

行业爆发在即，银行系、场景和风控类各领风骚

推荐 维持评级

——消费金融深度研究报告

投资要点：

- **国家战略升级，消费金融面临万亿蓝海市场**

两会首提消费金融，多项消费金融文件出台，彰显国家决心。互联网发展奠定基础，电子商务的快速发展降低消费金融成本，并对消费金融安全性提出要求。中国消费信贷市场快速发展，预计到2017年，互联网消费金融市场交易规模将突破1000亿元人民币。

- **产业、金融资本广泛布局，行业爆发指日可待**

国外消费金融发展成熟，桑坦德、美国运通和日本乐天株式会社分别是消费金融公司、信用卡和互联网模式。先入者京东创新不断，形成全市场消费金融生态圈。阿里互联网金融全面布局，征信优势明显。分期乐深耕校园消费市场，打造产业链闭环。一级市场布局消费金融全领域，每轮融资多过千万级。消费金融贷款ABS开始挂牌，获得市场认可。

- **行业竞争格局多足鼎立，银行系有望占先**

消费金融产业链长，包括资金供给方-消费金融服务平台-消费供给方-监管征信催收。消费金融服务提供商是消费金融产业链中的核心。银行系掌握稀缺牌照，占据先期有利地位。银行系有资金成本优势，监管政策下利好银行系，有望成为领头羊。同时，我国商业银行消费金融业务的发展存在一些制约因素和问题，需要与合作伙伴一起开发消费市场。

- **互联网消费金融是趋势，场景和风控是关键**

互联网消费金融增长势头强劲，电商生态消费贷款不断攀升。消费金融场景化营销已成为业内主流。消费金融具备重要入口价值，实现大数据精准营销。未来拥有海量的用户和良好的数据资源将会成为企业未来的核心竞争力和收入的主要来源。风控是消费金融企业和未来征信创新的基础，通过大数据征信，将能够使借贷信息更加透明，更好地进行贷款审核和反欺诈识别。

- **相关标的**

银行系：康耐特——大手笔收购旗计智能，布局金融服务领域；生意宝——与多家银行合作，构筑中小企业贷款服务平台；**场景类：**海立美达——以第三方移动支付为基础，打造互联网金融生态圈；奥马电器——打造以场景为中心的一体化互联网金融平台；新开普——建设基于校园场景的消费金融生态圈；世纪瑞尔——开拓基于铁路场景的消费金融服务；**风控类：**银之杰——稀缺牌照+大数据助力互联网金融。

- **风险提示：**政策风险；业务拓展进度低于预期。

分析师

沈海兵

☎：(8621) 20252609

✉：shenhaibing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514060002

特此鸣谢：

邹文倩

☎：(8621) 20252605

✉：zouwenqian@chinastock.com.cn

相关研究

康耐特深度研究报告：大手笔收购带来质变，大数据营销和金融互联网前景广阔-160125

康耐特2015年年报点评：传统业务战略升级，外延并购稳健推进，打造消费金融第一股-160422

康耐特2016年第一季度报告点评：传统主营业务平稳增长，消费金融新领域稳步推进空间广阔-160426

康耐特2016中报点评：业绩稳步增长，定增过会开启新征程-160824

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、政策支持，资本布局，消费金融万亿蓝海市场即将爆发

两会首提消费金融，多项消费金融文件出台，彰显国家决心。中国消费信贷市场快速发展，预计到2017年，互联网消费金融市场交易规模将突破1000亿元人民币。国外消费金融发展成熟，桑坦德、美国运通和日本乐天株式会社分别是消费金融公司、信用卡和互联网模式。先入者京东创新不断，形成全市场消费金融生态圈。阿里互联网金融全面布局，征信优势明显。分期乐深耕校园消费市场，打造产业链闭环。一级市场布局消费金融全领域，每轮融资多过千万级。消费金融贷款ABS开始挂牌，获得市场认可。

