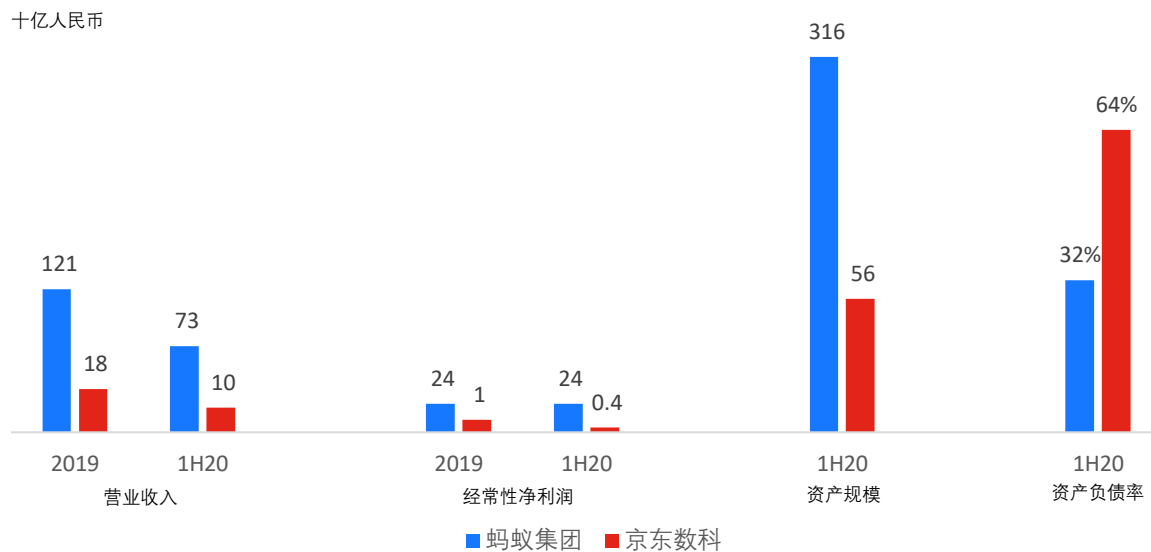




## 本期焦点 - 蚂蚁集团 vs. 京东数科：截然不同的路

图表 1: 蚂蚁集团与京东数科主要财务指标对比



数据来源：公司披露，尚乘研究

## 估值：2,500 亿美元 vs. 2,000 亿元人民币——蚂蚁的规模是京东数科的 8 倍

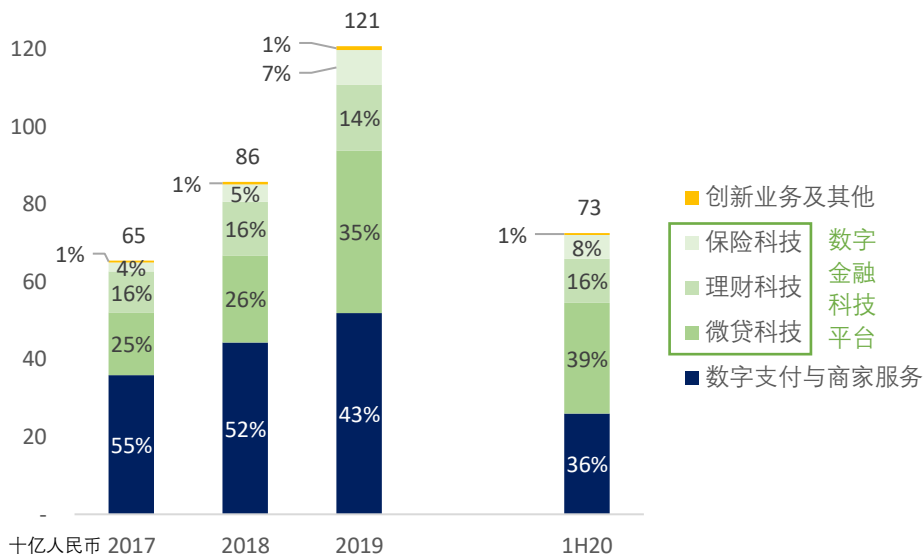
继蚂蚁集团之后，京东数科也向科创板发起冲击，目标上市估值约 2,000 亿元人民币，计划募集约 200 亿元，对应 11 倍 2019 P/S 和 195 倍 2019 P/E。此前，蚂蚁集团科创板已过会，且已通过港交所聆讯。蚂蚁计划以 2,500 亿美元估值筹资 350 亿美元，对应 14 倍 2019 P/S 和 70 倍 2019 P/E。

