

推荐 (维持)

消费金融，奔跑的少年

2016年08月18日

相关报告

《计算机行业点评：“互联网+”便捷交通方案发布 智能交通进入加速期》2016-08-08

《亚马逊 AWS 落地中国，云计算国际合作渐成型》2016-08-02

《计算机行业深度报告：技术资本政策合力 民用无人机起航》2016-08-02

分析师：

袁煜明

yuanyuming@xyzq.com.cn

S0190515040001

研究助理：

钱路丰

qianlf@xyzq.com.cn

投资要点

- **从微粒贷说开，消费金融正步入新轨道：**以微信微粒贷为代表的一类创新互联网消费金融服务正逐步走进日常生活，助推了普惠金融的不断渗透和普及。消费金融具备“无抵押担保、贷款审批速度快、海量用户覆盖、服务方式灵活、单笔授信额度小”等特征。得益于移动互联网技术的发展、大数据征信的创新带来的风控模式创新，消费金融场景从传统的高客单价/低频次的房、车等消费场景，逐渐向低客单价/高频次场景拓展，整体发展步入新阶段。

- **政策持续利好，从国内居民消费信贷比例、居民消费贷款占可支配收入比例还不高等看，国内消费金融尚处于起步阶段，市场空间和潜力巨大：**

从2013年到2016年，国务院印发了系列促进消费产业升级的政策，银监会也逐步向符合《消费金融公司试点管理办法》的公司发放消费金融牌照，截止到2016年1月已发放15家。年轻的一代消费群体，对消费金融的接受度更高。从国内居民消费信贷占比还比较低（20%，除去房贷占比才5%），居民消费贷款占可支配收入比例不高等特点，国内消费金融市场潜力巨大。未来五年消费信贷（含房贷）的整体符合增长速度是在21%左右，整体规模将会从2015年的19万亿元增长到2019年的41万亿元。

- **我们梳理欧美成熟市场的发展以及消费金融产业链：**美国、欧洲、日本成熟市场消费金融领域公司，起步时间更早、与消费场景深度融合、产品创新更为多样化、业务规模更为庞大，且在细分领域均拥有明星龙头公司。在消费金融产业链上，涌现了依托各自垂直化场景，进行差异化竞争的优质消费金融提供商，如国内最早的北银消费金融公司、依托互联网电商的京东金融、蚂蚁金服，专注于校园分期购物的分期乐、趣分期。同时，大数据征信公司、具备技术优势的互联网反欺诈公司等，作为消费金融产业链核心环节，有望分享行业高增长带来的红利。

- **投资建议：**计算机行业消费金融相关标的：通过收购联动优势，充分利用第三方支付和线上场景转型消费金融的海立美达；通过收购旗计智能，利用银行卡账单分期业务场景，进军消费金融的康耐特；与多家银行构建深度合作，“场景+技术平台”掘金消费金融的奥马电器；充分利用海量互联网用户优势，与中银消费金融合作“随心贷”的二三四五；参股光大金融消费公司，并有望与原有铁路信息化和客运服务场景结合的世纪瑞尔。

- **风险提示：**经济系统性下滑带来大规模违约；市场同质化竞争；政策支持

请阅读最后一页信息披露和重要声明

目 录

1、消费金融：正步入发展新轨道.....	- 4 -
1.1、从微粒贷说起，消费金融正步入新轨道.....	- 4 -
1.2、什么是消费金融.....	- 5 -
1.3、消费金融的主要参与方.....	- 6 -
2、政策持续利好，增量市场空间巨大.....	- 9 -
2.1、政策持续利好，消费金融再迎发展新风.....	- 9 -
2.2、人群变迁&消费升级，增量市场空间巨大.....	- 12 -
3、国外消费金融及代表公司.....	- 14 -
3.1、美国：发源地，全球第一大消费金融市场.....	- 14 -
3.2、欧洲：全面的产品营销，风控体系完善.....	- 16 -
3.3、日本：起步早，发展迅猛带来市场阵痛.....	- 17 -
4、奔跑的少年：潜力消费金融.....	- 18 -
4.1、事在人为，潜力消费金融.....	- 18 -
4.2、产业链延伸公司.....	- 22 -
5、A股相关标的及风险提示.....	- 25 -
5.1、A股相关投资标的.....	- 25 -
5.2、风险提示.....	- 27 -

图表目录:

图 1、通过打开微信“我的钱包”->微粒贷借钱->借钱，即可快速完成一笔借贷.....	4
图 2、消费金融场景从高客单价/低频次，向低客单价/高频次场景拓展的示意图.....	5
图 3、国内消费金融产业链全景图.....	6
图 4、银行向消费者发放借贷或衍生电商购物平台，提供全方位消费金融服务.....	7
图 5、从 2009-2015 年，消费金融领域政策变化历程.....	11
图 6、21-24 岁年轻人对消费金融产品的接受度超过了 95%.....	12
图 7、国内居民信贷占全国信贷比例为 20%左右，低于同期国外成熟市场.....	13
图 8、住房贷款占据了国内居民信贷大致 75%的比例.....	13
图 9、中国消费信贷余额从 2015 年-2019 年预计保持 CAGR21%以上的增长.....	14
图 10、欧洲第一家消费金融公司-Cetelem 公司具有全面的业务范围.....	16
图 11、北银消费金融公司主要提供直接支付类、受托支付类、循环信用类产品.....	19
图 12、京东金融在消费分期和消费信贷方面的布局.....	20
图 13、分期乐运营模式，“前端服务+后端资金”，有效嫁接场景与供给.....	21
图 14、蚂蚁金服与趣分期的合作，完善场景和数据对接提升服务效率.....	21
图 15、芝麻信用按照信用历史、履约能力、行为偏好、人脉关系等进行评分.....	22
图 16、芝麻信用共分为“极好、优秀、良好、中等、较差”，共 5 个等级.....	23
图 17、腾讯征信主要是从消费、财富、安全、守约等几个维度进行征信评估.....	24
表 1、创新场景化公司，通过通用或垂直化场景，为用户提供便捷消费金融服务.....	8
表 2、各类消费贷款服务提供商模式差异化比较图.....	9
表 3、国务院及相关部门从 2013 年-2016 年颁布系列消费升级的指引、鼓励政策.....	

.....	- 10 -
表 4、从 2010 年-2016 年 1 月，国内共有 15 家公司获得消费金融牌照.....	- 11 -
表 5、桑坦德消费金融公司在营销模式、信贷管理等方面具有鲜明特点	- 17 -

报告正文

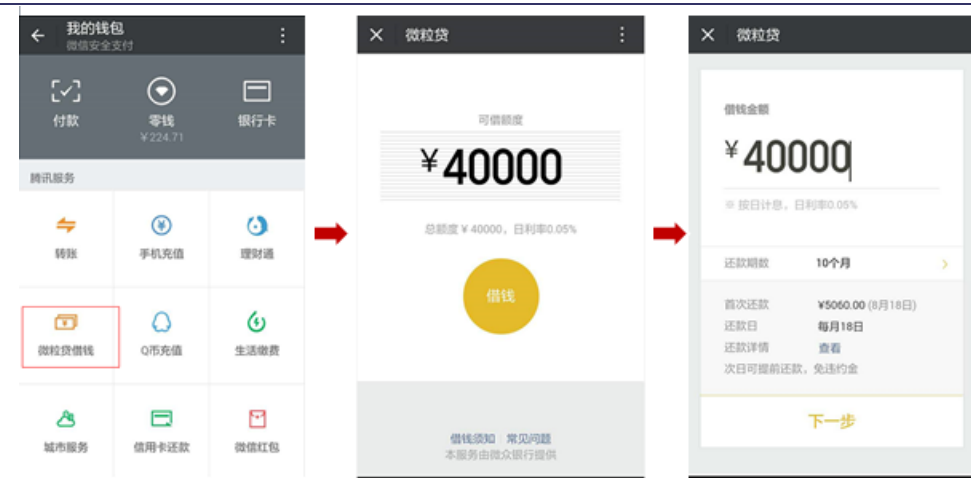
1、消费金融：正步入发展新轨道

1.1、从微粒贷说起，消费金融正步入新轨道

将时间轴拉回到 5 年前，你很可能不会想到，当你临时缺钱的时候，有一种金融服务产品，竟然可以如此方便地进行随借随还，满足我们或长或短的资金需求。现在，你只要花费 5 分钟，即可在微粒贷上完成一笔远程网络借贷，然后每月还本付息，即可满足您短期的借款需求。当已筹措到足够的钱时，你也可以立马通过网络完成借款的归还。

微信微粒贷的显著特征是“无抵押，且差别化信贷”、“随借随还”、“借贷审核便捷”、“年化利率 18%，显著高于基准贷款利率”、“海量用户”。有别于传统银行体系的实物抵押或者担保的授信模式，微信微粒贷，无需抵押或担保，并根据用户数据进行差别化额度授信，即部分人微信上看到“可借额度”是 4 万，也有一些人“可借额度”可以达到 20 万。借贷审核便捷，是其另外一个特点，根据我们实际借款尝试，微粒贷通过远程电话核实，以及数据征信，在 5 分钟内即可完成贷款的审核发放，并支持“随借随还”的需求。

图 1、通过打开微信“我的钱包”->微粒贷借钱->借钱，即可快速完成一笔借贷



资料来源：微信 APP，兴业证券研究所

在日常生活中，我们发现，类似“微信微粒贷”的模式，也正在传统的银行体系中得到应用和推广，类似“京东白条”的分期支付的方式，也逐渐融入到网购的消费流程中，这些创新的模式，助推了普惠消费金融的不断渗透和普及。与此同时，前瞻布局的众多 A 股公司，也纷纷借助积累的消费场景或者客户优势，快速切入这个领域。因此，我们认为，在国家产业政策的积极推动和消费升级的大背景下，众多新玩家的进入，模式的不断创新，消费金融有望逐渐进入快速发展的新轨道。

