚂蚁基金 2018 年营业收入 14 亿元反向计算，预计年代销基金规模在千亿级别
自营业务	商业银行 (参股网商银行)	2018 年末，网商银行资产总额 959 亿元，当年营业收入、净利润 62.84 亿/6.7 亿，不良率 1.3%，资本充足率 12.1%	
	公募基金 (控股天弘基金)	2018 年，天弘基金营业收入、净利润 101.3 亿/30.7 亿。截至 2019 年 9 月末，天弘基金公募基金管理规模 1.22 万亿	
	保险 (控股国泰产险，入股众安保险)	2018 年，国泰产险保费收入、营业收入分别为 38.5 亿/34.7 亿，净利润-5.0 亿；众安保险全年营业收入 96.1 亿，净利润-18.0 亿	

资料来源：网商银行，国泰产险，众安在线，天弘基金，中信证券研究部 注：（1）财新网 <http://weekly.caixin.com/2019-10-25/101475419.html>

科技服务：始于金融，不止于金融

蚂蚁金服的第三大业务板块是技术研发与科技输出。一方面，依托自有技术力量和阿里集团的技术团队，加大核心技术研发；另一方面，通过对外投资和合作的方式，吸收专项技术。在盈利模式上，公司输出体系化的科技产品和科技解决方案，收取产品服务费，目前所覆盖客户正由金融领域向非金融领域扩展。

技术研发：聚焦“BASIC”

科技是蚂蚁金服的起点。公司聚焦于“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），重点关注区块链和分布式技术：

图 11：蚂蚁金服技术输出产品架构



资料来源：蚂蚁金服金融科技官网，中信证券研究部

（1）区块链：从数字金融到数字经济。蚂蚁金服区块链技术团队成立于 2016 年，截至目前申请的区块链专利数量居全球第一。蚂蚁区块链技术的研发与输出，经历了由赋能数字金融到赋能数字经济的过程：

- **数字金融为起点。**主要为了解决金融业务过程中的多方信息不对称问题。代表性技术产品是，2018 年全球首推基于区块链的电子钱包跨境汇款服务，实现汇款信息实时上链（所有参与方银行、本地监管机构均同时得到信息），将跨境汇款时长压缩至 3 秒；
- **数字经济为方向。**依托在金融领域的技术沉淀，围绕“打造数字经济的账本”的定位，蚂蚁的区块链技术输出逐步扩大至医疗、政务、房产、数字娱乐等领域。代表性产品是 2018 年 6 月上线的区块链服务 BaaS 平台，实现了高性能区块链技术的一站式输出。

图 12：蚂蚁金服以“打造数字经济账本”为目标的区块链技术布局



资料来源：2019 阿里巴巴投资者日文件，中信证券研究部

表 2：蚂蚁金服区块链的多行业解决方案

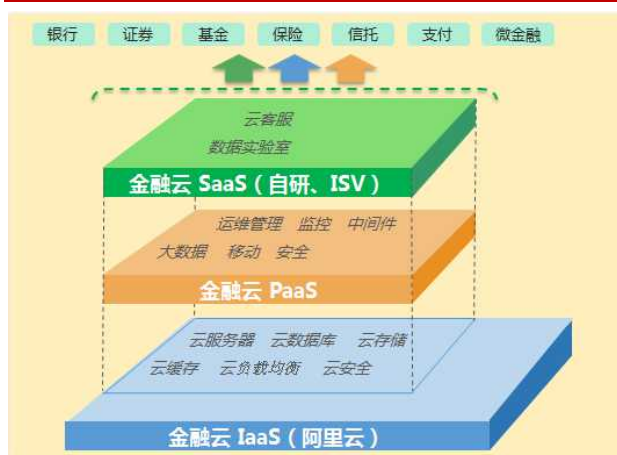
场景类型	解决方案	核心内容与痛点解决
金融场景	供应链金融	通过以核心企业的应付账款为依托，以产业链上各参与方的真实贸易为背景，让核心企业的信用可以在区块链上逐条流转
	数字资产流转	利用区块链技术，使各类商品（包括但不限于农产品、文化艺术品、版权、知识产权、电子仓单等）上链形成数字资产，打通线上线下流转、消费场景
	跨境汇款	基于区块链的跨境通道，实现跨境秒级到账
生活场景	智慧租房	基于区块链的智慧住房租赁平台，
	医疗电子票据	基于患者隐私保护实现多方安全应用。电子票据由监管财政统一验签后上链，由政府权威机构背书，保证了票源的可靠性和稳定性。通过区块链技术进行流转，解决了票据状态的一致性、患者的隐私保护、多方安全的应用等
	医保快赔	通过引入区块链技术，将患者，医疗机构，保险机构，金融机构，监管机构链接起来，实现医疗保险理赔过程中的信息安全共享，流程自动高效和全过程监管。
	电子处方流转	为处方流转构建了由医疗机构，药房，配送机构，支付机构，监管机构做为参与方的协作联盟，并良好的解决了处方在多机构流转过程中的信息的隐私保护，防篡改、状态及时同步、全程可追溯，信息可审计等
	版权	为作品内容生产机构或内容运营企业提供集原创登记、版权监测、电子数据采集与公证、司法维权诉讼为一体的一站式线上版权保护解决
零售场景	公益慈善	为公益机构上线区块链试验项目，使捐款人可以追踪善款的完整流转情况
	溯源	利用蚂蚁区块链的技术能力，同时结合物联网技术，将商品从原材料采购，加工，生产，质检，物流，经销商，零售商一直到消费者手里全流程信息的可信记录，解决了信息孤岛，信息流转不畅，信息缺乏透明度等行业问题
	大宗商品区块链仓单	利用区块链及物联网技术追踪记录大宗商品仓单的全周期数据，确保数据真实有效且不可篡改，解决仓单数据流转不畅、造假等行业问题
通用场景	身份服务	基于区块链技术的分布式多中心的实体身份标识及可信数据交换的分布式数据身份服务，实现了一套符合 W3C DID 规范的分布式多中心身份标识协议
	数字化营销	通过互联网营销环节中的数字资产，风控认证，分销拉新等服务，结合区块链资产化、数字化的特性，对现有营销服务场景进行提升改造，结合现有热点提升营销效率
	联合营销	与联合营销的各机构原始和明细数据不出库，安全求交集，分布式加密训练、部署精准营销模型与策略。在保证企业数据安全和用户个人隐私的前提下促进企业间数据共享，精准投放，降低成本
	联合风控	金融机构通过蚂蚁摩斯安全计算节点连接合规优质数据源，进行安全模型训练、测试验证数据效果、一键远程模型部署。同时可通过摩斯进行模型结果和变量监控，便于及时发现问题，优化模型。具备安全、便捷、一站式接入等优势
	物联网设备可信上链	有效地保障物联网设备采集数据的真实性，实现上链数据即为可信数据的目标
	合同存证	基于蚂蚁金服自研的区块链技术，提供可靠、高效、智能的合同存证解决方案。利用区块链技术的不可删除和不可篡改特性，从技术上保证电子合同的客观真实性，提高电子证据保全效率