2020 年上半年，蚂蚁的收入达到 725 亿元，同比增长 38%；京东数科收入则为 103 亿元，同比增长 27%。蚂蚁背靠阿里巴巴及其生态企业丰富场景生态，手握超过 10 亿支付宝活跃用户，已建立了多元化的金融产品矩阵，拥有显著的竞争优势。上半年，蚂蚁集团非 IFRS 准则下的归母净利润为 239 亿元，与 2019 年全年的 242 亿元接近；京东数科上半年的经常性净利润则为 3.9 亿元。

## 消费贷款为主的助贷业务仍是蚂蚁和京东数科收入最重要的驱动力

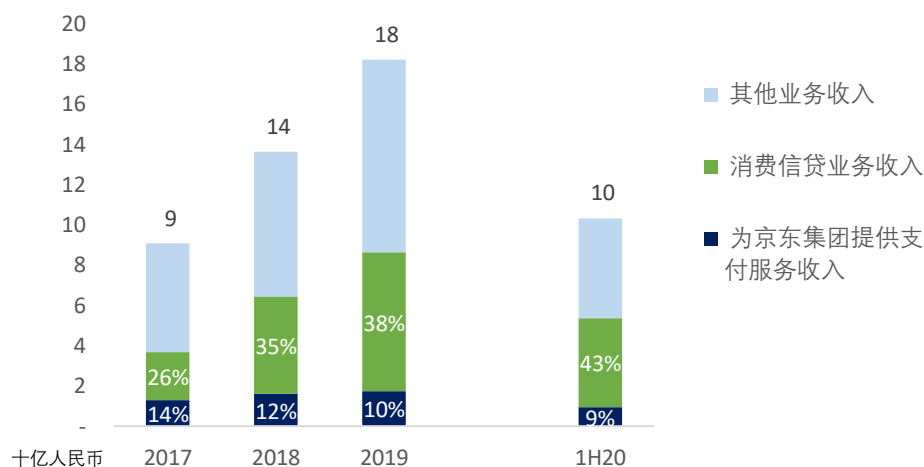
对两家公司而言，消费贷款都是最重要的收入来源，且来自消费贷款的收入在整体营收中的占比在 2020 年上半年达到有史以来的最高点——包括花呗和借呗在内的信贷业务为蚂蚁贡献了 39% 的收入，共 286 亿元，同比增长 57%；而京东白条和金条两款明星产品带来的收入则达到 69 亿元，占京东数科总收入的 43%。

图表 2：蚂蚁集团收入细分：信贷业务成为最大收入来源，数字支付与商家服务收入的占比逐年下降



数据来源：公司披露，尚乘研究

图表 3：京东数科收入细分：消费信贷业务收入占比逐年提高



数据来源：公司披露，尚乘研究

作为中国最大的移动支付平台支付宝的母公司，上半年，蚂蚁 36% 的营收来自于支付相关的交易服务费，这一比值在过去的三年内持续下降。与已经跳出阿里生态圈的支付宝不同，京东数科的支付结算服务主要依托于京东的零售场景，上半年为京东集团提供的支付服务为京东数科带来的收入占总收入的比例仅为 9%。在理财、保险等其他金融服务方面，蚂蚁的业务布局更为深入，旗下的余额宝、相互宝等产品广受消费者欢迎；京东数科的相关业务则起步较晚，且以面向金融机构的云端解决方案为主。

相较于专注金融服务的蚂蚁集团，京东数科还提供其他非金融科技服务，为政府和商户提供智能营销、智能城市数字化解决方案等。从 2017 年到 2020 年上半年，政府及其他客户数字化解决方案在京东数科总收入中的占比从 1% 提高到 6%。

### 不同的科技布局：蚂蚁更专注金融科技，京东数科则投入非金融科技

对两大巨头核心技术方向的比较可以反映出二者策略的差异。京东数科从智能机器人、物联网到自动驾驶都略有涉猎；而蚂蚁集团则深耕金融科技，尤其强调安全和风险管理等。蚂蚁继承了阿里巴巴的技术优势，其金融级分布式数据库 OceanBase 打破国内甲骨文一家独大的局面，除了支付宝、网商银行外，已经在中国工商银行、人保健康险等金融机构落地。金融数据库的国产化趋势将成为 OceanBase 发展的动力。今年，蚂蚁升级了蚂蚁链品牌，助力各行业区块链的商业应用，并于近日在外滩大会上发布了基于蚂蚁链的国际贸易与金融服务平台 Trusple，意在解决贸易融资过程中的信任问题。