2、行业竞争格局多足鼎立，银行系有望占先

消费金融产业链长，包括资金供给方-消费金融服务平台-消费供给方-监管征信催收。消费金融服务提供商是消费金融产业链中的核心。银行系掌握稀缺牌照，占据先期有利地位。银行系有资金成本优势，监管政策下利好银行系，有望成为领头羊。同时，我国商业银行消费金融业务的发展存在一些制约因素和问题，需要与合作伙伴一起开发消费市场。

3、互联网消费金融是趋势，场景和风控是关键

互联网消费金融增长势头强劲，电商生态消费贷款不断攀升。消费金融场景化营销已成为业内主流。消费金融具备重要入口价值，实现大数据精准营销。未来拥有海量的用户和良好的数据资源将会成为企业未来的核心竞争力和收入的主要来源。风控是消费金融企业和未来征信创新的基础，通过大数据征信，将能够使借贷信息更加透明，更好地进行贷款审核和反欺诈识别。

我们与市场不同的观点：

市场担心消费金融受政策监管影响，创新步伐放缓。市场关注重心放在电商、垂直分期消费平台等领域，低估了传统金融机构发展消费金融的优势和潜力。我们认为，消费金融是为数不多受到政策鼓励的互联网金融细分领域，发展潜力巨大。行业竞争格局多足鼎立，凭借稀缺牌照和资金成本优势，通过与合作伙伴携手开发，银行系有望占先。同时，互联网消费金融是趋势，场景和风控是关键。

估值与投资建议：

我们认为，凭借稀缺牌照和资金成本优势，通过与合作伙伴携手开发，银行系有望占先。同时，互联网消费金融是趋势，场景和风控是关键。建议重点关注三类公司，银行系重点看好康耐特、生意宝等；场景类看好海立美达、奥马电器、新开普、世纪瑞尔等；风控类建议关注银之杰。

股价表现的催化剂：

政策支持，消费金融业务不断落地，业绩加速

主要风险因素：

(1) 政策风险；(2) 业务拓展进度低于预期。

目 录

一、国家战略升级，消费金融面临万亿蓝海市场	3
（一）国家政策加码，消费金融利好频出	3
（二）居民消费潜力巨大，“互联网+”有效释放消费潜力	5
（三）消费金融市场空间广阔	8
二、产业、金融资本广泛布局，行业爆发指日可待	9
（一）海外市场成熟，已形成代表性模式	9
（二）科技巨头纷纷涌入，商业模式迎来新变革	13
（三）一级市场关注热度持续提升，布局多行业	16
（四）二级市场启动布局，打造消费金融资本盛宴	23
三、行业竞争格局多足鼎立，银行系有望占先	25
（一）消费金融产业链长，遍及国计民生	25
（二）传统金融机构加快发展消费金融业务	29
（三）银行系有望成为消费金融的领头羊	32
四、互联网消费金融是趋势，场景和风控是关键	33
（一）线上消费市场是未来行业发展趋势	33
（二）消费金融场景化营销已成为业内主流	37
（三）风控是消费金融企业和未来征信创新的基础	40
五、相关标的	44
（一）银行系	44
（二）场景类	47
（三）风控类	53
插图目录	55
表格目录	56

一、国家战略升级，消费金融面临万亿蓝海市场

(一) 国家政策加码，消费金融利好频出

1. 两会首提消费金融，市场注入强心剂

2016年两会首次提出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。作为拉动内需的重要载体,消费金融在顶层设计中,有了更为清晰的着力点。同时,对于众多正在创新消费信贷产品的互联网金融公司来说,也是一针强心剂。

