

消费金融行业深度报告

政策催化、消费驱动，消费金融大有可为，

首推苏宁云商

评级： 增持 前次： 增持

分析师

彭毅

S0740515100001

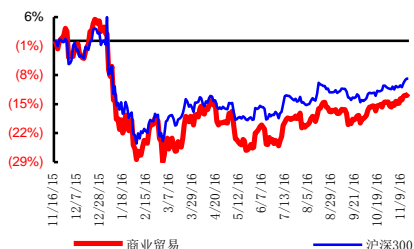
pengyi@r.qlzq.com.cn

2016 年 12 月 1 日

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	1163129.884
行业流通市值(百万元)	827820.9011

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2015A	2016E	2017E
苏宁云商	股价(元)	11.18	17.18	17.18
	摊薄每股收益(元)	-0.02	0.01	0.02
	总股本(亿股)	93.10	93.10	93.10
	总市值(亿元)	1040.86	1599.00	1599.00

备注：重点公司排列顺序为：本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- **核心观点：政策催化、消费驱动下，消费金融大有可为，两条主线掘金万亿市场。**自 2009 年开展消费金融试点以来，政策红利不断催化，消费金融正成为众多资本追逐的对象，尤其是 BAT 等互联网巨头高调进入加快产业变革。在消费总量增长、结构升级和消费金融渗透率提升的多重作用下，我国消费金融巨大的发展潜力将快速得到释放。保守估计 2020 年消费金融市场规模将突破 5000 亿，四年 CAGR 达 50%。经过 7 年的模式探索，我国消费金融产业链日趋完善，银行系、产业系和电商系互相角逐，三者分别在资金成本、场景入口和数据风控领域各具竞争优势。通过对比海外成熟消费金融公司（平台），我们发现场景与风控不可或缺，万亿需求刺激下，场景驱动和技术驱动企业有望最先胜出，未来投资价值凸显。基于以上逻辑，推荐关注“消费场景+金融科技”双线推进的苏宁云商，全牌照经营，叠加传统主业经营边际改善，反哺金融等服务收入实现高增长，对应目标价 16.03 元，维持“买入”评级。
- **政策催化，消费驱动，5000 亿消费金融增量市场可期。**作为传统个人金融服务（如信用卡）的补充，我国消费金融自 2009 年试点以来，银监会加快市场改革步伐，政策红利引导下，其正成为众多资本竞相追逐的对象，BAT 等巨头的高调进入更是加快了产业变革。参考美国消费金融市场发展经验，消费金融产品发展以消费为基础，在消费总量增长（2.3 万亿美元增量）、结构升级（非生活必需品比重增加）和消费金融渗透率提升的多重作用下，我国消费金融巨大的发展潜力将快速得到释放。以消费信贷为预期，保守估计 2020 年消费金融市场规模将突破 5000 亿，四年 CAGR 达 50%，如果考虑全渠道零售进程的推进，乐观估计将近 9000 亿，其中互联网消费金融市场规模持续高增长，成消费金融发展新机遇。
- **银行系、产业系、电商系角逐万亿市场，场景入口和数据风控是关键。**经过 7 年的模式探索，我国消费金融产业链日趋完善，其中消费金融服务商位于整个产业链核心，场景入口和数据风控是关键。目前我国消费金融产业基本形成银行系、产业系和电商系“三足鼎立”的格局，其中银行系由银行主导或参与设立的消费金融公司（目前有 13 家），因而资金成本低，利润空间广，但在客户体验和场景拓展方面缺

乏竞争力；产业系则是由零售企业主导设立（目前仅4家），在线下消费场景方面拥有稳固基础，获客成本低，与银行展开合作快速开展金融业务。而以蚂蚁金服、京东为代表的电商系消费金融服务企业，则依托自身强大的消费沉淀庞大消费数据，专注风控科技提升，实现高效的风险定价，赚取手续费收入。由此可见，银行系、产业系、电商系分别在资金成本、场景入口和数据风控各具竞争优势，角逐万亿消费金融市场。

- **对标海外，两条投资主线：场景驱动和技术驱动企业有望最先胜出。**海外消费金融市场发展成熟，已有代表性经营模式，其中美国 Capital One（银行系典范）成功的首要原因是依靠数据技术的驱动建立完善、高效的风控模型，挖掘违约风险低但又能贡献分期手续费的优质客户，日本乐天（电商系典范）则是以乐天信用卡为纽带实现电商流量向消费金融流量的迁移，线上线下同步推进，对场景入口拥有绝对的把控能力。所以，我们认为万亿需求刺激下，有两大投资主线：1) 线下消费场景开拓潜力巨大，持牌系零售企业拥有稳固线下基础将占据主导地位，从自身消费场景不断融合外部周边场景，最终打造“零售+金融+场景”的综合生态；2) 数据、技术双核驱动的智能风控将成为助力消费金融发展的关键所在，互联网公司尤其电商平台在消费数据和大数据技术方面拥有天然优势，除了服务自有消费场景，未来还将大概率进行科技输出，关注致力于金融云平台搭建、大数据挖掘的互联网企业。
- **投资建议：推荐“消费场景+金融科技”双线推进的苏宁云商，目标市值 1492 亿元，推荐“买入”评级。**旗下苏宁金融依托苏宁集团的全渠道零售模式推进线上线下金融，全渠道海量用户（截止上半年零售体系会员约 2.7 亿）是核心优势，同时大力推广易付宝（支付工具）的使用，注重消费数据积累，随着大数据技术的应用数据价值飙升。此外苏宁金融背靠阿里和巴黎银行，未来有望最先受益阿里金融云平台和巴黎银行的科技输出，强化后端风控能力，加快线下消费场景的渗透。叠加传统主业经营边际改善，反哺金融等服务收入实现高增长。预计 2016 年苏宁消费金融交易规模有望达 88 亿。预计至 2018 年苏宁消费金融业务将可覆盖 3.5% 会员，交易规模将近 300 亿。预计 2017 年苏宁金融实现营业收入为 18 亿元，按照京东金融一级市场估值，金融估值=18*16=288 亿元。基于以上逻辑，推荐关注“消费场景+金融科技”双线推进的苏宁云商，全牌照经营，叠加传统主业经营边际改善，反哺金融等服务收入实现高增长。目标市值=零售+物流+金融=1074+130+288=1492 亿元，“买入”评级。

内容目录

政策催化，消费驱动，5000 亿消费金融增量市场可期，CAGR=50%.....	5 -
政策放宽打开产业天花板，资本率先涌入做大蛋糕，产业腾飞可期.....	5 -
消费能力的提升和消费结构的升级是消费金融爆发的根本动力	7 -
保守估计 2020 年消费金融市场规模将突破 5000 亿，四年 CAGR 达 50%-	10 -
银行系、产业系、电商系角逐万亿市场，场景入口和数据风控是关键.....	11 -
三种模式角逐万亿市场：银行系、产业系和电商系，各具竞争优势.....	11 -
消费金融服务商是核心，场景入口和数据风控是关键.....	17 -
对标海外，两条投资主线：场景驱动和技术驱动企业有望最先胜出	18 -
海外市场成熟，已有代表性经营模式——场景与风控不可或缺	19 -
万亿需求刺激下，场景驱动和技术驱动企业有望最先胜出，投资价值凸显-	20 -
投资建议：强烈推荐“消费场景+金融科技”双线推进的苏宁云商，目标价 16.03 元，“买入”评级....	22 -
“消费场景+金融科技”双线推进，生态布局基本完成，金融业务发力指日可待-	22 -
传统主业经营边际改善，反哺金融等服务收入实现高增长	23 -

图表目录

图表 1: 国内消费金融产业崛起, 产品层出不穷.....	5 -
图表 2: 国内消费金融产品以消费贷款和购物分期最为常见.....	5 -
图表 3: 消费金融公司试点全面放开, 政策红利不断释放.....	5 -
图表 4: 3 月以来一级市场消费金融领域融资遍布各主流垂直领域.....	6 -
图表 5: BAT 先后入局消费金融领域, 加速周边生态开发.....	6 -
图表 6: 国内消费金融市场规模井喷, 四年 CAGR 达 102.5%.....	6 -
图表 7: 美国消费信贷的黄金十年与个人耐用品消费支出密切相关.....	7 -
图表 8: 未来 5 年消费市场将带来 2.3 万亿美元增量.....	8 -
图表 9: 中美两国最终消费支出对 GDP 贡献率情况.....	8 -
图表 10: 国内家庭消费比重预测, 非生活必需品比重大幅提升.....	8 -
图表 11: 消费金融服务聚焦普惠金融, 填补传统个人金融服务空白.....	8 -
图表 12: 各国消费信贷占消费支出比例, 中国明显偏低 (截止 2015 年).....	9 -
图表 13: 我国消费金融市场规模占 GDP 比重仅为美国的 1/3.....	9 -
图表 14: 消费观念转变带动消费金融发展.....	9 -
图表 15: 以消费信贷为预期, 保守估计 2020 年消费金融市场规模近 5500 亿.....	10 -
图表 16: 未来农村地区互联网普及率将大幅提高, 为消费金融带来增量人群.....	11 -
图表 17: 未来五年互联网消费金融市场规模有望翻 5 倍, 成消费金融发展新机遇.....	11 -
图表 18: 国内消费金融公司主要类型及各自业务驱动模式.....	11 -
图表 19: 国内主要金融系消费金融公司概况.....	12 -
图表 20: 金融系消费金融资金成本优势明显, 场景和风控处劣势.....	12 -
图表 21: 锦程资产规模和净利润情况.....	13 -
图表 22: 捷信资产规模和净利润情况.....	13 -
图表 23: 目前产业系消费金融公司仅 4 家, 拥有消费金融牌照.....	13 -
图表 24: 产业系消费金融公司在线下消费场景拥有天然优势.....	14 -
图表 25: 苏宁打造的 O2O 消费金融服务模式.....	14 -
图表 26: 依托苏宁易购和已有会员体系, 苏宁金融覆盖用户规模快速扩张.....	14 -
图表 27: 电商系消费金融服务模式.....	15 -
图表 28: 京东结合自身电商业务打造消费金融产品.....	16 -
图表 29: 京东平台月活 1.7 亿用户, 积累大量数据.....	16 -
图表 30: 京东通过业务交叉获取多维数据.....	16 -
图表 31: 阿里在金融领域通过内部数据、资金流转促进整体业务.....	16 -
图表 32: 我国消费金融产业链.....	17 -