图表 4：蚂蚁集团与京东数科核心技术对比：京东数科囊括技术种类更为多元

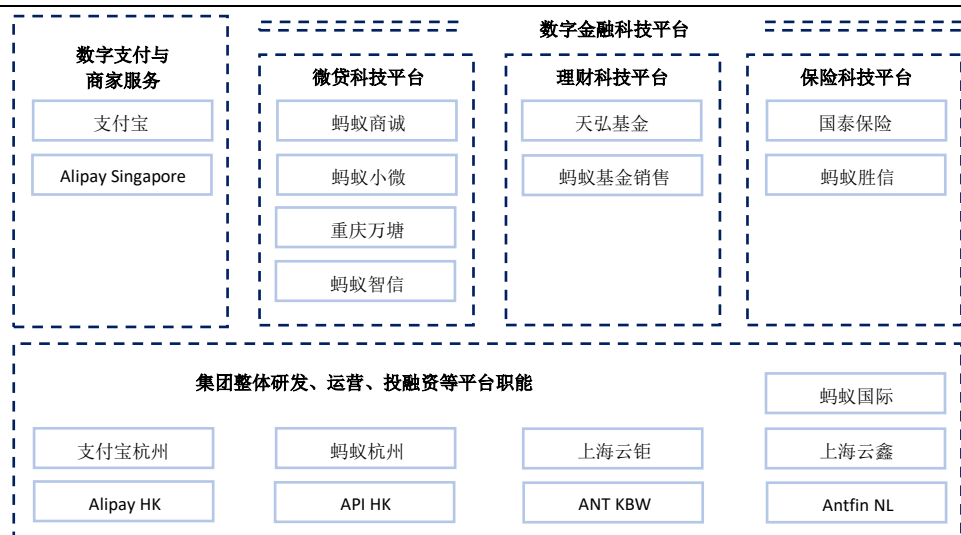
技术领域	蚂蚁集团	京东数科
人工智能	信贷风险管理平台、智能投顾平台、智能理赔平台、共享智能技术、时序图智能技术、因子和策略自动学习技术	人脸识别与活体检测、虚拟数字人技术、对话机器人技术、知识图谱、联邦学习、时空 AI 算法、智能机器人技术平台
区块链	蚂蚁链 BaaS (Blockchain as a Service) 平台、双链通 (基于 TEE 的强隐私保护应收账款流转平台)、通用智能合约平台、基于硬件的链上高效隐私保护方案、跨链可信数据连接服务、蚂蚁链一体机、物联网可信上链技术、蚂蚁摩斯 (MORSE) 大规模多方安全计算平台	区块链技术 (区块链底层引擎系统 JD Chain、区块链服务平台智臻链 BaaS)
计算及技术基础设施/数据技术/云计算	金融级分布式技术架构 SOFAStack、分布式数据库 OceanBase、新一代实时大数据研发与分析平台、分布式实时图数据库 GeaBase	大数据平台、图计算平台、时空大数据、云计算技术
风险管理	智能风控引擎 AlphaRisk、在线核身技术及平台化、终端风控引擎 Edge、反洗钱制裁扫描引擎 WISE	授信评分卡主模型、最优决策模型、风控超脑智能反欺诈平台
安全	安全微隔离技术、通用安全计算体系、安全切面防御体系、基于应用身份和环境保障的下一代智能权限体系	
资管科技		基于多版本控制的数据库敏感字段脱敏技术方案、资产路由技术方案
智能营销		人机互动技术、物联网连接和精准化管理技术、播控技术
智能城市		人员轨迹和图谱分析技术、莫奈可视化技术、数据直通车技术
智能机器人		智能机器人应用技术
自动驾驶		车辆避障告警方法及系统

数据来源：公司披露，尚乘研究

## 金融监管收紧，蚂蚁与京东数科均将面临新的考验

据 9 月出台的金融控股公司监管新规，人民银行将把实质控制两类或以上金融机构、金融机构资产规模超过五千亿元的金融控股公司纳入监管，需要遵守资本和股东的相关规定。蚂蚁集团手握金融牌照更为齐全，包括支付、银行、保险、基金、小贷、消费金融公司等牌照，京东数科则拥有小贷、支付、基金、保险、消金、商业保理等牌照。蚂蚁集团已宣布将以全资子公司浙江融信为主体申请设立金融控股公司，注册资本至少 50 亿元，而京东数科尚未公布金控方案。此外，今年，央行开始收紧联合贷政策，重点关注贷款规模、不良率等指标。