1.2、什么是消费金融

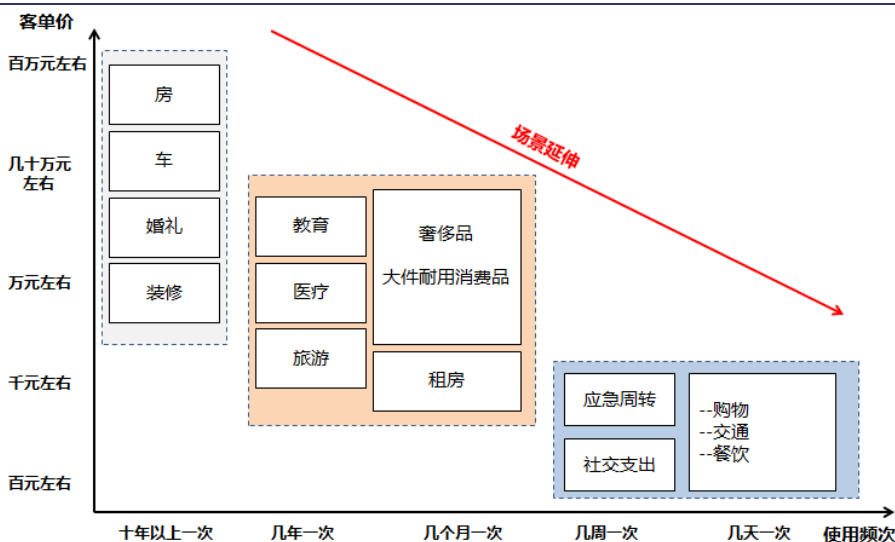
本文探讨的“消费金融”，主要是指银行、非银行消费金融公司、创新互联网公司向社会上个人或家庭为单位的消费者提供以消费为目的现代金融服务方式。

我们根据银监会颁布的《消费金融公司试点管理办法》以及市场上提供的消费金融实践场景，总结出消费金融服务主要具有如下特点/优点：

- **单笔授信额度往往较小：**消费金融面向个人消费者或以家庭为单位，提供无需抵押的授信贷款。无抵押贷款中的风险分散原则，以及个人消费数额往往不大，决定了消费贷款的单笔授信额度较小。
- **贷款审批速度快：**创新的风控模式、以及单笔授信额度较小的特点，决定了贷款审批的速度往往较快。
- **无需抵押担保：**有别于传统银行借贷中，实物质押或者担保模式，消费贷款由于其数额小，基于创新的风控模式（如基于大数据征信分析，对借贷者进行快速分析），无需借款人办理抵押担保手续。
- **服务方式灵活：**传统银行的借贷模式，更多的是通过线下材料递交、审核、放款等流程，消费金融采用创新的风控模式，以及互联网等线上渠道方式，或者与相应的消费场景相结合，所提供的服务方式更为灵活多样，如分期购物平台上提供分期付款服务等
- **贷款期限短：**消费贷款面向的众多场景往往具有频次高、额度小的特点，一般来说贷款期限的时间会比较短，通过往复的资金循环，来不断满足不同消费者的贷款需求。
- **用户群延伸：**大数据征信及互联网媒介方式，延伸了用户群体，使得更多的人，可以通过创新的消费金融提供商处获得消费贷款。

得益于移动互联网技术的发展、大数据征信的创新带来的风控模式创新，消费金融场景从传统的高客单价/低频次的房、车等消费场景，逐渐向低客单价/高频次场景拓展。我们认为，具备场景应用能力以及优质客户资源的消费金融服务商，有望在新一轮市场竞争中占得先机。

图 2、消费金融场景从高客单价/低频次，向低客单价/高频次场景拓展的示意图



资料来源：兴业证券研究所

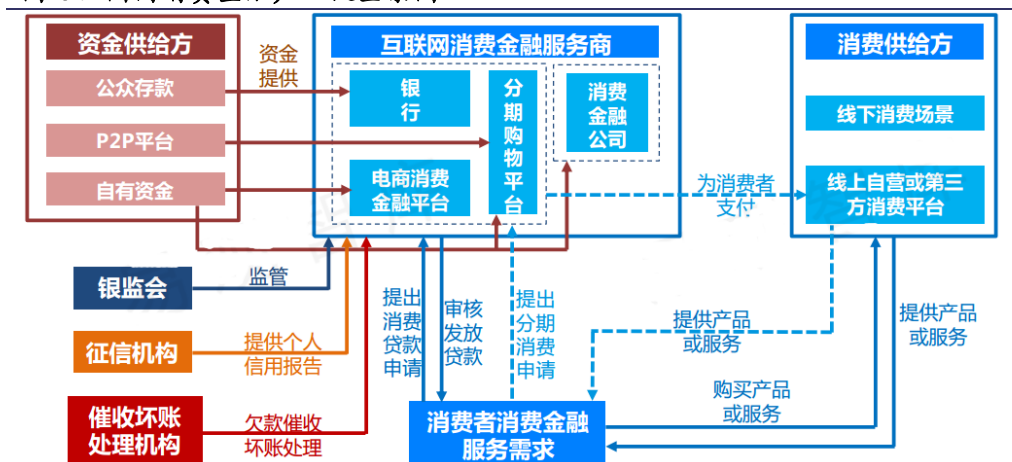
国内过去很长一段时间，主流的消费金融信贷主要是以房屋抵押贷款和汽车按揭贷款为主，彼时，提供消费金融贷款的服务商，主要是以银行为主，而那些客单价较低但高使用频次的耐用消费品、日常购物需求等，尚处于空白。主要原因是，传统银行抵押担保风控模式和审核流程，成本相对多过高，如进行低客单价场景的消费信贷，其利润非常微薄，甚至于将会亏损。

出现图 2 中消费金融场景变迁的主要变化因素有：（1）新型非银行消费金融公司的出现，通过提供无抵押、低授信额度、快速审核的消费信贷产品，开始逐渐对耐用消费品和中型消费场景提供相应的金融服务；（2）大数据征信创新带来的风控模式创新：通过累计的多维用户数据进行用户征信模型的创建，来筛选并审核用户的借贷申请。风控的创新直接变革了传统的借贷审核模式，为分散、小额、海量的借贷提供了可能；（3）移动互联网技术和应用的发展：移动互联网技术和应用的发展，为碎片化场景的整合创造了条件，进而有助于创新消费金融信贷模式的推广，如移动电商购物环境的发展，为低客单价/高频次的日常购物消费贷款提供了绝佳消费信贷场景。

1.3、消费金融的主要参与方

我们从国内消费金融产业链上来看，整体产业链上下游主要涵盖这么几个参与方：资金供给方、消费金融服务商、消费供给方、消费者（消费金融需求方）、监管机构、征信机构、催收坏账处理机构、资产证券化、互联网金融反欺诈、催收坏账处理机构等。

图 3、国内消费金融产业链全景图



资料来源：易观智库，兴业证券研究所

我们这边重点介绍一下消费金融服务提供商：从银监局颁发的消费金融公司牌照来看，主要是银行、消费金融公司，但我们通过调研了解到，当前市场上也有部分创新的互联网公司也根据其拥有的消费场景，与相应的牌照方合作，推出系列的消费金融服务，因而我们也将其列为一类特定的消费金融服务商。

银行的消费金融服务，依托银行长期积累的客户资源、销售渠道、信用数据、良好的商誉、专业的风控能力、充足的资本金以及强大的股东背景等，主要向信

誉良好，有一定的工作财力证明的客户，提供相应的消费金融服务。

银行充分利用其优势，一般向客户提供以下三种服务消费金融服务：

- ◆ **传统信用卡模式：**银行向通过征信审核后的消费者发放差异化信用额度的信用卡，消费者可以通过信用卡在全国乃至全球大部分商户进行消费，并在规定的时间内按时还款或者分期付款，便可在信用额度内反复使用；
- ◆ **信用贷款模式：**消费者向银行申请消费贷款，银行通过消费者提供的收入证明、工作证明、户籍证明等个人信息，以及依托人行个人征信系统，审核并发放贷款，消费者得到资金后购买相应的服务和产品。一般来说，事后消费者需要向银行提供实际消费的产品或服务清单和发票。
- ◆ **场景化电商贷款模式：**即银行通过设立银行电商平台，向客户提供产品或者服务，如客户通过向银行申请贷款后，在银行电商平台实现购置大类商品，并分期归还银行借款。银行实现了由传统纯借贷模式，延伸到电商购物场景。如工商银行推出了“融e购”网上商城，提供一种互联网信用消费信贷服务。

图 4、银行向消费者发放借贷或衍生电商购物平台，提供全方位消费金融服务



资料来源：易观智库，兴业证券研究所

消费金融公司：银监会于 2013 年 11 月颁布并在 2014 年年初施行的《消费金融公司试点管理办法》是这样来定义消费金融公司的，消费金融公司是指经银监会批准，在中华人民共和国境内设立的，不吸收公众存款，以小额、分散为原则，为中国境内居民个人提供以消费为目的贷款的非银行金融机构。同时，该管理办法还规定，这里面“以消费为目的”的消费，不包括购买房屋和汽车。这就决定了消费金融公司，面向的消费类场景是住房装修、购买耐用消费品、旅游、求学教育和医疗等，数额从几千到几万不等。

同时，我们看到，消费金融公司通过大数据征信等一类创新的风控模式，逐渐将贷款的人群延展到更大范围的消费群体，并通过与电商、线下购物中心合作，拓展客户群体，并提供更便捷、更富有个性化的消费金融产品。一般来说，消费金融公司具有单笔授信额度小、审批速度快、无需抵押担保、贷款期限短等特点。

