

2018 年 09 月 21 日

新三板主题报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082086

相关报告

新三板日报（国常会释放资

本市场税收利好 终结新三2018-09-10
板、创投基金税收争议）

大消费 2018 半年度 TOP30:

立身十字路口，头部率先突2018-09-09
围？

土壤污染防治法通过，净土

保卫战正式开启—新三板环2018-09-09
保行业策略

流利说赴美上市，AI+教育

是最大标签——全市场教育2018-09-09
行业策略报告

新三板-智报-2018 年第三十

四期：第二家小米生态公司2018-09-09
云米赴美上市，F2C 新零售
模式彰显优势

“新经济”科技公司专题研究系列（4）

■写在前面：新经济企业迎上市潮，创新力量抢占资本市场：2018 年是互联网公司上市的大年，新经济科技公司究竟有何特质？创根问底，新经济公司的商业模式到底如何？本篇报告的重点将聚焦第一家在港股上市的信用卡、账单、借贷投资一体化平台公司 51 信用卡（2051.HK），深入解析其核心竞争力，进而研究信贷行业的发展路径，从而回归新三板的投资机会的挖掘。

■以 51 信用卡的生态系统探究信贷行业如何转型升级？

● 细究发展历程：成立 12 年便成功港股上市有何秘诀？ <1>公司抓住“互联网契机”，实现了个人信用管理、信用卡科技服务、在线信贷撮合与投资服务为基础的金融科技业务模式。<2>公司以“并购”成熟公司+“设立”子公司的模式，闭合信用卡业务金融生态圈，将业务战略扩张至全金融应用服务。公司业务收入和利润都有了迅速的发展，2017 年，51 信用卡经调整后的净利润达到 7.44 亿元，大约相当于 2016 年的 13 倍。（招股书）

● 立足现在：如何从单个人信用管理服务到金融服务？ 公司通过资产负债管理走出一条综合消费科技金融之路：工具—渠道、场景—交易—生态。<1>线上信贷撮合及投资服务，公司的信贷业务起始于 2014 年，与宜信合作推出面向信用卡人群的纯在线速贷产品“瞬时贷”。2015 年，公司推出了自己的个人信贷产品，“51 人品贷”，其在 2017 年末发放了约 218.5 亿的贷款。从资金的供给和需求来看，投资者平均投资余额逐年增加，撮合空间潜力无限；17 年借款人数目增长约 4 倍，助力平台积攒借款力量。公司通过贷款产品持续地获取并沉淀用户，目前平台上沉淀的用户数据已经超过 20 亿。贷款撮合量从 2015 年的 8.15 亿元快速增长至 2017 年的 339 亿元，复合增长率为 544.94%。<2>传统个人信用管理服务，夯实平台客户基础：公司为用户提供信用卡账单、房屋按揭账单、汽车贷款账单及水电账单等账单还款服务。2017 年还款方式拓展至 168 家银行。公司管理的信用卡的数目逐年上升，从 2015 年的 4890 万张增长至 2018 年上半年的 11860 万张。个人信用管理服务的新用户获取成本比较低，但是从 2016 年的每名需要 9.7 元大幅增长至 2017 年的 19.2 元，主要是由于 17 年大量用户 P2P 借贷平台参与者涌入市场，未来随着借贷平台监管力度推进，积极整顿不良平台，高成本抢占市场份额的情况有望改善，成本有望回落到正常水平。<3>信用科技服务，主要是用户通过信用卡科技服务方申请符合其资料及信用需求的信用卡，建立其信用记录及实现更佳的信用管理。公司发行的信用卡的数量逐年增加，从 2015 年的 50 万张增长至 2017 年的 210 万张，复合增长率为 104.94%。从公司发行的信用卡的数量来看，公司目前是我国最大的独立线上信用卡申请平台。（招股书）

- **放眼未来：应具备何竞争优势方可越走越远？** <1> 公司注重客户需求，在原有信用卡业务的基础上成功拓展了各类功能，界面由“首页”、“摇钱树”、“服务”、“我”和“消息”组成，与其他外界平台合作如各大银行、支付宝等，带来较好的用户体验。<2> 公司目前主要有两大流量盈利方式：一是通过自营平台将客户导流给第三方，按具体用户量计费盈利；二是将通过自营平台将所募集资金转移给第三方进行投资，与第三方按一定比例共同分享收益。两种流量模式都带来一定收益，也吸引了一批稳定客户。<3> 研发实力雄厚，拥有多项知识产权，其中专利 1 项、软件著作权 13 项、商标 145 项。<4> 监管从严下，公司拥有独立的 iCredit 信贷分析系统控制风险，利用机器学习搭建风险管理模型，分析了 20 多个维度的数据和超过 10000 个变量，顺利的控制风险。<5> 公司有较高的海外知名度，先后获得 CB Insights 全球金融科技独角兽，2017 年全球金融科技公司百强企业，助推市场范围扩展至海外。（招股书）

■从行业角度寻 51 信用卡未来发展之路？

- ✓ **信用卡市场虽为传统支付方式仍存增长空间**，从中国、日本和美国的信用卡渗透率相比，中国渗透率最低平均一人只有 0.6 张信用卡，而美国日本都至少有 2 张，由此可见我国信用卡的增速还有很大的上升空间。再者循环贷款结余的渗透率，中国的 26.00% 远低于美国的 46.70% 这也证明贷款仍然有很高的利用空间，信用卡业务潜力依旧无限。互联网信用卡服务是最近新兴的服务模式。在信用卡账单管理市场，较为知名的平台包括 51 信用卡、卡牛、挖财信用卡、我爱卡等。打造完善的信用卡应用体系是现阶段互联网信用卡公司的发展目标。（招股书）
- ✓ **信贷行业身处朝阳行业，消费信贷市场规模将达 9.80 万亿元**，融之家联合易观发布的《2017 年中国消费信贷市场发展报告》显示，我国消费信贷保持快速增长，截至 2017 年末，我国消费信贷（不含房贷）市场规模将达 9.80 万亿元，占 GDP 的比例为 12.32%。未来我国消费信贷行业市场空间非常大。中国消费金融市场规模巨大，预计未偿还余额有望从 17 年的 8.2 万亿增长至 21 年的 19.9 万亿，年复合增长率超过 24.9%，尤其移动线上金融市场在不断渗透，预计移动线上未偿还余额总额有望 17 年的 1.1 万亿增长至 21 年的 2.5 万亿，年复合增长率超过 23%。（招股书）
- ✓ **行业竞争情况**，<1> 从贷款撮合金额来看行业情况，公司 2017 年发放的 218.5 亿元贷款远高于行业第二的公司，市场占比有 13%。行业公司比较分散，还有 65% 的市场份额不明确，公司有望通过进一步抢占市场份额，扩大在行业的领先优势。<2> 而从线上投资业务来看，行业整体比较分散，不存在垄断的情况，排名第一的公司仅占 5% 的市场份额，公司排名在第 13，市场份额为 1%。若公司继续发挥信用管理服务、撮合平台及科技的优势，有望抢占更多的市场份额。（招股书）

■ **新三板相关标的：**通过筛选共有 4 家相关信用卡领域的新三板的股票，分别为卡宝宝、雷珏股份、中融股份和瑞斯特。

■ **风险提示：**贷款产品撮合不及预期、客户拓展不及预期。

內容目錄

1. 写在前面：“新经济”公司频频上市，从上市公司看细分行业发展.....	6
2. 以 51 信用卡的生态系统探究信贷行业如何转型升级？	6
2.1. 回顾历程：如何通过六年风口探索发挥信用卡业务的无限潜能？	6
2.1.1. 从信用卡账单管理起家，成功转型信用卡、账单、借贷投资一体化平台	6
2.1.2. “并购”成熟公司+“设立”子公司的模式，将业务战略扩张至全金融应用服务.....	8
2.1.3. 天使轮融资+港股上市，多样化筹资夯实稳定现金流的基础.....	9
2.2. 立足现在：如何从单个人信用管理服务到金融服务？	10
2.2.1. 发展迅猛的线上信贷撮合及投资服务，活化整体平台	12
2.2.1.1. 资金供给方：投资者平均投资余额逐年增加，撮合空间潜力无限.....	13
2.2.1.2. 资金需求方：17 年借款人数目增长约 4 倍，助力平台积攒借款力量.....	15
2.2.2. 传统个人信用管理服务，夯实平台客户基础.....	17
2.2.3. 信用科技服务，闭合公司平台、银行与客户的交易圈	19
2.3. 放眼未来：应具备何竞争优势方可越走越远？.....	21
2.3.1. 注重客户需求，应用程序注册用户达 8100 万.....	21
2.3.2. 研发实力雄厚，助力产品以“创新性+整体性”标榜.....	22
2.3.3. 监管从严下，公司拥有独立的 iCredit 信贷分析系统控制风险.....	22
2.3.4. 较高的海外知名度，助推市场范围扩展至海外.....	23
3. 从行业角度寻 51 信用卡未来发展之路？	24
3.1. 信用卡市场虽为传统支付方式仍存增长空间	24
3.1.1. 信用卡趋向线上发展，转型后发展空间广阔	26
3.2. 信贷行业身处朝阳行业，消费信贷市场规模将达 9.80 万亿元.....	28
4. 回归标的：四家新三板公司所属信用卡产业链.....	30

图表目录

图 1：51 信用卡发展历程.....	6
图 2：公司产品迭代过程.....	7
图 3：2015-2018H1 年公司的营业收入（亿元）及增长率	7
图 4：2015-2018H1 年公司调整后纯利（亿元）及增长率	7
图 5：2015-2018H1 公司所有应用程序的注册用户数量（万）及增速.....	8
图 6：51 信用卡构建的应用系统.....	9
图 7：公司收入成本拆分情况.....	9
图 8：公司募集资金的历程.....	10
图 9：公司上市募集资金的用途.....	10
图 10：51 信用卡基本功能	11
图 11：51 信用卡业务拓展.....	11
图 12：2015-2018H1 公司各业务收入情况（亿元）	11
图 13：2015-2017 年公司支出情况(万元).....	12
图 14：51 信用卡——人品贷借贷流程详解.....	12
图 15：2015-2018H1 公司信贷撮合及服务费（亿元）及增速.....	13
图 16：2015-2018H1 公司信贷介绍服务费（亿元）及增速	13
图 17：公司贷款产品的贷款撮合量（亿元）及增速.....	13
图 18：2015-2018H1 年贷款产品资金来源（亿元）	14
图 19：2015-2017 年投资人的数目（万人）及增速.....	14

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

图 20: 2015-2017 年投资人平均投资余额 (亿元) 及增速.....	14
图 21: 2015-2017 年投资人平均投资余额 (亿元) 及平均回报率.....	14
图 22: 2015-2017 年 51 人品贷的放贷金额 (亿元) 及增速.....	15
图 23: 2015-2017 年借款人人数结构 (万人) 及其增速.....	15
图 24: 51 人品贷的平均贷款规模 (万元) 及增速.....	16
图 25: 2015-2017 年 51 人品贷的平均期限 (个月)	16
图 26: 2016-2018H1 非信用卡人群的平均贷款规模 (元)	16
图 27: 2016-2018H1 非信用卡人群的平均期限 (个月)	16
图 28: 2015-2017 年公司贷款产品还未偿还金额 (亿元)	16
图 29: 截至 2018 年 6 月 30 日信用卡持有人的贷款产品历史累积超过 90 天以上的违约率...	17
图 30: 截至 2018 年 6 月 30 日非信用卡持有人的贷款产品历史累积超过 90 天以上的违约率	17
图 31: 公司个人信用管理服务流程.....	17
图 32: 公司信用卡管理平台流程.....	18
图 33: 2015-2018H1 公司管理信用卡的数目 (万张) 及增速.....	18
图 34: 2015-2017 年公司获取个人信用管理服务的新客户的成本 (元) 及增速.....	18
图 35: 51 信用卡管家应用偿还各类账单的交易总额 (亿元) 及增速.....	19
图 36: 51 信用管家应用的注册用户累计数目 (万) 及增速.....	19
图 37: 51 信用卡管家应用平均月活跃用户数 (万) 及增速.....	19
图 38: 公司信用卡科技服务业务流程.....	19
图 39: 2015-2018H1 公司信用卡科技服务收入 (亿元) 及增速.....	20
图 40: 2015-2017 年公司发行信用卡的数目 (亿元) 及增速.....	20
图 41: 信用卡申请服务界面.....	21
图 42: 51 信用卡各大应用板块.....	21
图 43: 51 信用卡自营模式.....	22
图 44: 51 信用卡导流模式.....	22
图 45: 2015-2017 年 51 信用卡研发收入变化情况.....	22
图 46: 51 信用卡在全球金融科技百强企业排名 27 位.....	23
图 47: 51 信用卡所获荣誉.....	23
图 48: 2017-2021 年我国 P2P 产品的资管规模.....	24
图 49: 2013-2020 中国信用卡数量及增长率.....	24
图 50: 2017 年中国、美国和日本信用卡渗透率情况.....	24
图 51: 信用卡收入拆分情况.....	25
图 52: 信用卡收入占比.....	25
图 53: 各年龄段授信消费金额.....	26
图 54: 中国个人债务收入比率变化情况.....	26
图 55: 2017 年国有银行信用卡累计发卡量.....	26
图 56: 2016-2017 年信用卡 APP 月度人数规模.....	27
图 57: 六大主要信用卡 APP 设备情况.....	27
图 58: 2021 年新发行的信用卡申请渠道估计.....	27
图 59: 不同平台贷款的区别详情.....	28
图 60: 2011-2017 年中国和美国个人债务与收入比 (%)	28
表 1: 公司并购历程.....	8
表 2: 公司设立的子公司.....	8
表 3: 公司贷款产品信用卡人群和非信用卡人群的区别.....	15

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

表 4: 2015-2017 年監管進程	23
表 5: 2017 年貸款撮合金額行業情況	29
表 6: 2017 年線上投資行業情況	29
表 7: 公司貸款業務基本情況	30
表 8: 新三板相關標的	30

1. 写在前面：“新经济”公司频频上市，从上市公司看细分行业发展

2018 年“新经济”公司频频上市，今年已在 A 股、美股或港股上市及已申请上市的科技型企业达到 30 多家，涉及人力资源、直播、通讯、视频、电商等多个领域。“新经济”科技公司究竟有何特质？在科技上市潮下业内哪家企业又会是下一个独角兽？刨根问底，“新经济”公司的商业模式到底如何？我们将针对近半年上市的“新经济”公司推出系列专题研究。