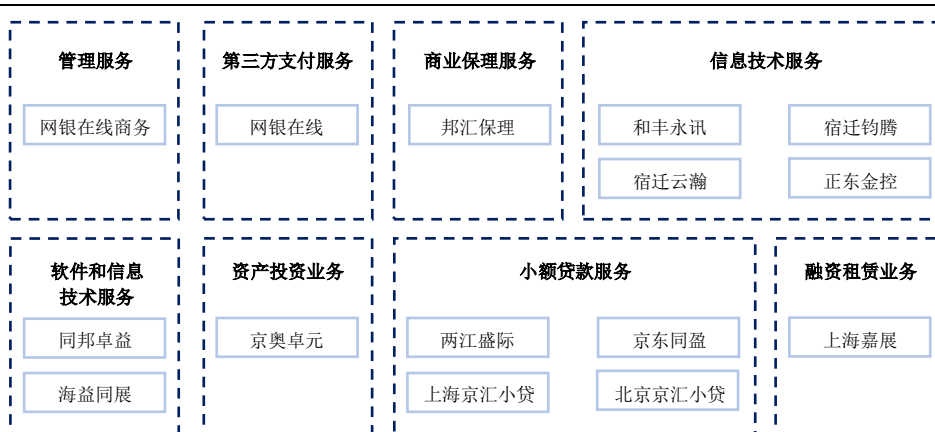
图表 5：蚂蚁集团重要子公司与现有业务板块对应关系



数据来源：公司披露，尚乘研究

注：图中未包含重要子公司浙江融信，蚂蚁将以浙江融信为主体申请设立金融控股公司

图表 6：京东数科并表子公司一览：拥有支付、小贷、商业保理等多业务牌照



数据来源：公司披露，尚乘研究

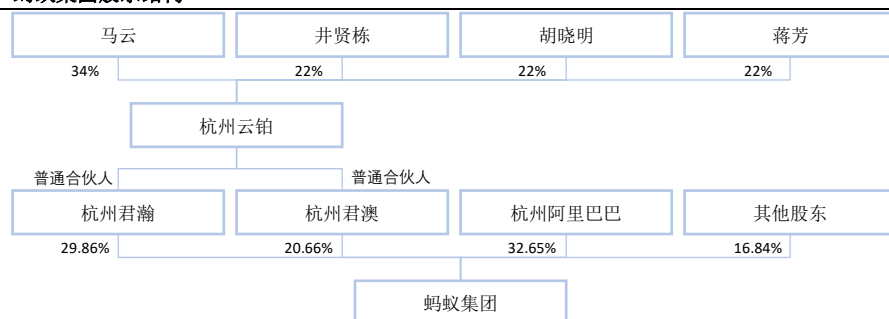
## 京东数科研发费用在收入中占比更高，但研发人员平均薪酬低于蚂蚁

京东数科的研发人员和研发开支比例均更高，但平均薪酬低于蚂蚁。截至 2020 年 6 月 30 日，蚂蚁集团有 10,646 名技术人员，京东数科的研发及专业人员为 6,969 人，分别占全体员工总人数的 64%和 70%。扣除股份支付费用后，上半年，蚂蚁和京东数科的研发费用占营业收入的比重分别为 5.7%、14.8%，收入规模是重要影响因素。蚂蚁研发人员的平均月薪（不含股份支付费用）达到 5.2 万元，而京东数科为 3.1 万元。此外，上半年，京东数科的销售费用（不含股份支付费用）占总收入的 28%，高于蚂蚁集团的 8%，主要因为蚂蚁集团在 2018 年加大支付营销投入（当年销售费用在营收中占比超过 50%）后，奠定了较好的用户基础、提高了用户的忠诚度，随后支付市场格局稳定，故从 2019 年开始降低了销售费用的比重。