创新场景化公司，这里面主要包括拥有独特消费消费场景的创新互联网公司，

或者为线下线上提供消费金融服务的创新模式公司。我们认为，未来消费金融发展，在经历牌照稀缺性的发展阶段之后，必然会进入场景争夺的阶段，拥有优质客户资源的场景将会具备更强的大数据分析能力、更低获客成本、更好的客户粘性以及更为庞大消费用户群。对于优质客户来说，变更消费金融服务公司的转化成本是相对较低的，其会更愿意在具体的消费场景中享受便捷的金融服务。典型的创新场景化公司是，诸如阿里巴巴、京东一类的电子商务服务提供商、分期购物平台等。

针对电商通用场景的消费金融服务主要是指类似阿里巴巴、京东一类的电子商务服务提供商，在消费者购买其自营商品或者开放电商平台上的商品的时候，向消费者提供小额的消费贷款或者分期服务。其过程主要模式是：消费者先向电商的互联网金融平台提出消费贷款申请（这个过程实际上已经简化为输入交易密码的简单动作），金融平台受理审核后为消费者支付相应的款项，商户收到款项后为消费者支付商品或提供服务。电商的消费金融可以购买电商平台上绝大多数的商品，另外有的电商的消费贷款还可以用于旅游、租房、装修和取现。

电商的消费金融是 2014 年才逐渐兴起的一个消费金融分支，虽然起步晚但是发展速度快，短短两年时间已经成为消费金融领域中一股举足轻重的力量，在细分的消费金融领域中，综合竞争力最强，未来也最有可能引领市场的发展趋势。面向对象主要为电商原有的消费者，在消费者购买电商平台上的商品时提供分期付款或短期小额分期贷款服务，主要目的是提高平台本身的交易量或销售额，形成生态的闭环。根据京东白条提供的数据，使用了京东白条的用户月均订单量增加了 52%，月均消费增加了 97%。电商的主要优势在于场景把控下拥有的海量客户、累计的客户全方位的消费数据等，且其服务的过程是直接对接消费者消费的动作，场景应用能力最强，最有可能成为行业的翘楚。

分期购物平台：起源于广东的大学城，一些大学城周围卖数码产品的商家为了增加销量，主动为大学生提供分期付款服务，与大学生时兴的超前消费的需求非常吻合，一经推出，即受到相当一部分大学生群体的欢迎，分期购物平台就如雨后春笋般涌现。分期购物平台主要聚焦在大学生这一垂直的群体上，通过对大学生线下或者线上购物、校园卡充值等各类大学生消费场景上，为其提供分期购物服务。通过对大学生校成绩、评奖评优情况、奖惩情况、大学等级等进行差异化授信，分期购物平台构建了特有的大学生征信模式和贷后催收模式（如通过在校安排专门的工作人员前往宿舍催收等）。

表 1、创新场景化公司，通过通用或垂直化场景，为用户提供便捷消费金融服务

消费金融平台	聚焦场景	客户群	风控模式	典型应用案例
电商消费金融	通用线上购物平台	海量网购用户	基于网购群体的线上大数据征信	京东白条、京东金条、阿里分期等
分期购物平台	对接线上购物平台或线下消费场景	垂直客户群：目前主要针对庞大的大学生群体	大学生特有数据（学习成绩、奖惩情况等）进行征信	趣分期、分期乐等

资料来源：兴业证券研究所

另外，我们也发现，部分小额贷款公司、P2P 网贷平台，也通过一定的方式，

向个人消费者提供消费信贷服务。我们姑且不去讨论这种模式，是否符合相应的监管体系，而更侧重于对其进行业务模式及特点进行比较。

表 2、各类消费贷款服务提供商模式差异化比较图

对比项	银行	消费金融公司	创新场景化公司	小额贷款公司	P2P 网贷平台
监管机构	银监会	银监会	/	金融办	银监会
企业性质	银行金融机构	非银行金融机构	非金融机构	非金融机构	非金融机构
资金来源	个人及企业存款	境内股东存款、向境内金融机构借款、发行金融债券、同业拆借等	自有	股东资本金、捐赠资金或来自不超过两家银行业金融机构的融资	个人投资者
客户群体	传统银行客户（资信好、客单价高），量大	中低收入人群	海量线上网购或其他场景用户	中小企业、中低收入人群	中小微企业、中低收入人群
征信模式	成熟的征信审核模式，效率低	风险容忍度略高，创新征信模式	大数据征信等场景化征信模式	抵押担保模式	大数据征信等场景化征信模式
盈利方式	利息收入	利息、贷款管理费、客户服务费等	利息、分期服务费	利息	服务费、账户管理费等
借款人用途	购车、耐用品等消费	个人耐用品消费和一般用途个人消费	线上购物或其他消费场景	生产经营、或其他按个人支出	生产经营、或其他个人支出
典型公司举例	宁波银行、广发银行等	北银消费“随心贷”等	京东金融、蚂蚁金服、趣分期等	2015 年 3 月，全国共有 8922 家	人人贷、拍拍贷等

资料来源：易观智库/互联网资料，兴业证券研究所

从资金成本的角度来看，银行的资金成本要低于消费金融公司，而消费金融公司由于可以接受境内股东的存款、向境内金融机构借款、发行金融债券、同业拆借等方式进行融资，相比较小额贷款公司和 P2P 等公司，拥有更好的融资成本优势。

从覆盖人群来看，消费金融延伸了原有的借贷群体：传统的银行等金融机构覆盖的是一部分征信好、且质押物的群体，延伸到更广大的中低收入阶层，同时通过互联网平台等新途径，拓展到更为广大用户，用户量成指数级增长。

从征信模式来看，催生征信市场需求：消费金融无抵押、快速审核、海量用户的模式，催生了庞大的征信需求，特别是基于用户行为数据的大数据征信。

2、政策持续利好，增量市场空间巨大

2.1、政策持续利好，消费金融再迎发展新风

消费作为国家经济发展的“三驾马车”之一，在国务院持续的政策推动下，有望引来新一轮的升级，为消费金融发展创造了绝好的基础商业环境。

从 2013 年到 2016 年，我们看到国务院印发了系列促进消费产业升级的政策，涉及领域有信息消费、旅游消费、健康消费、体育消费、养老消费、服务消费、农村消费等。考虑到产业鼓励政策激励与落地的延后效应，我们认为，国家消费结构升级的产业方向不变，整体社会消费升级正在进入加速放量阶段，有望引来新一轮的高增长

表 3、国务院及相关部门从 2013 年-2016 年颁布系列消费升级的指引、鼓励政策

涉及领域	时间	相关文件	关键内容描述
信息消费	2013. 08	《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》	提出了培育信息消费需求,提升公共服务信息化水平,加强信息消费环境建设等 7 部分 25 条意见,明确到 2015 年,信息消费规模超过 3.2 万亿元,年均增长 20%以上
旅游消费	2013. 08	《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》	提出了培育新的消费热点,开拓旅游消费空,激发旅游消费需求等 6 方面 26 条意见,部署改革创新促进旅游投资和消费工作
健康消费	2013. 09	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	明确了今后一个时期发展健康服务业的 8 项主要任务,提到要引导和保障健康消费持续增长,力争到 2020 年健康服务业总规模达到 8 万亿元以上
体育消费	2014. 10	《关于加快体育产业促进体育消费的若干意见》	提出要进一步加快发展体育产业,促进体育消费,提出到 2025 年体育产业总规模超过 5 万亿元,成为推动经济社会持续发展的重要力量
养老消费	2014. 10	国务院会议形式	要求鼓励养老健康家政消费,探索建立产业基金等发展养老服务,制定支持民间资本投资养老服务的税收政策,民办医疗机构用水、用电、用热与公办机构同价
综合政策	2015. 11	《关于加快发展生活性服务业,促进消费结构升级的指导意见》、《国务院关于积极发挥新消费引领作用,加快培育形成新供给新动力的指导意见》	(1) 连续印发消费结构升级文件,旨在全面部署以消费升级引领产业升级,以制度创新、技术创新、产品创新增加新供给,满足创造新消费,形成新动力; (2) 并明确了服务消费、信息消费、绿色消费、时尚消费、品质消费、农村消费六个消费升级重点领域和方向,引领相关产业、基础设施和公共服务投资迅速成长,拓展未来发展新空间
绿色消费	2016. 02	《关于促进绿色消费的指导意见》	发改委、中宣部、科技部等十部门联合出台,提到要倡导绿色生活方式,鼓励绿色产品消费,扩大绿色消费市场等内容

资料来源: 国务院官网/相关部门文件, 兴业证券研究所

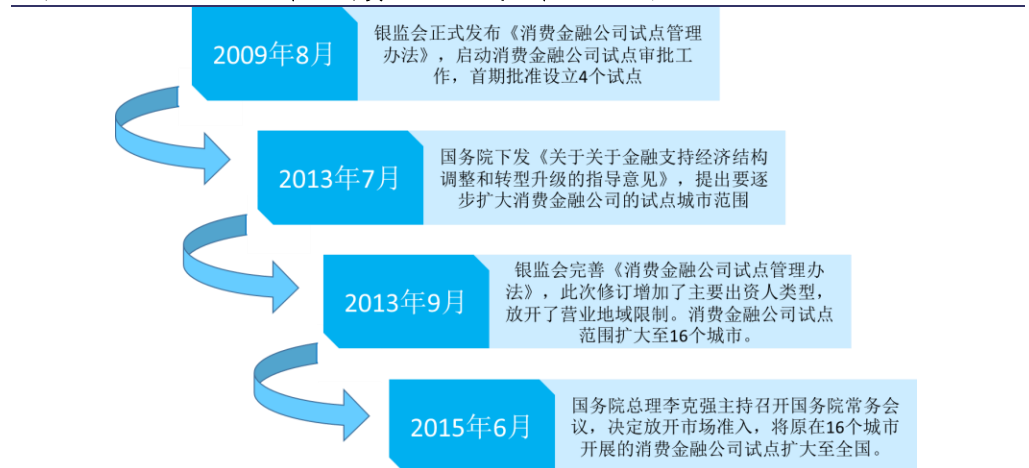
我们看到国家相应的监管部门,也积极对消费金融模式进行试点,并在全国进行推广,消费金融公司由 2009 年仅在北京、天津、上海和成都四个城市的试点逐步扩展到 2013 年的 10 个城市,并在 2015 年 6 月进行全国范围的推广。我们认为,在政府监管合规、风险可控的程度下,金融商业模式的发展往往会经历模式试点、有限推广、大范围推广,并逐步完善监管法规的过程,此次消费金融公司的全国性推广,一定程度上也验证了该模式逐渐成熟,有望迎来新一轮的发展。