资料来源：蚂蚁金服金融科技官网，中信证券研究部

(2) **分布式服务：全方位开放与输出。**蚂蚁金服金融科技的前身就是“蚂蚁金融云”，其初始定位就是使金融机构不必搭建服务端硬件环境，实现快速部署网络、存储、数据库等服务。目前，蚂蚁金服在分布式服务方面具备全面的产品和服务：

- **完善的服务体系。**IaaS 层，基于全球第三大公共云——阿里云（云计算数据能力达到 10 亿 GB 量级）；PaaS 层，以面向金融级业务为出发点，具备高并发、高可用性特点，同时移动开发平台 mPaaS 为 App 开发、测试、运营及运维提供云到端的一站式解决方案；SaaS 层：自研和 ISV 并行推进。
- **丰富的产品体系。**分布式架构产品包括分布式中间件、DevOps、技术风险防控、业务中台等；金融分布式数据库产品包括分布式关系数据库 OceanBase、分布式图数据、分布式数据访问代理等。
- **扩展的行业解决方案。**除传统优势的金融 SaaS 外，近年来亦在扩大布局至 HRSaaS（借助“人力窝”项目）、租房平台 SaaS、餐饮 SaaS、物流 SaaS 等。

图 13：基于阿里云 IaaS，蚂蚁金服提供金融机构安全的上层产品



资料来源：蚂蚁金服金融科技官网

图 14：蚂蚁金服分布式关系数据库 OceanBase 处理能力



资料来源：蚂蚁金服金融科技官网

表 3：蚂蚁金服分布式服务相关产品

金融分布式架构				金融分布式数据库
*分布式中间件	*DevOps	*技术风险防控	*业务中台	
微服务平台	应用 PaaS 平台	容灾应急平台	分布式金融核心套件	分布式关系数据库 OceanBase
分布式事务	分布式链路追踪	资金安全监控		分布式图数据
消息队列	业务实施监控	全链路监控		分布式数据访问代理
任务调度	研发效能平台			
SOFA 应用中心				

资料来源：蚂蚁金服金融科技官网，中信证券研究部

技术投资：外延方式补短板，服务于业务主线

蚂蚁金服技术投资的方向，反映了公司客户重心的演进（蚂蚁金服技术类对外投资事件整理详见附表 3）：

- **To C 端技术为主（2014-2016 年）**：这一阶段，蚂蚁对于技术类企业的投资，主要集中于生物识别（特别是人脸识别）和电子支付 PaaS 应用方面，目的在于提升自身电子支付的安全度与效率度；
- **To B 端技术发力（2016-2018 年）**：Techfin 思路下，加大对金融机构云服务、金融信息安全领域企业的投资力度，补强自身科技输出能力；
- **To G 端技术试水（2019 年后）**：2019 年以来，在公司强化政务业务布局背景下，蚂蚁金服连续布局电子政务和财税信息化领域的多家技术类企业。

技术输出：打造核心盈利模式

2018 年，蚂蚁金服正式推出金融科技平台，即将蚂蚁金融云升级为蚂蚁金服 | 金融科技，为技术输出提供了运营平台。在“成熟一个、开放一个”的全面开放发展策略下，蚂蚁金服的技术输出体现出“跨技术”与“跨行业”的双重特点：

跨技术：定位解决方案，讲求多技术融合。丰富的底层技术和基础产品，为蚂蚁金服定制化的解决方案提供了充足的弹药。以蚂蚁金服、阿里云与南京银行共同合作的鑫云+互联网金融平台为例，其整合了 SOFA 中间件、OceanBase 数据库、大数据平台、移动互联网平台等多项技术，最终形成分布式的金融解决方案。

图 15：南京银行“鑫云+”互联网金融平台



资料来源：南京银行，中信证券研究部绘制

跨行业：金融级的技术，多行业的运用。服务金融行业的初心，使得蚂蚁金服的技术和产品同时具备满足高并发、高可靠、高安全要求的特点。正因如此，上述产品在“跨界”运用时更加游刃有余，加之蚂蚁金服金融科技定制化的运营思路下，目前公司以“BASIC”为技术原型的产品和解决方案已经运用到医疗健康、政务服务、物流运输等诸多领域。