近几年金融科技行业随着互联网金融的契机兴起，最早的第三方支付行业趁着电商之风崛起目前已经处于行业监管竞争加剧的时期，而目前监管之风逐步转向信贷，尤其是网络信贷平台，相关涉及信贷公司有望在激烈的竞争中脱颖而出。再者金融科技领域依旧是市场关注的重点，资本市场中也有不乏涉及信贷、信用卡业务的公司。因此本文将对中国信用卡办卡、账单管理、借贷和投资一体化的第一家在港股上市公司进行深入剖析，其中包括：

- 信贷公司的核心竞争力及其盈利发展模式；
- 信贷公司的相关业务的具体财务分析；
- 信贷行业的发展路径、未来发展方向；

2. 以 51 信用卡的生态系统探究信贷行业如何转型升级？

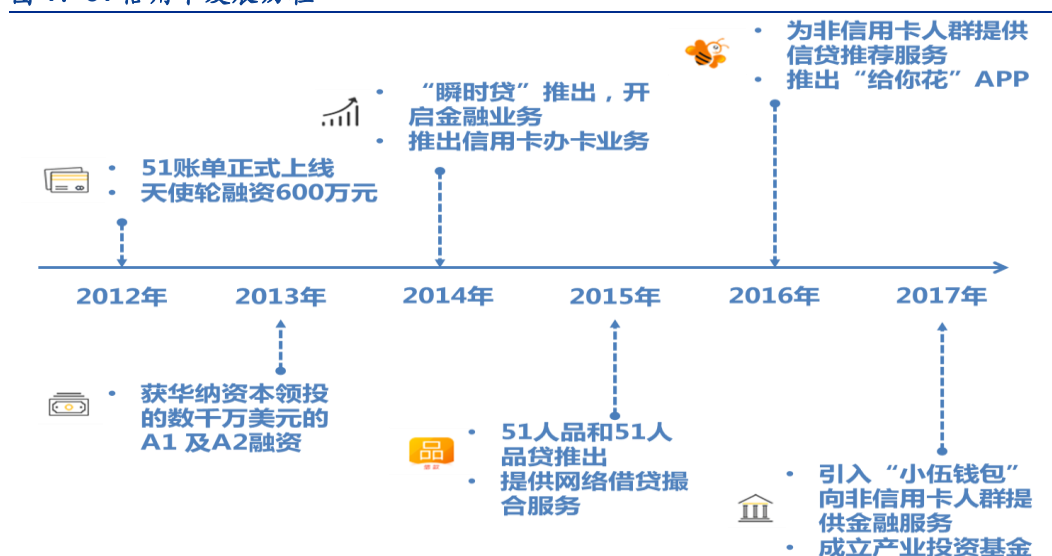
2.1. 回顾历程：如何通过六年风口探索发挥信用卡业务的无限潜能？

2.1.1. 从信用卡账单管理起家，成功转型信用卡、账单、借贷投资一体化平台

公司的 51 账单在 2012 年 5 月上线标志着公司正式成立，专注于开发管理信用卡账单的工具以满足客户多张信用卡同时使用的需求。公司信用卡管理平台在为用户提供账单服务之外，于 2014 年借着和银行的合作，平台新增了办理信用卡的业务，根据公司招股说明书，到 2017 年公司在发出的信用卡数目来看成为中国最大的独立线上平台。

之后公司通过 3 年的信用卡积累了大量具有完善信用记录的高价值和信用活跃的用户，趁着互联网的 p2p 借贷的兴起，于 2015 年成功开发信贷撮合平台，进入线上信贷撮合和投资市场。依靠着信用卡管理服务积累下来的大量信用数据，包括不同银行卡的交易记录、不同消费场合的消费记录以及用户生命周期内的还款记录，全方位的评估用户的还款能力，形成更为可靠的借款人信用评估系统，助力借贷平台长期持续稳定的运营。目前公司实现了个人信用管理、信用卡科技服务、在线信贷撮合与投资服务为基础的金融科技业务模式。

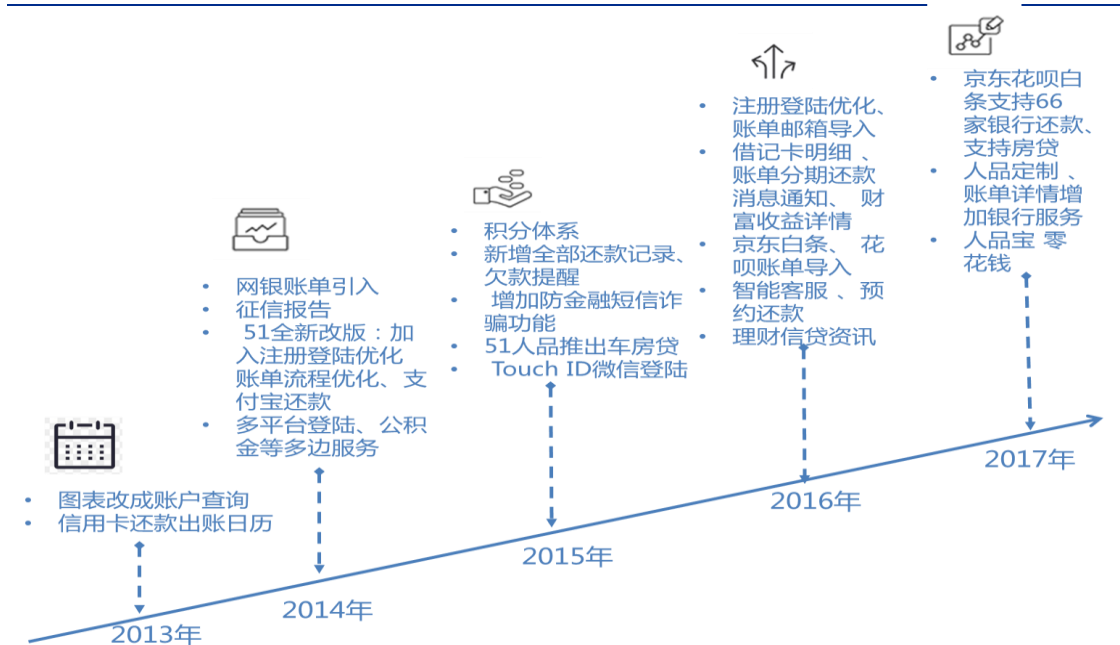
图 1：51 信用卡发展历程



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

公司以“多张信用卡账单管理”为契机，发展还款服务、付房租、在线办卡、征信、卡牛社区等信用卡功能。同时公司还开始增加积分、签到等软功能加强用户粘性，从而提高用户留存率。再者公司注重现实生活的场景的应用如房贷、车贷、房租等，力求拓宽用户使用场景从而进一步积累用户的数据，为借贷平台提供数据支持，最终打造信用卡、账单、借贷投资一体化的生活化金融平台。

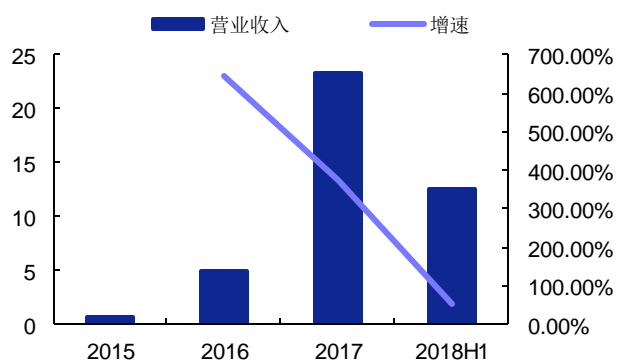
图 2：公司产品迭代过程



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

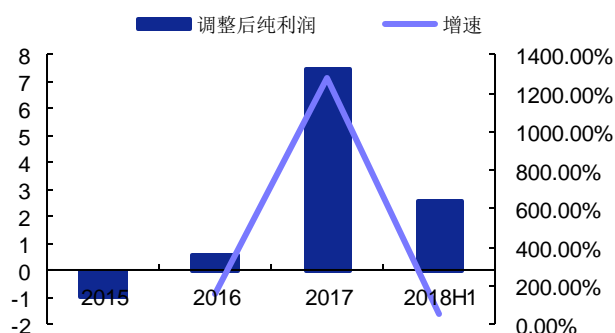
公司业务收入和利润都有了迅速的发展，2017年，51信用卡经调整后的净利润达到7.44亿元，大约相当于2016年的13倍。2018年上半年业绩仍然维持稳定的增长，实现经营收入为12.48亿元，同比增长50.5%，调整后的纯利为2.54亿元，同比增长48.9%。

图 3：2015-2018H1 年公司的营业收入（亿元）及增长率



资料来源：公司招股书，公司半年报，安信证券研究中心

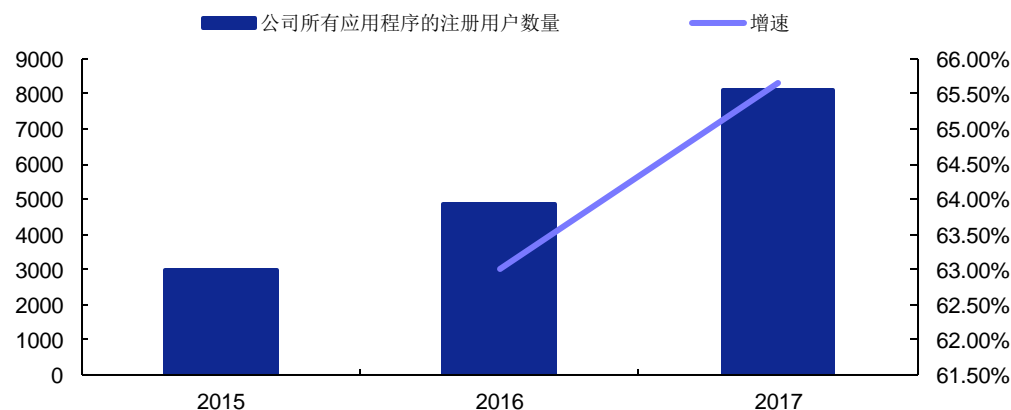
图 4：2015-2018H1 年公司调整后纯利（亿元）及增长率



资料来源：公司招股书，公司半年报，安信证券研究中心

公司用户资源雄厚，根据招股说明书，公司所有应用程序的注册用户逐年增加，增速维持在64%左右，从2015年的3000万增长至2017年的8100万，复合增长率为64.32%。应用程序用户注册量增加夯实公司业务发展的基础。

图 5：2015-2018H1 公司所有应用程序的注册用户数量（万）及增速



资料来源：公司招股书、公司半年报、安信证券研究中心

2.1.2. “并购”成熟公司+“设立”子公司的模式，将业务战略扩张至全金融应用服务

公司经历了 4 年的发展之后积累了一定的资金实力，为了进一步外延涉猎其他领域采取并购成熟公司的方式，快速引进新业务。2016 年 2 月公司收购北京鼎力，将客户群体拓展到非信用卡人群，此后的一系列收购首惠开桌、中彩网通和中融保险都扩大了公司的覆盖范围，利用并购公司已成熟的业务运营模式，可以直接开展新业务的拓展，省去研发、试行的时间，有助于公司用最短的时间涉及最全面的业务。

表 1：公司并购历程

时间	公司	业务
2016 年 2 月	北京鼎力	为非信用卡人群提供信贷推荐服务
2017 年 4 月	首惠开桌	获取《支付牌照》
2017 年 7 月	中彩网通	提供彩票系统管理服务及彩票销售营运服务
2017 年 7 月	中融保险	业务拓展至保险业务

资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

再者公司通过设立子公司分管各个细分业务，2012 年设立杭州恩牛主攻个人信用管理服务及信用卡科技服务；2014 年设立杭州义牛提供网络借贷平台配合借贷撮合服务业务的开展；然后在 2015 年设立鼎力创世运营“给你花”APP，主要进军投资理财服务业务领域的提供。

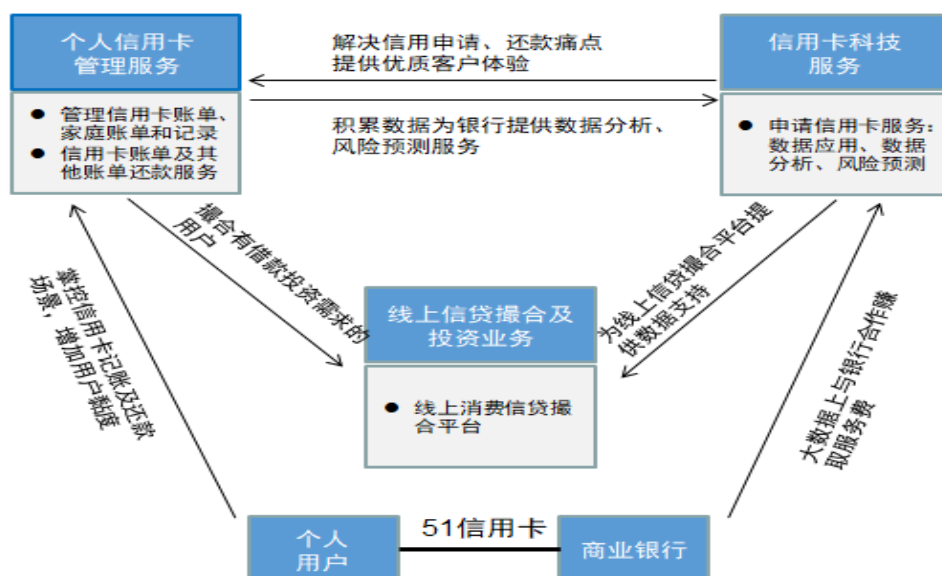
表 2：公司设立的子公司

时间	公司	业务
2012 年	杭州恩牛网络技术有限公司	运营“51 信用管家”APP；提供个人信用管理服务及信用卡科技服务
2014 年	杭州义牛网络技术有限公司	运营“51 人品”APP，从事网络借贷信息中介平台
2015 年	北京鼎力创世科技有限公司	运营“给你花”APP

资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

公司通过并购成熟公司快速掌握业务的核心技术，然后设立子公司细化各项业务的开展，从一开始只有单一的个人信用卡管理服务发展至以信用卡管理服务、信用卡科技服务和借贷撮合及投资服务三大业务为一个系统，闭合信用卡业务金融圈。