与此同时,伴随着消费金融试点管理办法的全国推进,银监会也逐步向符合《消费金融公司试点管理办法》的公司发放消费金融牌照,从 2010 年 4 家扩展到截止到 2016 年 1 月的 15 家。我们认为,虽然当前市场上还存在其他消费信贷提供方式,但持消费金融牌照的消费金融公司,在资金获取成本、业务合作范围、经营规模、直连人行征信系统等方面会具备更好的竞争力。

- **资金获取成本方面:** 持有消费金融牌照的公司可以通过境内同业拆借、经批准发行金融债券、向境内金融机构借款等方式,进行资金融入,比小额贷款公司、P2P 等公司,会具有更低的融资资金成本。
- **业务合作范围方面:** 消费金融牌照的持有方,可以跟线下/线上众多消费场景进行深度合作,共同推出个性化的消费金融产品,具有一定的牌照优势。

- **经营规模方面：**消费金融公司规模主要受资本充足率的限制，经营杠杆可以达到 8-9 倍，而包括小额贷款公司在内的其他机构由于融资方式数显，其资产端的扩张能力有限。
- **直连人行征信系统：**消费金融公司的征信系统可以直接连接到人行征信系统，并可以同步上传个人征信数据，通过将创新的征信系统与传统人行征信系统相结合，有利于公司降低经营风险，增加贷款催生有效性。

图 5、从 2009-2015 年，消费金融领域政策变化历程



资料来源：国务院官网，兴业证券研究所

表 4、从 2010 年-2016 年 1 月，国内共有 15 家公司获得消费金融牌照

序号	名称	牌照颁发时间	主要出资人	注册地
1	中银消费金融有限公司	2010.01	中国银行、百联集团、陆家嘴金融发展	上海
2	四川锦程消费金融有限责任公司	2010.01	成都银行、马来西亚丰隆银行	成都
3	北银消费金融有限公司	2010.01	北京银行、桑坦德、利时集团、联想控股、万达集团、联动投资等	北京
4	捷信消费金融有限公司	2010.02	派富集团 (PPF Group N.V.)	天津
5	招联消费金融有限公司	2014.08	香港永隆银行、中国联通	深圳
6	兴业消费金融股份有限公司	2014.10	兴业银行、泉州市商业总公司、特步、富诚	泉州
7	海尔消费金融有限公司	2014.12	海尔集团、海尔集团财务、红星美凯龙、浙江逸荣投资、北京天同赛博	青岛
8	苏宁消费金融有限公司	2014.12	苏宁云商、南京银行、巴黎银行个人金融集团、江苏洋河酒厂、先声再康药业	南京
9	湖北消费金融股份有限公司	2014.12	湖北银行、TCL 集团、武商集团、武商集团	武汉
10	马上消费金融股份有限公司	2014.12	阳光保险、重庆百货、北京稷润、重庆银行、阳光财险、浙江小商品城集团、物美控股	重庆
11	中邮消费金融有限公司	2015.01	储蓄银行、星展银行、渤海国际信托、拉卡拉、广百股份、海印集团、三正集团	广州
12	杭银消费金融股份有限公司	2015.07	杭州银行、西班牙对外银行、海宝集团、网盛生意宝	杭州
13	华融消费金融股份有限公司	2015.10	中国华融、合肥百货、深圳华强、安徽新安资产	合肥
14	盛银消费金融有限公司	2015.11	盛京银行、顺峰投资实业、大连德旭经贸	沈阳
15	晋商消费金融股份有限公司	2016.01	晋商银行、奇飞翔艺、宇信易诚、山西华宇商业发展、山西美特好连锁超市	太原

资料来源：银监会网站，兴业证券研究所

2016 年 3 月全国两会上，李克强总理在政府工作报告中指出，“增强消费拉

动经济增长的基础作用。在全国开展消费金融公司试点，鼓励金融机构创新消费信贷产品”，将消费金融产业提升到一个相当重要的地位。与此同时，全国人大代表吴晓灵也建议，降低消费金融机构的股东门槛，扩大消费金融机构的资金来源，这样才能让金融真正支持居民消费和实体经济。我们认为，系列的政策利好，消费金融引来前所未来的发展契机，伴随着普惠金融系列政策的持续推荐，消费金融牌照颁布的范围有望得到进一步的扩大。当前，部分银行、电子商务平台、第三方支付公司、P2P 公司等在内的多类机构，纷纷开始申请消费金融公司牌照。

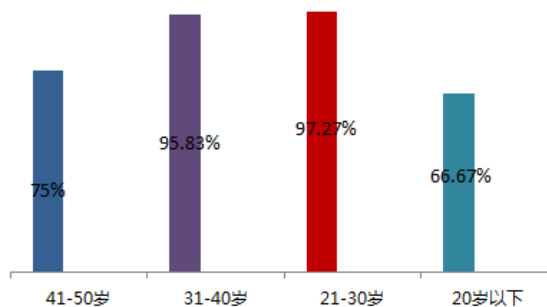
2.2、人群变迁&消费升级，增量市场空间巨大

年轻群体伴随着网上购物和新应用的成长，消费观念正在逐渐改变，对超前消费有较高的认知和理解欲望，为消费金融长期的发展典型了坚实的基础。80 后、90 后目前是互联网上最活跃的群体，是我们国家线上线下消费市场主力，对非生活必需品，如休闲和文化服务、旅游、教育等，拥有更强的消费需求，且更喜欢通过超前消费方式来获取。

另外，我们看到的一个显著趋势是，年轻一代对消费产品的接受度已经达到了一个相当高的程度：根据马上金融消费联合搜狐互联网金融频道发布的主题为“消费分析消费习惯调查”显示，在购买产品或享受服务而资金不足的情况下，愿意了解分期消费的人占比高达 95.14%，其中 78.64% 的人愿意主动了解，另外 16.5% 的人在被动了解时则不会拒绝。从年龄段来看，21-40 岁的消费群体，对消费金融产品的接受度已经超过了 95%，其中 21-30 岁最高，达到了 97.27%。

图 6、21-24 岁年轻人对消费金融产品的接受度超过了 95%

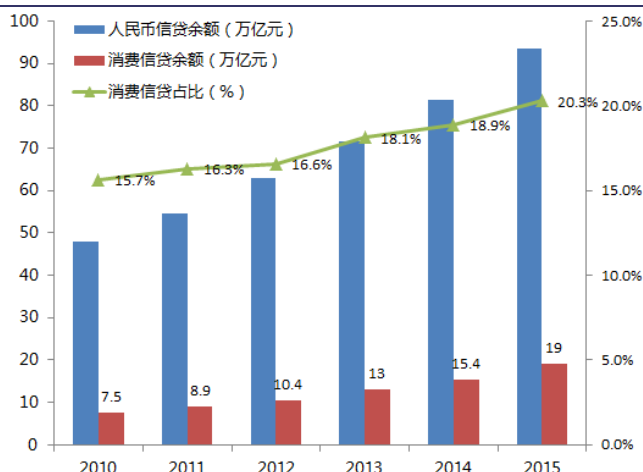
不同年龄段的人对消费金融的接受度



资料来源：马上金融/搜狐互联网金融频道，兴业证券研究所

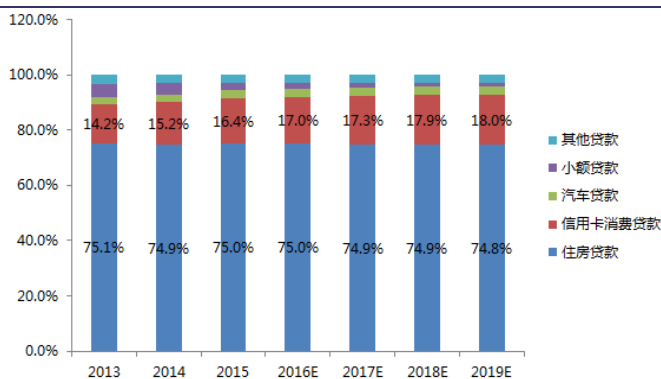
国内居民消费信贷在全国信贷结构中，占比偏低，具备很大的提升空间：根据人民银行公布的数据，国内居民消费信贷占总的全国信贷中，占比是在 20% 左右，其中有将近 75% 是住房贷款，那么除去房屋贷款居民消费信贷占比才 5%，远低于国外成熟市场 30% 的比例。在人群代际的变迁、居民收入的持续增长下、消费观念转变、消费金融产品及服务不断丰富下，国内居民消费信贷（除房屋贷款）具备很大的提升空间。