表 4：蚂蚁金服金融科技部分产品及解决方案客户情况

产品	主要运用客户
金融分布式架构 SOFAShark	南京银行、中国人保、网商银行、天弘基金、信美相互、国泰产险
分布式关系数据库 OceanBase	南京银行、网商银行、支付宝、淘宝收藏夹、阿里妈妈
分布式图数据库	网商银行、AlipayHK、天弘基金、蚂蚁财富
金融级实名认证	网商银行、支付宝、芝麻信用、蚂蚁花呗
金融信息平台	中国银行、远东宏信、兴业金租、长城资产、粤财控股、珠江金租、明日控股、找钢网
智能营销平台	重庆农商行、贵阳银行、网商银行、支付宝、口碑、蚂蚁财富
数据智能研发平台	国泰财险、信美相互、天弘基金
数据洞察分析平台	浙商银行、AlipayHK、天弘基金、国泰财险、天猫商城、菜鸟物流、阿里妈妈
数据智能决策平台	支付宝、蚂蚁保险
数巢	网商银行、蚂蚁保险、支付宝
智慧网点	广发银行
蚂蚁区块链 BaaS	浩鲸、淘淘课、杭州市西湖区检察院、浙江省财政厅、浙江台州中心医院、蚂蚁金服公益平台
安全计算平台	友盟、华数康、易联众、卫宁健康、联空网络
可信存证	杭州互联网法院、钱塘公证处、上海计算机行业协会司法鉴定中心、共道、新华智云、e 签宝、法大大、上上签、契约锁、安存、WeWork、青团社、优证、约健
大数据安全平台	网商银行、支付宝、口碑、蚂蚁财富
解决方案	主要运用客户
移动银行	苏州银行、青岛银行
互联网银行	南京银行、广东农信
智慧银行	重庆农商行、浙商银行
保险上云	众安保险、长安保险、中国太平、中国人民健康保险
智能保险客服	合众人寿、太平洋保险
证券行业智能营销	银河证券
证券行业行情云	银河证券
合同存证	法大大、E 签宝、契约锁
金融数据安全	支付宝、芝麻信用、Paytm、天弘基金、信美相互、国泰产险
智能反洗钱服务	支付宝、网商银行

资料来源：蚂蚁金服金融科技官网，中信证券研究部

蚂蚁金服技术输出的核心盈利模式正在形成。目前，蚂蚁金服金融科技的分布式技术服务均已形成成熟的运营收费模式，公司网站显示已有超过 40 项产品采用付费部署的模式（包括金融区业务和非金融区业务）。

表 5：蚂蚁金服金融科技产品付费与部署模式（Y 表示支持，N 表示不支持）

产品	预付	自动续费	支持后付	支持预付转后付	支持后付转预付	杭州非金	北京非金	上海非金	杭州金区	上海金区
云服务器	Y	Y	Y	N	Y	Y	Y	Y	Y	Y
云盘	N	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y

产品	预付	自动续费	支持后付	支持预付转后付	支持后付转预付	杭州非金	北京非金	上海非金	杭州金区	上海金区
快照	N	N	免费	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
云数据库 RDS	Y	Y1	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
云数据库 Redis	Y	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
云数据库 Memcache	Y	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
负载均衡	Y	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
对象存储	N	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
表格存储	N	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
文件存储	Y	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
日志服务	N	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
专有网络	N	N	免费	N	N	N	N	Y	N	N
弹性公网 IP	Y	N	Y	N	N	N	N	Y	N	Y
VPN	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	N	N
高速通道	Y	N	Y	N	N	Y	Y	Y	N	Y
物理专线	N	N	Y	N	N	Y	Y	Y	N	Y
数据传输	Y	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
OceanBase 关系数据库	N	N	公测	N	N	Y	N	Y	Y	Y
分析型数据库	Y	N	Y	N	N	Y	Y	Y	N	N
云监控	N	N	免费	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
数据管理	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
Web 防火墙	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
安骑士	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
态势感知	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
高防 IP	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
堡垒机	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
数据库审计	Y	N	N	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
开放搜索	Y	N	N	N	N	N	N	Y	N	Y
密钥管理服务	N	N	免费	N	N	Y	Y	N	Y	N
业务实时监控	N	N	Y	N	N	Y	Y	Y	Y	Y
移动开发平台	N	N	Y	N	N	Y	N	N	Y	N
数据分析平台	Y	Y	N	N	N	Y	N	N	Y	N
机器学习平台	Y	Y	N	N	N	N	N	N	N	N
数据集成平台	N	N	公测	N	N	N	N	N	N	N
微服务	N	N	Y	N	N	Y	N	Y	Y	Y
消息队列	N	N	Y	N	N	Y	N	Y	Y	Y
数据访问代理	Y	N	N	N	N	Y	N	Y	Y	Y
分布式事务	N	N	公测	N	N	Y	N	N	Y	Y
分布式链路跟踪	N	N	公测	N	N	Y	N	N	Y	Y
零号云客服	Y	Y	N	N	N	Y	Y	N	Y	Y
刷脸认证	N	N	Y	N	N	Y	N	N	Y	Y
研发效能平台	N	N	公测	N	N	Y	N	N	Y	Y
云效	N	N	公测	N	N	Y	N	N	Y	Y