图 1: 2015 年 6 月最新成立的消费金融分布图



资料来源：益商金融研究院，中国银河证券研究部

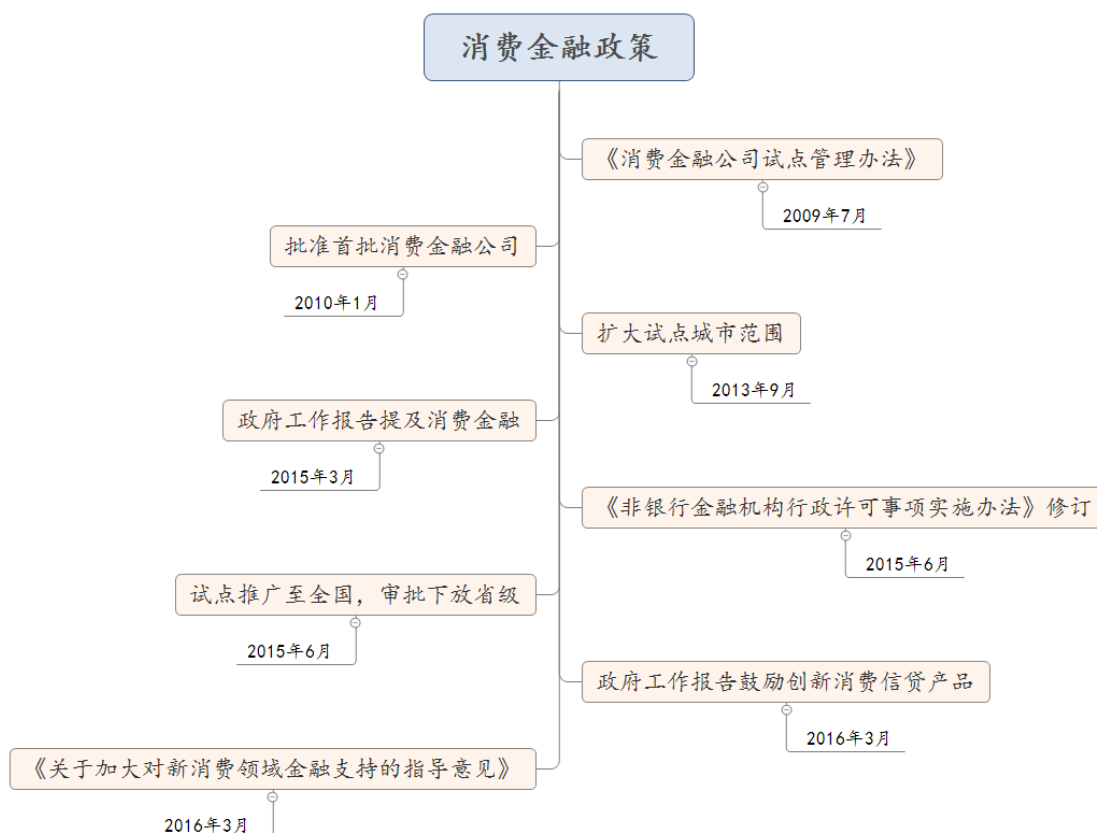
2. 多项消费金融文件出台，彰显国家决心

2015 年 6 月人民银行等十部委《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》积极鼓励互联网金融平台发展,提高金融机构的竞争力。提出支持有条件的金融机构开展网络消费金融等业务。由银监会负责包括个体网络借贷和网络小额贷款在内的网络借贷以及互联网信托和互联网消费金融的监督管理,还规定了互联网消费金融应当遵守的基本业务规则。

2015 年 11 月国务院印发《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》提出优化发展环境,发展消费信贷。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。