## 马云和刘强东依然对公司拥有较强掌控力

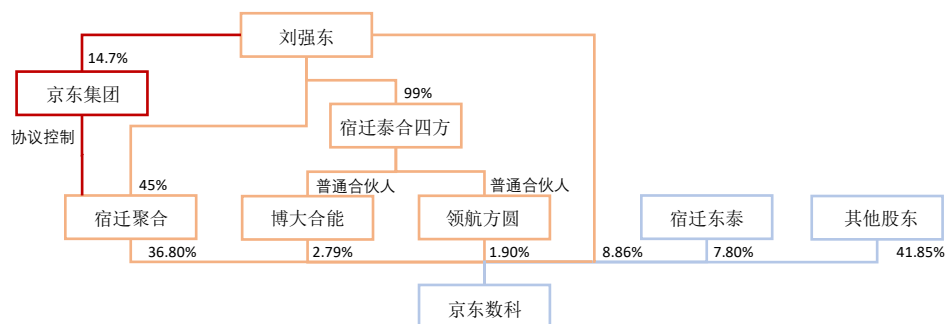
马云和刘强东两个富有个人色彩的创始人也是市场关注的重点，他们对公司仍然保有较强的掌控力。马云名义上不在蚂蚁董事会，而刘强东则继续担任京东数科的董事长。本次发行前，马云通过杭州君瀚及杭州君澳间接享有蚂蚁集团 11.3%的经济利益，但控制 50.52%的表决权。而刘强东在京东数科直接持股 8.86%，同时通过宿迁聚合、博大合能、领航方圆间接控制 41.49%的股份，共占本次发行前总股本的 50.35%。同时，京东数科在 6 月通过了特别表决权方案，刘强东实际拥有 74.77%的表决权。蚂蚁不设特别表决权，但马云在一些重大事项上拥有实质上的否决权。

图表 7：蚂蚁集团股东结构



数据来源：公司披露，尚乘研究

图表 8：京东数科股东结构



数据来源：公司披露，尚乘研究

## 人才：蚂蚁更重老兵，京东数科则倾向于吸纳新鲜血液

在董事/高管方面，蚂蚁的高管任职时间更长，享有的股份权益更多。蚂蚁董事长由曾任蚂蚁金服总裁、网商银行董事长的井贤栋担任，总裁是曾担任阿里云总裁的胡晓明，支付宝创始团队核心成员倪行军担任首席技术官，三人在阿里/蚂蚁任职的平均时长约 15 年。而京东数科除了加入京东 13 年、曾任京东集团首席财务官的总经理陈生强外，副总经理傅彤和郑宇，副总裁吴雪军、徐叶润、薄列峰加入京东数科的时间都不到三年，首席财务官王崧更是今年刚开始任职。不包括马云在内，发行后，蚂蚁董事/高管的受益股份合计超过 14%，而京东数科除刘强东外，其余董事/高管享有的股份权益合计不到 6%。

图表 9：蚂蚁集团董事/高管加入的平均时间比京东数科更长

姓名	职务	加入蚂蚁/阿里时间	姓名	职务	加入蚂蚁/阿里时间
井贤栋	执行董事长	2007	蒋国飞	智能科技事业群总裁	2017
胡晓明	执行董事、首席执行官	2005	陈磊明	高级副总裁	2016
倪行军	执行董事、首席技术官	2004	Douglas Feagin	高级副总裁	2016
蔡崇信	非执行董事	1999	陈亮	副总裁	2008
程立	非执行董事	2005	芮雄文	副总裁	2017
蒋芳	非执行董事	1999	尹铭	副总裁	2015
曾松柏	首席人才官	2012	纪纲	副总裁	2008
韩歆毅	首席财务官	2011	彭翼捷	副总裁	2000
周志峰	董事会秘书	2020	张彧	副总裁	2015
黄浩	数字金融事业群总裁	2015	邵文澜	副总裁	2002
赵颖	国际业务事业群总裁	2013	丁翌	客户权益保障部总经理	2015

姓名	职务	加入京东数科/京东集团时间	姓名	职务	加入京东数科/京东集团时间
刘强东	董事长	1998	郑宇	副总经理、副总裁	2018
陈生强	董事、总经理	2007	苏亚蕾	董事会秘书	2017
许冉	董事	2018	吴雪军	副总裁、数据科学家	2019
张秀	董事	2011	徐叶润	副总裁	2019
王崧	财务负责人	2020	薄列峰	副总裁、数据科学家	2017
傅彤	副总经理	2018			

数据来源：公司披露，尚乘研究

## 京东数科对京东集团的依赖程度更高

蚂蚁集团和京东数科依然与阿里巴巴和京东集团休戚相关。阿里巴巴持有蚂蚁 32.65% 的股份，是蚂蚁集团最大的股东；京东集团通过协议控制间接掌握京东数科 36.8% 的股份。蚂蚁、京东数科分别与阿里、京东订立了“不竞争承诺”。二者的助贷业务都高度依赖于阿里、京东的电商场景，因此依托关系将在很长一段时期内延续。