图表 33: 国内消费金融服务商的收入端情况.....	- 18 -
图表 34: 国内消费金融产品主要集中于 3C 数码、家电等领域.....	- 18 -
图表 35: 京东白条率先开启 3C 数码消费以外的场景开拓步伐.....	- 18 -
图表 36: 海外成熟消费金融模式代表.....	- 19 -
图表 37: 日本乐天外延收购信用卡公司发展乐天信用卡业务.....	- 19 -
图表 38: 日本乐天以电商场景带动乐天信用卡使用率.....	- 19 -
图表 39: 61% 的乐天 (电商) 会员持有乐天信用卡.....	- 20 -
图表 40: 乐天信用卡交易规模持续攀升.....	- 20 -
图表 41: 未来消费金融庞大的潜在市场在于线下服务场景——以旅游市场为例.....	- 20 -
图表 42: 未来消费金融场景演变示意图——从生活购物走向服务领域.....	- 20 -
图表 43: 持牌系零售企业未来场景拓展路径猜想——以苏宁金融为例.....	- 20 -
图表 44: 未来技术驱动型企业业务发展逻辑, 数据是基础.....	- 21 -
图表 45: 专门的大数据征信、信贷技术服务商已出现, 技术驱动特色日益凸显.....	- 21 -
图表 46: 蚂蚁金服已经实现部分金融科技能力的输出.....	- 21 -
图表 47: 苏宁金融基于全渠道零售推进的线上线下金融.....	- 22 -
图表 48: 拥有海量用户群体, 催生庞大金融需求, 是苏宁金融发展的温床.....	- 22 -
图表 49: 苏宁金融全牌照经营, 业务交叉实现协同效应最大化.....	- 23 -
图表 50: 苏宁金融目前拥有七项金融科技专利.....	- 23 -
图表 51: 苏宁金融实现线上线下数据融合, 消费金融风控体系更全面.....	- 23 -
图表 52: 苏宁云商线上收入开始回暖, 转型初显成效.....	- 24 -
图表 53: 苏宁云商税前营业利润率亏损收窄, 资产盈利能力正在转好.....	- 24 -

政策催化，消费驱动，5000 亿消费金融增量市场可期，CAGR=50%

政策放宽打开产业天花板，资本率先涌入做大蛋糕，产业腾飞可期

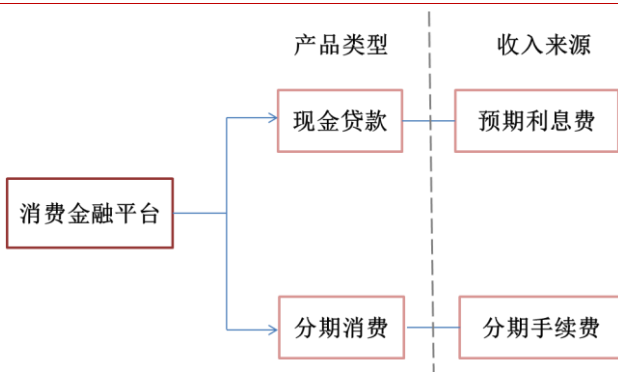
- **消费金融：传统个人金融服务的补充，是金融结合消费场景的产物。**消费金融是面向中低收入个人或家庭提供以生活消费为目的的小额、短期借贷融资服务，其中在校大学生、蓝领、农村户籍人口等群体是消费金融的主要客户群体。作为传统个人金融服务（主要指信用卡贷款）的补充，消费金融更加强调普惠性和便捷性，具有单笔授信额度小、审批速度快、无需抵押担保、服务方式灵活、贷款期限短等特点。
- **常见的消费金融形式有购物分期（蚂蚁花呗、京东白条、苏宁分期商城等）和消费贷款（蚂蚁借呗、微信钱包的微粒贷等）。**从海外整个消费金融的生态上来看，消费金融主要有个人房贷、车贷、医疗贷、教育贷、耐用消费品贷等，涉及人们的吃、穿、住、行等各个场景。与海外相比，国内消费金融公司/平台除了不能涉及房贷和车贷，在其他领域并无太大差别。

图表 1：国内消费金融产业崛起，产品层出不穷



来源：互联网资料 中泰证券研究所

图表 2：国内消费金融产品以消费贷款和购物分期最为常见



来源：网贷之家 中泰证券研究所

- **近两年银监会加大政策红利释放力度，宽松是大方向，为消费金融发展营造良好环境。**2009 年，银监会颁布《消费金融公司试点管理办法》，我国消费金融领域市场改革就此开始。2013 年，银监会将消费金融试点城市扩充至武汉、南京、泉州等 12 个城市，扩大试点地区，推动了消费金融公司的进一步扩容。2015 年，下放消费金融公司审批权至省级部门，扩大试点范围至全国；同年，央行放开征信牌照，批准 8 家民间机构开展个人征信准备工作。2016 年，央行、银监会联合印发《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》，进一步推动消费金融的发展。政策环境不断优化，市场准入逐渐放开，截至目前，全国共有 17 家公司获得消费金融牌照，未取得牌照的消费金融平台更是多达 90 余家，涉及金融科技、校园分期、旅游分期等各个领域，市场参与主体不断多样化，正成为市场发展的重要催化剂。

图表 3：消费金融公司试点全面放开，政策红利不断释放



来源：银监会 中泰证券研究所

图表 4：3 月以来一级市场消费金融领域融资遍布各主流垂直领域

产业环节/细分市场	品牌名	融资情况	
征信环节	EyeVerify	7000万美元	约13.5亿RMB
	掌众金融	8亿	
	蓝精灵	2000万	
	和信贷	3000万	
	闪白条	3700万	
	徒木金融	2200万	
	观数科技	1000万	
校园分期	分期乐	1亿美元	约6.8亿RMB
	爱学贷	3亿元	
	美利金融	2000万美元	
	买单侠	1700万美元	
	中青创投网	3000万	
个人消费贷款	分期猫	300万	约12亿RMB
	融360	10.35亿	
	铜掌柜	3500万	
	金融一号店	5100万	
	米缸金融	6000万	
旅游分期	米么金服	2000万	约4.7亿RMB
	首付游	1.2亿元	
家装分期	多彩投	2000万	
	房司令	2亿	
	点心贷	2000万	
	E修哥	6000万	
	新融网	3000万	

来源：36氪 中泰证券研究所

- 在巨大的积极信号与政策红利引导下，消费金融成为众多资本追逐的焦点，腾讯、阿里巴巴等互联网巨头高调进入更是加快产业变革。“京东白条”、“花呗”、“微粒贷”，“任性付”各类消费产品层出不穷，互联网金融 P2P 平台也布局相关产业，如针对大学生分期的“分期乐”、“校园分期”，针对农村金融的“农分期”，以及针对年轻蓝领群体的“即有分期”等等。在各类资本的合力推动下，2015 年消费金融出现了前所未有的爆发式增长。

图表 5：BAT 先后入局消费金融领域，加速周边生

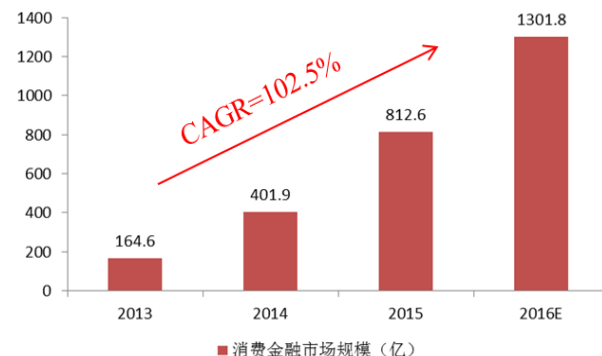
图表 6：国内消费金融市场规模井喷，四年 CAGR

态开发



来源：零壹研究院 中泰证券研究所

达 102.5%

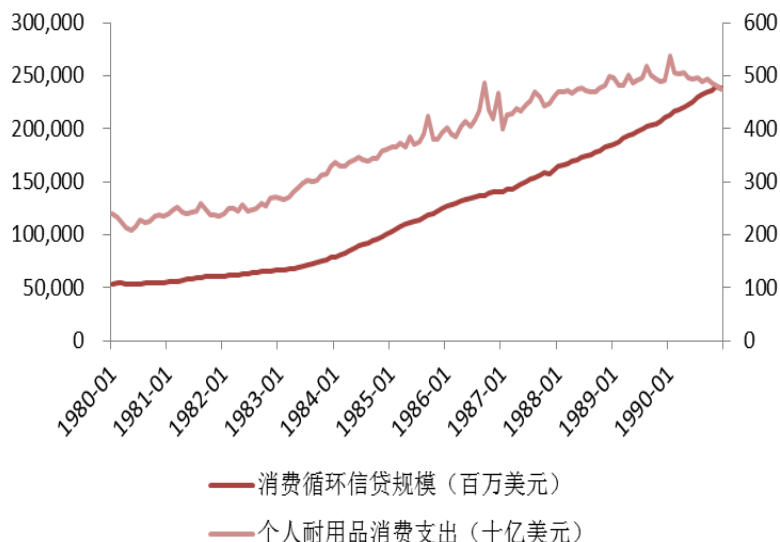


来源：易观智库 中泰证券研究所

消费能力的提升和消费结构的升级是消费金融爆发的根本动力

- 参照美国消费金融市场发展经验，耐用品消费支出的持续扩张对消费金融市场推动作用明显。美国消费金融产业兴起于第二次世界大战之后，伴随着战后人口膨胀、消费观念转变、居民可支配收入增长，美国消费金融实现了极为高速的发展，经历了“黄金十年”。2015 年底，全美消费金融市场已达到了 12.22 万亿美元。而 1950 年，这一数值仅为 250 亿美元。通过对比过去几十年期间美国耐用品消费支出和循环消费规模，可以发现两者存在密切的正相关性，而在耐用品消费支出增长的背后则是居民收入的增长与消费结构的升级。