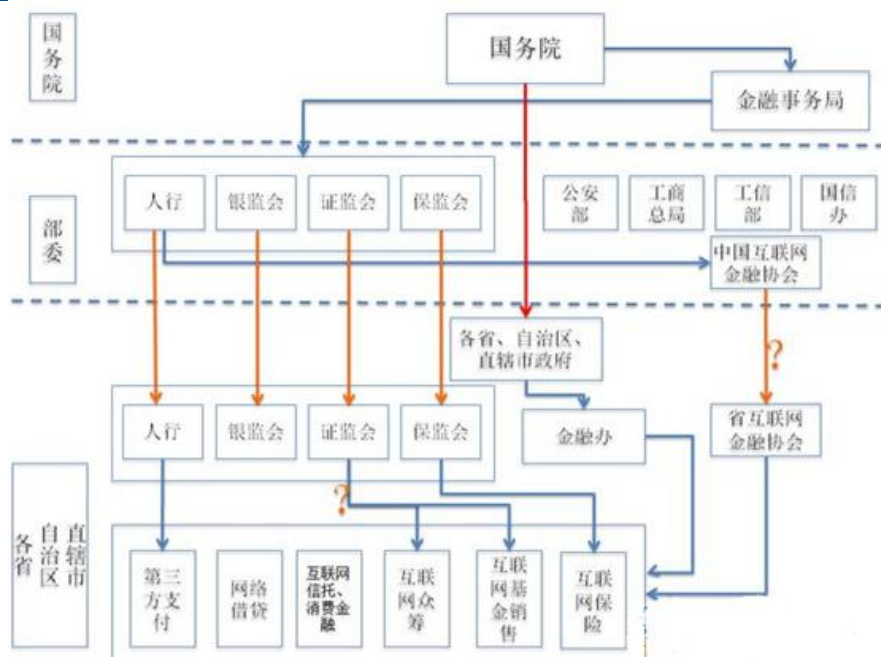
2016 年 3 月人民银行、银监会联合印发的《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》提出了一系列消费金融的细化改革措施。从积极培育发展消费金融组织体系,加快推进消费信贷管理模式和产品创新、加大对新消费重点领域金融支持、改善优化消费金融发展环境等方面提出了一系列金融支持新消费领域的细化政策措施。

图 2：消费金融政策



资料来源：中国银河证券研究部

图 3：互联网金融监管框架



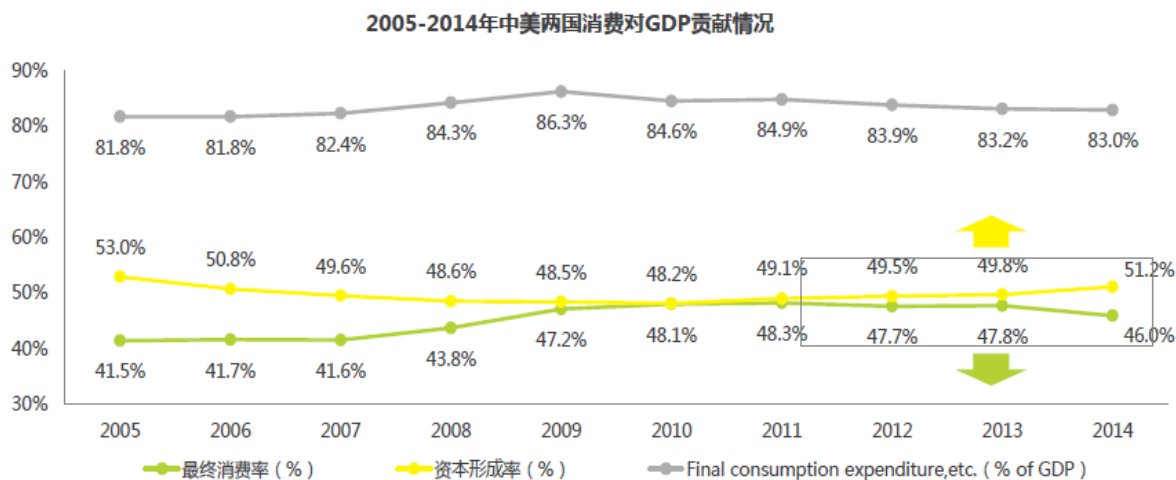
资料来源：www.lijinsuo.com, 中国银河证券研究部

(二) 居民消费潜力巨大,“互联网+”有效释放消费潜力

1. 消费潜力巨大,利好消费金融

未来的中国经济增长将依赖于对消费的拉动与刺激,利好消费金融产业的发展。随着国家保障体系的完善,居民消费需求逐渐增加。2014 年中国消费贡献率达 51.2%,2016 年消费贡献率达到 66.4%,比 2014 年高 15.4 个百分点,消费对 GDP 占比提升较快。居民消费的快速增长也将直接利好于消费金融产业的发展,而消费金融也将刺激居民消费的增长。

