

首席经济学家：任泽平

研究员：曹志楠

✉ caozhinan@evergrande.com

研究员：黄斯佳

✉ huangsjia@evergrande.com

#### 相关研究：

1. 解码平安：如何成为世界级综合金融集团  
2019-06-05
2. 解码泰康：从保险到医养的成功突围  
2019-06-14
3. 解码罗斯柴尔德：顶级财阀与大国金融霸权  
2019-08-09
4. 解码高盛：国际顶级投行与金融帝国崛起  
2019-10-10
5. 解码伯克希尔：股神之道  
2019-11-04
6. 解码瑞银：财富管理巨头的秘密  
2020-01-09
7. 解码贝莱德：如何掌管七万亿美元  
2020-4-14

#### 导读：

脱胎于互联网的蚂蚁集团迅速崛起，即将以超 2500 亿美元的估值登陆资本市场。

蚂蚁集团从一张小小支付牌照起家，凭借中国庞大的互联网流量红利，抓住传统金融痛点，十几年时间，小小蚂蚁崛起成为全球最大独角兽（参考：《中国独角兽报告：2020》）。蚂蚁如何改变传统金融格局、坐上金融科技头把交椅？未来面临怎样的机遇与挑战？有哪些值得传统金融和新金融企业学习借鉴的地方？

新时代下的金融巨头之争，已经超越了产品之争、服务之争、渠道之争，更多体现为跨行业、跨业态的立体竞争。能否转变商业模式、适应时代发展，将决定其成败的关键。

#### 摘要：

蚂蚁商业模式的成功，既有依托阿里巴巴生态等外部因素，也有其战略定位、产品运营等内部因素。蚂蚁脱胎于阿里淘宝支付业务，但没有故步自封，积极拓展外部生活和金融场景，形成支付、金融服务、创新业务三大条线，截至 2020 年 6 月，蚂蚁集团收入达 725.28 亿元，支付板块仅贡献 36%，通过自营或金融机构提供理财、借贷、保险服务，分别贡献收入 16%、39%、8%，合计占 64%，是蚂蚁最大的收入来源，其余不到 1% 收入由创新业务贡献。

蚂蚁典型打法：“爆款产品、开放平台、打造生态”三步走，环环相扣，以互联网思维切入金融科技各个赛道。

1) 做产品：传统金融机构的产品设计往往是从自身能力、监管政策等约束性条件出发，“先有产品，再找客户”，而蚂蚁所拥有的互联网基因恰恰相反，以客户需求为立足点打造产品。细数支付宝、余额宝、花呗、花呗、相互宝等爆款产品，无一不是从客户需求出发、大幅降低门槛、狠抓用户体验，填补了传统金融模式空白，一经推出短时间内便吸引上亿流量。

2) 做平台：蚂蚁深谙自身优势是技术和数据。2017 年蚂蚁采取开放平台战略，一是将成熟业务接入外部金融机构，用助贷、联合贷款、销售引流等方式向金融机构引流，二是将自身强大的风控能力、运营能力以解决方案的形式向金融机构输出。既转移了利率、信贷、流动性等风险，同时稳赚不赔收取技术服务费。

3) 做生态：横向上，蚂蚁将这套商业模式向海外复制，境外用户近 3 亿，境外营收占 4-5%；纵向上，蚂蚁转向技术公司，在数字货币、蚂蚁链、蚂蚁云等领域输出底层技术，将自身打造为金融科技大

生态，建立起服务政府和国家战略的基础设施。

蚂蚁的成功，是新旧经济交替的产物，本质上以蚂蚁为代表的新经济商业模式对传统模式的逆袭。展望未来，蚂蚁这头飞奔的大象机遇依然广阔，但面临的新问题、新挑战层出不穷。**机遇方面：**随着新基建上升为国家战略，科技赋能传统产业、企业级用户需求拓展成为金融科技未来主战场，蚂蚁在用户积累、数据获取、技术输出等方面护城河稳固。**风险方面：**金融监管趋严，民间借贷利率上限下调，导致蚂蚁目前最大盈利板块面临调整；数据要素重要性提升，数据安全逐渐成为市场关注的热点，蚂蚁保障用户数据安全的能力面临考验。