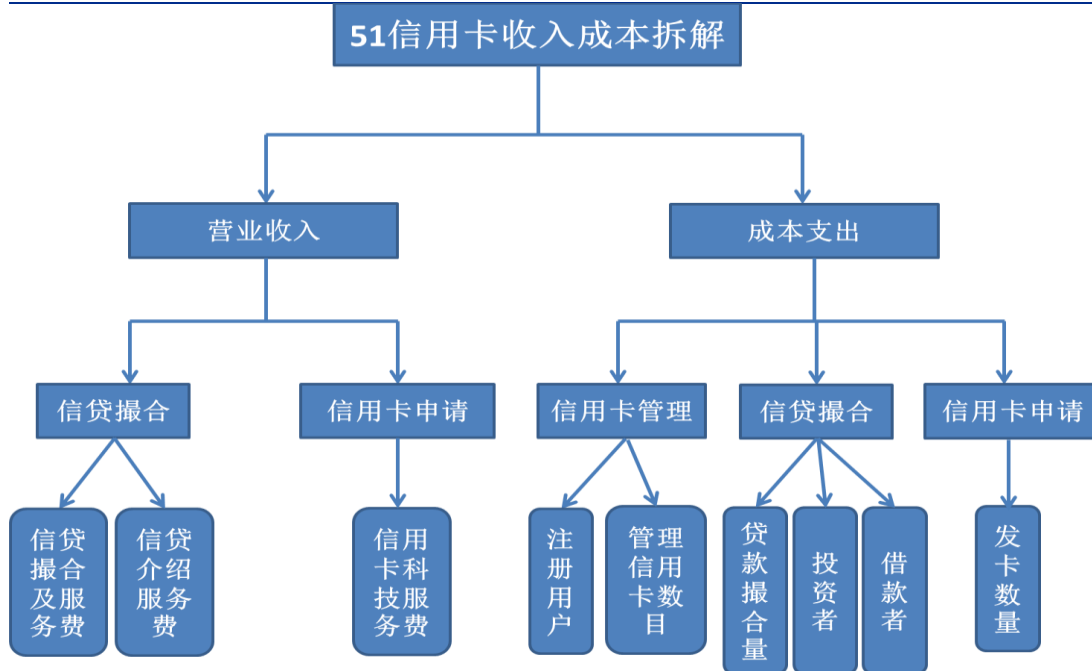
图 6：51 信用卡构建的应用系统



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

公司以个人信用卡管理、信用卡科技服务和线上信贷撮合及投资业务将投资人和借款人以及银行发卡银行和信用卡申请人有机联系起来，三项业务的客户可以出现同时转换，最大程度活化整个平台，从信用卡管理业务扩展至银行卡申请、投资、信贷客户的基本所需要的全部金融业务，形成生态圈，这个生态圈与传统在线消费融资市场相比提供更全面的金融服务产品，更快的积累客户来源，实现业绩进一步增长。

图 7：公司收入成本拆分情况



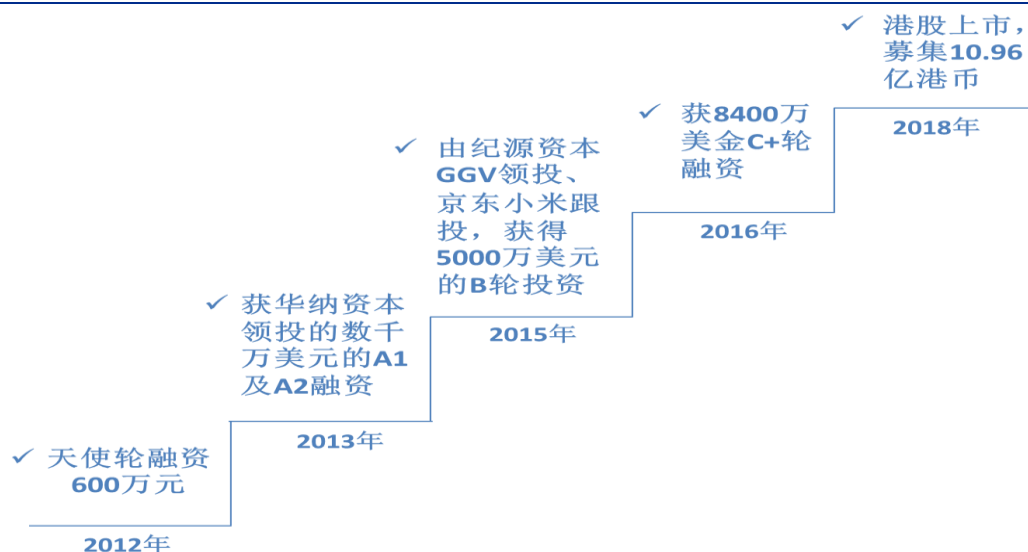
资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

2.1.3. 天使轮融资+港股上市，多样化筹资夯实稳定现金流的基础

公司从 2012 年成立之后，每年均天使轮融资获得资金支持，最高获得 8400 万美元的融资，一方面稳定现金流力求做出业绩，另一方面尝试观察投资市场的反应。业绩随着产品的丰富性而逐年上升，在具备上市要求之后，通过进一步的上市获得更雄厚的资金，力求实现进一步的突破。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

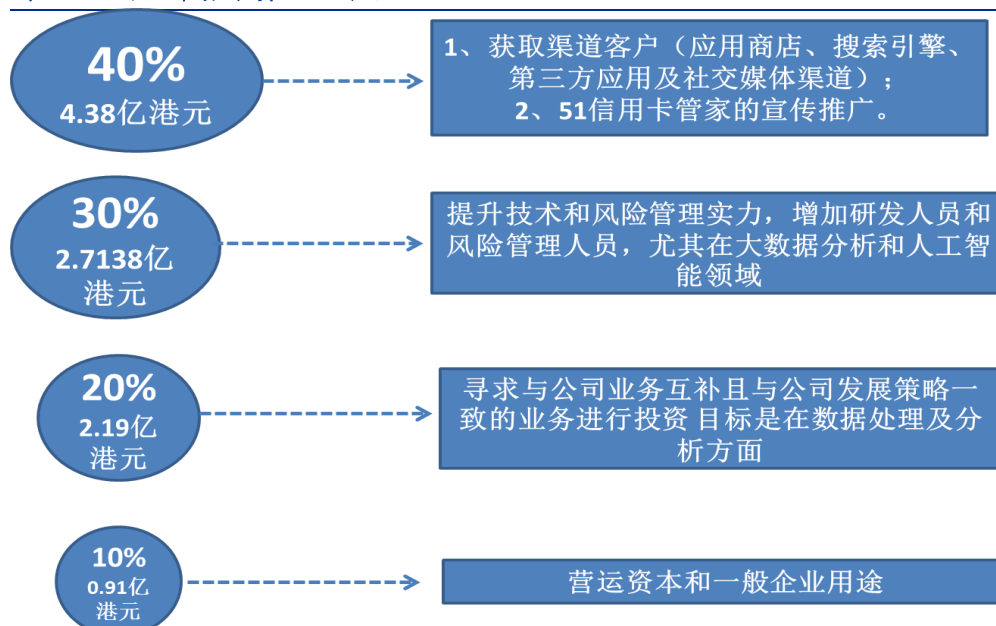
图 8：公司募集资金的历程



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

2018年7月13日，51信用卡（2051.HK）正式在港交所挂牌，共募集10.96亿港元。公司在港上市之后募集的资金有助其更好的进行推广渠道、投入在研发方面以及对外投资方面，力求在数据分析方面更加完备，以实现公司从信用卡业务生态圈向信用卡--金融闭环产业链发展的战略目标。

图 9：公司上市募集资金的用途



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

2.2. 立足现在：如何从单个人信用管理服务到金融服务？

公司通过资产负债管理走出一条综合消费科技金融之路：工具—渠道、场景—交易—生态。公司基于信用卡构建的消费金融入口新模式，形成了独特的商业闭环，扩大了金融服务覆盖范围，逐渐在金融科技领域进行广泛布局。目前公司业务涵盖个人信用管理、信用卡科技服务和线上信贷撮合及投资服务的一站式个人金融服务。公司从信用卡账单管理为主要功能点出发，形成了相对广泛的金融管家服务项目，使信用卡管家概念深入用户。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

图 10: 51 信用卡基本功能

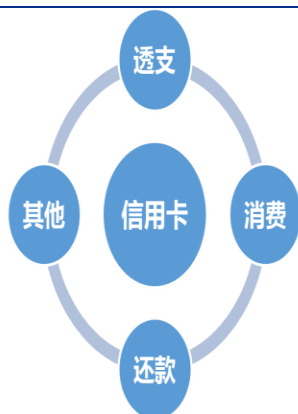
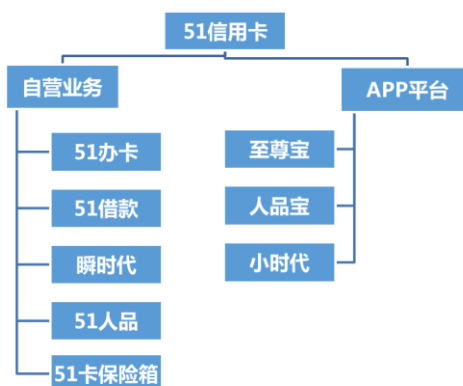


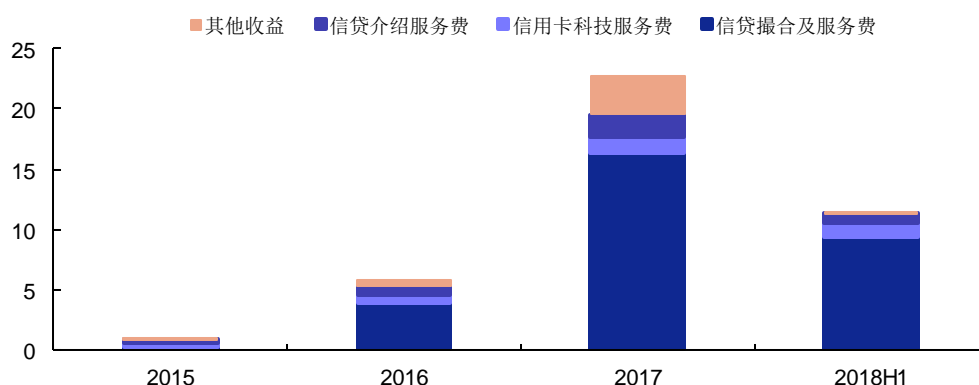
图 11: 51 信用卡业务拓展



公司的业务收入主要由信贷撮合及服务费、信用卡科技服务费、信贷介绍服务费及其他收益组成。

- ✓ 信贷撮合及服务费主要由在线撮合及投资服务的信贷撮合服务费构成；
- ✓ 信用卡科技服务费是由信用卡科技服务产生的服务费；
- ✓ 信贷介绍服务费主要是由在线撮合及投资服务的信贷介绍费组成；
- ✓ 信用卡科技服务费是公司的信用卡申请服务向银行收取服务费；
- ✓ 其他收益主要来源于借款人贷款的利息收入及来自在线信贷撮合及投资服务的逾期费用。其中信贷撮合及服务费贡献业绩增速最快，目前占比最多，从 2015 年占总收入的比为 18.70%增长至 2017 年占比为 71.70%，得益于信贷撮合平台的快速发展。

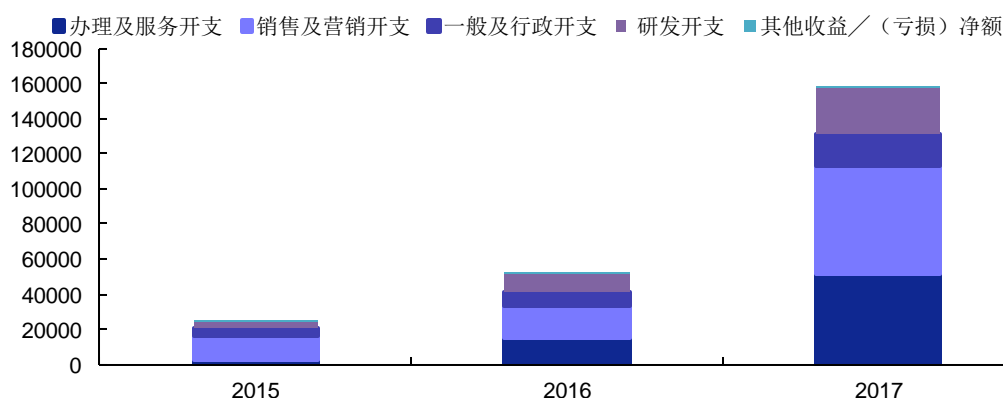
图 12: 2015-2018H1 公司各业务收入情况（亿元）



资料来源：公司招股书，公司半年报，安信证券研究中心

在公司的成本支出中，销售及营销开支最多，主要是品牌推广的营销费和广告费以及销售人员的工资，2017 年为 6.14 亿元，同比增长 236.34%；其次是办理及服务费用包括向付款服务商提供支付资金手续费，处理信贷评估、数据分析、客户服务及贷款回收的雇员开支，以及支付给第三方数据提供商外部技术服务费，2017 年为 5.17 亿元，同比增长 247.30%。

图 13：2015-2017 年公司支出情况(万元)



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

2.2.1. 发展迅猛的线上信贷撮合及投资服务，活化整体平台

公司的线上信贷撮合及投资服务是提供便利贷款产品，服务于信用卡持有人及不拥有信用卡及缺少信用记录的人士，以及提供网上投资服务。公司开辟 51 信用卡管家应用及有关贷款产品及投资服务的独立应用的入口，高效匹配借款人与投资者，从而满足用户融资及投资需求。

公司的信贷业务起始于 2014 年，与宜信合作推出面向信用卡人群的纯在线速贷产品“瞬时贷”。并且在 2015 年，公司推出了自己的个人信贷产品“51 人品贷”。根据公司招股说明书，51 人品贷在 2017 年末发放了约 218.5 亿的贷款，根据 Oliver Wyman 的资料显示，在专注于向信用卡持有人提供服务的各类消费金融产品，51 人品贷排名第一，占比 13%。2017 年 51 人品的投资者提提供了 51 信用卡 77% 的资金来源，另外 20.3% 由机构，包括银行、信托、消费金融公司等机构提供，以及 2.7% 由 51 信用卡自有小贷子公司提供的资金。

