



非银行金融行业蚂蚁集团系列 报告(七): 业务调整、变换引擎、 估值切换



回顾过去一年多来蚂蚁集团的转型：主要配合监管，转向可持续增长和发挥基础设施功能。具体在数字支付、征信科技、微贷科技、理财科技和保险科技各领域，逐项对照清单进行调整，其中影响最大的是微贷科技。展望未来，SuperApp 用户价值将逐步释放，蚂蚁财富已经步入稀缺供给端与高增长需求端相叠加的甜蜜投资周期，国际业务高增长，海外投资步入收获期，蚂蚁链场景加速落地。伴随业务调整，估值也将随即切换，分部估值法的基础日渐成熟。

配合监管：转向可持续增长，发挥基础设施功能。过去一年经过三轮约谈，监管要求逐步细化，已经步入实操阶段，但金控牌照的申请尚未获得监管受理，有待密切跟踪。蚂蚁用实际行动转向社会价值优先，包括发起成立金融科技伦理（学术）委员会、发布数字金融平台自律准则、积极加入数字货币推广试点，与央行保持紧密合作，积极发挥支付基础设施功能。

业务调整：逐项对照清单调整，助贷模式有待重塑。

①数字支付：生态投入加码，互联互通的影响尚待观察。无论是向小微让利、引导商户码升级，还是数字生态构建，都将降低公司支付业务收入或增加公司交易成本和服务成本，预计利润率较此前下滑。断开不当连接方面，支付宝在支付选项上已为消费者提供多种选择，品牌隔离后，花呗仅为选项之一，而非优先推荐项。支付服务未来是否进一步与金融服务解耦，尚待观察。与微信核心场景打通尚处于探索阶段。场景壁垒打破之

后的竞争格局，将取决于平台的综合服务能力。

②征信科技：钱塘征信已获受理，产品和服务尚待明确。《征信业务管理办法》

（征信新规）大幅扩展征信范畴，将替代性数据和以“信用评分”等名义对外提供的服务纳入监管，并要求个人征信业务持牌经营。钱塘征信牌照申请已于 2021 年 11 月 26 日获得受理。蚂蚁集团与浙江省旅游投资集团并列最大股东，分别持股 35%。钱塘征信或将成为继百行征信、朴道征信之后的第三家市场化个人征信机构。根据蚂蚁集团 2021 年 3 月发布的数字金融平台自律准则，预计芝麻信用仍将存在。钱塘征信在数据、基数、服务方面的优势明显，但数据合规边界有待明确，未来如何赢得市场和监管的双认可可是核心观察点。

③微贷科技：品牌隔离已启动，消金增资暂缓，助贷模式待重塑。品牌方面，消金使用“花呗”或“借呗”品牌，助贷使用“信用购”或“信用贷”品牌。截至 2020 年 6 月 30 日微贷收入占比 39%，是蚂蚁集团收入和利润的最重要来源之一。信贷业务整改是蚂蚁集团合规调整的重中之重。2021 年 6 月蚂蚁消金正式开业，12 月 24 日公告资本金拟增至 300 亿，2022 年 1 月 13 日因中国信达退出，增资暂缓，新的增资方案待定。假设未来增资至 300 亿，蚂蚁消金最多可承接自营余额约 4000 亿元；即使考虑联合贷，可承接余额最高约 1.3 万亿元，与 2020 年 6 月末蚂蚁集团消费贷款余额 1.7 万亿元相比仍有较大缺口，需要通过助贷来解决。助

贷模式尚待重塑，征信新规过渡期延续至 2023 年 6 月末。

④理财科技：完善产品生态，补足投顾短板，做大公募蛋糕。一方面，蚂蚁按照监管要求，银行存款、银行理财短期年金险均已下架，天弘余额宝因流动性要求而压缩规模。另一方面，因势利导，加速完善标准化净值型产品生态，公募基金保有量快速上升。蚂蚁基金 3Q2021 非货基和权益型基金保有量分别位列第一和第二，固定收益基金存量和增量均遥遥领先。同时，积极从卖方销售向买方投顾转型，通过财富号、“支小宝”理财助理、理财直播、理财智库、投教基地、“理财分”、金选专区、投顾管家等全方位构建投顾服务生态。

⑤保险科技：相互宝将于 2022 年 1 月 28 日关停；渠道变现效率长期受限。2021 年 12 月，相互宝用户已降至 7500 万以下。相互宝已高效完成用户积累和转化。

尽管蚂蚁保险满足监管渠道变现效率上限要求，我们推算 2019 年蚂蚁保险渠道费率约 13%，但长期看，未来提价空间受限。

商业模式正在重塑：在新监管规则之下，收入和利润占比最高的微贷商业模式面临较大调整，从“纯粹的轻资产平台型业务+持股重资本的网商银行”，转向“轻资产的助贷平台业务+持股重资本的蚂蚁消金和网商银行”。支付和保险业务也受到影响。与此同时，蚂蚁或受益于强监管下的行业集中度进一步提升。

变换引擎: SuperApp 用户价值释放+三个业务增长点 “财富管理+国际业务+蚂蚁链”

①SuperApp 用户价值持续释放。过去一年支付宝 App 用户底盘仍保持稳健增长, 根据 Questmobile 数据, 2021 年 11 月支付宝 MAU 达 7.8 亿, DAU 超 3.4 亿, 体现其作为 SuperApp 构建的数字生活平台用户心智不断提升, 有望带来长期的价值创造。

②踏上财富管理新浪潮。“余额宝-债基-股基”的产品迭代路线, 为蚂蚁培育强大的理财用户基础, “产品平台+投顾体系+2B2C 服务生态”正在成为蚂蚁的护城河。2021H1 蚂蚁(杭州)基金销售有限公司收入 57.8 亿元, 同比增长 181%, 是 2019 年末收入的 5.7 倍。预计未来 1-2 个季度, 蚂蚁有望在公募基金领域超越招行成为保有量双第一渠道。

③跨境支付增速高于境内, 海外投资步入收获期。受益于疫情, 跨境支付增速走高, 国际业务维持较高增长。另外, 蚂蚁海外投资正步入收获期。2021 年 7 月 Zomato 上市, 8 月 Bukalapak 上市, 11 月 Paytm 和 Kakaopay 陆续上市。

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_36613