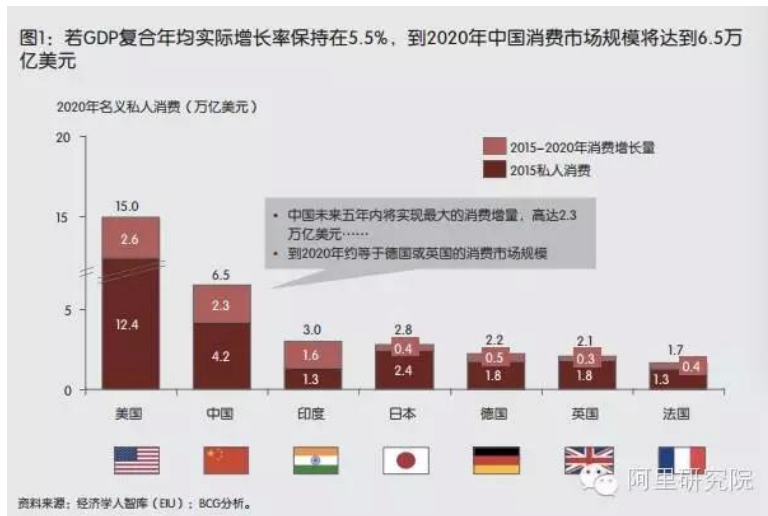
图 4: 2005-2014 中美两国消费对 GDP 贡献情况



资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究部

中国消费市场增长空间巨大。根据波士顿咨询公司 (BCG) 和阿里研究院近日联合发布《中国消费趋势报告——三大新兴力量引领消费新经济》报告, 即使中国的实际 GDP 增速进一步放缓至 5.5%, 到 2020 年, 中国的消费市场仍将扩大约一半, 达到 6.5 万亿美元的规模。未来 5 年消费市场所带来的 2.3 万亿美元增量, 相当于当下德国或英国消费市场的 1.3 倍。

图 5：中国消费市场潜力巨大



资料来源：阿里研究院，中国银河证券研究部

2. 互联网发展奠定基础，电子商务提出消费金融新要求

互联网的快速发展是消费金融行业发展的基础。2015年，中国整体网民达到6.8亿人，同比增长6%，而中国互联网普及率达50.3%，同比增长2.4%。随着我国互联网经济的发展，上网设备成本及使用成本的降低，将促进我国整体网民和互联网普及率的不断增长，消费金融行业发展有望进一步加速。

图 6：中国网民规模和互联网普及率



资料来源：CNNIC，中国银河证券研究部

电子商务的快速发展降低消费金融成本，并对消费金融安全性提出要求。2015年，中国电子商务市场交易规模突破18.2万亿，同比增长19.3%；预计未来将保持较快增长。电

电子商务的快速发展培养了用户在线消费、在线支付的习惯，降低了消费金融对于用户习惯的培养成本；另一方面，电子商务使得信息、商品、资金形成完善的闭环，伴随着交易规模的快速增长，对于消费金融的安全性和风险控制提出了更高的要求。