资料来源：蚂蚁金服金融科技官网，中信证券研究部

我们预计，公司技术输出相关收入步入快速增长阶段，空间源自：（1）金融机构对金

融科技产品的直接需求，比如表 8 中的多项产品；（2）盈利模式的变化，比如基于客户画像的风控模型等输出给金融机构的变现，比如联合贷款中的部分收入共享。参考上市银行中招商银行和平安银行近两年披露科技研发投入规模（2017-18 年，招商银行、平安银行科技研发投入分别为 48.1 亿/65.0 亿，14.2 亿/25.8 亿），推测仅银行业的潜在科技输出业务空间就在数百亿以上量级。

■ 海外布局：由点及面，构建全球网络

蚂蚁金服的海外业务发展，可以视为三个维度上的同时延展，即广度（覆盖国家及地区）、深度（覆盖金融业态种类）和密度（不同国家及地区间的业务合作与协同）。非线性发展模式下，未来蚂蚁金服有望构建起全球范围的“支付宝”和金融生态圈：

全球布局：支付为先，跟随阿里出海

跟随阿里集团的全球化数字经济扩张，蚂蚁金服的海外布局目标是“客户全球购，商家全球售，用户海外出行”。截至目前，56 个国家和地区的商户可以受理线下支付业务，10 个国家和地区拥有本地电子钱包（即 Glocal 战略模式），10 个本地数字钱包的 AAU 已接近 12 亿（其中，）。目前情况看，其他“一带一路”国家以及部分发展中国家仍有布局空间。

图 16：蚂蚁金服国际化布局：1+9 个电子钱包，56 个市场线下受理业务



资料来源：2019 阿里巴巴投资者日文件，中信证券研究部

纵深发展：多元持牌，复制金融生态

无论是直接投资多元化金融业态公司（如，2019 年投资印尼消费分期公司 Akulaku），抑或是借助当地既有支付机构进行的新业务牌照申领（如，印度支付平台 Paytm 开始布局消费信贷产品 Paytm Postpaid），蚂蚁金服正在海外复制支付宝的“从场景到支付到金融”过程。（蚂蚁金服海外投资事件整理详见附表 4）

图 17: 蚂蚁金服重要海外及地区投资时间表

2015 年		2016 年		2017 年		2018 年		2019 年	
	投资印度移动支付和商务平台paytm		投资泰国支付、网贷机构Ascend Money		投资韩国支付机构KaKao Pay		投资印度外卖平台Zomato		投资印度尼西亚电商平台 Bukalapak
	投资韩国互联网银行K-bank		投资新加坡跨境证券交易商M-Daq		投资菲律宾支付机构 Mynt		投资巴基斯坦小微企业银行 TMB		投资印度尼西亚消费分期商 Akulaku
					印度尼西亚成立合资支付机构DANA		投资孟加拉移动金融服务机构 bKash		全资收购英国跨境电商World First
			收购新加坡Lazada旗下钱包HelloPay						投资印度尼西亚、泰国智能零售商 BLUE Mobile
			在香港联合发起设立 Alipay HK						
			在马来西亚联合设立支付钱包 TNG						

资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

由点到面：借跨境支付，构建全球网络

2018 年，全球首推区块链跨境汇款（港版支付宝 Alipay HK 与菲律宾钱包 GCash），是蚂蚁金服在跨境、跨电子钱包支付业务的第一次试水。2019 年，收购世界跨境支付领头羊 WorldFirst 的 100% 股权后，公司已经进一步具备连接 1+9 个电子钱包的牌照许可和业务通路。总体看，目前公司已经具备了跨境支付的技术基础、业务通路和牌照许可，未来蚂蚁金服有望依托本地电子钱包作为“节点”、跨境支付作为“通路”，构建全球范围的支付网络，进而组成全球范围的服务网络。

图 18: 蚂蚁金服在全球支付网络方面已取得的进展



资料来源：2019 阿里巴巴投资者日文件，中信证券研究部

未来：分享全球数字金融的非线性增长

从估值看业务发展：三轮融资后，公司估值已在万亿量级。2015 年、2016 年、2018 年，蚂蚁金服分别完成 A 轮（约 18.5 亿美元）/B 轮（约 45 亿美元）/C 轮（约 140 亿美

元) 融资。根据彭博报道, 蚂蚁金服在 2018 年 6 月完成 C 轮融资后的估值水平约为 1500 亿美元, 折合人民币约 9700 亿元。

表 6: 蚂蚁金服历史融资及估值水平一览

融资轮次	估值水平 (折合亿元人民币)	最新财年税前利润 (亿元人民币)	新入投资者
2015Q3 A 轮	2,753	-	全国社保基金、国开金融等
2016Q2 B 轮	4,866	29.9	中投海外、建信信托等
2018Q2 C 轮	9,721	91.8	境内人民币融资主要面向原股东; 境外美元融资主要面向新加坡政府投资公司、马来西亚国库控股、华平投资等新股东 ³

资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 注: (1) 最新财年税前利润根据阿里巴巴集团许可使用费及软件技术服务费收入测算; (2) 根据 Bloomberg, A 轮/B 轮/C 轮完成后蚂蚁金服估值分别为 450 亿美元/750 亿美元/1500 亿美元; (3) 资料来源: 金杜律师事务所

<https://www.kwm.com/zh/cn/knowledge/news/kwm-advised-ant-financial-on-its-series-20180608>

架构展望: 金融控股公司监管框架下, 存在调整可能。根据中国人民银行《金融控股公司监督管理试行办法 (征求意见稿)》, 实质控制两个或以上金融机构的非金融企业, 在满足特定条件下应当设立金融控股公司 (实控含银行且金融机构总资产规模大于 5000 亿, 或实控不含银行且金融机构总资产规模大于 1000 亿)。目前情况看, 蚂蚁金服或大概率满足上述条件, 未来业务架构可能的方向是:

- 成立符合实缴资本要求的金融控股公司, 并将目前银行、保险、小贷、公募基金等相关业务划入金融控股公司内;
- 技术、数据、风控相关的科技业务相对独立, 继续强化技术输出模式和相关收入。

业务展望: 有望分享全球数字金融的非线性增长。蚂蚁金服的业务布局从经营资产负债表的“规模”策略, 转型为经营利润表的“收入”策略。公司优先发展“协同金融产品”、“科技输出产品”来保证收入的可持续增长, 同时通过“外延发展”分享全球数字社会“从场景到支付到金融到收入”的非线性增长未来。

图 19: 蚂蚁金服核心产品及盈利模式一览

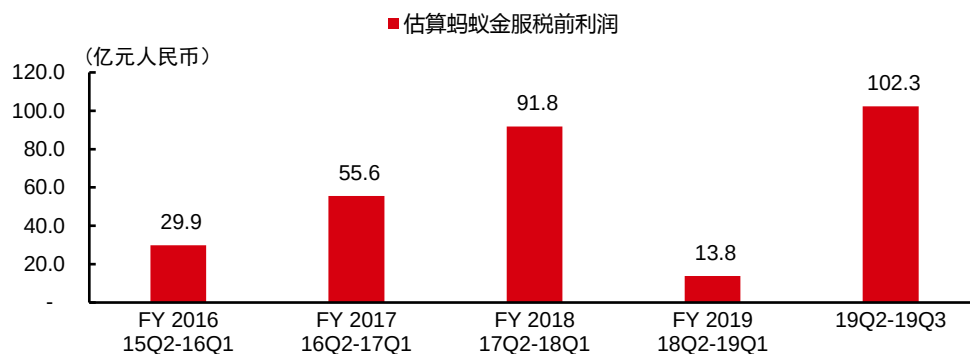


资料来源: IT 桔子, 中信证券研究部

经营展望：盈利可持续性有望进一步增强

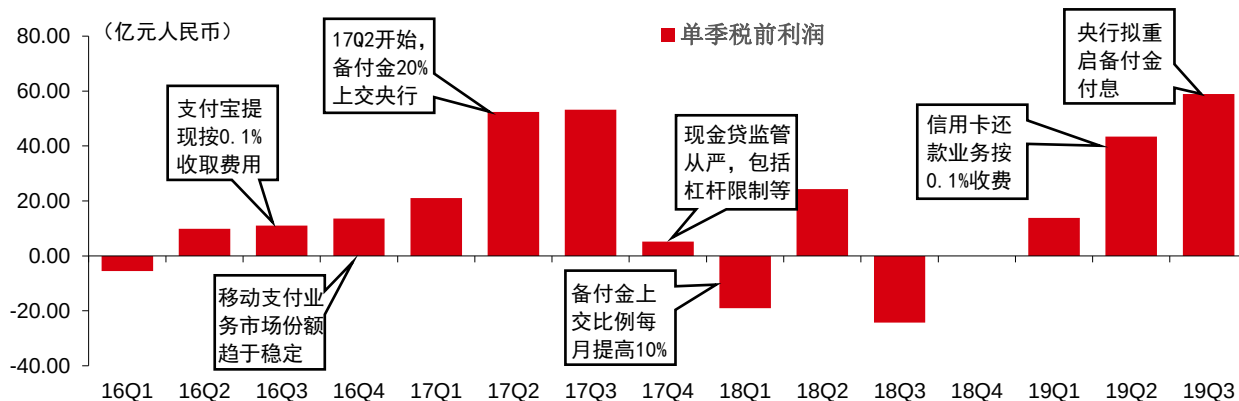
- **业绩回溯：有波动。**公司 2015-17 年盈利稳定增长，17Q4-18Q4（主要对应 2019 财年）盈利压力提升（根据阿里集团许可使用费及软件技术服务费收入反向测算蚂蚁税前利润 13.8 亿，同比减少 78 亿），加大研发投入以及金融监管环境变化或为主因。
- **2019 年：盈利转暖。**预计 19Q2、19Q3 税前利润合计 102.3 亿人民币（2017/18 年同期为 105.6 亿/48.5 亿），其中 19Q3 税前利润水平已经超过 17Q3 的最好水平。推测主要是科技输出类收入增加、联合贷款为代表的协同业务增收、扫码支付量价表现积极所共同驱动。

图 20：根据阿里集团许可使用费及软件技术服务费收入测算蚂蚁金服税前利润情况



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部测算

图 21：蚂蚁金服单季税前利润复盘



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部绘制

未来展望：公司价值来自于增长潜力

- (1) 现有业务的行业规模和市场份额提升：包括支付业务、金融协同收入、科技输出收入等；

表 7：蚂蚁金服主要收入项目及核心影响变量

业务及收入项目		核心驱动要素	
支付业务	备付金利息	备付金规模，央行备付金付息率	
	To C 业务	提现手续费收入	
		提现业务量，提现费率	
	To B 业务	信用卡还款业务收入	
		信用卡交易及还款量，还款费率	
		线上收单	
收单交易规模，费率			
金融业务	线下扫码直接收单	扫码支付规模，费率，分润比例，网联费用	
	线下扫码聚合分润		
	协同业务	联合贷款平台服务费	联合贷款规模
资管代销尾佣		代销规模	
技术输出	自营业务	天弘基金	AUM 规模
		国泰产险	保费规模
	研发费用、使用付费	市场需求	