图表 7：美国消费信贷的黄金十年与个人耐用品消费支出密切相关

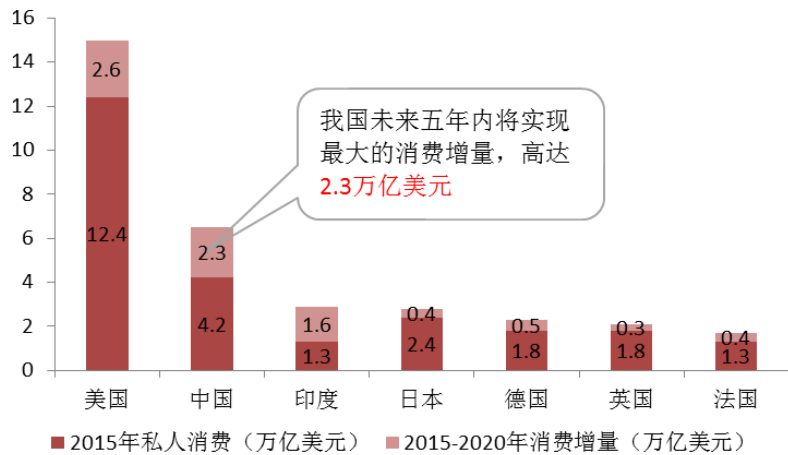


来源：wind 资讯 中泰证券研究所

- 以强大消费动力为支撑，国内万亿级消费市场孕育消费金融大市场。随着家庭人均收入的提高，居民消费需求逐渐增加。2014 年我国消费贡献率达 51.2%，预计 2016 年消费贡献率将达到 66.4%，较 2014 年有大幅提高，消费正成为国内经济增长的重要动力。此外，根据 BCG 发

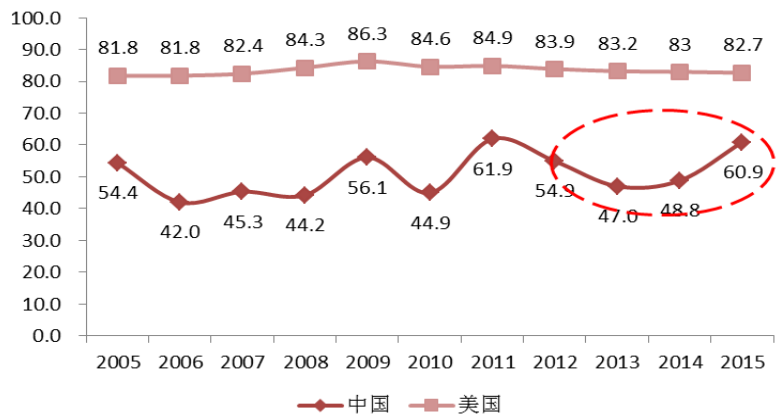
布的报告显示,即使我国 GDP 增速放缓至 5.5%,到 2020 年国内的消费市场仍将增长近约 50%,达到 6.5 万亿美元规模。也就是说未来 4 年消费市场将带来的近 2 万亿美元的消费增量,大市场孕育大机会,以强大消费动力为支撑,我国消费金融产业未来增长潜力十足。

图表 8: 未来 5 年消费市场将带来 2.3 万亿美元增量



来源: BCG 分析 中泰证券研究所

图表 9: 中美两国最终消费支出对 GDP 贡献率情况

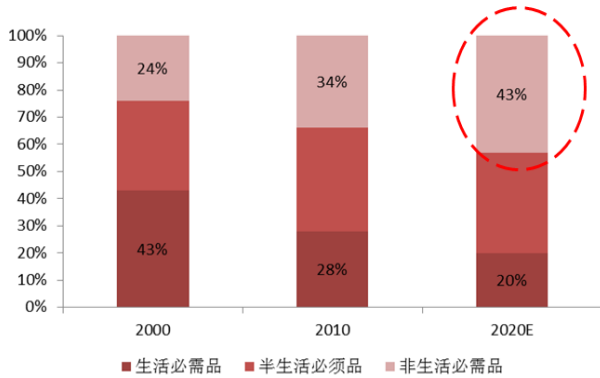


来源: wind 资讯 中泰证券研究所

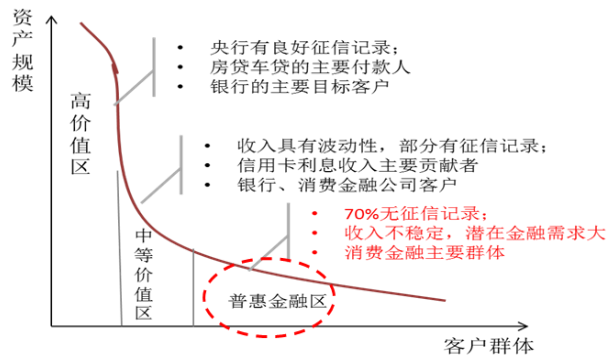
- 消费升级带来的耐用品/服务消费需求增长,将带动消费金融需求的不断扩大,而传统个人金融服务(如信用卡)存在一定的服务盲区,此时消费金融顺势补位,逐步释放消费金融需求。随着城镇居民家庭人均可支配收入的持续增长,国内消费升级趋势明显,消费需求正从衣食住行等基本需求转向轻奢、服务等非必须需求,例如奢侈品、海外旅游、健身等。消费升级带来的耐用品/服务消费需求增长,将进一步刺激消费金融需求的不断扩大。目前我国消费金融产品主要集中于 3C 数码产品消费场景,在旅游、家装、教育等领域较为少见。未来消费场景的拓展将为消费金融产品带来广阔的市场空间。

图表 10: 国内家庭消费比重预测,非生活必需品比重大幅提升

图表 11: 消费金融服务聚焦普惠金融,填补传统个人金融服务空白



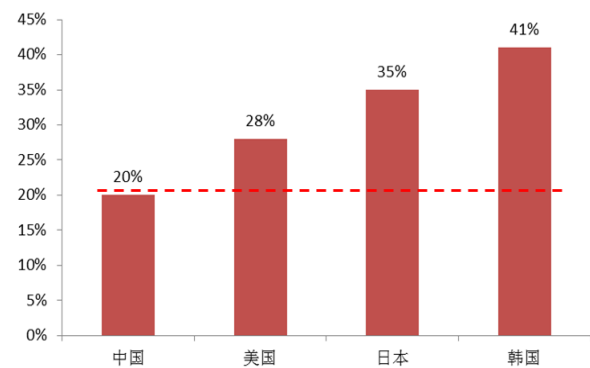
来源：Roland Berger 中泰证券研究所



来源：百分点 中泰证券研究所

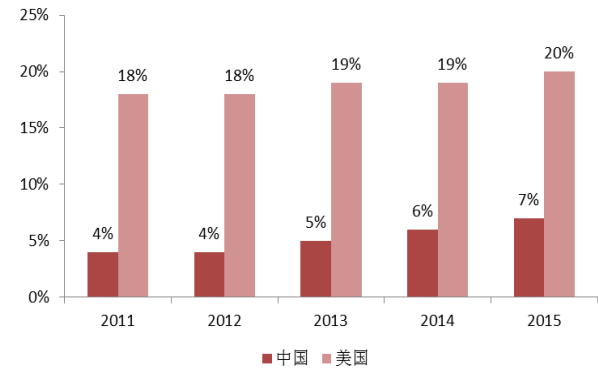
■ **我国消费信贷渗透率低，消费金融开启万亿级蓝海市场。**我国消费金融产业仍处于早期起步阶段，2015年一般性消费信贷（除房贷以外）占总消费支出的比例仅为20%，低于韩国的41%和美国的28%。而同期我国消费金融市场规模占GDP比重仅为美国的1/3，可见我国消费信贷渗透率并不高。而这便意味着我国消费信贷规模未来存在巨大的上升空间。在2020年我国居民消费支出达到43万亿元（约7万亿美元）的前提下，国内居民消费信贷比例每提高1%，便是千亿级市场。所以目前我国消费金融的渗透率仍然处于较低水平，未来消费金融行业市场空间非常大。

图12：各国消费信贷占消费支出比例，中国明显偏低（截止2015年）



来源：Roland Berger 中泰证券研究所

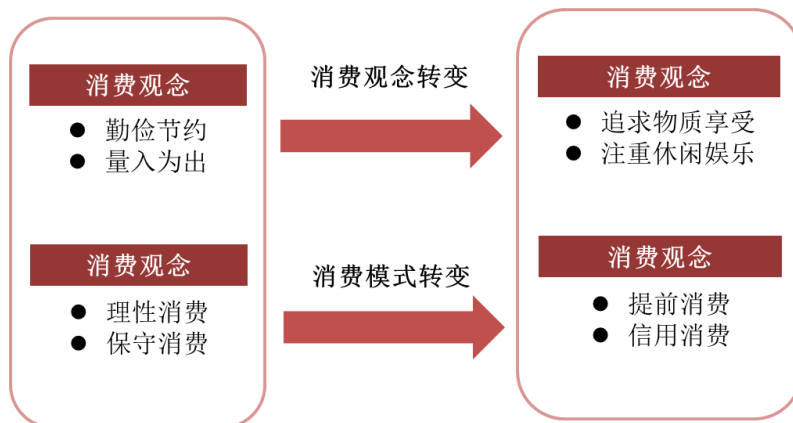
图13：我国消费金融市场规模占GDP比重仅为美国的1/3



来源：Roland Berger 中泰证券研究所

■ **80、90后成为社会消费主力，超前消费观念进一步被接受。**随着80、90后日益成为劳动和消费的主力人群，我国居民消费观念也正在发生着转变，适度超前消费的理念正在被普遍接受。80后的主流消费观念已从50、60后的勤俭节约、量入而出转换为追求物质享受、提倡超前消费。同时，90后成长对未来收入持乐观态度，消费行为相对激进，对借贷消费的心理可接受度高。随着消费主力转向80、90甚至00后，超前消费、借贷消费观念将进一步成为潮流。消费人口结构变化带来的消费观念转变，将为消费金融的发展提供巨大支持和促进。