图 7、国内居民信贷占全国信贷比例为 20%左右，低于同期国外成熟市场



资料来源：中国人民银行，兴业证券研究所

图 8、住房贷款占据了国内居民信贷大致 75%的比例



资料来源：中国人民银行/艾瑞咨询，兴业证券研究所

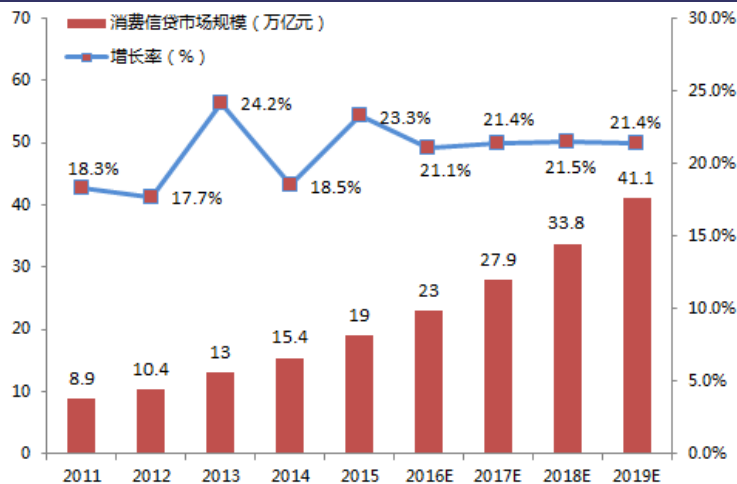
居民消费贷款占国内居民可支配收入的比例不高，对比美国市场的情况，整体居民的杠杆率还有提升的空间：利用 2014 年央行/国家统计局数据显示，国内（含房贷）居民的杠杆率为 36.4%，而美国同期（含房贷）的则为 104.4%，如不包含房贷，国内具名的杠杆率为 11.2%，而美国则为 25.9%。国内居民整体的消费杠杆水平，与美国等国家依然相差较大。

消费金融的互联网趋势显著，拓宽了用户群体的边界：互联网化不仅仅是消费金融的一个销售渠道，更重要的是基于传统信贷与互联网场景的结合，以及无边界、便捷的特点，都要优于传统的信贷模式。传统信贷与互联网场景的结合，互联网海量的用户数据可以构建更全方位的征信模型，闭环的线上消费场景以及用户群体，可以带来更多的信贷业务以及用户粘性。互联网“无边界、便捷”的特点，使得互联网消费金融可以用较低的成本覆盖海量的用户群体成为可能，为基于此提供更多、更便捷的创新的消费金融产品，如我们前文提到的微信微粒贷、趣分期、蚂蚁花呗等，都体现了消费金融互联网场景化、互联网传播的特点。

从消费群体结构对消费金融的接受度、居民整体的杠杆率水平、以及消费信贷在信贷结构中的占比、消费金融互联网化趋势显著，都为消费金融长远发展创

造了绝佳的条件，消费金融整体还尚处于快速发展阶段，未来具备极强的发展潜力。根据艾瑞咨询的相关预测，未来五年消费信贷（含房贷）的整体符合增长速度是在 21% 左右，整体规模将会从 2015 年的 19 万亿元增长到 2019 年的 41 万亿元。在足够的市场规模下，整体行业中，将有望涌现出一批明星的消费金融公司。

图 9、中国消费信贷余额从 2015 年-2019 年预计保持 CAGR21% 以上的增长



资料来源：央行/艾瑞咨询，兴业证券研究所

3、国外消费金融及代表公司

美国、欧洲、日本，由于其社会整体发展水平领先国内很长一段时间，物质文化消费意愿和能力要显著高于国内。在消费金融领域的发展，欧美发达国家整体的发展水平相对比较成熟，主要表现在起步时间更早、与消费场景深度融合、产品创新更为多样化、业务规模更为庞大，且在细分领域均拥有明星龙头公司。

3.1、美国：发源地，全球第一大消费金融市场

美国是消费金融的发源地，经过不断的创新发展，目前主要有三类消费金融公司：第一类是消费金融，主要经营个人消费贷款，支持个人购买常规消费品；第二类是销售金融公司，主要是通过分期付款融资方式给销售商，让其向消费者提供汽车等大宗消费品的贷款；第三类是商业金融公司，主营业务主要是向消费品生产企业或销售企业提供短期融资。在实际的商业运作场景中，三类金融公司发挥特有的功能，共同推动了美国消费金融市场的繁荣。在 20 世纪 80 年代以后，随着金融混业趋势的发展，三种类型的金融公司业务日益融合，界限也越来越模糊，加上企业间兼并收购活动的盛行，金融公司的规模日益庞大，并形成了具有全球影响力的消费金融公司，如美国花旗金融公司、富国金融公司、汇丰金融公司等。

美国消费金融公司的监管，不同于国内，政府或者美国国会对消费金融公司的监管较为宽松，比如在股东来源方面未作限定，银行、工商企业以及个人都可以成为消费金融公司的股东，但必须遵循所在州关于消费金融业务运作细则。另外，从资本金来源上看，美国消费金融公司资金来源主要是股东出资认缴的资本

金、留存收益、金融机构贷款、证券市场融资等，这一点上跟国内的消费金融公司比较类似。

美国代表性消费金融公司为：花旗金融公司 (CitiFinancial)。为花旗集团的子公司。花旗金融的前身是第一联合资本 (Associates First Capital)，主营消费者借贷和信用卡业务，于 2000 年被花旗收购，随后融入到花旗集团。在风控、贷后监控、产品供应方面，其主要有这么几个特点：

- **风险控制管理：**花旗金融公司主要有一整套贷款风险评估方法，依托完善的社会信用信息体系，对客户进行细分，针对不同风险客户，采用差异化审核流程；
- **贷后监控及催收：**多样化的催收方式保证了贷款的回收率，并对自身无力收回的贷款委托给专业的贷款催收公司；
- **产品供应及营销方面：**花旗金融公司利用自身分支机构、耐用消费品销售点、邮局网点构建分销网络，通过提供 POS 销售终端贷款和信用现金贷款等方式进行服务；
- **主要规模及近况：**巅峰时期，公司曾拥有 1500 个分支机构和近 200 万名客户，经济危机期间出现大量的低收入客户拖欠个人贷款和房屋贷款，出现危机。公司后来更名为 One Main 金融控股，后被 Springleaf 收购。

美国第一资本金融公司 (Capital One Financial Corporation)，通过对客户的数据进行持续挖掘和分析，进行产品、服务、营销手段上的创新，使得其能由一家小型的消费金融公司成长为全美前十的银行。美国第一资本金融公司的创新主要体现在：

- **锁定高利润用户：**通过对客户分类数据分析，不断锁定高利润优质客户，如通过数据分析发现“保持较高欠款余额和持续缴纳利息的用户才是信用卡业务最大的利润贡献者”，这些客户贡献了行业 125% 的利润，而按期还款的客户为亏损客户。
- **差异化利率产品吸引客户：**根据不同客户特征，制定差异化利率产品，如通过相对优惠的利率将上述的“高利润用户”从其他竞争对手处吸引过来。
- **低风险循环借贷客户：**通过自主学习策略及数据分析，找到低风险循环借贷客户，将坏账率降低了一半以上。

遍历美国消费金融市场，我们发现，还有一个主流消费金融发展模式是，聚焦垂直消费场景，或与消费品生产厂家（包括服务消费）和销售方合作，实现消费金融与消费场景的深度融合，构筑核心竞争力，如以大型百货商店（链）为依托的美国 Sears 百货公司消费金融模式、戴尔和苹果电脑公司的消费金融公司模式等。另外，透过美国金融消费市场看到，我们还需要持续关注消费金融公司的融资来源和融资成本、个人征信、整体的运营管理能力等方面经营风险。

3.2、欧洲：全面的产品营销，风控体系完善

欧洲的消费金融公司，大致是在二十世纪六十年代开始出现并兴起，整体上要晚于美国市场。目前，欧盟地区已经成为仅次于美国的全球第二大消费金融市场。

欧洲消费金融公司业务经营特点主要体现在经营模式、贷款审批以及信贷营销模式方面：

- **业务经营模式上：**欧洲消费金融公司采用全面的产品营销模式，即在拓宽自身业务领域的同事，特别注重发展潜在的消费客户群，以及业务、产品方面的延展性服务。同时，消费金融公司还与银行、消费品生产销售企业进行业务合作及协同。
- **贷款审批及贷后管理：**采用严格的贷款审批程序及贷后追踪管理机制，贷款后，需要对客户相关账户进行适时监控，并持续跟踪客户最新动态，进行严格贷后管理。
- **信贷营销模式：**主要以金融机构为主题的直接销售模式和以产品零售商或批发商为主题的间接销售模式。

欧洲消费金融公司典型代表是：**Cetelem 公司（欧洲第一家消费金融公司）和西班牙桑坦德消费金融公司**。虽然受到磁带危机的冲击和欧盟国家宏观经济环境的变化带来的市场下行风险，但桑坦德消费金融公司依然保持了较好的业务增长趋势，截至 2012 年末，贷款余额为 639 亿欧元，2012 年实现净利润 8.27 亿欧元，2010-2012 年三年的增长分别为 30%、34%、11%，开展业务的国家达到了 13 个，所占市场份额在其中 12 个国家位列前三，与 1270 万名客户和 11 万家经销商构建了业务合作关系。

图 10、欧洲第一家消费金融公司-Cetelem 公司具有全面的业务范围

基本信息	成立于1953年，为法国巴黎银行全资子公司，为欧洲地区首家向消费者提供消费信贷资金的金融服务机构
合作伙伴及规模	与众多大型零售商、批发商等构建合作经营方式，已为全球近30个国家和地区的消费者提供包括消费点终端信贷、信用卡、分期付款、个人贷款等多样化消费信贷产品
业务范围	（1）个人贷款业务：涉及汽车贷款、旅游贷款等 （2）抵押担保贷款业务：房屋装修、房屋租赁等 （3）信用卡业务：具有循环信贷功能等 （4）援助类业务：如聘用律师等专业服务贷款等