过去三年中，阿里巴巴和网商银行分别是蚂蚁集团的前两大客户，2020 年上半年共为蚂蚁带来了 12.32% 的收入。阿里巴巴也是蚂蚁最重要的供应商，占上半年对外采购总额的 8.17%。京东集团则一直是京东数科最大的客户和供应商，2017 年以来为京东数科贡献的收入比例一直在 29% 左右，主要涉及支付服务、对白条业务的综合风险管理服务和营销推广服务。京东数科为白条业务提供的风险管理服务包括用户风险评估、资信审查等，并承担该业务所产生的坏账风险，因此需要以无追索权方式按账面价值向京东集团购买已逾期一定期限的应收账款，上半年购买的逾期应收款项总额达 3.45 亿元（同期白条风险管理为京东数科带来了 9.37 亿元收入）。

---



## 本周新闻

2020年9月25日

### 蚂蚁发布区块链国际贸易平台 Trusple

区块链

蚂蚁集团

蚂蚁集团推出了基于区块链的跨境贸易和金融服务平台 Trusple。买家和卖家可以将交易订单上传到该平台，自动生成带有物流等信息的智能合同。随后，买家和卖家的银行都将使用蚂蚁链处理支付。Trusple 上的成功交易将使中小企业能够在蚂蚁链上建立信用，以获得融资服务。其首批全球合作伙伴包括法国巴黎银行、花旗银行、星展银行、德意志银行和渣打银行。（来源：[Reuters](#)）

2020年9月23日

### Robinhood 在 G 轮融资的补充融资中筹集了 4.6 亿美元

交易

Robinhood

Robinhood 在此前启动的 G 轮融资中追加筹集了 4.6 亿美元，估值达到 117 亿美元。该公司早前在 8 月份宣布，D1 Capital 在这次 G 轮融资中投资 2 亿美元，本轮投资者还包括 Andreessen Horowitz、红杉、DST Global、Ribbit Capital 和 9Yards Capital。这笔资金将用于支持该公司的核心产品以及经常性投资和现金管理等新产品的研发。仅在 2020 年，罗宾汉就已经筹集了约 12.5 亿美元，并因疫情实现了创纪录的收入增长。（来源：[Reuters](#)）

2020年9月22日

### Yandex 将以 55 亿美元收购俄罗斯数字银行 Tinkoff

数字银行

Yandex/Tinkoff

俄罗斯科技巨头 Yandex 已同意以 55 亿美元收购该国最大的数字银行 Tinkoff。Yandex 表示正在准备以现金加股票的方式收购在伦敦上市的 Tinkoff 的全部股份，这个价格相比 Tinkoff 9 月 21 日的收盘价溢价 8%。Yandex 最近回购了与国有的 Sberbank 成立的合资企业 45% 的股份，结束了他们长达十年的合作关系。来源：[FT](#)）

2020年9月18日

### Chime 在 F 轮融资中筹集 4.85 亿美元，估值达到 145 亿美元

数字银行

Chime

Chime 在其 F 轮融资中筹集了 4.85 亿美元，估值达到 145 亿美元，比 2019 年 12 月的上一轮融资估值翻了一番多。Chime 成立于 2013 年，是一款免费、用户友好的银行应用程序，附带提供借记卡和自动储蓄账户。加入这轮融资的还有 Coatue、Iconiq、Tiger Global、Whale Rock Capital、General Atlantic、Access Technology Ventures、Dragoneer 和 DST Global。Chime 的首席执行官 Chris Britt 表示，Chime 将在未来 12 个月内做好 IPO 准备。（来源：[CNBC](#)）

2020年9月17日

### Affirm 在 G 轮融资中筹集 5 亿美元

支付

Affirm

Affirm 在由 GIC 和 Durable Capital Partners 牵头的 G 轮融资中筹集了 5 亿美元，使其融资总额超过 13 亿美元。Affirm 成立于 2012 年，是一家为购物者提供分期付款服务的支付商。Affirm 表示，已为 560 多万美国和加拿大消费者提供了传统信用卡的替代方案。该公司还推出了一种免息的双周付款产品，适用于低至 50 美元的交易。今年 7 月，Affirm 宣布正在为首次公开募股做准备。（来源：[Affirm](#)）



2020年9月17日

## 1H20 大型交易的缺席使金融科技投资总规模有所下降

融资

在 2020 年上半年，金融科技领域共发生 1221 宗投资，总额 256 亿美元，由于没有大型交易，比 2019 年上半年的 394 亿美元有所下降。其中 200 亿美元的投资是由风投支持的。欧洲、中东和非洲发生了近 400 笔交易，总价值近 50 亿美元。大宗交易集中在欧洲。在全球范围内，成长型公司备受青睐，包括 Airwallex、Judo Bank、Paidy、Klarna、Nubank 等。（来源：[KPMG](#)）