图14：消费观念转变带动消费金融发展

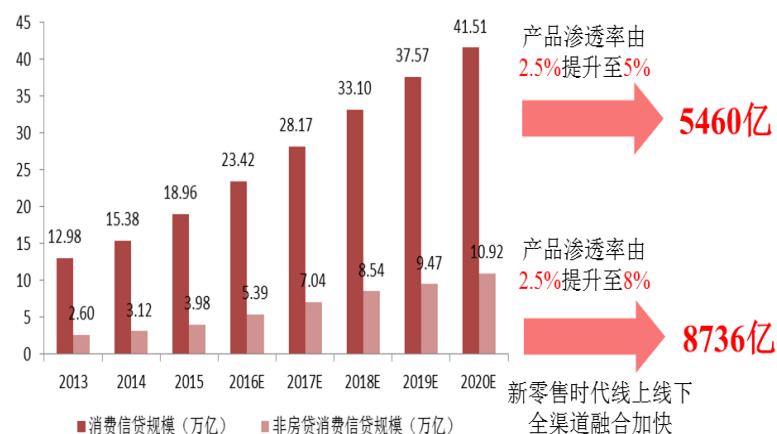


来源: 易观智库 中泰证券研究所

保守估计 2020 年消费金融市场规模将突破 5000 亿, 四年 CAGR 达 50%

- 以消费信贷为预期, 保守估计 2020 年我国消费金融市场规模可达 5500 亿, 乐观估计将近 9000 亿。2012 年, 我国一般性消费贷款规模仅为 10.44 万亿元(不含房贷), 2014 年则增长了近 50% 达到 15.38 万亿元, 以平均每年 25% 的增速递增。预计 2016-2020 年我国消费信贷规模依然将维持 20% 的中高速增长态势, 到 2020 年将达到 41.5 万亿, 将是 2015 年的 1.3 倍。保守估计消费金融产品渗透率将由当前的近 2.5% 提升至 2020 年的 5%, 那么市场规模将有 5460 亿, 四年 CAGR 为 50%。如果考虑新零售时代线上线下全渠道融合进程加快, 线下消费场景的拓展将驱动消费金融规模进一步扩容, 预计产品渗透率将提升至 8%, 届时市场规模近 8800 亿。

图表 15: 以消费信贷为预期, 保守估计 2020 年消费金融市场规模近 5500 亿

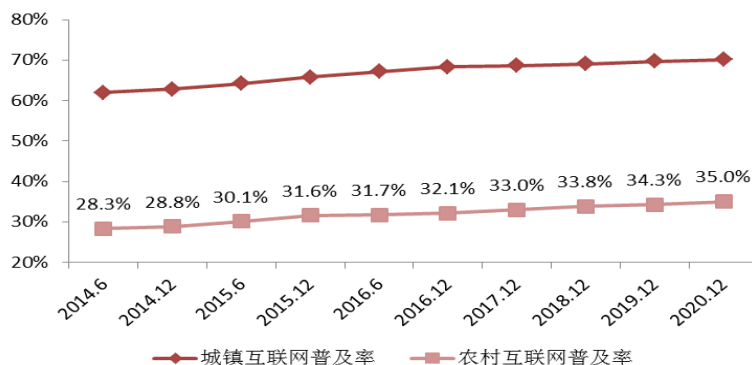


来源: BCG 分析 中泰证券研究所

- 消费金融“互联网化”趋势明显, 线上消费金融产品规模持续高增长, 成消费金融发展的新机遇。主要原因有: 1) 线上和移动终端的电商新消费模式以其独特的便利、快捷, 将激发更多大众消费需求, 金融需求也就越大。2) 移动互联网能够让原先未被传统金融覆盖的三四五线城市

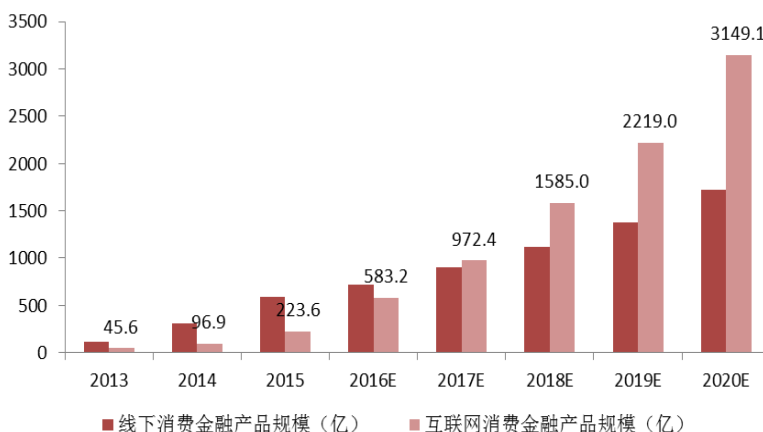
客户参与到消费金融中来。

图表 16：未来农村地区互联网普及率将大幅提高，为消费金融带来增量人群



来源：BCG 分析 中泰证券研究所

图表 17：未来五年互联网消费金融市场有望翻 5 倍，成消费金融发展新机遇



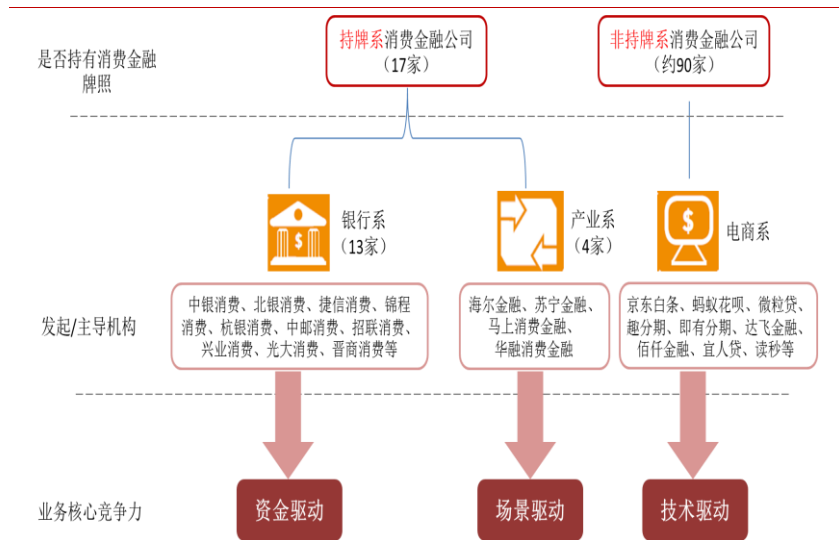
来源：易观智库 中泰证券研究所

银行系、产业系、电商系角逐万亿市场，场景入口和数据风控是关键

三种模式角逐万亿市场：银行系、产业系和电商系，各具竞争优势

- 七年发展历程消费金融产业呈现三足鼎立格局，互联网平台入局加速释放产业活力。自 2009 年国家试点消费金融以来，国内消费金融市场主体不断涌现，银行、传统零售企业、电商、保险甚至 P2P 平台都纷纷布局个人消费金融领域。从发起机构的角度来看，我们可以将消费金融市场参与者主要分为三类：银行系、产业系和电商系，截止 2016 年上半年我国有近 110 家个人消费金融平台。

图表 18：国内消费金融公司主要类型及各自业务驱动模式



来源：易观智库 中泰证券研究所

- 银行系：源自银行，资金成本低，利润空间广，但客户体验缺乏竞争力
- 银行系是指由银行主导设立的，持有消费金融牌照的消费金融公司，其中中银、北银、锦程、捷信为国内首批取得消费金融牌照后的银行系消费金融公司。目前我国有 13 家银行系消费金融公司，除了以上 4 家成立于 2010 年，其余 9 家大多成立于 2015 年，目前尚处于业务培育期阶段。

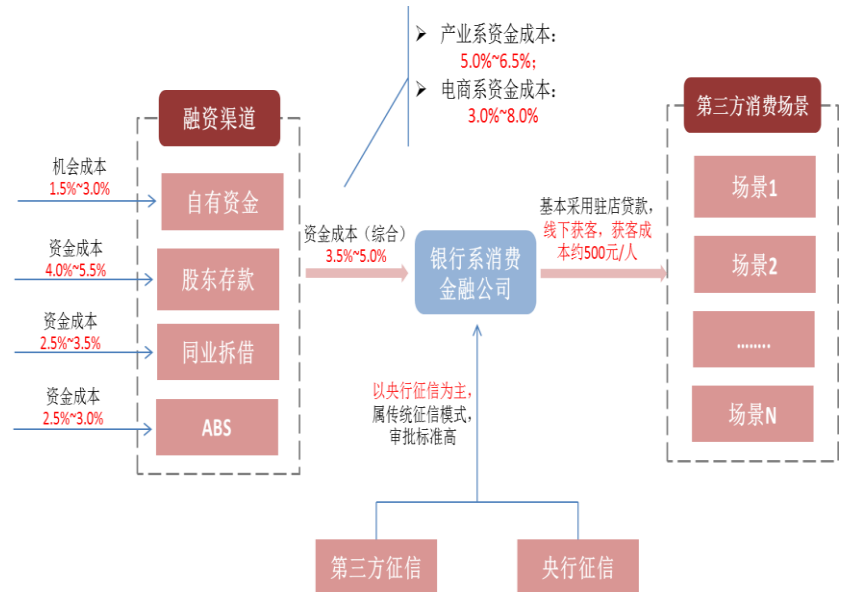
图表 19：国内主要金融系消费金融公司概况

名称	成立时间及地点	股东背景	主要产品
中银消费金融	2010/上海	中国银行	新易贷、商户专享贷
北银消费金融	2010/北京	北京银行、桑坦德银行	轻松付、轻松e贷等
捷信消费金融	2010/天津	PPF集团	丽人贷、家电家具贷等
锦程消费金融	2010/成都	成都银行、丰隆银行	商品贷、消费分期贷等
兴业消费金融	2014/泉州	兴业银行	家庭综合消费贷、网络贷
招联消费金融	2015/深圳	招商银行	零零花、好期贷
杭银消费金融	2015/杭州	杭州银行	满分家居贷
.....			