资料来源：兴业证券研究所

表 5、桑坦德消费金融公司在营销模式、信贷管理等方面具有鲜明特点

主要特征	主要描述
“漏斗式”营销模式	<p>累积优质行业客户：汽车经销商和零售商合作推广公司产品，积累第一批客户，降低营销成本；</p> <p>再精细化营销：根据汽车经销商和零售商累计的客户，进行二次精细化的邮件、电话、短信等触达方式进行精准营销</p>
自动化信贷管理模型	<p>自动化信贷模型：87%的汽车贷款和 90%的耐用品贷款审批都可通过自动化和高集成度的评分卡系统集中处理；</p> <p>反欺诈和精细化的催收管理：自动匹配客户数据，进行严格的客户欺诈管理，并利用数据分析细分客户，对客户进行差异化催收管理</p>
其他特征	<p>目标客户群更加广泛（包括中低收入阶层）；分销网络灵活（与大型零售商深度合作）；产品多元化（POS 贷款、商家会员贷等），满足不同类型客户需求</p>

资料来源：兴业证券研究所

3.3、日本：起步早，发展迅猛带来市场阵痛

日本的消费金融整体起步较早，市场成熟度要显著高于国内，在 1982-1990 年间，日本消费信贷的年平均增长率超过 18%，远远高于同期工商业贷款将近 9% 的高增长率水平。消费信贷规模及贷款消费行为的快速扩张，带来了消费金融坏账率上升，部分借贷者面临负债过高难以偿还的问题，同时，由于消费金融机构的快速增长，使得消费贷款的竞争日益激烈，并出现恶性竞争的局面。

日本消费金融公司在设立方式和设立主体方面主要特征是：设立方式方面，日本的消费金融公司通常隶属于大型企业或银行等金融控股公司，并作为这些大型集团业务的一部分；在设立主体方面，则相对比较宽泛，可以是商业银行、企业集团，或者是其他符合先关规定的金融机构等。

日本消费金融市场典型的代表是：欧力克公司（Orient Corporation）公司。该公司成立于 1954 年，业务范围涵盖汽车贷款、购物分期付款、信用卡、信用担保及融资，其在产品创新、合作伙伴计划、客户维护等方面具备以下特点：

- **产品创新：**不断产品和服务创新，形成相互搭配的产品组合，如将购物分期为主、信用卡/现金卡为辅，满足不同客户多元化需求。
- **合作伙伴：**拥有数量众多的合作伙伴和营业网点，如在全日本 POS 分期付款及汽车贷款合作伙伴就高达 89 万家，为客户可以提供便捷的贷款服务。
- **客户维护：**为客户提供全方位的信贷及资金需求，如对大额分期付款客户同时交叉销售较低额度的信用卡/现金卡，提供短期应急现金产品等，着力培养客户长期的忠诚度。
- **业务规模：**在日本非银行金融体系中，公司在个人金融领域，以消费金融资产规模 4.2 万亿日元位居第一位，其中三大主导业务，汽车贷款（市场份额 18%，位居市场第一）、购物分期（市场份额 31%，位居市场第一）、信用卡/现金卡（市场份额 4%，市场前十），都处于市场的领先地位。

4、奔跑的少年：潜力消费金融

4.1、事在人为，潜力消费金融

我们从企业价值挖掘的角度出发，通过归纳国内外成功的消费金融公司历程，认为，可以从以下几个维度来筛选优质消费金融公司：坐拥一定量用户的垂直场景、资金成本及资产端扩张能力、大数据风控能力及贷后管理、产品及服务创新能力、客户体验及维护、全面的营销网络等维度，来对从事消费金融领域公司进行评估。我们对前三个维度如下简要分析：

- **坐拥一定量用户的垂直场景：**场景创造需求，直接决定了从事消费金融公司长期发展潜力、市场竞争力和议价能力。好的消费场景一定程度上决定了获客成本、更高粘性的优质客户、累积更多用户数据以便进行更科学的征信、更高的客户使用频次。因此，我们会看到，与各类消费场景进行深度合作，是消费金融公司不断布局，开拓市场的核心关键。
- **资金成本及资产端扩张能力：**我们上文分析过，银行、消费金融公司、小额贷款公司等，其资金的成本是显著不一样，同时，资产端是否可以通过资产证券化再融资、是否可以同业拆借、是否可以发放金融债券等，都决定了资产端扩张能力的强弱。我们一般会认为，具备更多元、分散的资金来源，以及通过资产证券化等再融资方式进行资产端扩张能力的公司，能更好地抢占市场时机，持续提升公司规模。
- **大数据风控能力及贷后管理：**由于消费信贷往往无需抵押，审核周期快速，大数据风控能力的强弱及风控成本，就变得额外重要。我们可以看到上文中提到美国第一资本金融公司通过数据定量分析和风控，能会有效地锁定优质目标用户，优化风控模型，从不同维度降低坏账率。

我们看到，当前国内消费金融领域，也逐渐涌现出了一批依托各自垂直化场景，进行差异化竞争的优质消费金融提供商。如国内最早的北银消费金融公司、依托互联网电商的京东金融、蚂蚁金服，专注于校园分期购物的分期乐、趣分期。我们会对这些颇具代表性的公司进行业务特点的介绍，以供各位能更深度了解当前国内消费金融市场的明星公司。

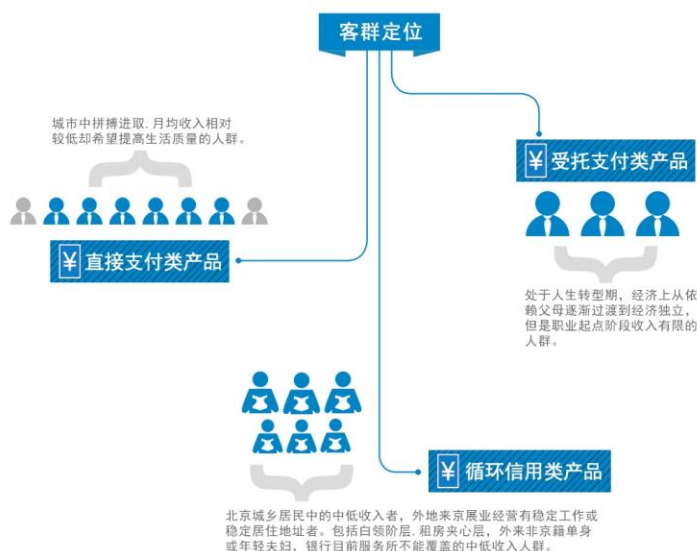
北银消费金融公司：国内首批消费金融公司，消费金融的开拓者

北银消费金融公司成立于2010年3月1日，是最早经中国银监会获准筹建的首批4家消费金融公司之一，由北京银行发起设立，是一家专为我国境内居民个人提供以消费为目的的贷款的非银行金融机构。2013年成功实现引资改制，引入西班牙桑坦德消费金融公司（全球最大消费金融公司），以及利时集团、联想控股、大连万达等一批国内知名民营企业的资本，并与西班牙桑坦德消费金融公司签署全面战略合作协议，公司注册资本增至8.5亿元人民币，并建立了股东会、董事会、监事会、经营层为核心的三会一层现代公司治理架构。

北银消费金融公司立足“小客户、大客群”，坚持“大批量、小金额、高效率”的发展模式，培育“小、快、灵”的业务特色，在金融普惠、助力居民消费水平提

升方面发挥了作用。目前，北银消费金融公司有“轻松付”、“轻松贷”、“Mini 循环消费贷”、“惠农贷”、“轻松 e 贷”等一系列紧贴市场的个人消费贷款产品。“轻松付”可用于购买家用电器、电子产品、家具等各类耐用消费品，“轻松贷”可用于支付个人及家庭旅游、婚庆、教育、装修等各类消费，“应急贷”可随借随还，按日计息，满足消费者的临时资金需求，“助业贷”助力应届毕业生轻松就业，“Mini 循环消费贷”是全国首创以卡片为载体、提领现金、循环额度的新尝试。目前北银消费金融公司已形成 51 款专案产品，涵盖 40 多种还款方式，满足了中低收入人群差异化的消费金融需求，在拉动消费增长、改善百姓生活、提升信用意识等方面产生了积极影响。截至 2015 年 11 月末，公司贷款余额近 200 亿元，累计发放贷款超 350 亿元，服务客户数量超 80 万户。

图 11、北银消费金融公司主要提供直接支付类、受托支付类、循环信用类产品



资料来源：北银消费金融，兴业证券研究所

京东白条：电商消费金融的先驱

京东商城是最早推出消费金融产品的电商平台，旗下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互联网消费金融产品。2014 年 2 月 13 日，京东白条正式上线，用户在京东商城上购物时，可以选择 30 天的延期付款，30 天内免任何手续费；或者 3-24 个月的分期付款，手续费率每个月 0.5%，测试期间打六折即每个月 0.3%。

京东白条成为京东商城增加成交额的利器。京东金融的数据显示，使用京东白条做分期的用户使用了京东白条之后，月均订单比例提升了 52%，月均的消费金额提升了 97%，相当于订单量增加了 50%，订单金额增加了 97%，翻了一番。同样，在京东 6.18 期间，白条订单占比占 8%，其中 80% 是分期交易。

在电商的场景取得了成功之后，京东消费金融开始不断横向扩展，抢滩细分市场，布局各个消费场景。瞄准校园市场的“校园白条”，旅游场景的“旅游白条+”，租房场景的“安居白条+”，还有看上农村消费的“京农贷”，汽车消费的“汽车白条”，可直接提现的“京东金条”等相继出现，与各种消费场景深度结合。