2020年9月17日

## Allica 银行计划再融资 1 亿英镑

银行

Allica 银行

专注于中小企业的英国 Allica 银行已完成了由 Warwick Capital Partners 牵头的 2,600 万英镑融资，并计划再融资 1 亿英镑，以实现其成为顶级商业银行的愿望，并收购一些非银行贷款机构。Allica 银行在 2019 年底获得了英国银行的全牌照，其表示自疫情以来收到了超过 10 亿英镑的贷款申请。Allica 银行的首席执行官 Richard Davies 曾是 Revolut 的高管，他于上月加入该行，富有数字银行方面经验。（来源：[Crowdfund Insider](#)）

2020年9月16日

## 身份识别操作系统 Alloy 筹资 4,000 万美元

风险

Alloy

Alloy 是服务于金融行业的身份识别操作系统，帮助金融机构更好地进行身份识别和风险决策。该公司已在 Canapi Ventures 牵头的 B 轮融资中筹集了 4,000 万美元。Canapi 的合伙人 Walker Forehand 将加入 Alloy 的董事会。Alloy 去年的经常性收入大幅增长，客户基础也几乎翻了一番。新的资金将主要用于扩大团队，尤其是销售和市场营销。（来源：[Crunchbase](#)）

2020年9月15日

## Klarna 融资 6.5 亿美元，估值 106.5 亿美元

支付

Klarna

瑞典在线支付公司 Klarna 通过股权融资募集 6.5 亿美元，融资后估值为 106.5 亿美元，成为欧洲估值最高、全球第四高的私人金融科技公司。本轮融资由银湖、新加坡政府投资公司、贝莱德和 HMI Capital 牵头。目前的投资者包括红杉资本、Dragoneer、Permira、澳大利亚联邦银行、Bestseller Group 和蚂蚁集团。Klarna 的应用程序在全球拥有超过 1,200 万月度活跃用户，每日下载量达 5.5 万次。（来源：[CNBC](#)）

2020年9月15日

## Square 发布按需支付和即时支付

支付

Square

Square 推出了两项新功能，面向员工的按需支付（On-Demand Pay）和面向雇主的即时支付（Instant Payments）。符合条件的员工只要有需要，就可以支取至多 200 美元的工资免费转移到 Cash App 中。即时支付允许 Square Payroll 的客户使用他们的 Square 余额（通过 Square 处理的支付会被储蓄在 Square 余额中）来支付工资。（来源：[Pymnts](#)）

2020年9月15日

### 360 金融改名 360 数科

借贷

360 金融

360 金融宣布，公司名称正式由“360 金融”变更为“360 数科”，即日生效。股票代码保持 QFIN 不变。此前，蚂蚁金服更名为蚂蚁集团。金融科技公司纷纷改名，反映出中国金融监管环境的收紧。360 金融帮助金融机构向更广泛的消费者群体提供更好、更有针对性的产品和服务。（来源：[Seeking Alpha](#)）

2020年9月15日

### Square 表示无现金交易份额逐渐稳定

支付

Square

Square 生态系统中的无现金卖家从 2 月份的 5.4% 增长到 4 月份的 23% 后，随着疫情得到控制，于 8 月稳定在 13.4%。该公司表示，自 8 月初以来，其现金交易的份额已降至三分之一，低于一年前的 41%。企业主们已经开始采用更多的非接触式支付和在线支付方式，这些支付方式也得到了消费者的喜爱。（来源：[Pymnts](#)）

2020年9月14日

### 德国金融科技 Monedo 申请破产

借贷

Monedo

德国在线贷款机构 Monedo 未能从疫情的经济影响中恢复过来，已申请破产。它曾是德国最值钱的金融科技初创公司之一，拥有 Peter Thiel、JC Flowers 和国际媒体公司 Naspers 等知名投资者。汉堡的律师事务所 Brinkmann & Partner 已被任命负责处理诉讼。这家初创公司在 2017 年估值超过 2.3 亿欧元，但由于俄罗斯和印度发生的一些大型违约，估值在 2018 年 12 月大幅下跌。（来源：[Finextra](#)）

2020年9月13日

### 蚂蚁集团将需要以不低于 50 亿元的实缴注册资本注册为金融控股公司

支付

蚂蚁集团

中国金融监管新规要求包括蚂蚁集团在内进行支付、贷款或其他金融活动的公司缴纳足够的注册资本，以降低风险。根据中国人民银行的规定，自 11 月 1 日起，在中国境内经营两项或两项以上金融业务的企业将被划为金融控股公司，金融资产或贷款占其总资产的 85% 以上的企业应申请金融控股公司牌照。公司需要缴纳的资本总额至少为 50 亿元人民币。（来源：[Bloomberg](#)）