图 7：中国电子商务市场交易规模

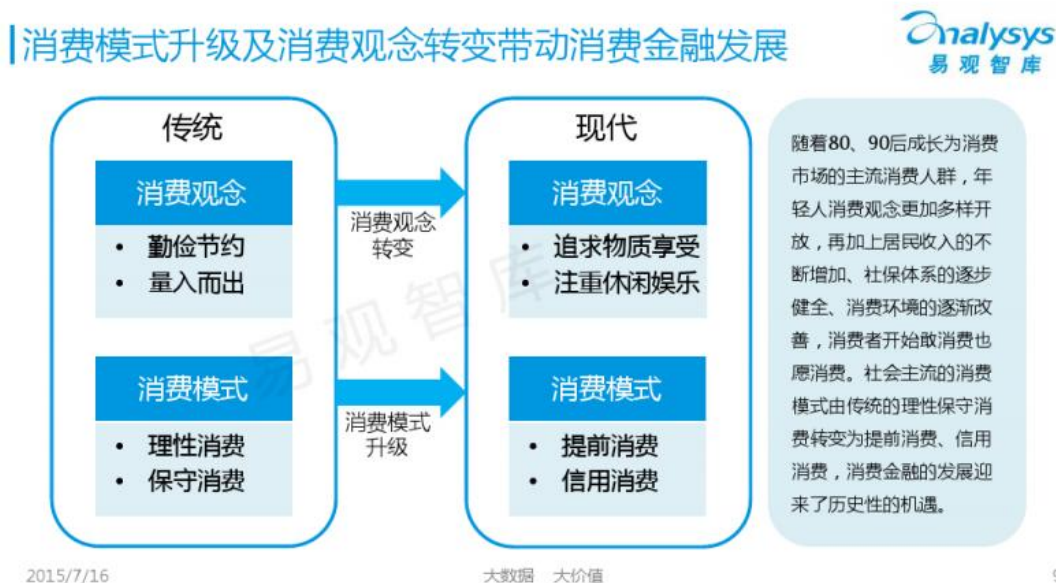


资料来源：互联网，中国银河证券研究部

3. 居民消费观念和消费能力逐步升级

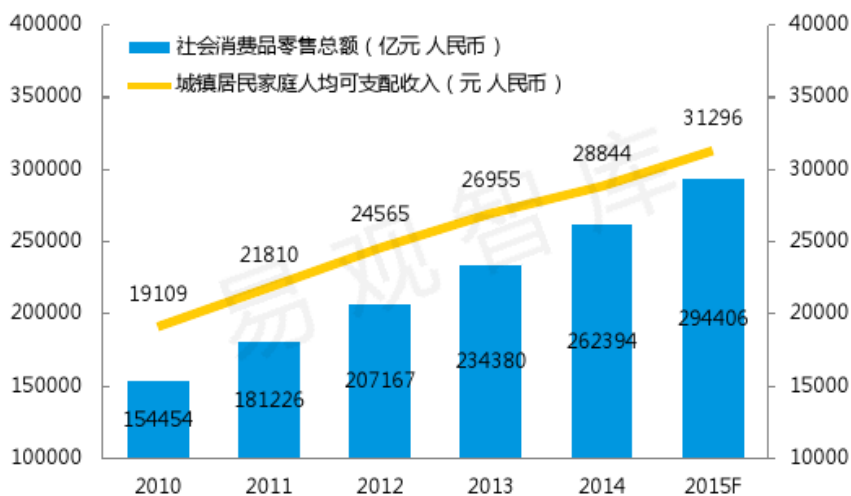
居民消费能力和消费观念逐渐升级，消费金融有望成为不断扩容的蓝海。随着国内人们消费能力提升、消费观念的改变，量入未出或许已不再适用，信用消费、超前消费的模式逐渐被消费者接受；智能设备、出境游及购物、文化消费的消费热点逐步涌现；跨境电商、O2O 等新的消费方式进一步促进网络消费的发展。