图 14：51 信用卡——人品贷借贷流程详解

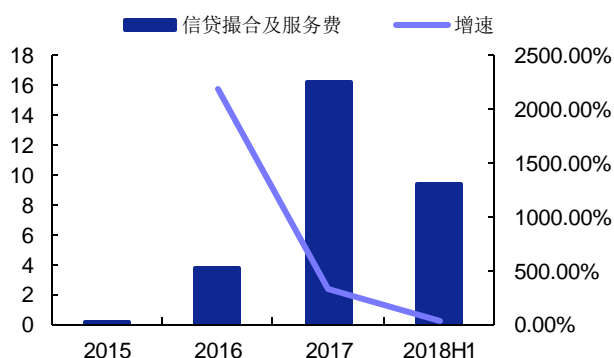


资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

公司的线上信贷撮合及投资服务业务收入主要由信贷撮合及服务费和信贷介绍服务费及其

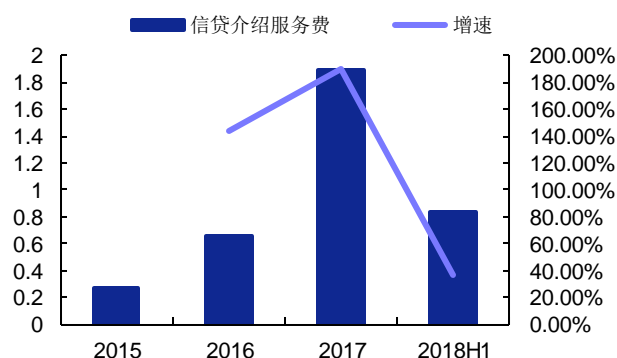
他收益組成。根據公司半年報告，2018 年上半年公司實現信貸撮合及服務費的收益為 9.34 億元，同比增長 35%；而信貸介紹服務費的收益為 0.84 億元，同比增長 36.5%，未來隨着信貸平台進一步發展，公司業績可期。

圖 15：2015-2018H1 公司信貸撮合及服務費（億元）及增速



資料來源：公司招股書，公司半年報，安信證券研究中心

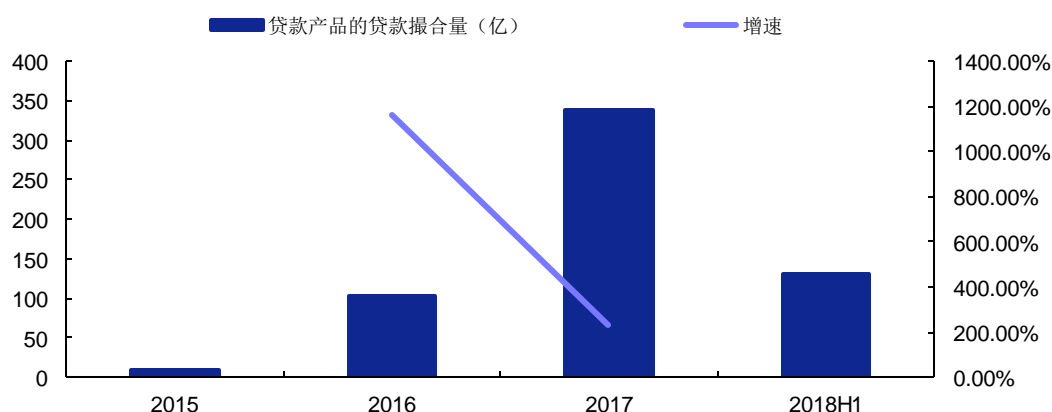
圖 16：2015-2018H1 公司信貸介紹服務費（億元）及增速



資料來源：公司招股書，公司半年報，安信證券研究中心

公司通過貸款產品持續地獲取並沉淀用戶，積累用戶數據，目前平台上沉淀的用戶數據已經超過 20 億。貸款撮合量從 2015 年的 8.15 億元快速增長至 2017 年的 339 億元，複合增長率為 544.94%。隨着非信用卡人群向着信用卡人群轉變，未來貸款撮合金融有望繼續提升，貸款產品仍存上升空間，業績可期。

圖 17：公司貸款產品的貸款撮合量（億元）及增速



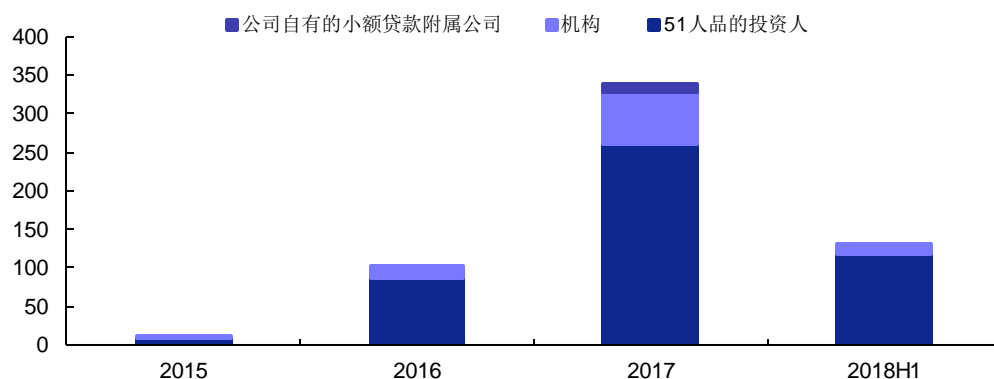
資料來源：公司招股書，公司半年報告，安信證券研究中心

2.2.1.1. 資金供給方：投資者平均投資餘額逐年增加，撮合空間潛力無限

公司的貸款產品主要是通過 51 信用管家應用程序、給你花應用程序、51 人品貸應用及小伍錢包等提供服務，根據服務對象分為服務於信用卡人群和非信用卡的人群。公司的貸款都是無抵押信貸產品，主要由 51 人品的個人投資者及持牌金融機構提供資金。

公司在 2015 到 2017 年中主要的貸款資金來源於 51 人品投資者，機構資金逐年提升，從 2015 年占比總資金為 1.5% 增長至 2017 年的占比為 20.3%。再者，在 2017 年新增公司設立的小額貸款附屬公司提供資金，多樣化資金流保證了貸款產品服務的提供。

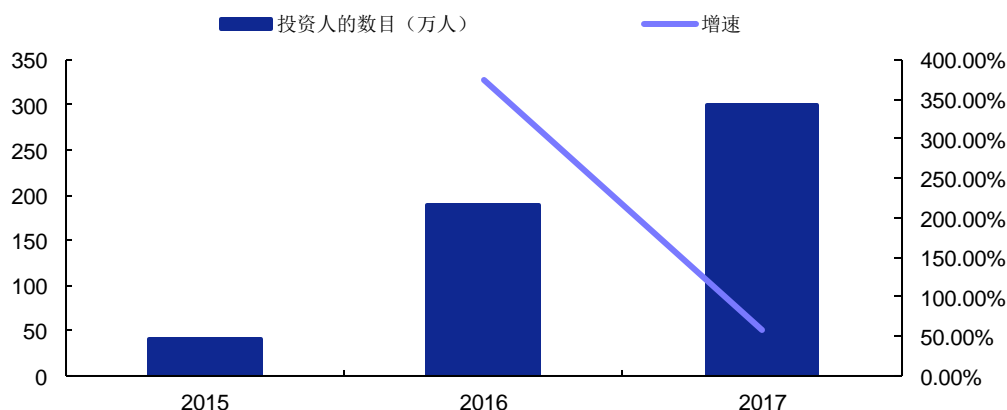
图 18: 2015-2018H1 年贷款产品资金来源 (亿元)



资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

从投资者数目来看, 公司依靠信用卡管理平台的业务拓展投资者数目的战略十分成功, 2015 年投资者的 40 万人增长至 2017 年的 300 万, 复合增长率为 173.86%。与借款人数相比, 投资者的人数一直多于借款人, 这个差距在逐年缩小, 2017 年的借款总人数为 260 万人, 充足的投资者助力公司信贷撮合平台满足借款人的需求。

图 19: 2015-2017 年投资人的数目 (万人) 及增速

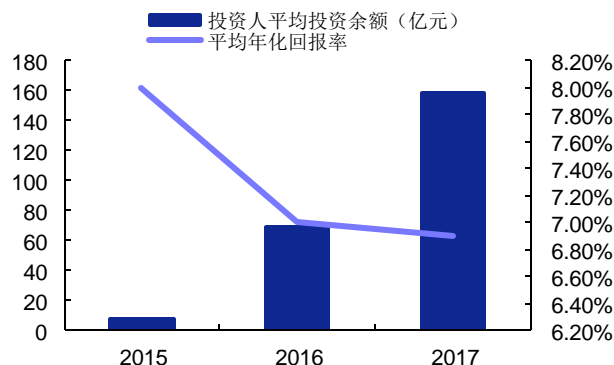
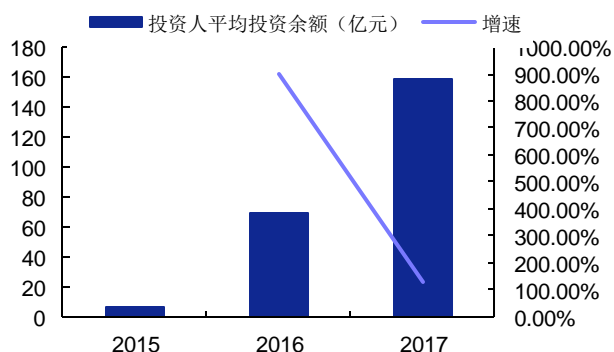


资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

公司采用信贷撮合业务与投资业务相结合, 投资人可以通过撮合平台完成借款操作, 也可以通过公司 51 人品的 APP 实现投资委托。从投资人平均投资余额来看, 逐年增加, 投资者仍然有比较多的闲置资金, 撮合平台和投资业务仍存较大的提升空间。

图 20: 2015-2017 年投资人平均投资余额 (亿元) 及增速

图 21: 2015-2017 年投资人平均投资余额 (亿元) 及平均回报率



资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

2.2.1.2. 资金需求方：17 年借款人数目增长约 4 倍，助力平台积攒借款力量

公司的贷款产品是否为信用卡人群存在很大的区别，若是信用卡的人群拥有更高的可借额度，更灵活的期限选择等优势；信用卡人群的借款平台主要是在“人品贷”，非信用卡人群主要在“给你花”。有无信用卡的借款区别有助于公司在非信用卡人群中开展信用卡办理业务，更有针对性的扩展业务人群，提高业务效率。

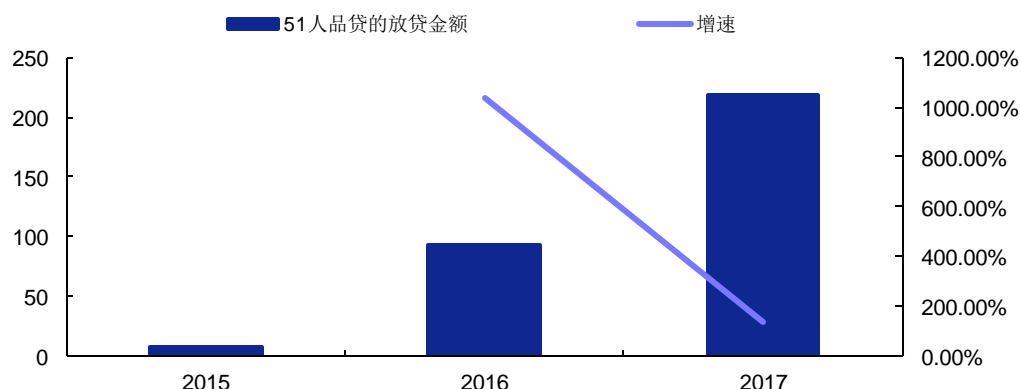
表 3：公司贷款产品信用卡人群和非信用卡人群的区别

	信用卡人群	非信用卡人群
最高可借额度	100000 元	10000 元
2017 年平均贷款规模	16679 元	3986 元
固定期限选择	6、12、18 和 24 个月	12 个月
2017 年平均期限	13.5 个月	9.5 各月
公司平台	人品贷	给你花

资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

公司利用个人信用管理服务的数据和信用分析能力，建立了一张信用卡人群的可靠名单以及为其提供预先批核的信贷额度，有效的满足客户的财务需求。公司通过 51 人品贷发放的贷款金额从 2015 年的 8.15 亿元增长至 2017 年的 218.55 亿元，复合增长率为 417.7%。公司撮合贷款年利率在 14.9%至 30.8%之间。

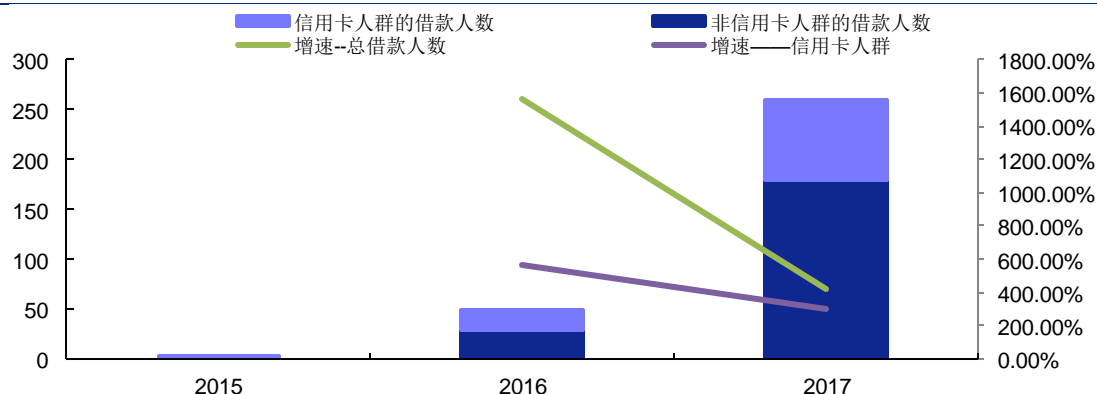
图 22：2015-2017 年 51 人品贷的放贷金额（亿元）及增速



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

从借款人的结构来看，主要是以非信用卡人数借款为主，这与我国低信用卡渗透率有关。由于无信用卡的人一般没有信用记录很难从银行等地方进行贷款，因此“给你花”提供了很好的平台。再者公司可以发展无信用卡人群中可办理信用卡的用户，实现从信贷撮合业务客户向信用卡科技服务业务客户的拓展，发挥业务之间的联动作用。