来源：银监会 中泰证券研究所

- 我们认为，银行涉足消费金融领域的主要目的在于填补传统消费金融服务的空白，以独立于银行体系之外的消费金融公司为平台覆盖长尾客户，进而扩大市场份额。在信贷业务方面，银行系依托银行丰富资源，资金实力雄厚、并且资金来源稳定，资金成本低，并拥有成熟的风险管理、征信及审批模式。此外，在公司成立初期，银行长期积累的大量客户资源也将为其迅速发展的关键。商业银行开展消费金融的业务模式比较成熟，但是审批要求较严格，申请周期相对较长，效率较低，从长期发展来看，在客户体验方面缺乏竞争力。

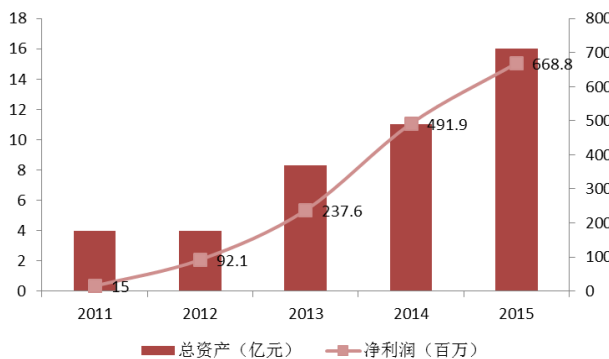
图表 20：金融系消费金融资金成本优势明显，场景和风控处劣势



来源：易观智库 中泰证券研究所

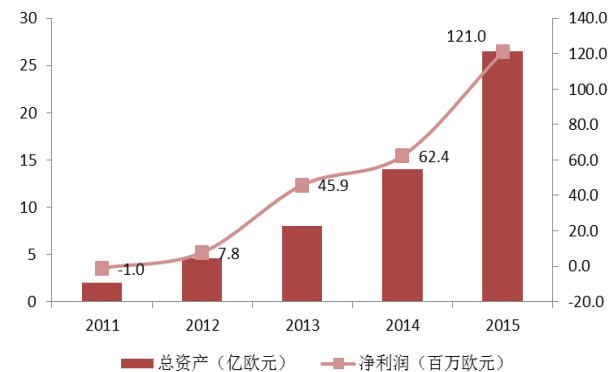
- 从首批消费金融公司名单中锦程和捷信成立后的利润增速来看，一般消费近公司的业务培育期为 1 年，成立后的第二年便可实现盈利。剔除 2013 年以前由于基数小导致的超高利润增速，2014~2015 年锦程、捷信的净利润增长率分别为 68%和 63%，资产规模也有了迅速的提升。

图表 21：锦程资产规模和净利润情况



来源：公司财报 中泰证券研究所

图表 22：捷信资产规模和净利润情况



来源：公司财报 中泰证券研究所

- 产业系：消费金融嵌入消费场景，获客成本低，与银行展开合作快速开展金融业务
- 由传统产业企业作为主要出资人之一建立的消费金融公司主要集中于第二批消费金融牌照，在 2014 年左右陆续兴起，海尔、苏宁、马上消费金融公司是其代表。

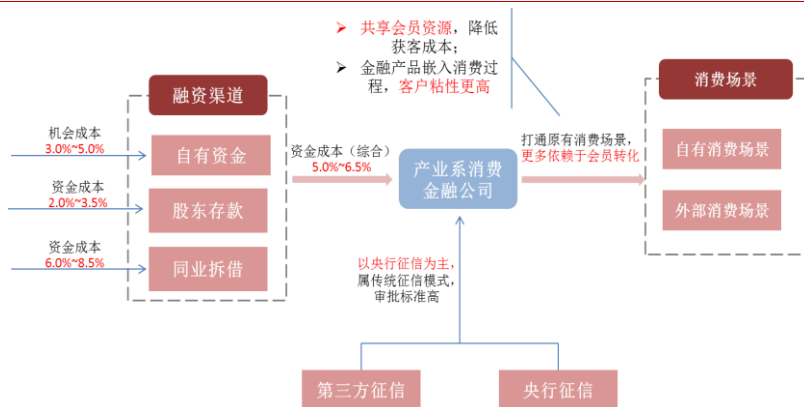
图表 23：目前产业系消费金融公司仅 4 家，拥有消费金融牌照

名称	成立时间及地点	产业背景	主要产品
马上消费金融	2014/重庆	集合了三大零售巨头，西南地区的 重庆百货 、华北地区的 物美控股 、东南地区的 浙江小商品城	马上贷、麻辣贷、马上分期
苏宁消费金融	2015/南京	苏宁易购 发起设立，线下门店近1600家，线上苏宁易购	任性付、任性借、分期商城
海尔消费金融	2014/青岛	全球大型家电第一品牌 海尔集团 发起设立	嗨客贷、嗨客分期
华融消费金融	2016/合肥	合肥百货 参股设立，拥有22家购物中心、150家超市、23家电器卖场	极客贷、美丽贷、教育贷、畅游贷等

来源：各大公司网站 中泰证券研究所

- **打通消费场景，共享会员资源是产业系最突出的优势。**这类企业将消费金融产品嵌入到自身消费场景，实现很好的用户流量迁移，对客户消费体验影响小，由此产生的抵触心理也小；同时，公司也可以基于对消费者喜好、行为等数据分析和对消费者需求的理解，根据购买者的购买特点和喜好来定制设计金融方案，实现差异化服务。而产业系的劣势在于信贷运营经验的相对欠缺，因此与金融机构合作以快速落地业务，逐步搭建自身金融能力，注重金融牌照的战略布局，是零售企业入局消费金融的制胜之道。

图表 24：产业系消费金融公司在线下消费场景拥有天然优势

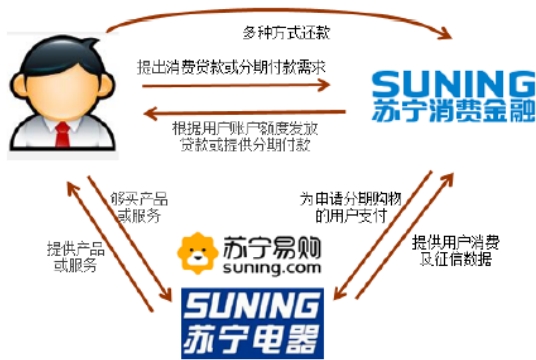


来源：易观智库 中泰证券研究所

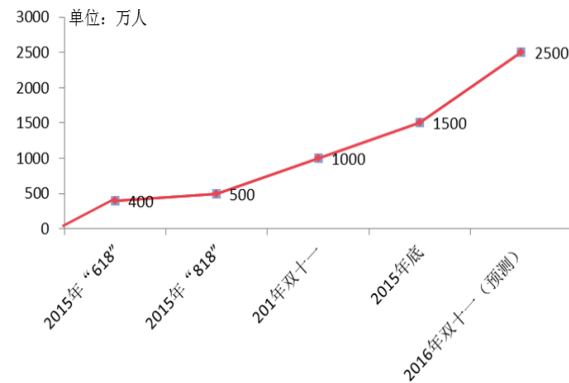
- **典型案例：苏宁金融**
- **从全渠道零售到 O2O 金融，苏宁金融对接苏宁零售主业。**目前苏宁金融的主要产品为“任性付”。“任性付”通过打通自有线上平台苏宁易购与线下门店苏宁电器的消费场景，为消费者提供免息 30 天、分期购物等金融服务，逐步培养用户的提前消费习惯。“任性付”依托苏宁易购和 1566 家线下门店，以及近 2.6 亿的零售体系会员，自 2015 年 5 月推出以来授信客户人数超 2000 万，覆盖人群数量急剧攀升。

图表 25：苏宁打造的 O2O 消费金融服务模式

图表 26：依托苏宁易购和已有会员体系，苏宁金融覆盖用户规模快速扩张



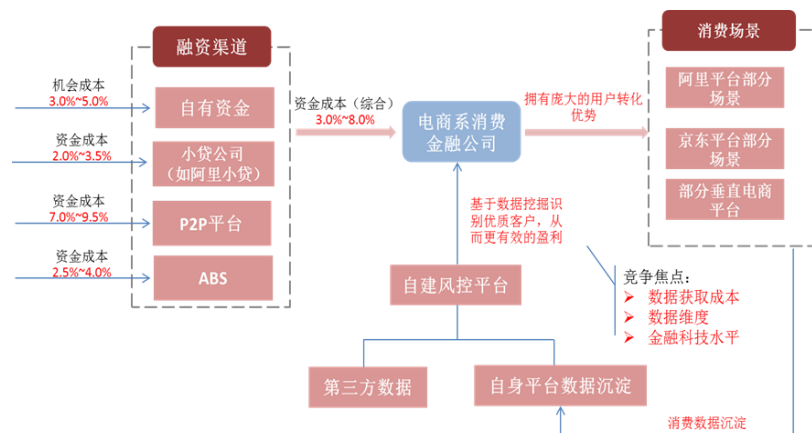
来源：苏宁金融 中泰证券研究所



来源：苏宁金融 中泰证券研究所

- 苏宁成立消费金融公司时，出于开展业务的需求，引进了南京银行和法国巴黎银行作为合作伙伴，借助其在信贷领域的风控能力和催收管理经验，苏宁消费金融得以快速补足其在消费信贷方面的缺陷。
- 互联网系：强大电商消费场景沉淀庞大消费数据，专注风控科技提升，实现高效的风险定价
- 以蚂蚁金服、京东为代表的电商系消费金融服务企业，依托自身的互联网平台，面向自营商品及开放电商平台商户的商品，提供分期购物及小额消费贷款服务。