图 8：消费模式升级及消费观念转变带动消费金融发展



资料来源：易观智库，中国银河证券研究部

图 9：中国消费市场拥有巨大的潜力

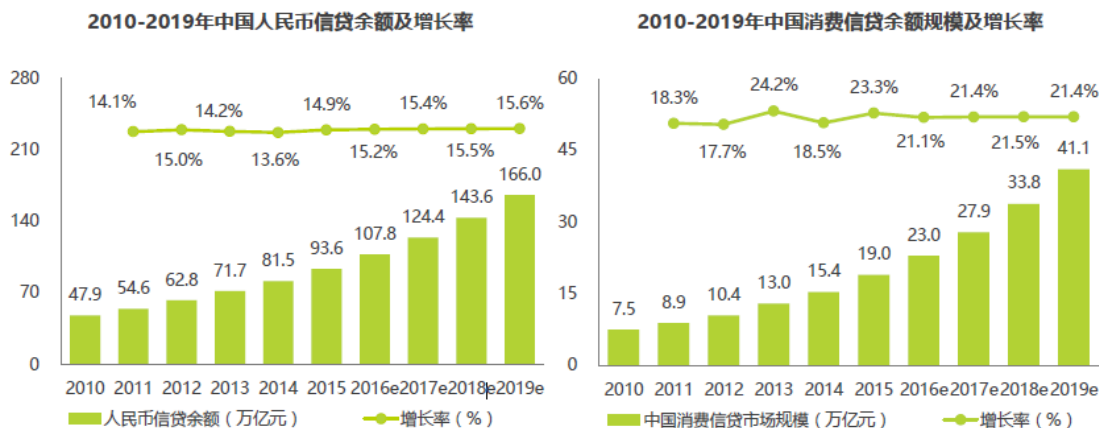


资料来源：易观智库，中国银河证券研究部

（三）消费金融空间广阔

中国消费信贷市场快速发展，消费拉动经济增长趋势预计持续显现。2015 年中国消费信贷规模达到 19.0 万亿，同比增长 23.3%，依然处于快速发展阶段。2016 年前后，我国信贷余额或将突破 100 万亿大关。中国消费信贷规模在未来依然仍将维持 20% 以上的快速增长趋势，预计 2019 年将达到 41.1 万亿，是 2010 年的 5 倍以上。消费拉动经济增长的趋势预计持续较长时间。