**风险提示：**金融监管政策、大数据资源获取和使用政策存在不确定性，对其业务模式造成冲击。

## 目录

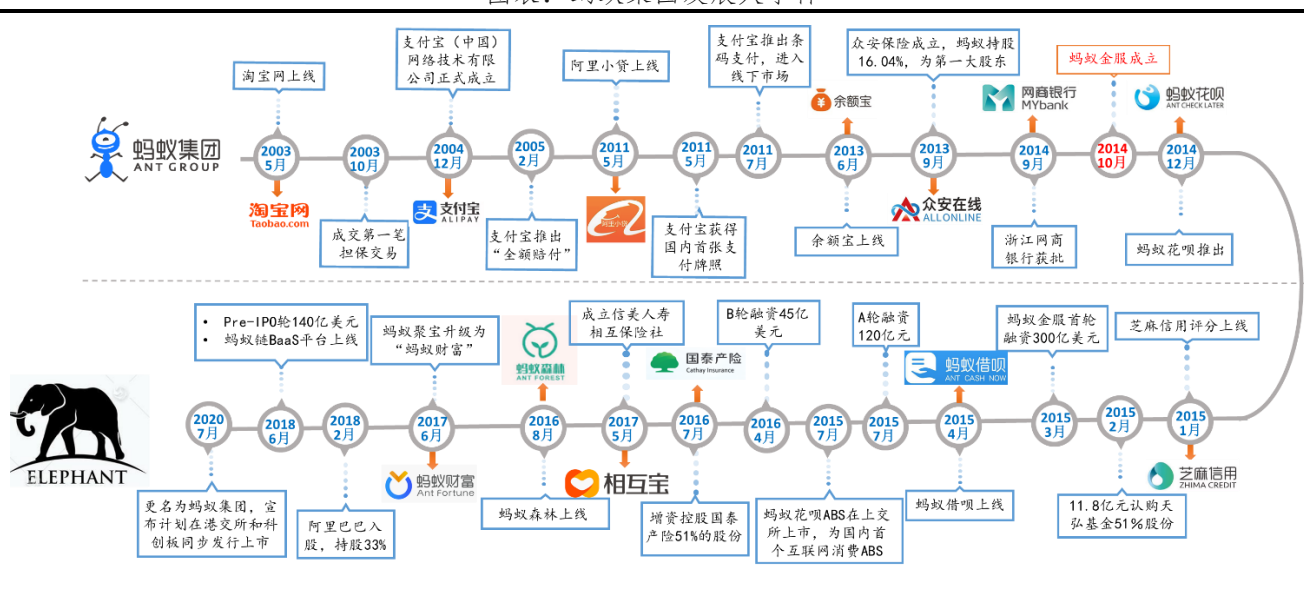
1 成长印迹：小小蚂蚁成为全球最大独角兽 .....	5
1.1 发展历程：支付起家、颠覆金融、技术输出三步走 .....	5
1.2 估值演变：从蚂蚁到大象，五年五倍 .....	6
2 业务透视：轻资产、高利润、成长快 .....	7
2.1 财务表现：轻资产，盈利强，增长迅速 .....	7
2.2 业务版图：支付板块贡献流量，金融服务贡献收入，技术创新贡献增长点 .....	8
3 模式剖析：产品、平台、生态环环相扣 .....	10
3.1 做产品：爆款属性、用户体验、流量运营 .....	11
3.1.1 支付宝：首创担保交易模式，解决交易信任问题，缔造流量入口 .....	12
3.1.2 余额宝：首创“支付+理财”功能，解决“碎片化”理财需求 .....	13
3.1.3 花呗、借呗：普惠金融，聚焦长尾市场 .....	14
3.1.4 相互宝：低门槛揽客，重在培养客户保险意识 .....	15
3.2 做平台：向金融机构开放 .....	16
3.2.1 业务开放：蚂蚁仅收取技术服务费，不承担金融产品本身风险 .....	16
3.2.2 能力开放：从前端获客到后端风控，蚂蚁赋能金融全链条 .....	17
3.3 做生态：输出技术方案，向海外移植成功模式 .....	18
3.3.1 技术输出：提供完整的金融科技解决方案 .....	18
3.3.2 海外延伸：1+9 布局，贡献营收约 5% .....	20
4 展望 .....	21