图 23：2015-2017 年借款人人结构（万人）及其增速

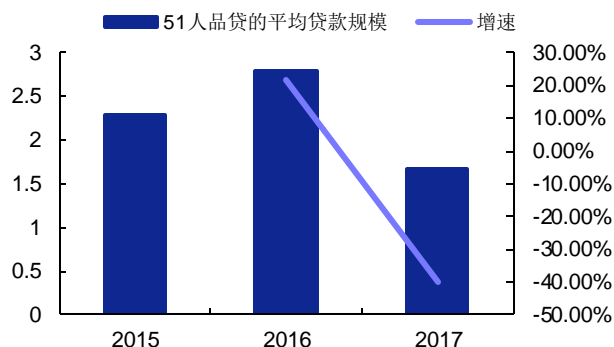


资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

而 51 人品贷的平均借款规模在 2017 年有所下滑，2015 年 2.29 万元到 2016 年的 2.79 万元。

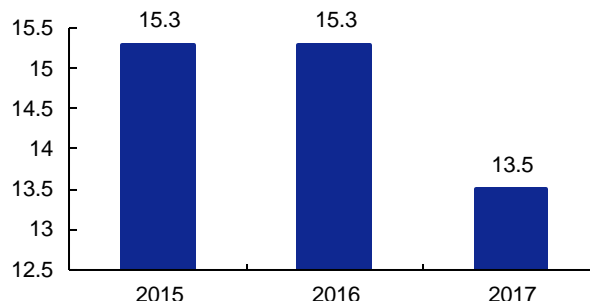
万元再减少至 2017 年的 1.67 万元,主要是由于公司在 2017 年 2 月开始推出额度低于 10000 元的人品贷。在贷款平均期限方面,从 2015 和 16 年的 15.3 个月下降至 13.5 个月,有利于公司撮合更多的贷款,并且 51 人品贷的借款人主要以每月分期付款的方式进行还款。

图 24: 51 人品贷的平均贷款规模 (万元) 及增速



资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

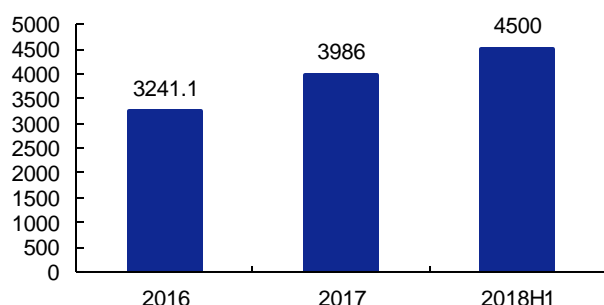
图 25: 2015-2017 年 51 人品贷的平均期限 (个月)



资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

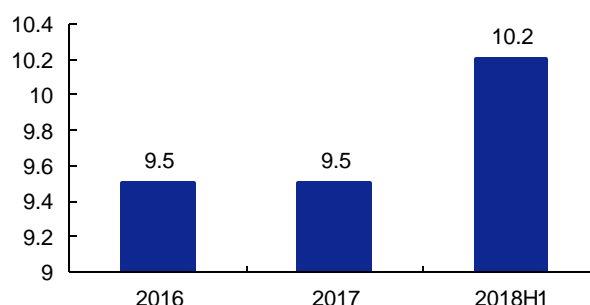
公司在 2016 年 2 月开始通过给你花为无信用卡借款人提供贷款产品。到了 2017 年公司可为无卡借款人短期小额融资需求服务的贷款产品, 可提供最高额度为 3000 元的, 固定期限少于三个月然而由于策略和监管要求公司于 17 年 12 月停止此类贷款, 这个贷款产品在 2017 年贡献了总发放金融的 13.3%, 占总收益的 2.5%。而 2018 年上半年平均贷款规模继续提高, 未来依靠贷款产品获取的服务收益有望进一步提高。

图 26: 2016-2018H1 非信用卡人群的平均贷款规模 (元)



资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

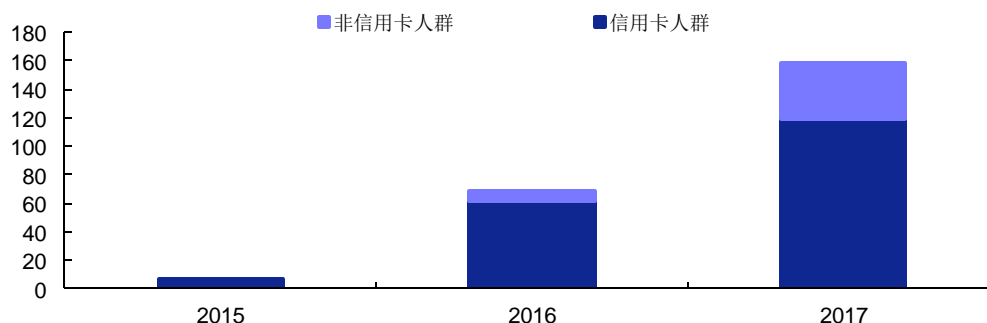
图 27: 2016-2018H1 非信用卡人群的平均期限 (个月)



资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

贷款服务容易出现借款人无法按时归还金额的情况, 未偿还的金额逐年上升, 从 2015 年的 6.88 亿元增长至 2017 年的 158.29 亿元, 复合增长率为 379.64%, 虽然与平台的盈利没有很大的关系, 公司主要是通过收取服务费的模式获利, 但是若是未归还的金额越多, 会有更少的投资人愿意借钱, 这样有可能影响营收, 公司仍需通过额度控制未能偿还的风险。

图 28: 2015-2017 年公司贷款产品还未偿还金额 (亿元)

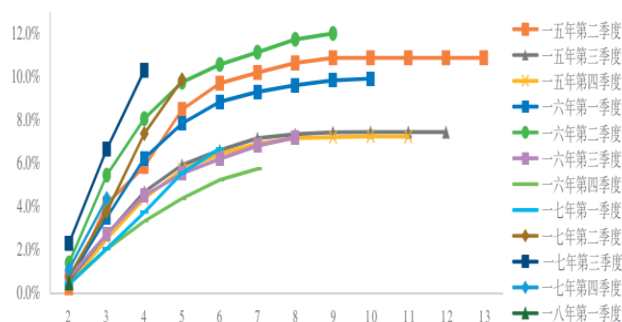


资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

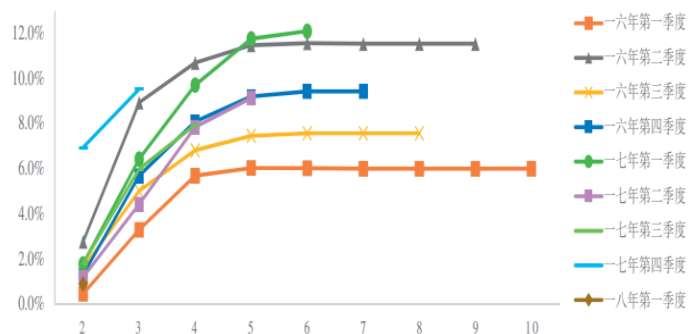
从历史累计逾期90天以上的违约率来看,持用信用卡的违约率低于没有持有信用卡的客户,因此公司在违约方面需注重无信用卡客户的信用评价构建更为可靠的征信评级从而保障投资人的利益。

图 29: 截至 2018 年 6 月 30 日信用卡持有人的贷款产品历史累积超过 90 天以上的违约率



资料来源: 公司半年报、安信证券研究中心

图 30: 截至 2018 年 6 月 30 日非信用卡持有人的贷款产品历史累积超过 90 天以上的违约率

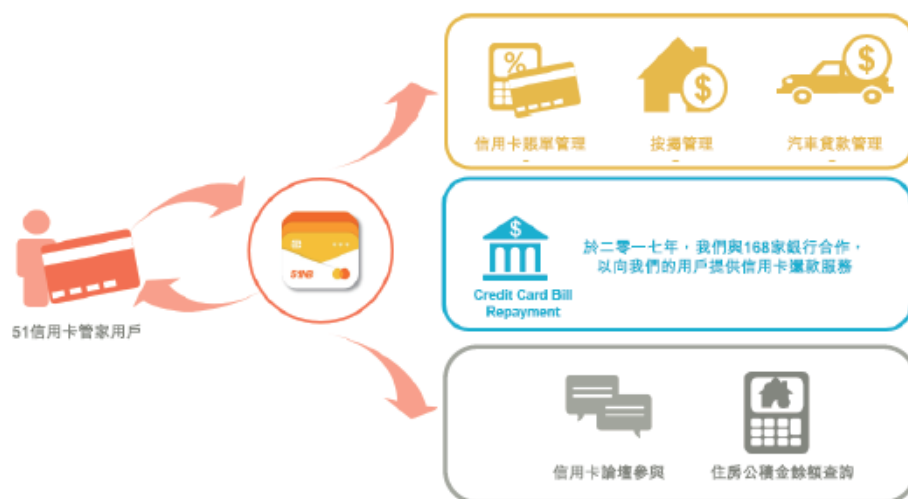


资料来源: 公司半年报、安信证券研究中心

2.2.2. 传统个人信用管理服务, 夯实平台客户基础

公司的个人信用管理业务是主要为拥有多个信用卡及信用记录信用卡持有人提供信用卡管理服务, 包括账单管理及还款服务, 同时为未来的业务增长吸引及保留庞大的用户基础。个人信用管理服务主要包括管理信用卡账单及家庭账单, 还款服务以及其他增值服务例如住房公积金余额查询。公司通过对整体个人债务的全面且深入分析, 促进用户更好的使用信用卡申请、线上信贷撮合及投资服务服务, 长期可以维持业绩持续稳定增长。根据公司招股说明书, 2017 年公司 51 人品贷 74.1%发起来自 51 信用卡管家应用及新获取的投资者, 而其中 67.8%转换来自信用卡管家应用的用户。

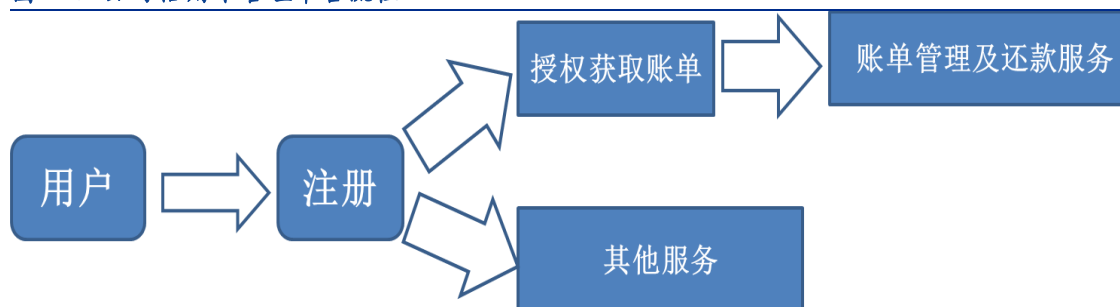
图 31: 公司个人信用管理服务体系



资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

公司为用户提供信用卡账单、房屋按揭账单、汽车贷款账单及水电账单等账单还款服务。2017 年还款方式拓展至 168 家银行, 同时客户可以通过公司的投资余额直接用于还款。公司的服务流程简单、便捷高效, 有助于个人信用卡服务业务的推广。

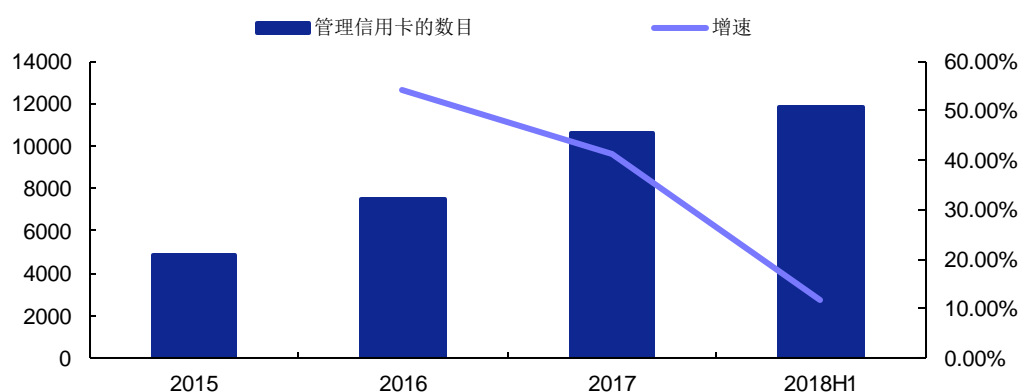
图 32：公司信用卡管理平台流程



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

公司管理的信用卡的数目逐年上升，从 2015 年的 4890 万张增长至 2018 年上半年的 11860 万张，个人信用卡管理服务业务业绩有望继续增长。

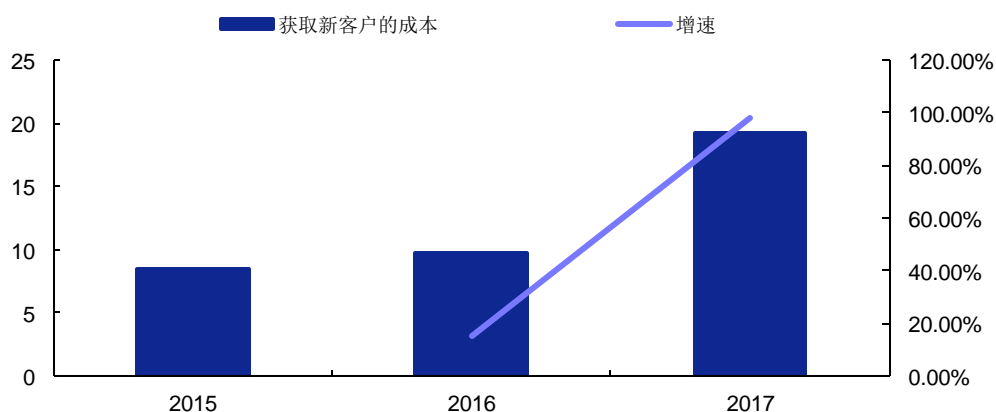
图 33：2015-2018H1 公司管理信用卡的数目（万张）及增速



资料来源：公司招股书，公司半年报，安信证券研究中心

个人信用管理服务的新用户获取成本比较低，但是从 2016 年的每名需要 9.7 元大幅增长至 2017 年的 19.2 元，主要是由于 17 年大量用户 P2P 借贷平台参与者涌入市场，以及公司在用户获取方面也投放了更多的资金以实现迅速扩展市场份额。未来随着借贷平台监管力度推进，积极整顿不良平台，高成本抢占市场份额的情况有望改善，成本有望回落到正常水平。