图表 27：电商系消费金融服务模式



来源：易观智库 中泰证券研究所

- 电商系金融平台在大数据积累、使用以及将互联网消费者转化为消费金融用户方面具有独特优势。该类型企业拥有海量的用户交易大数据积累，相比传统金融机构可以更低成本、更准确地判断消费者的风险水平，也可以基于数据挖掘识别优质客户，从而更加有效地获得盈利。此外，电商的天然用户群为网络购物消费者，总体较为年轻，比传统线下消费者更易接受消费分期的概念，因而向消费金融用户转化的效率较高。
- 典型案例：京东金融和蚂蚁金服
- 京东是最早布局消费金融领域的电商巨头，2014年2月京东消费京东金融依托京东商城搭建的消费场景，并基于小额贷款公司牌照向消费者提供消费贷款——京东“白条”——消费者可以在京东商城（或其指定的合作商户）购物能够以分期支付的形式偿还。相较于传统的消费金融机

构，电商平台本身更加贴近客户，消费信贷业务的开展亦更加便利。

图表 28：京东结合自身电商业务打造消费金融产品



来源：京东官网 中泰证券研究所

- 中端消费数据积累和后端风控体系是京东金融的核心资产，公司对自身的定位为金融科技公司，专注于依托大数据的后端风控和科技能力，做一家服务金融的科技平台。基于京东平台多年来积累的消费数据，物流数据和仓储数据，通过投资聚合数据、ZestFinance、数库等大数据公司提升其数据分析能力，做到了低于行业水平的违约率，并实现高效的风险定价——主要服务于那些具有稳定信用借款需求，每年能贡献一定分期手续费收入，违约风险较小的优质客户。

图表 29：京东平台月活 1.7 亿用户，积累大量数据



来源：京东历年年报 中泰证券研究所

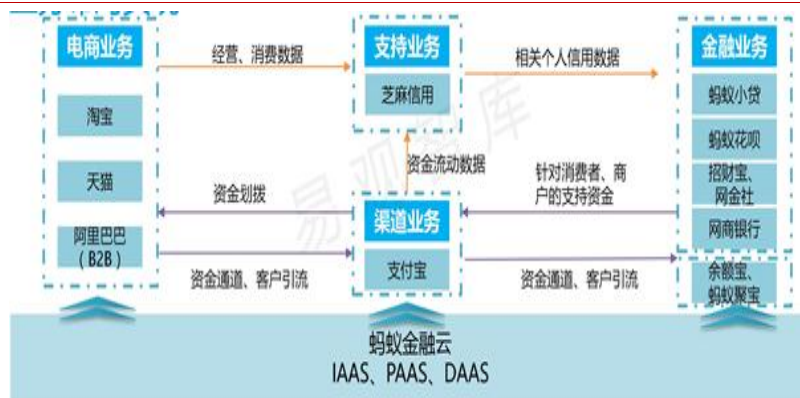
图表 30：京东通过业务交叉获取多维数据



来源：零壹研究院 中泰证券研究所

- 除了京东，阿里征信的优势在于其覆盖面广和庞大的用户群，以及非常丰富的场景，包括天猫和淘宝、阿里旅行、口碑外卖等消费场景，拥有海量的用户交易数据，可以根据用户的活跃程度和消费记录较为准确地判断用户的消费和收入水平，从而为客户的信用情况打分。

图表 31：阿里在金融领域通过内部数据、资金流转促进整体业务

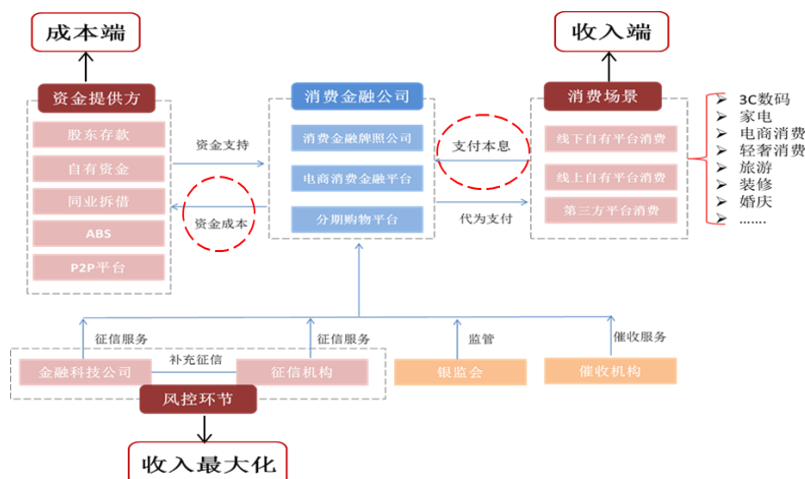


来源：易观智库 中泰证券研究所

消费金融服务商是核心，场景入口和数据风控是关键

- 完整的消费金融产业链主要包括资金供给方、消费金融服务商、零售商、和消费者，其中资金供给方、消费金融服务商的盈利主要来自利差收入和手续费收入；消费供给方主要来自商品销售利润；征信机构收入来自信用查询咨询费；催收坏账机构的利润主要来自欠款催收以及坏账处理的手续费收入。在整个产业链中消费金融服务商一直处于核心环节，此类机构拥有牌照门槛，个体较少，议价能力强等业务链优势；零售商（也称消费场景）和征信机构则是整个消费金融生态的关键。通过前述分析，我们可以发现经过7年的模式探索，我国消费金融产业链日趋完善，银行系、产业系和电商系分别占据资金成本、线下场景和数据风控优势。

图表 32：我国消费金融产业链



来源：易观智库 中泰证券研究所

- 金融管制背景下，消费金融牌照价值凸显，上市公司、零售企业乃至部分互联网平台均踊跃申请。自 2009 年批准设立消费金融公司以来，目前已有 17 家消费金融公司成立，当前环境下，消费金融公司牌照的价值主要体现在：
 - 资金端，消费金融公司除了可接受股东和子公司存款外，还可通过同业拆借、发行债券等方式筹集资金，融资渠道的扩充将有效降低资金成本，从而增强市场竞争力；

➤ 风险端，消费金融公司可接入人行征信系统，一方面可利用征信数据分析用户信用特征，另一方面对借款人亦是一种约束、有助降低违约概率。

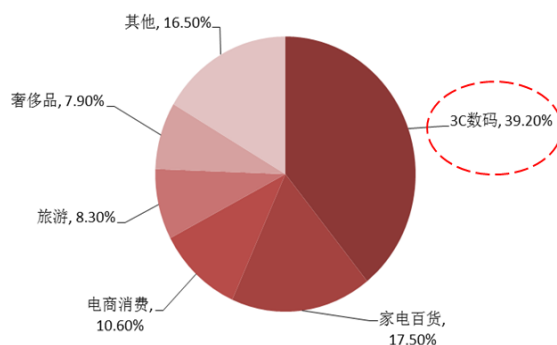
■ 消费金融需要庞大场景作支撑，以最大程度实现流量的变现；征信风控的本质的消费数据的挖掘，离不开消费场景的拓展。目前国内消费金融产品主要集中于 3C 数码和家电百货等耐用品消费，这与耐用品消费有明确消费意图，故意套现风险低的消费心理特征有关，反映出当前国内消费金融后端风控能力的不足。

图表 33：国内消费金融服务商的收入端情况



来源：百分点 中泰证券研究所

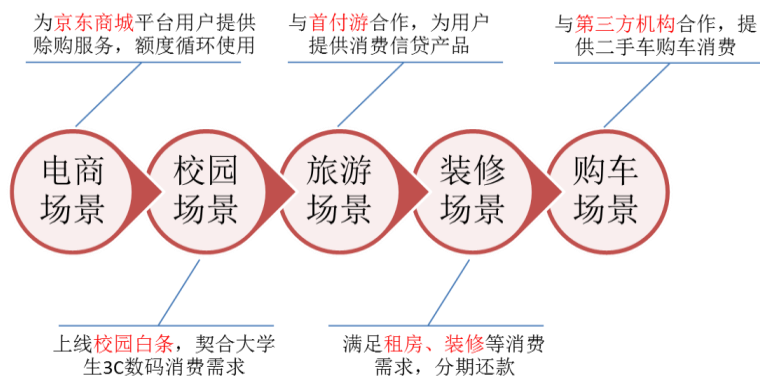
图表 34：国内消费金融产品主要集中于 3C 数码、家电等领域



来源：零壹研究院 中泰证券研究所

■ 零售企业和电商行业巨头纷纷布局消费金融业务，消费场景拓展进程加快。打造开放式消费金融平台，延伸消费场景，与购物、装修、旅游等电商平台合作，充分挖掘消费需求。以京东白条为例，京东白条是依托京东电商业务，为用户提供信用赊购服务的消费金融产品，2015 年以来新推出的“白条+”产品，与不同领域的消费企业深度合作，将自身金融业务拓展到京东商城平台以外的大学、租房、旅游等领域。