## 图表目录

图表：蚂蚁集团发展大事件 .....	5
图表：蚂蚁集团历次重大股权变更事件 .....	6
图表：蚂蚁集团上市前后股权架构变化 .....	7
图表：蚂蚁集团资产负债情况 .....	7
图表：蚂蚁集团营业收入及利润情况 .....	7
图表：蚂蚁集团业务版图 .....	8
图表：蚂蚁集团三大类业务收入（亿元） .....	8
图表：蚂蚁集团三大类业务收入占比 .....	8
图表：金融科技板块三大子业务收入（亿元） .....	9
图表：金融科技板块下三个子业务收入占比 .....	9
图表：蚂蚁集团重要境内子公司盈利情况 .....	10
图表：蚂蚁模式：产品-平台-生态 .....	11
图表：蚂蚁集团主要产品运营模式归纳 .....	11
图表：支付宝月活用户数量突破 7 亿 .....	13
图表：第三方移动支付中，支付宝市占率 55% .....	13
图表：余额宝规模突破 1.2 万亿 .....	13
图表：天弘余额宝管理人报酬费用 .....	13
图表：中国消费贷款市场高速增长 .....	14
图表：蚂蚁集团信贷余额超过 2.1 万亿元 .....	14
图表：花呗和借呗发行 ABS 的情况 .....	14
图表：2019 年各互联网贷款平台不良率 .....	14
图表：网商银行营业收入情况 .....	15
图表：蚂蚁花呗、借呗的营业总收入（亿元） .....	15
图表：蚂蚁促成保费收入及互助分摊总额超过 518 亿元 .....	16
图表：蚂蚁集团客户交叉销售率高 .....	16
图表：蚂蚁集团促成资产管理规模超过 4 万亿 .....	18
图表：蚂蚁的助贷与联合贷款模式 .....	18
图表：蚂蚁研发费用占比情况 .....	18
图表：2020 年 6 月蚂蚁集团技术人员占比 64% .....	18
图表：蚂蚁金服金融科技业务版图 .....	19
图表：2020 年 H1 全球区块链专利排行中国企业 .....	19
图表：阿里巴巴区块链专利申请数量 .....	19
图表：蚂蚁集团境外地区营业收入 .....	20
图表：蚂蚁集团海外布局版图 .....	20

# 1 成长印迹：小小蚂蚁成为全球最大独角兽

图表：蚂蚁集团发展大事件



资料来源：恒大研究院

## 1.1 发展历程：支付起家、颠覆金融、技术输出三步走

**支付起家(2004-2011):**以解决信任痛点切入，流量为王，独占鳌头。蚂蚁集团前身是服务于淘宝网的支付结算部门，2003 年淘宝网上线后，为解决线上交易支付的信任问题，担保交易应运而生。随着交易量逐渐扩大，支付业务从淘宝拆分并独立运行，2004 年底支付宝正式成立。为扩大用户范围，在 C 端，支付宝先后推出全额赔付、快捷支付，给当时普遍使用网上银行、U 盾转账的用户带来前所未有的支付体验；在 B 端，支付宝以免费甚至补贴的形式吸引商户，迅速占领市场，2007-2009 年间，支付宝全年交易额从 476 亿元翻五倍，达到 2871 亿元，占整个电子支付市场 49.8% 的份额。2010 年，央行发布《非金融机构支付服务管理办法》，实行牌照制度，要求境内主体方可申请，支付宝被从已在海外上市的阿里巴巴体系下分拆出来，2011 年顺利获得国内首批第三方支付牌照。这一阶段，蚂蚁将支付宝单一产品做到极致，商业模式处于扩流量、冲规模的早期阶段。

**颠覆金融(2012-2016):**以普惠金融切入，牌照为王，流量变现。凭借庞大的阿里电商生态与早期流量积累，蚂蚁开始将业务延伸至信贷、理财、保险等传统金融领域。**理财:**2012 年 5 月支付宝获得基金销售支付牌照，2013 年 6 月支付宝与天弘基金合作推出“余额宝”，同年 10 月支付宝以 11.8 亿元认购了天弘基金 51% 的股份；**信贷:**2014 年 6 月蚂蚁金服正式成立，2014 年 9 月浙江网商银行获批，主营小微信贷、供应链金融等业务；2015 年蚂蚁花呗和蚂蚁借呗等爆款产品先后上线，芝麻信用正式投入使用，拓宽了互联网信贷领域的布局；**保险:**2016 年蚂蚁金服向国泰产险增资，持股 51%，2017 年成立信美人寿相互保险社，保险业务开始在蚂蚁金服的版图中落地开花。这一阶段，蚂蚁集团渗透到传统金融领域，获取银行、保险、保险经纪、公募、基金销售、私募、保理、小贷等共 8 类牌照，旗下有超过 20 家金融机构。