图 34：2015-2017 年公司获取个人信用管理服务的新客户的成本（元）及增速

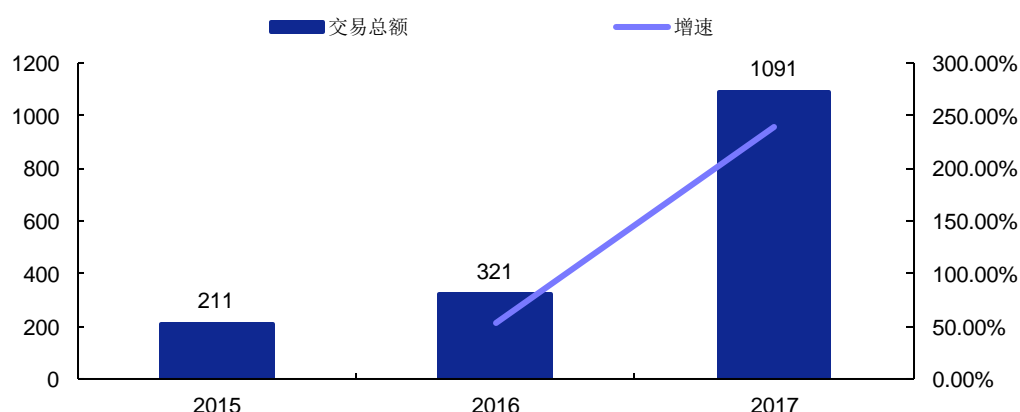


资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

同时公司在 2017 年战略性收购“我爱卡”49.6%的股权，“我爱卡”公司为中国最大专门信用卡信息门户，2017 年的独立访客约为 3080 万名。再者“我爱卡”的用户分享信用卡申请和使用经验从而在不同的银行获得优惠，公司可以通过我爱卡公司让客户轻松通往平台，进一步扩大用户的基础，有利于业绩的提升。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

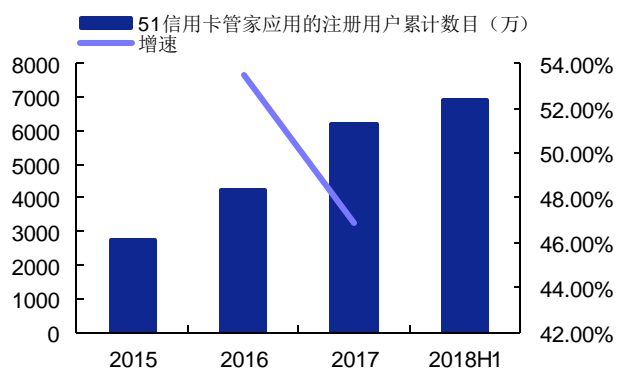
图 35：51 信用卡管家应用偿还各类账单的交易总额（亿元）及增速



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

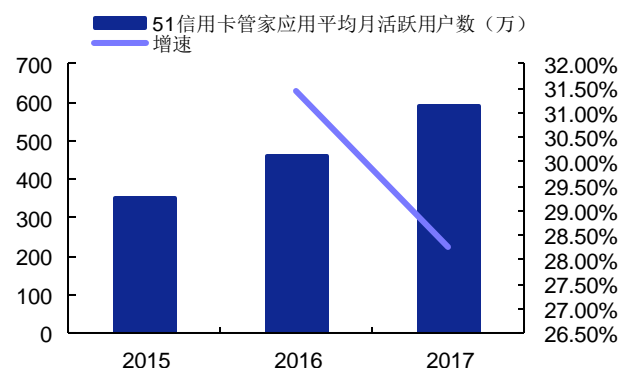
根据公司半年报，2018 年上半年公司信用卡平台的注册用户达到 6890 万人，已经管理累计 1.18 亿张信用卡，发出信用卡 140 万张，信用卡持有人的贷款撮合量 115.39 亿元，通过 51 信用卡管家偿还负债的交易量为 1164 亿元。再者从平均月活跃用户数目来看，保持逐年增长，2017 年全年的平均月活跃用户数目为 590 万人，同比增长 28.26%。

图 36：51 信用管家应用的注册用户累计数目（万）及增速



资料来源：公司招股书，公司半年报、安信证券研究中心

图 37：51 信用卡管家应用平均月活跃用户数（万）及增速



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

2.2.3. 信用科技服务，闭合公司平台、银行与客户的交易圈

公司的信用卡科技服务主要是用户通过信用卡科技服务方申请符合其资料及信用需求的信用卡，建立其信用记录及实现更佳的信用管理。在数据应用分析及风险预测方面与若干信用卡发行银行展开深入合作。

图 38：公司信用卡科技服务业务流程

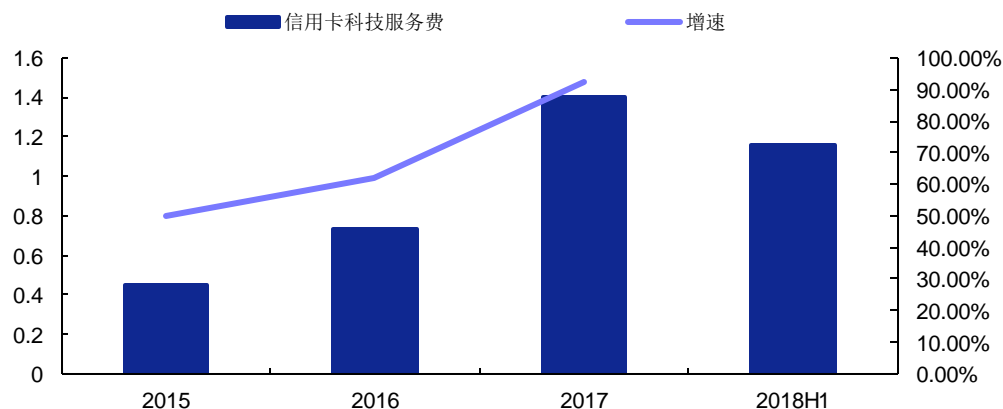


资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

信用卡科技服務業務收入主要是通過信用卡科技服務產生的服務費，包括辦卡的服務費。信用卡科技服務收入持續增加，從 2015 年的 0.45 億元增長至 2017 年的 1.40 億元，複合增長率為 76.61%。

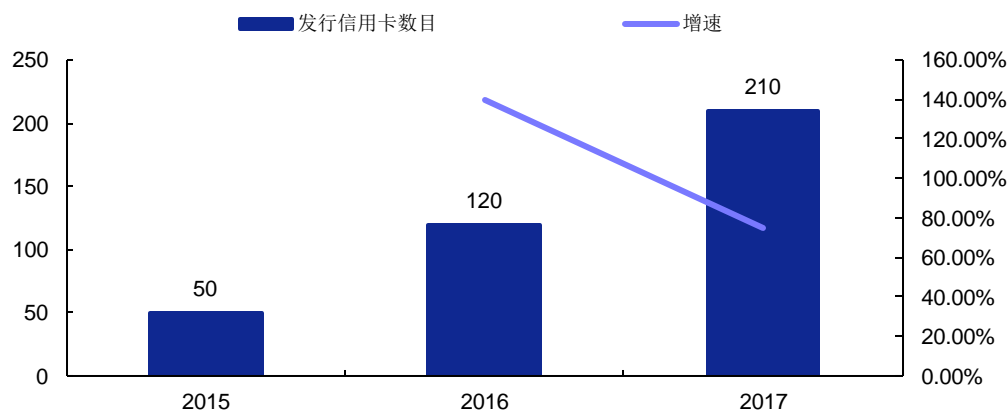
圖 39：2015-2018H1 公司信用卡科技服務收入（億元）及增速



資料來源：公司招股書，安信證券研究中心

公司從 2017 年 4 月起與多家信用卡發卡銀行在數據應用、信用分析和風險狀況分析等領域開展深入的合作。公司發行的信用卡的數量逐年增加，從 2015 年的 50 萬張增長至 2017 年的 210 萬張，複合增長率為 104.94%。根據公司招股說明書，從公司發行的信用卡的數量來看，公司目前是我國最大的獨立線上信用卡申請平台。

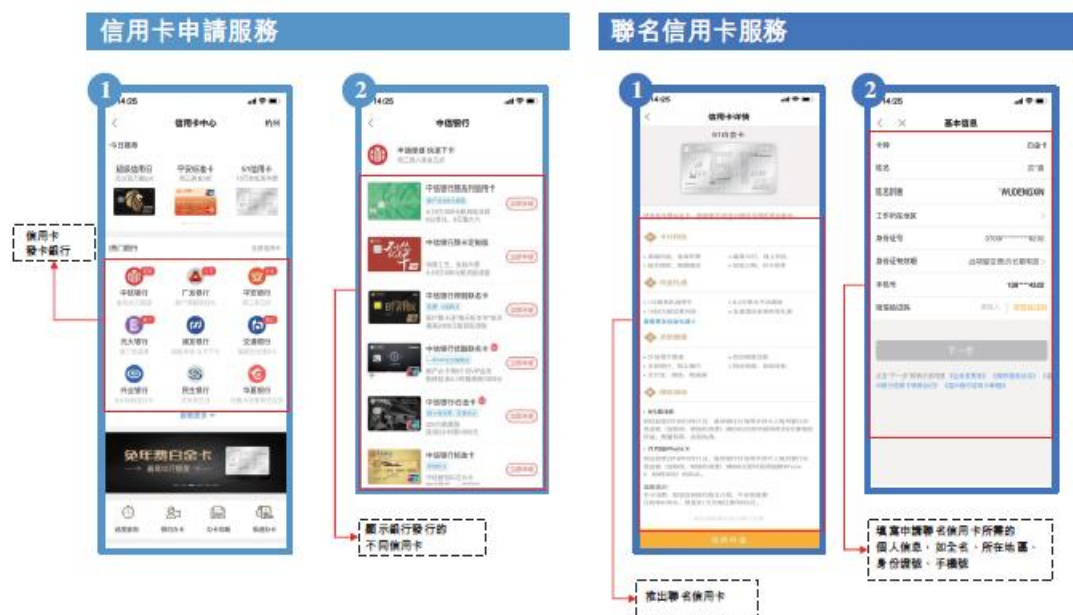
圖 40：2015-2017 年公司發行信用卡的數目（萬張）及增速



資料來源：公司招股書，安信證券研究中心

2017 年 4 月公司與城市商業銀行合作開發聯名信用卡，這種合作可以幫助公司獲得信用卡發行业務長期上更穩定的營利性現金流。截止 2017 年底公司已發行的聯名信用卡累計達 10.09 萬張，隨著公司未來進一步與探索與銀行的合作機會，未來公司信用卡科技業務可期。

图 41：信用卡申请服务界面



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

2.3. 放眼未来：应具备何竞争优势方可越走越远？

2.3.1. 注重客户需求，应用程序注册用户达 8100 万

应用板块完善，用户体验佳：51 信用卡在原有信用卡业务的基础上成功拓展了各类功能，界面由“首页”、“摇钱树”、“服务”、“我”和“消息”组成，应用交互性、可读性都较好，覆盖了客户群体的基本金融服务需求尤其是贷款业务，同时与其他外界平台合作如各大银行、支付宝等，带来较好的用户体验。

图 42：51 信用卡各大应用板块

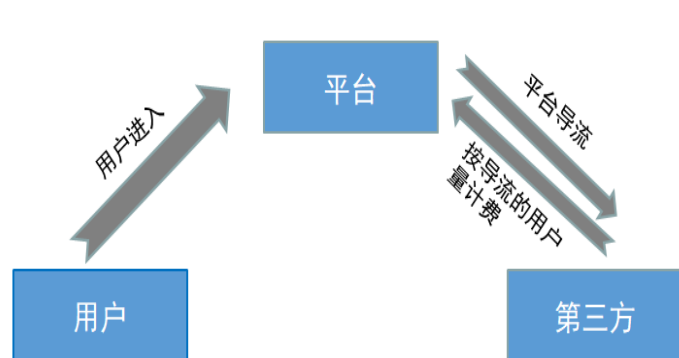


资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

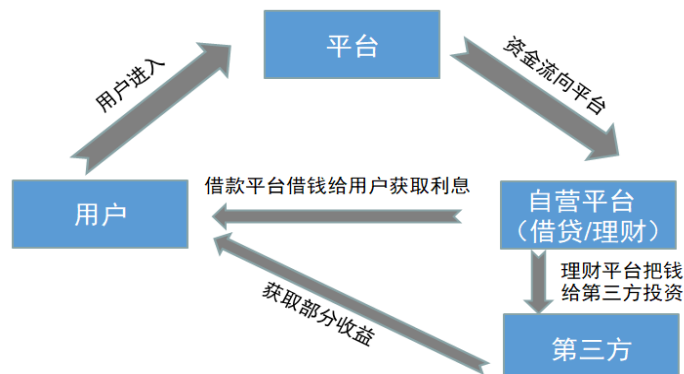
两大流量盈利方式，吸引客户：51 信用卡目前主要有两大流量盈利方式：一是通过自营平台将客户导流给第三方，按具体用户量计费盈利；二是将通过自营平台将所募集资金转移给第三方进行投资，与第三方按一定比例共同分享收益。两种流量模式都带来一定收益，也吸引了一批稳定客户。

图 43：51 信用卡自营模式



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

图 44：51 信用卡导流模式

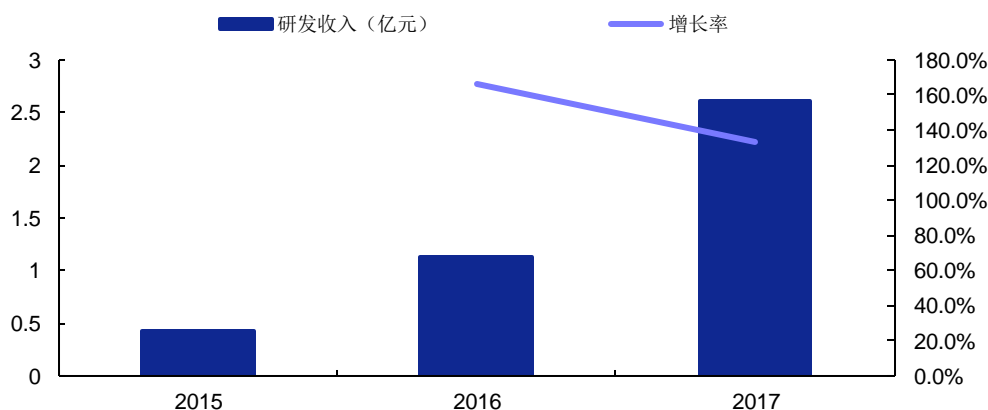


资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

2.3.2. 研发实力雄厚，助力产品以“创新性+整体性”标榜

2015 年以来，51 信用卡的研发投入逐年走高。51 信用卡建立了专职的研发团队，致力于维护及提升公司所有的平台和应用系统；确保其技术系统得以妥善建立、审查、测试及不断加强；研发数据探勘算法及物色大数据容量的技术咨询业务等。目前，51 信用卡拥有多项知识产权，其中，专利 1 项、软件著作权 13 项、商标 145 项。