资料来源：中信证券研究部

拆分来看：①支付业务收入重点受益于行业增长，其中多项业务有望保持 20%以上增长，个别业务可能超过 50%；②数字金融业务同时受益于行业扩张与市占率提升，特别是具备平台效应的资管代销等业务；③科技输出收入伴随金融机构科技投入增长的上升期，亦有望在实现 30%以上的增速水平。（由于无法知悉公司具体经营数据，以上判断主要基于我们对于行业前景的判断和对公司业务的理解，因此对市场份额、费率标准等部分预测，或与实际经营情况存在偏差）

表 8：公司部分业务收入增长预测

收入项目	行业预测	公司市占率/业务规模预测	收入增速预测
1、支付业务			
备付金收入	全市场 1.5 万亿备付金规模稳步增长	稳步增长	付息后，增加年收入 20 亿以上 ¹
提现及转账手续费收入	同第三方综合支付，预计行业增速 15%左右	维持	预计增速 10%-20%
信用卡还款业务收入	全社会信用卡交易及还款量增速预计 20%左右	业务协同下，增速有望高于行业	有望在 30%以上
线上收单	同第三方综合支付，预计行业增速 15%左右	受益于集团 GMV 增长，增速有望在 20%-30%	增速有望在 20%-30%
线下扫码直接收单	全市场扫码支付有望保持 40%以上增速	双头市场，市占率稳定	有望在 40%以上
线下扫码聚合分润			
2、金融业务			
联合贷款平台服务费	同居民消费短贷，预计行业增速 10%-20%	市占率稳定	预计增速 10%-20%
资管代销尾佣	预计公募基金发展加快，规模增速 20%以上	平台效应下，增速有望在 40%以上	有望在 40%以上
天弘基金		市占率稳定	预计增速 20%以上
国泰产险	预计行业财产险保费收入增速 5%-10%	成长期，增速有望在 50%以上	有望在 50%以上
3、科技输出			
技术输出收入	银行科技投入增速有望在 30%以上	技术优势下，增速有望高于行业均值	有望在 30%以上

资料来源：中信证券研究部预测 注：（1）财新网：第三方支付机构的备付金以 0.35%的年利率按季结息，并从中计提 10%作为非银行支付行业保障基金，实施时间为 2019 年 8 月 1 日至 2022 年 7 月 31 日（<http://finance.caixin.com/2020-01-07/101501753.html>）

(2) **定价能力提升的可能。**我们基于行业增长和公司市场份额趋稳对上述收入增长进行测算。从更长远的未来看，行业潜力和份额潜力充分挖掘之后，推测公司可能会基于垄断优势提升定价能力，比如在支付网络完成布局后，公司对于收费客户比例、费率等的提升空间。我们简单测算，在数十万亿交易量的背后，定价费率的小幅提升即有可能带来巨大的收入增长。

■ 风险因素

- (1) 监管。部分创新业务发展迅猛，不排除监管条件的变化。
- (2) 行业规模。金融科技业务模式灵活，不排除部分细分行业增长低于预期。
- (3) 宏观经济。宏观条件（如疫情影响）、市场情形变化下，部分金融业务经营难度或将增加。
- (4) 业务。金融科技业务依靠管理能力、创新能力、业务能力、风控能力的整合，业务逻辑变化或导致收入模式和经营预期变化。

■ 报告附表

附表 1：蚂蚁金服场景类对外投资事件一览

时间	投资标的	投资金额	投资性质	行业
2019 年 11 月	美年健康	未透露	战略投资	医疗健康
2019 年 9 月	约健	未透露	Pre-A 轮	体育运动
2019 年 8 月	信联科技	未透露	A 轮	交通出行
2019 年 7 月	智慧畅行	未透露	A 轮	交通出行
2019 年 7 月	哈啰出行	未透露	战略投资	交通出行
2019 年 5 月	阿里健康	22.7 亿港元 ²	战略投资	医疗健康
2019 年 5 月	路歌	未透露	B 轮	物流
2019 年 3 月	蛋壳公寓	未透露	C 轮	房产服务
2018 年 12 月	中交兴路	7 亿人民币 ³	A 轮	物流
2018 年 11 月	友宝在线	12 亿人民币	战略投资	本地生活
2018 年 11 月	mobrella 漂流伞	未透露	战略投资	本地生活
2018 年 11 月	人人租机	未透露	A 轮	本地生活
2018 年 11 月	企鹅洗衣	近亿元人民币	战略投资	本地生活
2018 年 11 月	中保车服	亿元人民币及以上	战略投资	交通出行
2018 年 10 月	MsParis 女神派	0.3 亿美元	B 轮	本地生活
2018 年 10 月	雨诺	数千万人民币	新三板定增	医疗健康
2018 年 9 月	垂衣 CHAMPZEE	未透露	A+轮	本地生活
2018 年 9 月	猛犸充电	未透露	A 轮	交通出行
2018 年 9 月	哈啰出行	未透露	战略投资	交通出行
2018 年 8 月	海鸟窝	未透露	A+轮	旅游
2018 年 8 月	云柱科技	未透露	战略投资	本地生活
2018 年 7 月	PACS+	未透露	A 轮	医疗健康