**技术输出（2017 至今）：去金融化，技术为王，为金融机构和政府赋能。**2017 年后，金融监管趋严，受 P2P 爆雷影响，蚂蚁金服部分产品受到监管。此后蚂蚁金服宣布从 FinTech 向 TechFin 战略转型，一方面向金融机构开放产品和技术能力，并提出以 BASIC 技术为核心的战略发展方向，密切关注应用场景落地；另一方面向政府机构贡献算力，2017 年承接数字雄安新区区块链基础设施平台建设，协助央行开展数字人民币体系的研发等。2020 年 7 月蚂蚁金服更名为“蚂蚁集团”，标志其战略转向科技领域。这一阶段，蚂蚁找准定位，发挥数据和技术优势，业绩和估值飞速提升，连续两年登顶全球金融科技百强榜。

## 1.2 估值演变：从蚂蚁到大象，五年五倍

蚂蚁共经历三轮大型的融资，另有五次小型的融资。2015 年 6-8 月，蚂蚁集团 A 轮融资共募集资金 18.5 亿美元，市场估值超过 2600 亿元，引入战略投资者多为保险相关，包括全国社保基金会、中国人寿、太平洋人寿、人保资本等，另有上海金融发展投资基金、国开金融等实力雄厚的机构；B 轮融资在 2016 年 5 月，本轮共募集资金 45 亿美元，投后估值达到 3900 亿元，本轮引入建信信托、中金甲子等机构；Pre-IPO 轮融资以引入境外资金为主，共募得境外资金 103 亿美元，境内资金 37 亿美元，美国红杉、凯雷、贝莱德、新加坡 GIC、淡马锡、加拿大养老基金、马来西亚国库投资等著名投资机构均在列，投后估值高达 9600 亿元，成为全球最有价值的独角兽。