图 45：2015-2017 年 51 信用卡研发收入变化情况



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

2.3.3. 监管从严下，公司拥有独立的 iCredit 信贷分析系统控制风险

从 2015 年开始各大部门路线重视线上消费金融的监管，尤其在 2017 年涌进大量的 P2P 借贷平台之后，国务院、银监会多次下发文件对存管、披露等业务进行规范，同时整顿不合理的平台。随着监管的持续从严，符合行业法律法规的要求需要公司有足够的应对能力。而 51 信用卡公司通过研发独立的 iCredit 信贷分析系统，利用机器学习搭建风险管理模型，分析了 20 多个维度的数据和超过 10000 个变量，独特的数据来源和分析能力让公司在监管从严的局势下可以顺利的控制风险。

表 4：2015-2017 年監管進程

時間	部門	法律法規	內容
2015 年	十個監管部門聯合發出	《關於促進線上金融健康發展的指導意見》	界定個體或 P2P 網絡借貸平台為個體和個體之間通過線上平台實現的直接借貸，受銀監會監管，明確中介性質
2016 年	國務院	《關於印發<線上金融風險專項整治工作實施方案>的通知》	P2P 平台須將貸款人及借款人的資產與其自有資產分賬管理 各級政府籌備整改工作
2016 年	中國銀監會	《關於印發 P2P 網絡借貸風險專項整治工作實施方案的通知》	開始規範網絡 P2P
2016 年	中國銀監會	《網絡借貸信息中介機構業務活動管理暫行辦法》	網絡借貸信息服務提供者須向地方金融監管部門辦理登記 並申請相應的電信業務經營許可
2017 年	中國銀監會	《關於印發<網絡借貸資金存管業務指引>的通知》	明確網絡借貸信息服務提供商持有投資者及借貸者資金的存管規定
2017 年	中國銀監會	《關於印發<網絡借貸信息中介機構業務活動信息披露指引>的通知》	明確網絡借貸信息服務提供者需要在其網站及其線上渠道包括手機應用軟件、微信公眾或微博披露資訊
2017 年	線上金融風險專項整治工作領導小組	《關於規範整頓現金貸業務的通知》	進一步規範 P2P 網貸信息中介機構不可涉及的业务

資料來源：公司招股書，安信證券研究中心

2.3.4. 較高的海外知名度，助推市場範圍擴展至海外

51 信用卡多次獲得國外的殊榮，具備一定海外知名度。51 信用卡先後獲得 CB Insights 全球金融科技獨角獸，2017 年全球金融科技公司百強企業，畢馬威中國領先金融科技 50 強，作為“中國金融科技獨角獸企業”代表入選高盛《中國金融科技的崛起》報告，並在香港與與螞蟻金服等一同摘得“年度金融科技 Top Brand”大獎。

圖 46：51 信用卡在全球金融科技百強企業排名 27 位



資料來源：公司官網，《全球金融科技公司百強》，安信證券研究中心

圖 47：51 信用卡所獲榮譽



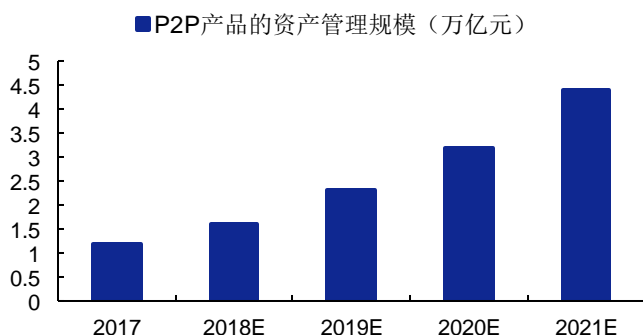
資料來源：公司官網，安信證券研究中心

3. 从行业角度寻 51 信用卡未来发展之路?

3.1. 信用卡市场虽为传统支付方式仍存增长空间

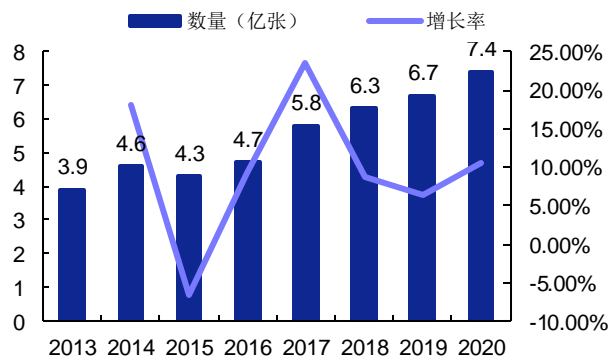
中国传统金融机构未能充分满足不断增长的金融服务需求，近年来金融科技公司的出现正好填补此空隙。中国网络经济的兴起成为金融科技行业的主要驱动因素，预期中国线上用户的增长速度将更为强劲。同时个人消费信贷多样化发展，互联网消费贷款在互联网金融平台、第三方支付的影响下蓬勃发展。随着体系的不断完善，信用卡平台会更加开放，整体发展空间巨大。

图 48: 2017-2021 年我国 P2P 产品的资管规模



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

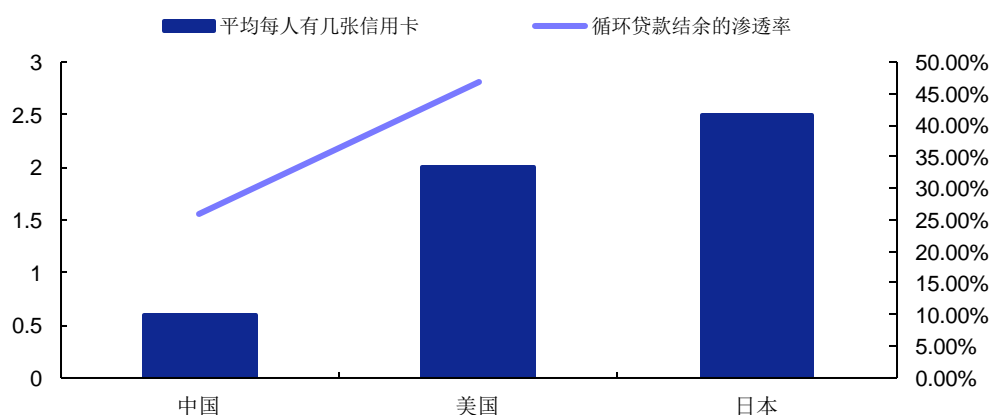
图 49: 2013-2020 中国信用卡数量及增长率



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

从中国、日本和美国的信用卡渗透率相比，中国渗透率最低平均一人只有 0.6 张信用卡，而美国日本都至少有 2 张，由此可见我国信用卡的增速还有很大的上升空间。再者循环贷款结余的渗透率，中国的 26.00% 远低于美国的 46.70% 这也证明贷款仍然有很高的利用空间，信用卡业务潜力依旧无限。

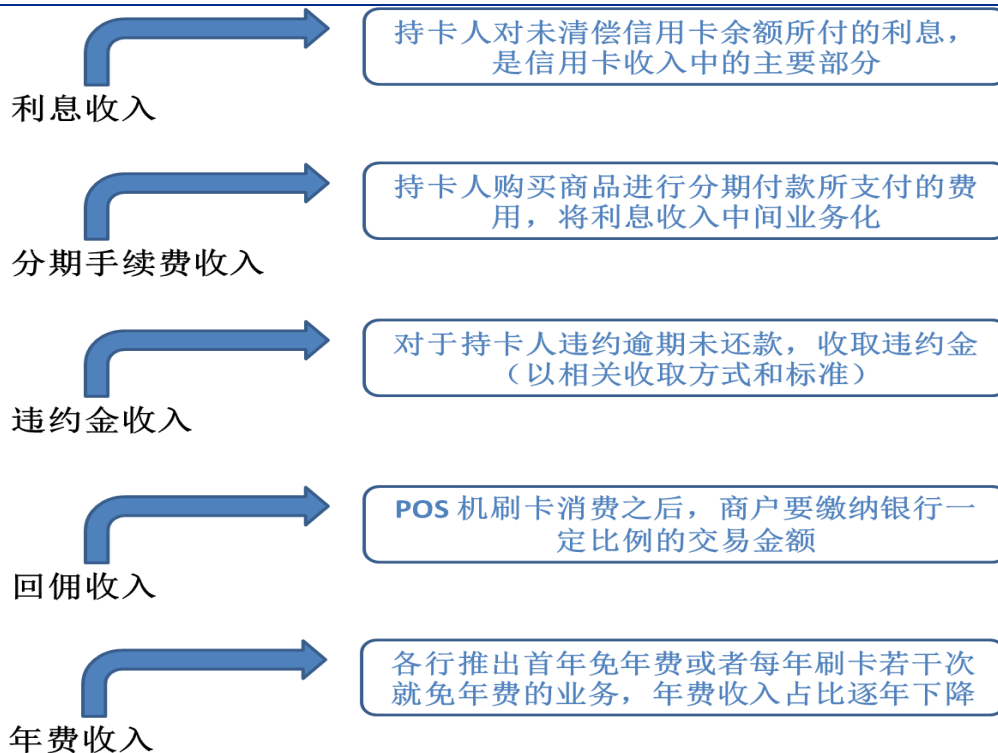
图 50: 2017 年中国、美国和日本信用卡渗透率情况



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

信用卡盈利模式分析：信用卡收入主要是通过利息收入、分期手续费收入、违约金收入、回佣收入、年费 5 个部分。

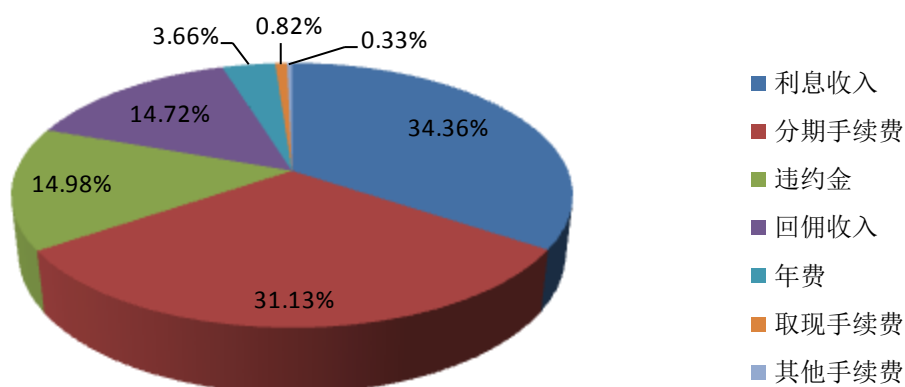
图 51：信用卡收入拆分情况



资料来源：南方财富网，安信证券研究中心整理

根据银联数据，截至 2017 年底，银联累计拥有发卡客户 196 家，其中信用卡客户 139 家。信用卡业务收入中利息收入占比 34.46%，分期手续费收入占比 31.13%，这两大收入占比过半。

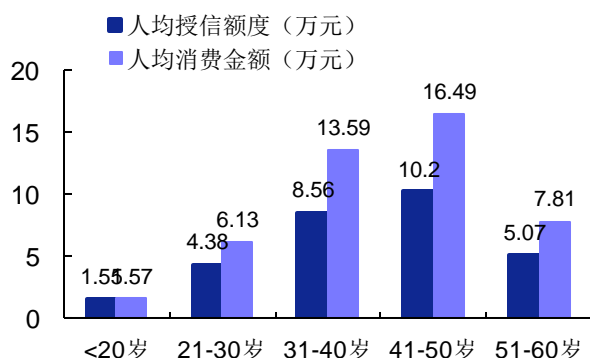
图 52：信用卡收入占比



资料来源：中国银联，安信证券研究中心

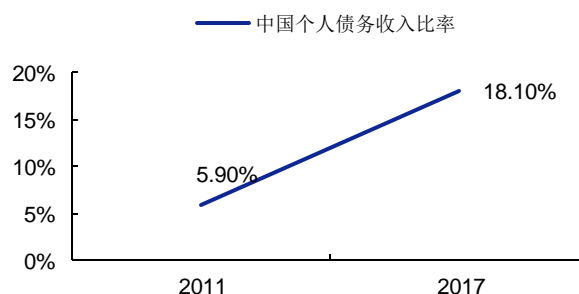
信用卡用户人群集中：51 信用卡管家 APP 发布《2016 信用卡活跃用户消费报告》，分析了用户的消费行为特征：人均持卡量在 4 张以上的活跃信用卡用户的人均约 6.39 万元，是全国信用卡人均授信额度的近 4 倍。该人群主要集中在东南沿海地区，年龄多为 21-30 岁期间。这个年龄段的用户群体资金需求大，消费能力强，易于接受新兴的资金使用方式，虽然稳定性可能欠缺但仍有一定的还款能力。

图 53：各年龄段授信消费金额



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

图 54：中国个人债务收入比率变化情况



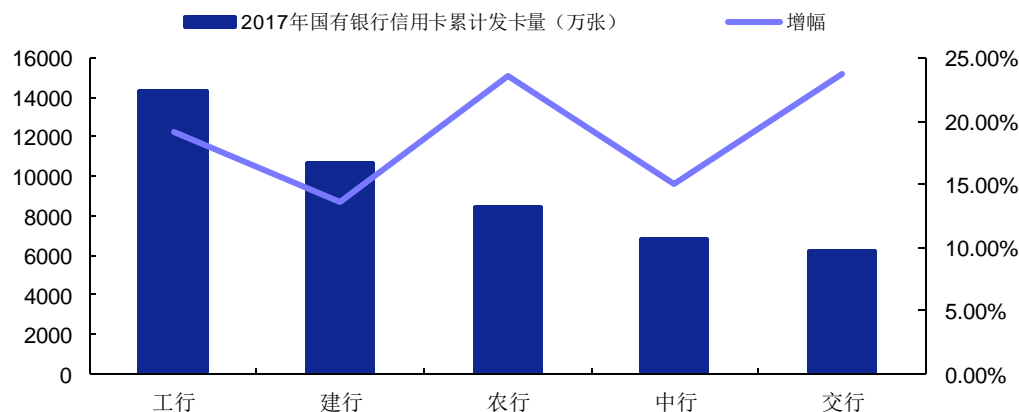
资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