时间	投资标的	投资金额	投资性质	行业
2018 年 7 月	浙江扁鹊	未透露	战略投资	医疗健康
2018 年 6 月	猩便利	未透露	战略投资	本地生活
2018 年 6 月	哈啰出行	未透露	F 轮-上市前	交通出行
2018 年 5 月	校宝在线	1 亿人民币 ⁴	C+轮	教育
2018 年 5 月	禧云国际	未透露	A 轮	本地生活
2018 年 5 月	立刻出行	未透露	B 轮	交通出行
2018 年 5 月	停简单	未透露	B+轮	交通出行
2018 年 4 月	哈啰出行	未透露	E 轮	交通出行
2018 年 4 月	探物	未透露	天使轮	本地生活
2018 年 4 月	内啥网	未透露	A+轮	本地生活
2018 年 4 月	八爪鱼在线旅游	未透露	C 轮	旅游
2018 年 4 月	饿了么	95 亿人民币 ⁵	并购	本地生活
2018 年 3 月	ofo 小黄车	未透露	战略投资	交通出行
2018 年 2 月	顺易通	2 亿人民币	战略投资	交通出行
2017 年 12 月	蘑菇租房	未透露	C+轮	房产服务
2017 年 12 月	校宝在线	1 亿人民币 ⁶	C 轮	教育
2017 年 12 月	哈啰出行	未透露	D 轮	交通出行
2017 年 10 月	明觉科技	未透露	A 轮	交通出行
2017 年 4 月	ofo 小黄车	未透露	D+轮	交通出行
2017 年 3 月	蘑菇租房	未透露	C 轮	房产服务
2017 年 3 月	永安行	未透露	A 轮	交通出行
2016 年 12 月	美味不用等	未透露	C+轮	本地生活
2016 年 11 月	大搜车	未透露	C 轮	交通出行
2016 年 9 月	Yum Brands 百胜中国	0.5 亿美元	战略投资	本地生活
2016 年 6 月	小小财技	未透露	战略投资	传媒
2016 年 6 月	摇滚客	未透露	Pre-A 轮	传媒
2016 年 6 月	滴滴	未透露	F 轮-上市前	交通出行
2016 年 5 月	淘票票	未透露	A 轮	本地生活
2016 年 4 月	饿了么	12.5 亿美元 ⁷	F 轮-上市前	本地生活
2016 年 3 月	财新传媒	未透露	D 轮	传媒
2015 年 10 月	36 氪集团	未透露	D 轮	传媒
2015 年 9 月	点我达	未透露	C 轮	物流
2015 年 6 月	口碑	未透露	战略投资	本地生活
2014 年 6 月	虎嗅网	未透露	B 轮	传媒

资料来源：IT 桔子，中信证券研究部 注：（1）以上数据来自 IT 桔子，未包含未公开披露的交易信息，时间截至 2019 年末；（2）蚂蚁金服与阿里集团联合注资 22.7 亿港元；（3）蚂蚁金服领投，此轮融资金额为 7 亿元人民币；（4）蚂蚁金服领投，此轮融资金额为 1 亿元人民币；（5）蚂蚁金服与阿里集团联合收购；（6）蚂蚁金服领投，此轮融资金额为 1 亿元人民币；（7）蚂蚁金服与阿里集团联合投资 12.5 亿美元

附表 2：蚂蚁金服金融行业重要投资事件一览

投资时间	独立投资金额	独立持股比例	投资标的	投资性质	金融分类
2019 年 6 月	-	51%	先锋领航投顾	发起设立	财富管理类
2018 年 10 月	-	18%	阿法金融	A 轮	财富管理类
2018 年 7 月	-	26%	微众税银	C 轮	征信类
2018 年 7 月	1.2 亿美元	-	雪球	D 轮	财富管理类
2018 年 7 月	-	45%	Metro 大都会	天使轮	支付类

投资时间	独立投资金额	独立持股比例	投资标的	投资性质	金融分类
2018 年 2 月	-	17.87%	佳都数据	战略投资	支付类
2018 年 1 月	-	25%	通卡联城	B 轮	支付类
2018 年 1 月	-	-	慧聚财	并购	财富管理类
2017 年 9 月	2 亿人民币	26.4%	小码联城	天使轮	支付类
2017 年 3 月	0.2 亿人民币	40%	农联中鑫	战略投资	农村金融
2017 年 2 月	-	30%	特微智能	A 轮	支付类
2016 年 12 月	-	34.17%	中和农信	B 轮	农村金融
2016 年 7 月	-	-	金贝塔	A 轮	财富管理类
2016 年 6 月	-	-	信美相互	天使轮	保险
2016 年 6 月	2.5 亿人民币	20.00%	朝阳永续	战略投资	财富管理类
2016 年 4 月	0.3 亿美元	0.32%	浙商银行	基石投资	银行
2015 年 12 月	-	0.92%	中国邮政储蓄银行	战略投资	银行
2015 年 9 月	12 亿元人民币	51.00%	国泰产险	并购	保险
2015 年 8 月	-	-	趣店	D 轮	融资类
2015 年 5 月	12 亿人民币	30.00%	网商银行	发起设立	银行
2015 年 4 月	0.95 亿人民币	60.80%	数米基金网	并购	财富管理类
2015 年 1 月	-	-	网金社	战略投资	融资类
2013 年 10 月	11.8 亿人民币	51.00%	天弘基金	并购	融资类