图表 35：京东白条率先开启 3C 数码消费以外的场景开拓步伐



来源：京东白条 中泰证券研究所

对标海外，两条投资主线：场景驱动和技术驱动企业有望最先胜出

海外市场成熟，已有代表性经营模式——场景与风控不可或缺

- 国外金融系代表模式有桑坦德消费金融有限公司和美国第一资本（Capital One）公司，这两家消费金融公司成功的首要原因是依靠数据技术的驱动建立完善、高效的风控模型，从而突破前端消费场景限制。海外互联网系的成功范例是日本最大的电商平台日本乐天株式会社。海外市场的消费金融市场参与主体众多，各具优势，已形成的模式中包含金融系如法国巴黎银行旗下 Cetelem、原花旗银行旗下 OneMain Financial；电商系如日本乐天株式会社；和制造业系如 Ge Money 和福特汽车信贷公司。

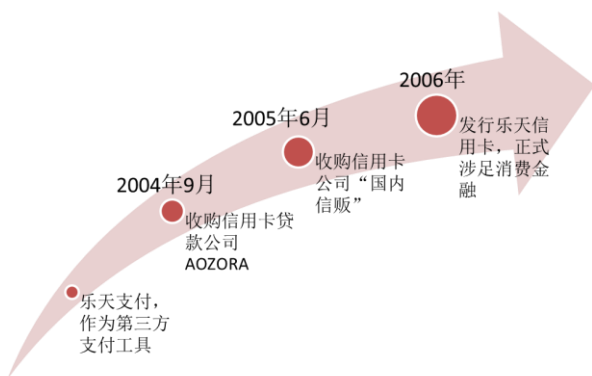
图表 36：海外成熟消费金融模式代表

类型	名称	行业地位	业务模式
银行系	桑坦德消费金融公司	欧洲地区领先的消费金融零售商、全球最大的消费金融公司	漏斗式营销模式+自动化的信贷管理模式
	Capital One Finance Corp	美国十大银行之一 全美第三大信用卡中心	依托数据技术驱动 Capital One 在产品设计、广告营销、客户开发等各方面的决策
互联网系	日本乐天株式会社	全球互联网金融业务开展最为成功的电商平台	以“乐天信用卡”连接电商和金融，形成线上线下互动良性循环
产业系	GE 金融	世界上最大的零售业金融服务商	产融结合模式，在线申请、放贷，为客户提供多元化金融解决方案

来源：各公司网站 中泰证券研究所

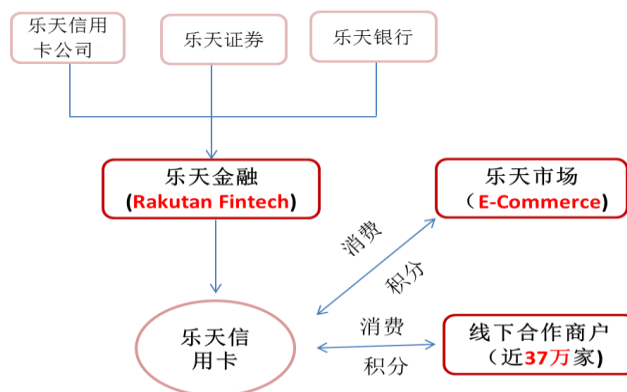
- 日本乐天以乐天信用卡为纽带实现电商流量向消费金融流量的迁移，线上线下同步推进，对场景入口拥有绝对的把控能力。日本乐天是日本最大的电商平台，乐天集团主业主要可分为电商和金融两部分。乐天模式以电商为平台，通过消费换积分的优惠电商购物方式提高乐天信用卡用户的使用频率和习惯，线上可以在乐天电商平台使用，线下日本乐天信用卡则与超过 37 万家合作商户，涵盖吃穿住行等各个方面。可以说乐天信用卡有机地连接了乐天电商业务和金融业务，互相导流，形成了良性循环。

图表 37：日本乐天外延收购信用卡公司发展乐天信用卡业务



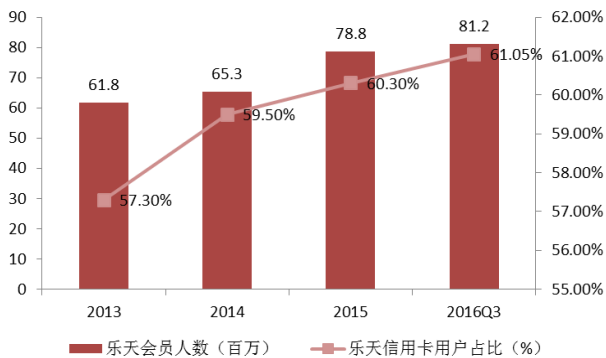
来源：乐天 2015 财报 中泰证券研究所

图表 38：日本乐天以电商场景带动乐天信用卡使用率



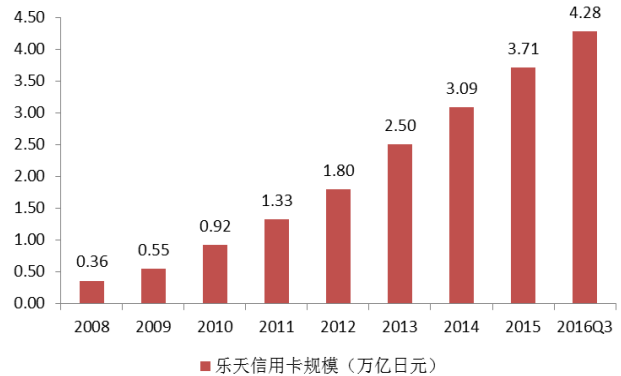
来源：乐天 2015 财报 中泰证券研究所

图表 39: 61%的乐天(电商)会员持有乐天信用卡



来源: 乐天 2015 财报 中泰证券研究所

图表 40: 乐天信用卡交易规模持续攀升

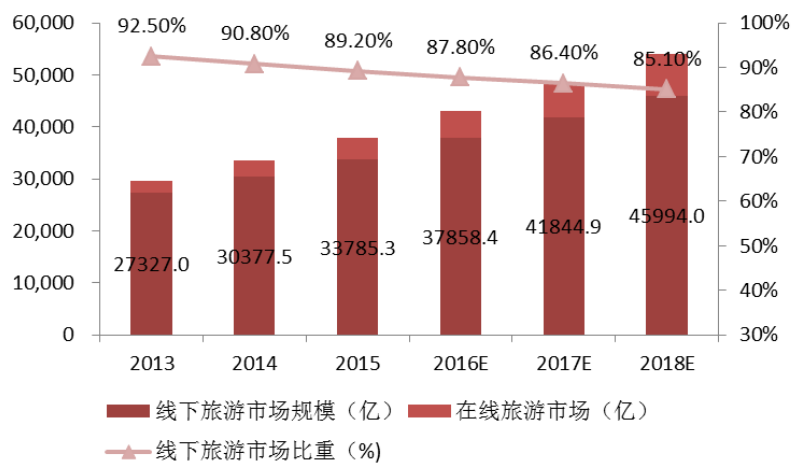


来源: 乐天 2015 财报 中泰证券研究所

万亿需求刺激下, 场景驱动和技术驱动企业有望最先胜出, 投资价值凸显

- 投资机会一: 线下消费场景开拓潜力巨大, 持牌系零售企业拥有稳固线下基础将占据主导地位。

图表 41: 未来消费金融庞大的潜在市场在于线下服务场景——以旅游市场为例

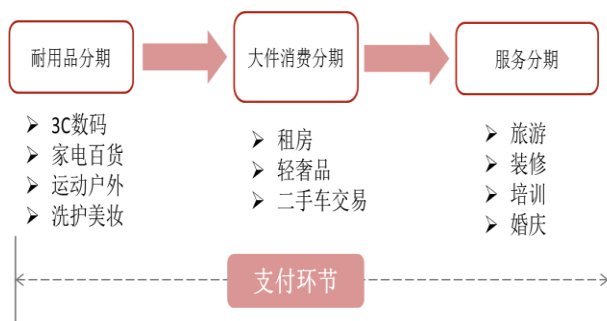


来源: 易观智库 中泰证券研究所

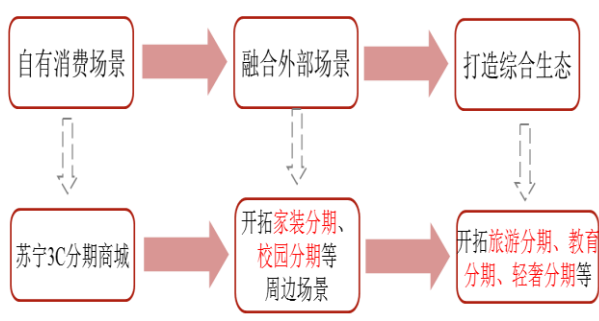
- 参照美国和日本两国消费金融产品发展轨迹, 庞大的潜在市场在于线下, 从生活购物向服务领域转换, 从耐用品消费向服务消费场景转换, 主要有教育、结婚、旅游、装修等。在具体的消费场景拓展中, 消费金融机构主要是选择与各大领域巨头合作, 并推出金融服务。如海尔消费金融已经与红星美凯龙、网筑集团、中国电信、有住网、环球雅思、民生旅游达成战略合作协议, 推出了家居分期、手机分期、游学分期等金融产品, 全面覆盖家庭生活、娱乐、学习场景等。

图表 42: 未来消费金融场景演变示意图——从生活购物走向服务领域

图表 43: 持牌系零售企业未来场景拓展路径猜想——以苏宁金融为例



来源：百分点 中泰证券研究所



来源：百分点 中泰证券研究所

■ 同时，我们认为支付工具是消费场景与消费金融连接的桥梁，未来它的场景推广价值将会被重视。支付工具的价值主要体现在以下两方面：1) 从蚂蚁花呗的发展来看，支付工具广泛应用于线上线下、购物出行等各个场景，以支付工具为推广渠道能够实现快速的场景迁移和较高的用户转化率；2) 支付环节是互联网金融的基础，通过支付工具能够在平台沉淀大量的消费数据，而收集到的用户交易数据，又随着大数据的应用价值飙升。