中国人的信贷需求越来越大，再加上提供服务满足有关需要的传统金融机构表现不佳且渗透率低，造成中国出现了规模相当大的消费金融平台市场。

3.1.1. 信用卡趋向线上发展，转型后发展空间广阔

从信用卡累计发卡量来看，工行与建行领衔“1 亿”梯队，建行则是在 2017 年首次突破 1 亿张。目前“宇宙行”工行以 1.43 亿张信用卡处于绝对领先地位，建行以 1.07 亿张位列第二。农行、中行、交行的发卡量均未突破 1 亿大关，分别以 8481 万张、6822 万张、6243 万张跟随其后。五大行中，信用卡数量首尾相差近 8000 万张，工行信用卡累计发卡量约为交行的 2.3 倍。（南方财富网）

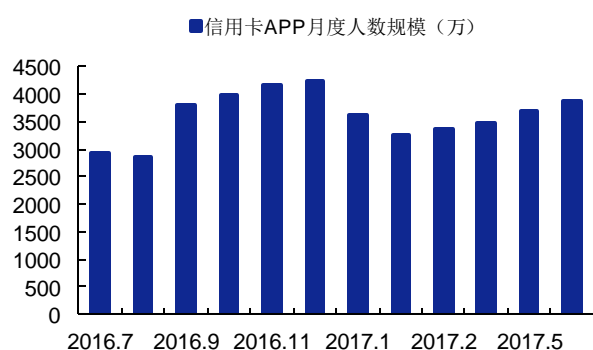
图 55：2017 年国有银行信用卡累计发卡量



资料来源：新浪财经，安信证券研究中心

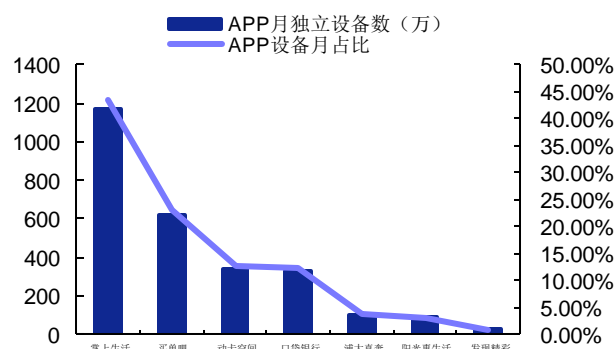
传统发卡银行开展业务时间久，经验丰富，拥有完整的一套风控体系，风险相对较小。近年随着信息化的普及，各大银行都推出了线上信用卡服务，2010 年，招商银行推出了国内第一款专门的信用卡 APP——掌上生活。2011 年，中信银行又紧随其后发布独立的信用卡 APP 动卡空间。在接下来的数年内，各大银行纷纷将信用卡业务剥离出来，发布了独立的信用卡 APP。

图 56：2016-2017 年信用卡 APP 月度人数规模



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 57：六大主要信用卡 APP 设备情况

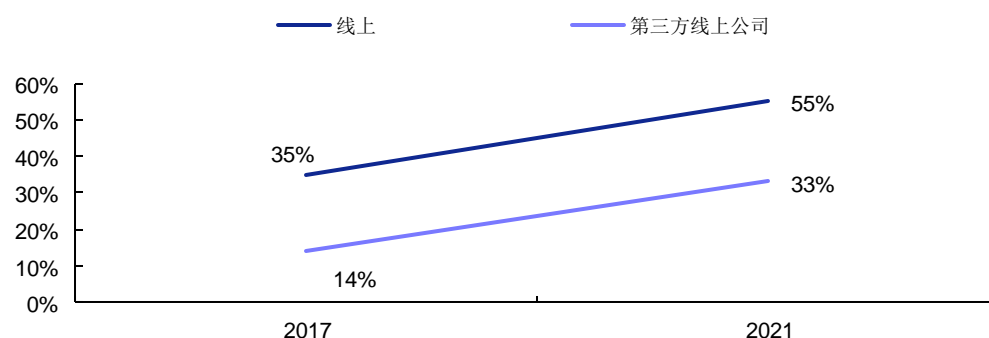


资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

从图表中可得，最早开始推进在线信用卡 APP 的招商银行占据了最大的市场份额，线上的广阔市场推动各家传统信用卡业务部门将自己的业务往线上发展，并将业务范围从单一的基础信用卡服务模块拓展到权益服务模块、金融产品和理财服务模块、生活便捷服务模块、本地生活服务模块、在线购物模块旅游出行模块、个人信息查询和设置模块等共八个模块，极大丰富了用户体验。

互联网信用卡服务是最近新兴的服务模式。在信用卡账单管理市场，较为知名的平台包括 51 信用卡、卡牛、挖财信用卡、我爱卡等。以 51 信用卡为例，它最初以信用卡账单管理起家，满足信用卡客户的负债管理需求，后来逐渐扩大业务范围，以个人信用管理为导向建立了互联网消费金融+在线投资的生态体系，先后成立了“51 人品”、“51 人品贷”、“给你花”等多款 APP，线上投融资业务与信用管理业务产生协同效应。打造完善的信用卡应用体系是现阶段互联网信用卡公司的发展目标。

图 58：2021 年新发行的信用卡申请渠道估计



资料来源：OliverWyman 报告，安信证券研究中心

线上渠道对信用卡申请及发行而言日益重要。与线下渠道相比，线上渠道更便捷、可易接触客户群且成本较低。第三方线上公司正在成为银行的重要合作伙伴，该等平台更能够以金融或购物场景吸引用户，用户可在线上平台上轻松比较不同的信用卡产品、提交信用卡申请。无论是传统信用卡机构还是新兴互联网信用卡企业都拥有巨大的市场空间。信用卡业务要实现财务变现，关键还是在于用户体量，扩大用户群体覆盖范围。

3.2. 信貸行業身處朝陽行業，消費信貸市場規模將達 9.80 萬億元

融之家聯合易觀發布的《2017 年中國消費信貸市場發展報告》顯示，我國消費信貸保持快速增長，截至 2017 年末，我國消費信貸（不含房貸）市場規模將達 9.80 萬億元，占 GDP 的比例為 12.32%。未來我國消費信貸行業市場空間非常大。與此同時，互聯網從客戶、產品、服務、業務流程和风控等各方面顛覆了傳統的消費信貸。不僅是持牌消費金融公司，電商平台、P2P 平台、分期購物平台等紛紛發力消費信貸；傳統金融機構也逐漸依托互聯網技術開展消費信貸業務，目前，工行、建行、招行、興業銀行、中信銀行等都推出了線上消費信貸產品。

以信用卡為突破口延伸金融科技領域，成為首選載體：金融科技從來不是互聯網公司的專屬工具，銀行等傳統機構紛紛入場。眼下大熱的消費金融領域，一大批信用卡機構就攜“黑科技”殺入戰場，爭奪年輕消費群體和萬億級市場。發卡量超過 5000 萬張的廣發信用卡，正以智能客服、無卡付、虛擬信用卡等吸引着越來越多的年輕人。

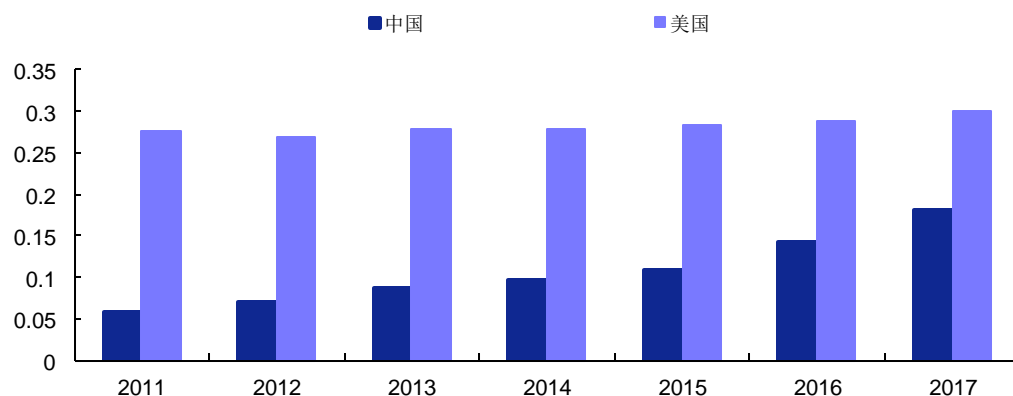
圖 59：不同平台貸款的區別詳情

機構	銀行		非銀行線下借貸公司		非銀行線上消費金融機構	
	四大銀行	四大銀行	小額貸款公司	持牌消費金融公司	線上消費金融公司	P2P 公司
產品	消費貸款	信用卡	抵押貸款	無抵押貸款	銷售點信貸	無抵押個人貸款
利率	6.9%+	15%+	5%+	20%+	15%+	12至18%+
期限	最高2年	最高2個月	最高3年	最高3年	最高1年	最高2年
信貸限制 (人民幣)	最高30萬	最高10萬	最高50萬	最高3萬	5萬	最高50萬
審批時間	最長30天	約30天	最長7個工作日	數小時內	數小時內	24小時內
申請材料	<ul style="list-style-type: none"> • 身份證 • 收入證明 • 完稅證明 • 就業證明 • 居住證明 		<ul style="list-style-type: none"> • 身份證 • 收入證明 • 就業證明 • 居住證明 • 資產證明(就抵押貸款而言) 		<ul style="list-style-type: none"> • 身份證 • 第三方信用評分(如芝麻信用) 	

資料來源：公司招股書，安信證券研究中心

中國消費金融市場巨大預計未償還總額有望從 17 年的 8.2 萬億增長至 21 年的 19.9 萬億元，複合增長率超過 24.9%；尤其移動線上金融市場在不斷滲透，預計移動線上未償還總額有望 17 的 1.1 萬億增長至 21 年的 2.5 萬億，年複合增長率超過 23%。

圖 60：2011-2017 年中國和美國個人債務與收入比 (%)



資料來源：公司招股書，安信證券研究中心

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 實時更新 日更千篇

从贷款撮合金额来看行业情况,公司2017年发放的218.5亿元贷款远高于行业第二的公司,市场占比有13%。并且行业公司比较分散,还有65%的市场份额不明确,公司有望通过进一步抢占市场份额,扩大在行业的领先优势。

表 5: 2017 年贷款撮合金额行业情况

公司	2017 年贷款发放金额 (亿元)	市场份额
51 信用卡	218.5	13%
A 公司	130-150	8%
B 公司	110-130	8%
C 公司	90-110	4%
D 公司	30-50	3%
其他	约 1000	65%

资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

而从线上投资业务来看,行业整体比较分散,不存在垄断的情况排名第一的公司仅占5%的市场份额,公司排名在第13,市场份额为1%。若公司继续发挥信用管理服务、撮合平台及科技的优势,有望抢占更多的市场份额,形成规模效应,投资业务未来发展可观。

表 6: 2017 年线上投资行业情况

公司	排名	市场份额
E 公司	1	5%
F 公司	2	4%
G 公司	3	3%
51 信用卡	13	1%

资料来源: 公司招股书, 安信证券研究中心

4. 回归标的：四家新三板公司所属信用卡产业链

在美股方面主要是 paypal，以支付业务为主，拥有自己的信用卡服务有贷款业务，根据其官方网站，公司在贷款业务主要分为商业贷款和营运贷款，提供的商业贷款在 5000 美元至 50000 美元之间，提供的营运贷款 1000 美元至 125000 美元。

表 7：公司贷款业务基本情况

	商业贷款	营运贷款
金额	5000 美元-50000 美元	1000 美元-125000 美元
时间	至少 9 个月	至少 90 天
账户	需要商业账户	需要商业账户
是否已经运用过 paypal	不需要	需要已经在 paypal 累积至少 1 年处理过至少 15000 美元

资料来源：paypal 官网、安信证券研究中心

通过筛选共有 4 家相关信用卡领域的新三板的股票，分别为卡宝宝、雷珏股份、中融股份和瑞斯特。其中卡宝宝主要是与银行合作，以平台形式，为用户提供金融产品的综合搜索、对比、链接向导服务，根据用户的需求，将有金融产品需求的互联网用户与合作银行和金融机构相匹配撮合，促成合作银行和金融机构在互联网上开拓客户。雷珏股份主要是为客户提供积分管理解决方案、信用卡商城业务和礼品设计与购销，围绕着刺激信用卡消费方面。而中融股份主要是接受银行委托从事银行信用卡、消费信贷及其信贷业务的咨询服务，以 BPO（业务流程外包）的模式。瑞斯特则是专注于给国内各大银行提供积分一体化运营、信用卡商城，不过信用卡商城业务仅是其营业收入一个小部分。

表 8：新三板相关标的

证券代码	证券名称	经营范围
833906.OC	卡宝宝	公司通过自主研发的“卡宝宝”金融信息服务网络平台(包括 PC 客户端、移动 3G 客户端、APP 客户端)为合作银行和金融机构提供金融产品(包括信用卡、贷款、理财产品)按通用的标准化指标进行分类展示的服务,并面向互联网用户免费提供金融产品的综合搜索、对比、链接向导服务,以此将有金融产品需求的互联网用户与合作银行和金融机构相匹配撮合,促成合作银行和金融机构在互联网上开拓客户
834928.OC	雷珏股份	具体业务形态为积分管理解决方案、信用卡商城业务和礼品设计与购销三种模式。
835047.OC	中融股份	接受银行委托从事银行信用卡、消费信贷及其信贷业务的咨询服务
871094.OC	瑞斯特	专注于给国内各大银行和大型企业提供积分一体化运营、信用卡商城、营销策划、电子商务、品牌代理、产品设计研发与供应、仓储物流配送服务

资料来源：Choice、安信证券研究中心

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 銷售聯系人

上海聯系人	朱賢	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟碩丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李棟	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艷	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	劉恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京聯系人	溫鵬	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星漢	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋實	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	張瑩	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帥	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
深圳聯系人	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	楊晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王紅彥	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎歡	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信證券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国鳳凰大厦 1 栋 7 层

郵 編： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

郵 編： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

郵 編： 100034