资料来源：《蚂蚁金服：从支付宝到新金融生态圈》(廉薇、边慧、苏向辉、曹鹏程编著)，IT 桔子，中信证券研究部

附表 3：蚂蚁金服技术类企业投资事件一览

时间	投资标的	投资金额	投资性质	核心技术
2019/10/12	e 签宝	1 亿美元 ¹	C 轮	第三方电子合同签名
2019/8/28	大汉软件	未透露	战略投资	电子政务
2019/5/7	QEDIT	未透露	A 轮	企业区块链隐私技术
2019/4/17	四叶草安全	亿元人民币及以上	B 轮	网络安全综合解决方案
2019/4/1	恒生集团 ²	亿元人民币及以上	并购	金融软件
2019/3/15	税友软件集团	未透露	战略投资	财税信息化
2019/2/2	大汉软件	未透露	战略投资	电子政务
2019/1/24	商米科技	亿元人民币及以上	D 轮	智能商用物联网
2019/1/12	南威软件	3.06 亿人民币	IPO 上市后	电子政务
2019/1/7	新开普电子	2 亿人民币	IPO 上市后	智能卡应用
2018/12/17	杭州数知梦	未透露	战略投资	公共交通数据
2018/12/3	凯京集团	未透露	C 轮	物流云 SaaS 系统
2018/11/9	数位	亿元人民币及以上	B+轮	室内位置识别
2018/9/17	安心记加班	亿元人民币及以上	B 轮	加班记录 APP
2018/6/1	润和软件	4.6 亿人民币	IPO 上市后	金融信息化
2018/5/21	奥比中光	2 亿美元 ³	D 轮	3D 人脸识别
2018/5/18	噼里啪	亿元人民币及以上	B 轮	智能财税
2018/5/17	蚂里奥	未透露	战略投资	3D 人脸识别
2018/3/7	锦行科技	未透露	A 轮	欺骗防御
2018/1/12	一砂信息	未透露	战略投资	互联网身份认证
2017/10/31	旷视 MEGVII	未透露	C 轮	人脸识别
2017/9/19	TigerGraph	未透露	A 轮	图数据分析
2017/8/23	深鉴科技	未透露	A+轮	AI 芯片

时间	投资标的	投资金额	投资性质	核心技术
2016/11/6	人力窝	未透露	战略投资	互联网人力资源信息服务
2016/9/14	EyeVerify	7000 万美元	并购	生物验证
2016/4/21	吉大正元	未透露	战略投资	信息安全
2016/4/9	尚芸飞流	未透露	战略投资	金融机构云服务
2015/4/1	旷视 MEGVII	未透露	B+轮	人脸识别
2015/3/30	北京鹰胜网络验证	未透露	战略投资	人脸识别
2014/8/21	WiTown 树熊网络	未透露	A 轮	智能 Wi-Fi 营销
2014/8/19	旷视 MEGVII	未透露	B 轮	人脸识别
2014/7/16	趣拍云	未透露	A 轮	短视频+直播

资料来源：IT 桔子，中信证券研究部 注：（1）蚂蚁金服领投，此轮融资总金额为 1 亿美元；（2）2014 年 4 月，马云持股 99.1365%的浙江融信以现金方式受让恒生集团 100%的股份，从而间接持有恒生电子 20.62%股权。2015 年 6 月，蚂蚁金服通过认购浙江融信新增股本并收购现有股东剩余股权的方式获得浙江融信 100%的股权。2019 年 3 月，蚂蚁金服自全资子公司浙江融信收购恒生集团 100%股权；（3）蚂蚁金服领投，此轮融资总金额为 2 亿美元

附表 4：蚂蚁金服海外国家及地区合作及投资一览

时间	国家/地区	投资/合作机构	机构主营业务	投资金额	持股比例	投资性质	电子钱包
2019 年	印度尼西亚 泰国	BLUE Mobile	智能零售	未披露	未披露	C 轮	-
2019 年	英国	WorldFirst	跨境支付	7 亿美元	100%	并购	-
2019 年	印度尼西亚	Bukalapak	电商平台	未披露	未披露	D 轮	-
2019 年	印度尼西亚	Akulaku	消费分期	1 亿美元	未披露	D 轮	-
2018 年	孟加拉	bKash	移动金融服务	未透露	未披露	战略投资	bKash
2018 年	巴基斯坦	TMB	小微企业银行	1.845 亿美元	45%	股权投资	Easypaisa
2018/19 年	印度	Zomato	外卖	2 亿/2.1 亿/6 亿美元	29%	战略投资	-
2017 年	马来西亚	TNG	支付	未透露	-	成立合资公司	TNG
2017 年	中国香港	支付宝 HK	支付	未透露	未披露	联合设立	Alipay HK
2017 年	新加坡	Lazada	自营电商	10 亿美元	-	阿里集团收购后，蚂蚁金服与 HelloPay 合并	HelloPay 更名为 Alipay
2017 年	印度尼西亚	Emtek	支付	未透露	未透露	成立合资子公司	DANA
2017 年	菲律宾	Mynt	支付	未透露	45% ¹	A 轮	Gcash
2017 年	韩国	KaKao Pay	支付	2 亿美元	≤40.5% ²	战略投资	KaKao Pay
2016 年	新加坡	M-Daq	跨境证券交易	未透露	未透露	战略投资	-
2016 年	泰国	Ascend Money	支付、互联网信贷	数千万美元/未透露	20%	A 轮/战略投资	Ascend Money
2015 年	韩国	K-Bank	互联网银行	未透露	未透露	共同发起设立	-
2015/15/19 年	印度	paytm	移动支付、商务	1.35 亿美元/6.8 亿美元/未披露	B 轮后，持股约 40% ³	A 轮/B 轮/E 轮	paytm
2014 年	澳大利亚	Paybang	支付	未透露	未透露	成立合资子公司	-

资料来源：IT 桔子，中信证券研究部 注：（1）搜狐财经 http://www.sohu.com/a/250436874_115280；（2）KaKao 集团 2017 年年报显示，KaKao 集团持有 KaKao Pay 股权比例为 60.5%；（3）36 氪：<https://36kr.com/p/5255417>

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告