图 12、京东金融在消费分期和消费信贷方面的布局



资料来源：京东金融，兴业证券研究所

京东还和光大银行、中信银行合作推出白条联名信用卡“小白卡”，用户可自行定制信用卡的样式、卡组织和权益等。除此之外，持有“小白卡”还可以每天扫描二维码领钱、积分换钱（小白卡积分自动换京东钢镚，1钢镚相当于1人民币）。开通“中信小白卡”的用户还可以享受中信信用卡金卡待遇及京东白条优惠权益，“光大小白卡”则享有终身免年费、境外消费返现8%、代办签证等权益。

蚂蚁花呗：后来居上者

蚂蚁花呗是阿里小贷为部分支付宝用户提供的一项消费金融服务，消费消费可以在淘宝、天猫上购物时，可使用“花呗”先支付货款，以后再进行还款，还款日是确认收货后的下个月10号，在此期间还款都是免息的。花呗对阿里电商平台交易额的提升有明显的促进作用，2015年双十一的数据显示，期间花呗支付交易笔数达6048万笔；占支付宝交易总量的8.5%，全天支付成功率高达99.99%，平均每笔支付用时仅0.035秒，与银行一起保障了双11支付稳定。此外，花呗使用月均消费1000元以下的人群消费力提升了50%。

蚂蚁花呗的使用范围目前已经扩展到了淘宝和天猫之外的平台，大众点评、当当网等40多家互联网购物平台也开始已支持使用“蚂蚁花呗”付款，覆盖了用户日常生活的各个方面。花呗与芝麻信用、央行征信中心建立了相关征信机制，并通过信用风险防范，反套现，逾期管理三方面形成一套的风险管理体系。

分期乐：校园里的淘宝

分期乐便是校园分期平台之一，其定位是互联网小微消费金融服务商，商业模式是为在校大学生提供可分期付款的商品及小额消费借款。分期乐自2013年10月上线，截至2015年年底注册用户达500多万，业务覆盖全国31个省份的近3000所高校（包括新疆和西藏地区），2015年交易额达100多亿，用户重复购买率达40%，在校园及区域覆盖度、活跃用户数、服务场景、用户认可度、用户体验方面都领先于行业内其他对手，已经成为行业中的领头羊。根据第三方咨询的资料显示，分期乐已经的市场份额已经超过6成。按照最新的投资算，分期乐估值已经超过10亿美元。

在场景布局上，分期乐以3c数码为等低频高额场景为主，是平台收益的主要来源；以一卡通充值、话费充值、校园超市购物等高频低额的场景为辅，目的在于增加用户黏性。用户可以在在线充值校园一卡通和话费、超市购物、在饿了么订外卖时用分期乐APP付款进行小额信贷消费，或者直接申请小额消费借款，在线下直接进行现金消费。在2015年初获得京东的战略投资之后，分期乐与京东开始了深度合作，京东为分期乐提供商品和供应链服务。京东具有成熟完备的采购供应链和自建的仓储物流体系，在为用户提供低价商品的同时保证配送过程的高效。这让分期乐的消费金融业务轻资产运营，使其可以专注于拓展校园消费市场和消费金融服务，管控风险和信用体系建设等方面。

图 13、分期乐运营模式，“前端服务+后端资金”，有效嫁接场景与供给



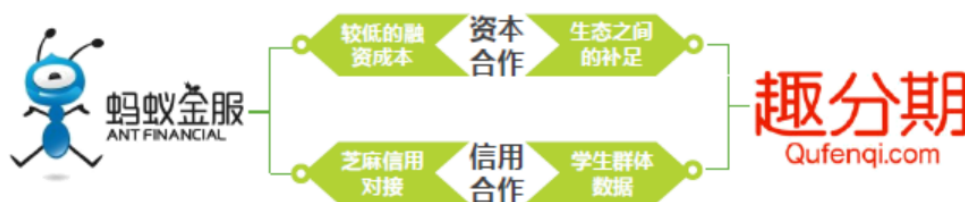
资料来源：易观智库，兴业证券研究所

在资金的来源渠道方面，除了自有的资金之外，分期乐主要有 2 个，一个是资产证券化，另一个是自建的 P2P 平台。在资产证券化方面，分期乐 1 期 ABS（分期乐 1 号资产支持证券）已经在登陆上交所发行并且已经完成资产交割，发行规模为 2 亿元。另一方面，分期乐集团自建 P2P 平台桔子理财，用于转让来自于分期乐商城上消费金融服务所产生的债权，以加快资金的流动，更有效地利用有限的资金并转移违约风险，以此形成了一个“自产自销”的资金闭环。

趣分期：大学生的梦想实现者

趣分期是一家面向大学生提供分期消费的金融服务平台，于 2014 年 3 月上线，成立之初即获得汽车之家创始人李想、好乐买创始人李树斌、联众创始人鲍岳桥、唱吧创始人陈华、梅花天使创始人吴世春 5 人的联合天使投资。2014 年 4 月趣分期获蓝驰创投数百万美金 A 轮融资。2014 年 8 月、12 月获千万美金 B 轮、C 轮融资。随后的 D 轮、E 轮融资额进一步达到了 1 亿美元、2 亿美元，投资人包括蚂蚁金服，昆仑万维，蓝驰创投，源码资本等。在获得蚂蚁金服的战略投资后，趣分期开始和蚂蚁金服在资金上、信用数据上展开合作。趣分期在 2016 年 1 月的 F 轮中获得近五亿美金 F 轮融资，完成拆分 VIE 架构并回归国内市场，完成了新一轮人民币融资，估值已经达到 150 亿元人民币。

图 14、蚂蚁金服与趣分期的合作，完善场景和数据对接提升服务效率



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券研究所

趣分期依靠消费场景在借贷业务领域的易拓展性，打开了大学生消费信贷市场。2015 年平台整体交易规模或达到 115 亿，同比 2014 年增长 739%。在趣分期上，使用学生证，即可享用全网商品 0 首付，提供分期购物、现金消费、一秒取现、趣特卖、充值等特色服务，支持全网分期支付。趣分期还发展过校园创业服务，为想要开店创业的学生提供技术、货源、资金及推广资源等支持。为学生提供创收机会，及创业经验。目前，趣分期覆盖全国近 3000 万大学生用户。

此外，趣分期还尝试以校园消费分期服务为入口，利用沉淀的用户与征信数

据，将业务及场景拓展到毕业生及刚毕业的白领。趣分期旗下有来分期这另一个网站，主要面向白领群体的分期购物，所购产品和服务包括日常消费、汽车、房产、装修、旅游等方向。但学生毕业后的不确定性太高，校园金融服务积累的经验 and 资源是否能和信用卡等专门针对白领的金融服务商抗衡还有待验证。

4.2、产业链延伸公司

在消费金融的产业链上下游中，大数据征信风控能力是消费金融的核心环节；资产证券化的合理利用，有助于消费金融公司是否可以进行资产端的快速扩张做大规模，我们认为，在消费金融蓬勃发展的大背景下，有必要关注**大数据征信、资产证券化服务提供商、互联网金融反欺诈、贷后管理公司（如催收）**等产业链上下游公司。

芝麻信用：蚂蚁花呗的成就者

芝麻信用管理有限公司，是蚂蚁金服旗下独立的第三方征信机构，是首批人民银行批准设立的八家个人征信机构之一。芝麻信用通过云计算、机器学习等技术客观呈现个人的信用状况，已经在信用卡、消费金融、融资租赁、酒店、租房、出行、婚恋、分类信息、学生服务、公共事业服务等上百个场景为用户、商户提供信用服务。为了确保征信机构的独立性，芝麻信用建立了独立了 IT 系统、独立储存数据、组织架构上禁止交叉任职并保持业务经营的独立性。

芝麻信用的数据来源非常广泛，从电商、互联网金融，到公安部人口户籍、最高法老赖、教育部学历、工商注册等政府机构数据，合作伙伴，以及广大实名用户自主提交的数据和信息都有。蚂蚁金服的实名用户有 3 亿，覆盖了近一半的中国网民，每天的数据量在 30PB 以上。芝麻信用从五大维度对个人信用进行综合评估：信用历史、行为偏好、履约能力、身份特征和人脉关系。并将每个人的芝麻分划分成较差、中等、良好、优秀和极好 5 个等级，5 个等级都对应着 350-900 中不同的分数段，不同等级的用户享有不同的特权。高信用的用户可享有办理信用签证、贷款绿色通道、高额度花呗等诸多特权，确实将信用变成了“财富”。

图 15、芝麻信用按照信用历史、履约能力、行为偏好、人脉关系等进行评分



资料来源：芝麻信用，兴业证券研究所

图 16、芝麻信用共分为“极好、优秀、良好、中等、较差”，共 5 个等级



资料来源：芝麻信用，兴业证券研究所

蚂蚁花呗已实现单笔信贷成本 2.3 元、客户 3 分钟获贷、不良率低于 1%，离不开芝麻信用的这些努力。另外，2015 年 6 月末阿里的蚂蚁花呗不良率仅为 0.83%，远低于同期银行贷款不良率 1.50% 的水平。

考拉征信：商户数据的守护者

考拉征信是由拉卡拉信用管理有限公司出资 5000 万注册成立的全资子公司，是一家独立的第三方信用评估及信用管理机构，旗下的考拉信用是面向政务、商务、社会、法务全方位的信用服务体系，运用大数据及云计算技术客观呈现机构和个人的信用状况，通过连接各种服务，来挖掘机构和个人信用所带来的价值。考拉征信的数据来源是多维度的，依托大数据和互联网平台，数据来源既有拉卡拉十年积累起来的便民、电商、金融及近亿级个人用户和百万线下商户日常经营的相关数据，同时蓝标、拓尔思、梅泰诺和旋极等四家上市公司也同步共享其数据，此外还有公共部门及其他行业合作的数据。