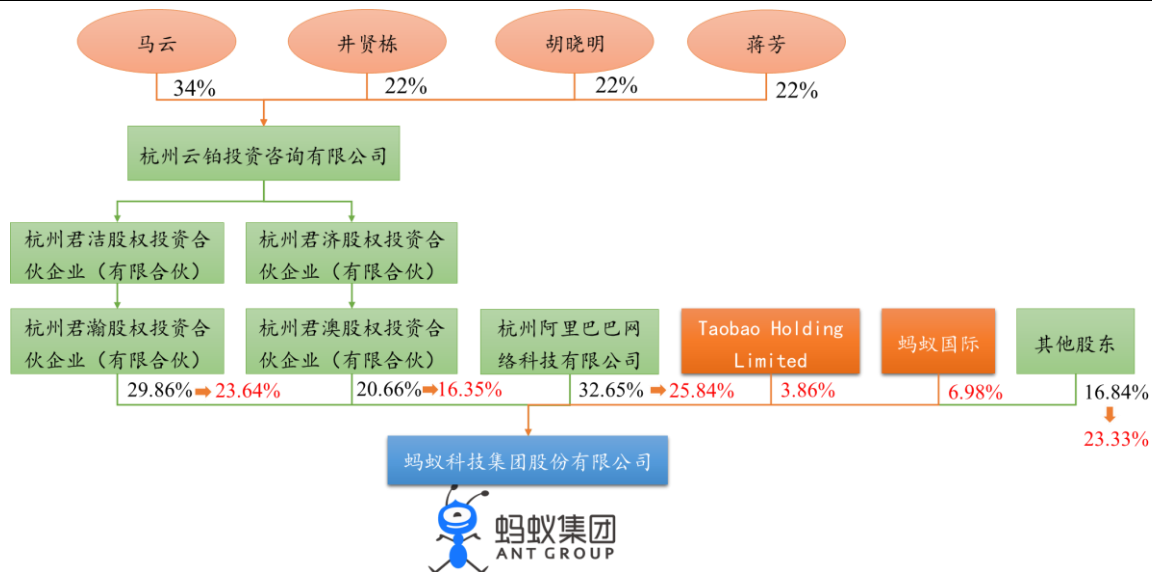
图表：蚂蚁集团历次重大股权变更事件

融资	时间	融资金额	投后估值	投资者
战略投资	2014.04	未披露	-	建信投资、人保资本
Pre-A	2015.05	2.19 亿元	-	海尔资本
A 轮	2015.06	18.5 亿美元	2600 亿元	全国社保基金会、上海众付股权投资管理等 12 家
B 轮	2016.06	45 亿美元	3900 亿元	置付（上海）投资中心、中国人寿保险等 16 家
Pre-IPO	2018.05	140 亿美元	9600 亿元	美国红杉、凯雷、贝莱德、新加坡政府投资公司 GIC、淡马锡、加拿大养老基金、马来西亚国库投资等 45 家境外投资机构
战略投资	2018.6	16 亿元		太平洋保险
集团入股	2019.09		约 1.4 万亿元	根据《2014 年股权和资产购买协议》，杭州阿里巴巴取得了蚂蚁集团 33% 股份

资料来源：蚂蚁集团上市招股说明书，恒大研究院

蚂蚁集团上市后其股权架构将发生变化，但不影响集团控制权。上市前杭州君瀚和杭州君澳分别持股 29.86%、20.66%，股权追溯至马云、井贤栋、胡晓明、蒋芳等个人投资者持股；2019 年 9 月阿里巴巴集团通过其境内间接全资子公司杭州阿里巴巴取得了蚂蚁集团 33% 股份，成为第一大股东；另外，在 Pre-IPO 轮引入的境外投资者持有的 C 类股份将被 Taobao Holding Limited 和蚂蚁国际赎回，上市后两个主体分别持股 3.86% 和 6.98%，其他股东持有份额将由 16.84% 扩大到 23.33%。

图表：蚂蚁集团上市前后股权架构变化



资料来源：天眼查，恒大研究院

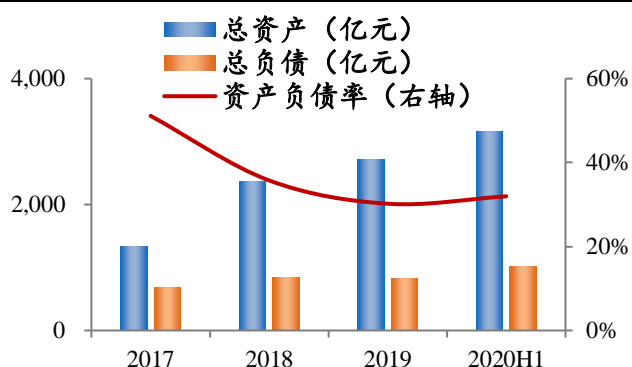
## 2 业务透视：轻资产、高利润、成长快

### 2.1 财务表现：轻资产，盈利强，增长迅速

**轻资产运营。**截至2020年上半年，蚂蚁集团总资产达到3159亿元，在全部A股上市公司中排名第79位，2017-2019年复合增长率高达42.5%；集团保持轻资产运营，2017年后确立“去金融化”的战略路径后，资产负债率从2017年51%降至2020年6月32%，大幅降低负债压力。

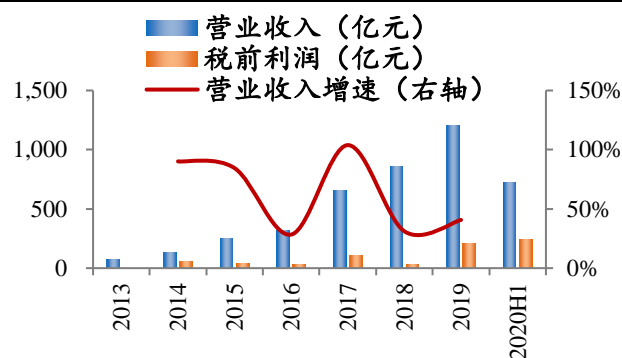
**业绩大跨步迈进。**尽管2017年前没有披露业绩，但根据蚂蚁和阿里巴巴技术服务费分成协议，2014-2016年的税前利润分别为56.56、42.54、29.06亿元。前期主要受销售推广拖累，利润表现一般，随着护城河壁垒形成，商业模式日渐成熟，业绩开始大跨步迈进。根据招股说明书，2017-2019年蚂蚁营业收入从653.96亿元升至1206.18亿元，年化增长率为35.81%；净利润从82.05亿元升至180.72亿元，年化增速48%。截至2020年上半年，蚂蚁营业收入725.28亿元，净利润219.23亿元，仅仅半年已经超过了去年全年利润。