2020年9月8日

### 蚂蚁集团发布中小企业评级服务蚂蚁企业信用

信用

蚂蚁集团

蚂蚁集团发布中小企业评级服务蚂蚁企业信用，通过云计算、区块链、人工智能等技术，连通中小企业和金融机构，帮助解决中小企业融资难、合作难等问题。未来中小微企业均可通过支付宝 APP 申请蚂蚁企业码，作为信用评级等服务的入口。截至 2020 年 6 月 30 日的 12 个月内，蚂蚁集团服务了超过 2,000 万小微经营者，其中近 80% 是首次获得经营性贷款。（来源：[Sina](#)）

---

## 重要声明

---

### 分析师声明

我们，李蕾和吴若滢在此证明，(i) 本市场评论中表述的任何观点均精确地反映了我们对有关市场、公司及其证券的个人看法；(ii) 我们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与我们在本市场评论中所表达的具体建议或观点相联系，也不与尚乘环球市场有限公司的交易相联系。

---

### 尚乘环球市场有限公司

地址：香港中环干诺道中 41 号盈置大厦 23 楼 - 25 楼

电话：(852) 3163-3288 传真：(852) 3163-3289

---

## 一般性声明

---

市场评论由尚乘环球市场有限公司（“尚乘”）编制，仅供尚乘的客户参考使用，尚乘不会因接收人收到本市场评论而视其为客户。

本市场评论仅提供一般信息，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请。本评论内提到的证券可能在某些地区不能出售。本评论 (i) 不提供构成个人意见或建议，包括但不限于会计、法律或税务咨询或投资建议；或 (ii) 不考虑特定客户的特定需求，投资目标和财务状况。尚乘不作为顾问，也不会对任何财务或其他后果承担任何受托责任或义务。本市场评论不应被视为替代客户行使的判断。客户应考虑本市场评论中的任何信息，意见或建议是否适合其特定情况，并酌情寻求法律或专业意见。

本市场评论所载资料的来源被认为是可靠的，但尚乘不保证其完整性或准确性，除非有尚乘和/或其附属公司的任何披露。对于本市场评论提及的任何证券，其价值、价格及其回报可能波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。未来的收益不能保证，本金可能会损失。

研究报告所载的资料，估计，观点，预测和其他信息均反映发布评论当日的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改。如果本研究报告所述或提出的任何观点、预测，预报或估计发生任何变化或随后变得不准确、或尚乘撤消对该公司的研究，尚乘并无责任更新、修改或更正本研究报告的任何部分，或以其他方式通知接收方。尚乘及其附属公司或其任何董事或雇员（“尚乘集团”）并不明示或暗示地表示或保证研究报告中包含的信息正确、准确或完整。尚乘集团对使用或依据研究报告及内容不承担任何责任或义务。

本市场评论可能包含来自第三方的信息，例如信用评级机构的信用评级。除第三方事先书面同意，禁止以任何方式复制和再分发任何形式的第三方内容。第三方内容提供者不保证任何信息的及时性、完整性、准确性或可用性。第三方不对任何错误、遗漏或使用这些内容所获得的结果负责。第三方内容提供商不提供任何直接或间接的保证，包括但不限于任何用于特定用途适用性或适销性的保证。第三方内容提供商不对使用其内容造成的任何直接、间接、偶然、示范、补偿、惩罚、特殊或间接的损害、费用、开支、法律费用或损失（包括收入或利润损失和机会成本）负责。信用评级是意见声明，不是购买、持有或出售证券的行为或建议声明。第三方并没有强调所涉及的证券适用于投资目的，也不应该作为投资建议。

在有关的适用法律和/或法规允许的范围内：(i) 尚乘和/或其董事和雇员，可以作为被代理人或代理人，对本评论所涉及的证券或其他相关金融工具，进行买卖、建仓或平仓 (ii) 尚乘可以参与或投资市场评论中提及的证券发行人融资交易，或提供其他服务或承销；(iii) 尚乘可以对在市场评论中提到的发行人提供做市；(iv) 尚乘可能曾担任本评论提及证券公开发行的经办人或联合经办人，或者可能会在本评论中提及证券的发售过程中提供暂时做市，或可能在过去 12 个月内提供其他投资银行服务。

尚乘通过其合规政策和程序（如信息隔离墙和员工交易监控）来控制信息流和管理利益冲突。

**本市场评论所载内容的版权为尚乘所有，未经尚乘环球市场有限公司事先书面授权，本市场评论的任何部分均不得以任何形式转载或以任何形式转载给任何人。**

---