考拉征信有个人征信、职业征信、商户征信等征信平台，并推出了考拉个人信用分、商户信用分等系列产品，可为互联网金融行业提供一整套信用评估体系和信用服务。业务涵盖了金融、民生、购物、租车、交友等领域，合作的机构超过 200 家。考拉商户信用分是国内首家针对小微金融信贷及小微商户领域推出的征信产品，主要解决其贷款难题，反映真实、整合、实时的商户运营情况。小微商户可以基于自己的信用分，通过考拉征信 APP 一键申请获得信用额度，以获得融资支持。此外考拉征信还通过运用大数据征信技术提供职业征信服务，帮助企业规避人才管理风险，提高人力资源效率。

2015 年 6 月，考拉征信获得广联达、前程无忧 A 轮投资，数额达到数千万人民币，前程无忧和广联达成为考拉征信联合创始股东。

腾讯征信：社交数据的王者

腾讯征信是深圳腾讯和深圳世纪凯旋共同出资设立的征信机构，注册资本 5000 万，其中腾讯占 95%。腾讯征信是首批经人民银行批准开展征信业务的机构之一，专注于身份识别、反欺诈、信用评估服务，帮助企业控制风险、远离欺诈、挖掘客户，切实推动普惠金融。

腾讯信用评分及报告来自于腾讯社交大数据优势，全面覆盖腾讯生态圈 8 亿活跃用户，通过先进大数据分析技术，准确量化信用风险，有效提供预测准确、性能稳定的信用评分体系及评估报告。对于个人，用户可以查询个人信用报告、

提高和完善自身信用情况。对于银行等商业机构，腾讯信用评分体系可以与自有体系形成交叉比对，帮助机构更准确的对用户个人信用作出判别，挖掘更多价值用户。通过多家金融机构实用验证证明，腾讯信用评分体系预测效果适用于银行，且评分性能稳定。

图 17、腾讯征信主要是从消费、财富、安全、守约等几个维度进行征信评估



资料来源：腾讯征信，兴业证券研究所

此外，腾讯征信旗下对公业务产品-账户级反欺诈产品已经开始接入合作机构，此款产品是国内首个利用互联网数据鉴别欺诈客户的产品，主要服务对象是银行/P2P/小贷公司/保险等机构。能帮助企业识别用户身份，发现恶意或者疑似欺诈客户，避免资金损失，支持总理的普惠金融政策。

依托于腾讯征信，腾讯旗下的微众银行在风控指标方面取得了优异的成绩。根据微众银行 2016 年 3 月份公布的数据，旗下的“微粒贷”累计发放贷款超过 200 亿元，个人客户超过 600 万，实际累计用户 100 万，但是贷款逾期率只有 0.3%，这意味着其不良率将低于 0.3%，约为阿里旗下的网商银行的不良贷款率上限的三分之一至四分之一。

互联网反欺诈领域，可重点关注同盾科技、邦盛金融一类深耕互联网金融反欺诈公司。

同盾科技：公司成立于 2013 年，是国内专业的第三方大数据风控服务商，为非银行信贷、银行、保险、基金理财、三方支付、航旅、电商、O2O、游戏、社交平台等多个行业的客户提供基于大数据的风险控制与反欺诈服务。经过几年的发展，同盾已经是全行业增长最快的公司之一，目前已有超过三千家企业客户选择同盾的产品及服务。截止到目前，公司已获得四轮共计数千万美金融资，并获得 2015 年红鲱鱼全球科技创新 100 强、福布斯中国互联网金融 50 强等荣誉。

公司主营业务主要是互联网数据应用和数据分析，帮助客户识别风险并规避风险的问题，主要是解决两大类问题：（1）互联网欺诈类的风险；（2）海量互联网用户的信用类风险：

（1）互联网欺诈类风险包括账户、交易、信用卡申请等一系列的欺诈识别和发现；

（2）信用类的风险主要是通过对海量互联网用户进行数据搜集整理、人物画

像，构建基于全网数据的用户信用模型，全方位评估用户风险。

邦盛金融：成立于 2010 年，是国内较早从事反欺诈技术研究和市场开拓的高科技企业，拥有一整套以实时金融风险监控产品为主线的高性能解决方案，服务囊括第三方支付、互联网金融、银行、外汇、证券、基金、保险等行业领域，是国内知名的金融风控行业领导者。公司成为平安银行、银联商务、易宝支付、快钱、银盛支付、蘑菇街、同程旅游、网信理财、爱学贷等近百家知名金融企业的重要合作伙伴，帮助客户解决业务发展过程中面临的各类风险，包括盗卡、盗账户、欺诈申请、钓鱼、木马、薅羊毛、套现、商户欺诈、授信欺诈等，其产品行业中一直是高端金融机构的首选

公司自主研发了“银行全渠道业务风险实时监控系统”、“电子银行业务风险实时监控系统”、“信用卡支付业务风险实时监控系统”、“互联网支付业务风险实时监控系统”、“收单业务风险实时监控系统”、“网络信贷反欺诈系统”、“电商业务风险实时监控系统”“薅羊毛风险实时监控系统”等行业解决方案；并依靠独立自主的大数据技术研发能力，以及在流式计算、实时计算、复杂事件处理、机器学习、数据挖掘等领域有着国内顶尖技术的团队，成功研发了拥有独立自主品牌的“流立方”产品。邦盛“流立方”产品拥有每秒处理 200000 笔交易流水、每笔流水的延时严格控制在 100 毫秒以内的能力，实际生产中可以稳定在 17-30 毫秒之间，相对于传统事后风控的基于数据库技术，性能大幅跃升，技术能力处于国际领先水平，是邦盛金融开展事中反欺诈业务的技术基础。

5、A 股相关标的及风险提示

5.1、A 股相关投资标的

在 A 股计算机行业消费金融相关标的：海立美达、康耐特、奥马电器、二三四五、世纪瑞尔。

海立美达（002537）

■ **收购联动优势，转型升级，致力于成长为国内领先的互联网金融服务提供商：**公司收购的联动优势，在现有业务的基础上，向供应链金融、跨境支付、跨境移动信息服务、大数据服务、征信等业务方向延伸，最终发展成国内领先的综合性互联网金融服务商。一方面，公司正以第三方支付业务和移动信息服务构成“支付+信息服务”基础服务能力，解决消费者与商户之间的信息流、资金流交互，为个人和商户提供低成本、安全、快捷、高效的信息交流解决方案和线上线下支付、移动运营商计费结算服务等业务为手段的资金流转通道；另一方面，公司积极发挥业务之间协同效应，增强与商户、消费者之间的黏性，从而形成丰富的用户积累和数据积累，同时结合联动优势多年来在信息和支付处理过程中积累的大数据挖掘技术，为进一步开展综合性互联网金融服务提供支持。我们预计，公司有望结合第三方支付优势以及信息数据优势，逐步在消费金融领域进行产业链的整合和拓展。

- 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.52 元、0.68 元、0.83 元，维持“增持”评级。

康耐特 (300061)

■ 收购旗计智能 100% 股权，进军金融服务领域：

公司拟 23.4 亿元收购旗计智能 100% 股权，快速扩展到银行卡增值业务领域，正式进军金融服务领域。此次发行股份收购现金方案，已于 7 月 20 日获证监会有条件核准。旗计智能，自成立至今主要提供银行卡商品邮购分期业务，并于 2015 年 6 月开始开展信用卡账单分期业务。旗计智能 2013 年引进 2 家银行，2014 年引进 2 家银行，2015 年 1-9 月引进 3 家银行。我们认为，凭借前期与银行合作积累的大量真实数据资源，通过大数据分析应用（公司销售团队的平均成单率由 2013 年的 1.31% 提高到 2015 年的 3.11%），在各银行信用卡客户中筛选出有效的高质量客户，为公司成功拓展权益分期营销业务奠定良好的基础。

- 预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.45 元、0.72 元，维持“增持”评级。

奥马电器 (002668)

■ 与多家银行构建深度合作，“场景+技术平台”掘金消费金融市场：

公司通过与国内众多城市商业银行构建深度的合作关系，包括但不限于消费技术平台搭建、大数据征信合作、线下消费场景合作，联合银行牌照方，充分利用“场景+技术平台”优势，与银行深度合作运营消费金融平台。公司目前已经与三十多家银行构建合作关系，包括但不限于宜宾市商业银行、郑州市市郊农村信用合作社、邯郸银行等。

二三四五 (002195)

■ 与中银消费合作“随心贷”，消费金融成公司新增长点：

公司专设全资子公司上海二三四五海隆金融信息服务有限公司作为开展互联网金融服务业务的主体，并与中银消费金融合作推出“随心贷”网络借贷平台，由权威金融机构向个人提供网络消费贷款，目前推出个人 1000-5000 元小额贷款，随借随还，审批迅速，到 2015 年底“随心贷”平台累积发放贷款 13 万笔，金额超过 2.8 亿元，贷款余额超过 8700 万，大幅增长，我们认为，伴随着公司总额 16.7 亿非公开发行项目的落地，将会长期助力公司互联网金融业务的发展。

- 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.64 元、0.96 元、1.39 元，维持“买入”评级。

世纪瑞尔 (300150)

■ 参股光大消费金融公司，消费金融有望成为新亮点：

公司以自有资金与中国光大银行及其他两家发起人，共同发起设立“光大消费金融股份有限公司”，开展个人消费金融业务。其中，世纪瑞尔公司出资 2 亿元，占光大消费金融注册资本的 20%，光大银行占 40%，另外两家占 40%。

我们认为，公司参与设立消费金融公司意在布局今后开展的新业务，有望利用在铁路信息化和客运服务领域占据的独特优势，实现公司向 C 端业务延伸的新发展。

5.2、风险提示

经济系统性下滑带来大规模违约；市场同质化竞争；政策支持力度不及预期

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周 围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。