图表：蚂蚁集团资产负债情况



资料来源：蚂蚁集团上市招股说明书，恒大研究院

图表：蚂蚁集团营业收入及利润情况

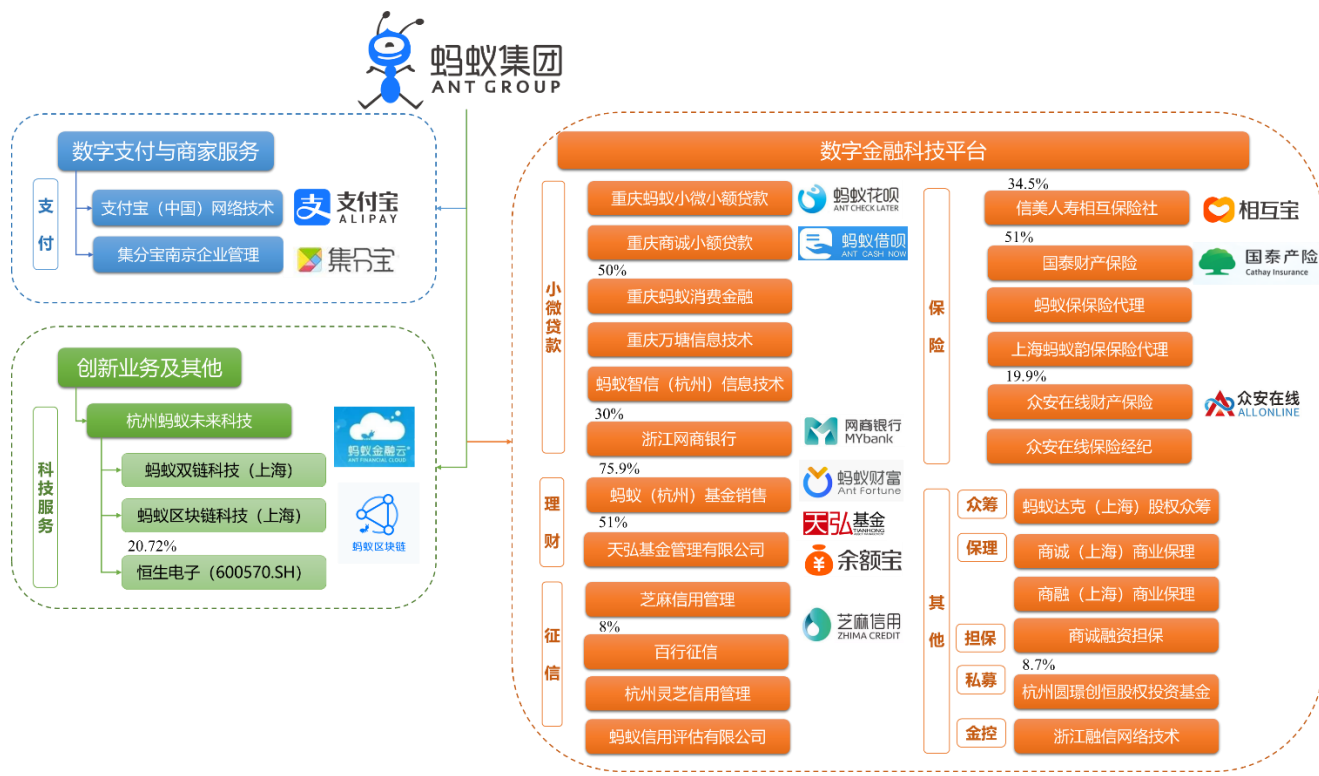


资料来源：蚂蚁集团上市招股说明书，阿里巴巴财务报表测算，恒大研究院

## 2.2 业务版图：支付板块贡献流量，金融服务贡献收入，技术创新贡献增长点

当前蚂蚁集团着力布局三大战略板块，数字支付与商家服务、数字金融科技平台、创新及其他业务。

图表：蚂蚁集团业务版图

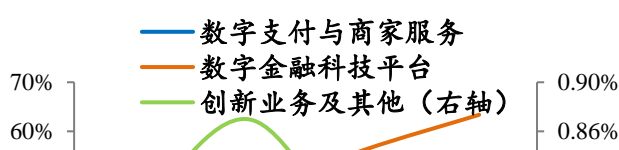


资料来源：天眼查，恒大研究院

图表：蚂蚁集团三大类业务收入（亿元）



图表：蚂蚁集团三大类业务收入占比



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_2173](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2173)