■ 投资机会二：数据是消费金融技术驱动的基础，数据、技术双核驱动的智能风控将成为助力消费金融的关键所在。技术驱动模式的锋芒初现，尤其大数据、自动化、智能化的引入为行业发展增加了更深层次的技术驱动力。目前国内专门的大数据征信、信贷技术服务商已出现，以金融云平台、大数据征信、智能信贷构成消费金融的技术引擎层，以各类电商、渠道和服务平台构成消费金融的具体场景和服务层，消费金融的技术特色日益凸显。

图表 44：未来技术驱动型企业业务发展逻辑，数据是基础



来源：零壹研究院 中泰证券研究所

图表 45：专门的大数据征信、信贷技术服务商已出现，技术驱动特色日益凸显



来源：零壹研究院 中泰证券研究所

■ 在技术驱动型企业中，互联网公司尤其电商平台在消费数据和大数据技术方面拥有天然优势，除了服务自有消费场景，未来大概率将扮演科技输出的重要角色。例如：蚂蚁金服、京东金融，此外还应关注大数据公司、垂直领域的创业公司。

图表 46：蚂蚁金服已经实现部分金融科技能力的输出



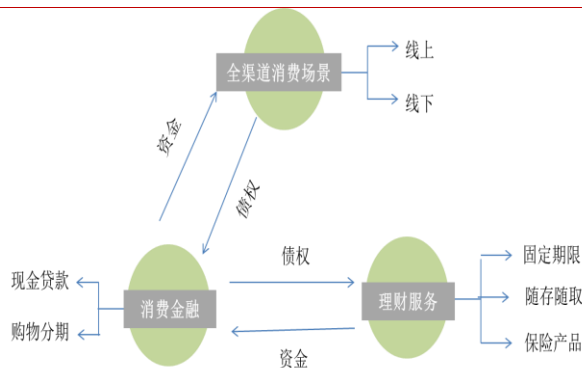
来源：蚂蚁金服 中泰证券研究所

投资建议：强烈推荐“消费场景+金融科技”双线推进的苏宁云商，目标价 16.03 元，“买入”评级

“消费场景+金融科技”双线推进，生态布局基本完成，金融业务发力指日可待

- 依托全渠道零售模式推进线上线下金融，全渠道海量用户是核心优势，金融业务爆发可期。预计 2016 年苏宁消费金融交易规模有望达 88 亿。预计至 2018 年苏宁消费金融业务将可覆盖 3.5% 会员，交易规模将可达近 300 亿。

图表 47：苏宁金融基于全渠道零售推进的线上线下金融



来源：苏宁云商 2015 年报 中泰证券研究所

图表 48：拥有海量用户群体，催生庞大金融需求，是苏宁金融发展的温床

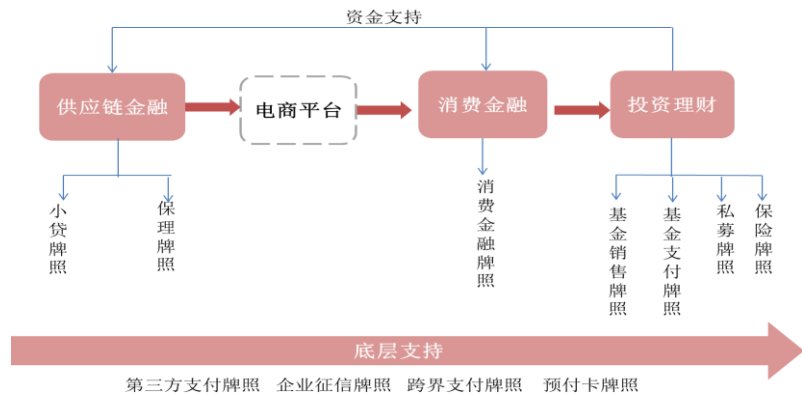
	2015F	2016F	2017F	2018F
苏宁会员数量 (万)	16800	17940	18646	20879
消费信贷覆盖率 (%)	0.5%	1.5%	2.6%	3.5%
消费信贷覆盖客户数 (万)	84.0	269.1	484.8	730.8
单笔借贷金额 (元)	3000	3300	3700	4000
消费金融规模 (亿)	25.2	88.8	179.4	292.3

来源：苏宁云商 2015 年报 中泰证券研究所

注：表中会员是指半年活跃会员

- 苏宁金融全牌照布局雏形已现，“供应链金融-电商-消费金融-理财”多轮驱动。公司 2011 年开始布局支付（易付宝），而后的五年间先后完善了支付账户、消费金融、投资理财、征信等业务。为全面整合自身金融业务，2015 年 1 月公司宣布成立苏宁金融集团，涵盖供应链金融、消费金融、理财平台、众筹等全品类，全业务，金融业务有望进入快车道。值得注意的是，在今后的线下消费场景拓展中，易付宝的推广价值凸显。我们认为，公司全牌照布局的主要价值在于：1) 业务交叉实现协同效应最大化；2) 收入端多元化。此外公司手握稀缺消费金融牌照，扫清线下消费场景开拓障碍。

图表 49：苏宁金融全牌照经营，业务交叉实现协同效应最大化



来源：苏宁金融 中泰证券研究所

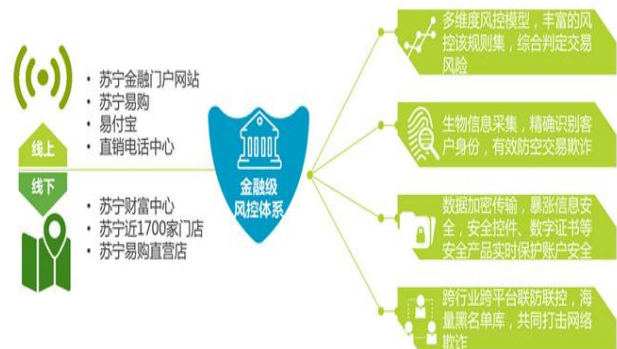
- 大力推进易付宝加强消费数据积累，致力于金融科技研发提升后端风控实力。基于坚实的科技基础，苏宁金融构建了领先的个人 CRM 系统和企业 CRM 系统，为风控和智能营销提供大数据支撑。截止目前，苏宁金融已经取得了 7 项金融专利。此外由于苏宁全部生态涉及线上线下两个部分，所以苏宁金融整体的风控核心并非只针对于线上部分，而线上线下的数据融合也是苏宁金融在金融科技领域天生的优势，积累的数据更多维、更全面、更连续。

图表 50：苏宁金融目前拥有七项金融科技专利



来源：艾瑞咨询 中泰证券研究所

图表 51：苏宁金融实现线上线下数据融合，消费金融风控体系更全面



来源：艾瑞咨询 中泰证券研究所

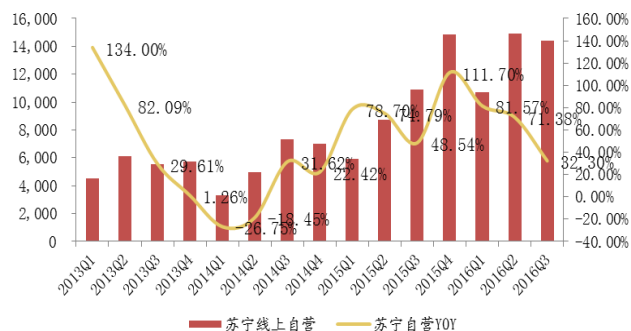
- 我们还认为，背靠阿里、南京银行和巴黎银行，未来有望最先受益阿里金融云平台和两家银行的技术输出，强化后端风控能力，加快线下消费场景的渗透。

传统主业经营边际改善，反哺金融等服务收入实现高增长

- 线上自营维持中高速增长，开放平台增长恢复；线下稳扎稳打，苏宁云店转型效果初显。2016 年 1-9 月份，线上自营业务增长迅速，占营业总收入比重由同期的 27.2%提升至 38.5%，致使主营业务毛利率下降 1.34pct 至 14.46%。随着公司运营效率的稳步提升，运营费用率较去年同期有所下降。线上自营业务维持中高速增长，开放平台在调整之后下半年恢复增长。公司自营与平台商品 SKU 数量近 3000 万，开放平台商

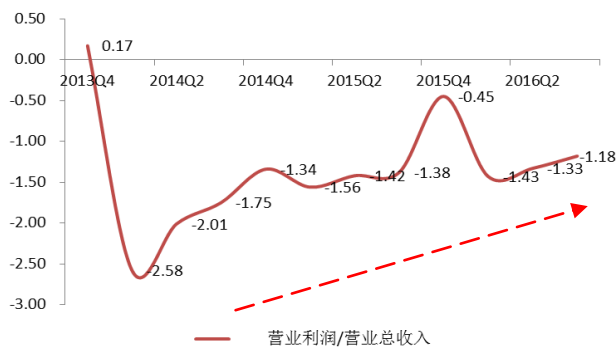
户近 3 万家，商品丰富程度及用户体验渐入佳境。

图表 52：苏宁云商线上收入开始回暖，转型初显成效



来源：苏宁云商 2016 三季报 中泰证券研究所

图表 53：苏宁云商税前营业利润率亏损收窄，资产盈利能力正在转好



来源：苏宁云商 2016 三季报 中泰证券研究所

- **战略清晰，回归零售本质，开放服务，亏损收窄。2017 年业绩将迎来向上拐点。**零售业务上,苏宁云商将通过线下苏宁云店/易购服务站等提高收入基数，利用差异化的产品/高品质的服务提升毛利率水平，线上加强运营，强化与竞争对手相似品类的价格优势，利用阿苏合作之后的供应链资源/资金优势，以求追赶竞争对手，扩大线上经营的流水。另外，受益于零售业务的发展，金融、物流业务将在今后实现较快的发展，交易额将加速成长。基于以上逻辑，推荐关注“消费场景+金融科技”双线推进的苏宁云商，全牌照经营，叠加传统主业经营边际改善，反哺金融等服务收入实现高增长。目标市值=零售+物流+金融=1074+130+288=1492 亿元，“买入”评级。

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，www.767stock.com 乐晴智库收集整理 深度投资研究免费下载 请原意的删节或修改。