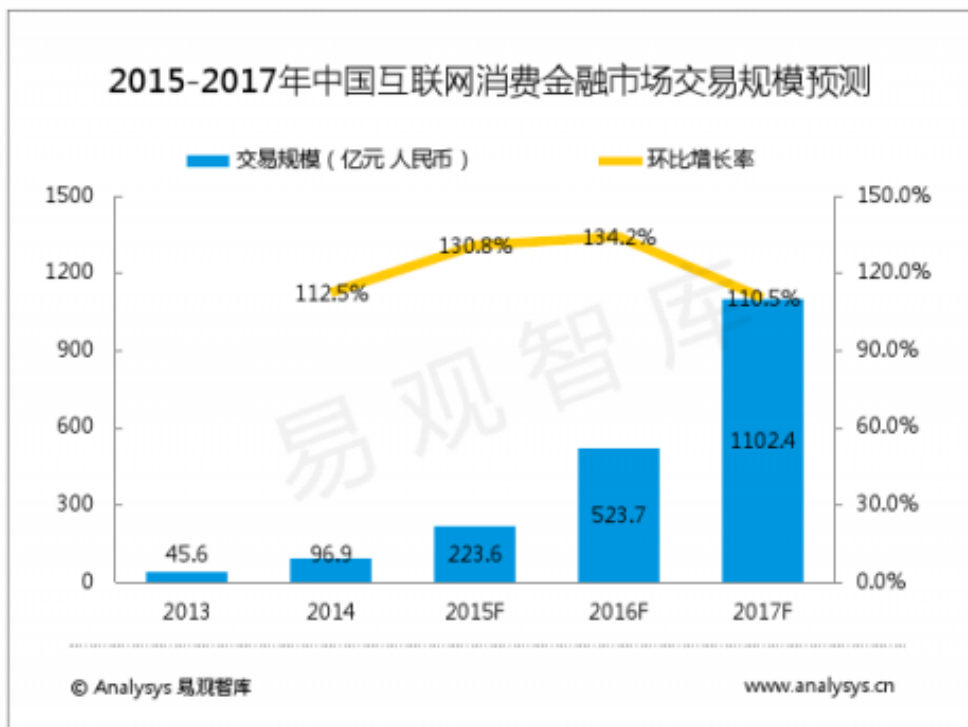
图 10：2010-2019 年中国人民币信贷市场



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

互联网消费金融市场预计发展迅速。中国互联网消费金融市场仍然处于市场初期阶段。预计在未来三年将保持爆发式增长。2014 年互联网消费金融市场交易规模达 96.9 亿元人民币，环比增长 112.5%。预计到 2017 年，市场交易规模将突破 1000 亿元人民币。

图 11： 2015-2017 年中国互联网消费金融市场交易规模



资料来源：易观智库，中国银河证券研究部

二、产业、金融资本广泛布局，行业爆发指日可待

（一）海外市场成熟，已形成代表性模式

国外金融系代表模式有桑坦德消费金融有限公司和美国运通公司，桑坦德主要是以消费金融公司主打，而美国运通主要是以信用卡为载体。海外互联网系的成功范例是日本最大的电商平台拥有者日本乐天株式会社。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。

表 1：海外成熟消费金融模式代表

	公司名称	公司基本介绍	业务模式	行业优势
金融系	Cetelem	法国巴黎银行的全资子公司，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	无需提供担保抵押，只要出示一定的收入证明就可以获得相应的消费信贷资金。	以金融机构为主体的直接营销模式，减少了信贷中间环节，节省了时间和中介费，需较多网店支持

	桑坦德消费金融有限公司	西班牙桑坦德银行有限公司的全资子公司,是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	以有稳定收入的中低端客户为主,全方位营销模式,注重延伸服务。
	OneMain Financial	大银行集团旗下,前身是花旗金融公司(Citi Financial),是美国最具有代表性的消费金融公司之一	客户群体主要是信用水平较低、难以获得商业银行贷款的中低收入客户。	花旗银行集团强大的品牌优势、庞大的客户群体、分布广泛的分支机构和向客户提供面对面的金融服务的能力
	Springleaf Financial Services	财团控股的金融公司(原AIG旗下American General Finance,后基金巨头Fortress Investment Group收购其80%的股份并更名)	业务类型与商业银行类似,但不能吸收存款。	相比存款性机构受监管较少,具有专业优势。
	HomeCredit Group	捷信,捷克PPF集团旗下消费金融公司	无需提供担保抵押,只要出示一定的收入证明就可以获得相应的消费信贷资金。	以经销商为主体的间接营销模式,收取一定管理费,消费金融公司和经销商经过协商分担相应的违约风险
	美国运通公司	国际上最大的旅游服务及综合性财务、金融投资及信息处理的环球公司	以商户回佣为主导、轻资产型模式,以商户刷卡回佣作为最主要的收入来源。	持卡人的消费能力很强,是其他卡的两倍。最大优势在于其资产占用率低,抵御信用卡风险能力强。
制造业系	福特汽车信贷公司	企业附属的金融公司(福特汽车公司的全资子公司),全球最大的汽车金融专业企业之一	签发或者购买来自福特、林肯汽车经销商的汽车购买或租赁分期付款	相比存款性机构受监管较少,具有专业优势。
	Ge Money	GE金融,GE集团旗下消费金融公司,世界上最大的零售业金融服务商	在线申请,灵活的促销和优惠利率,	快速的信贷决策和资金到位,高品质、热情的服务,最好的客户名单和直邮服务,免费在线培训客户的员工等

互联网系	日本乐天株式会社	日本最大电子商务网站“乐天市场”的经营者	电商平台进行顾客引流，与商户采取联营模式；利用平台完成了从订单、出库、配送、支付结算的一系列交易，形成了双向 O2O 和交易闭环。	完善的“数字-电商-金融”系统
------	----------	----------------------	---	-----------------

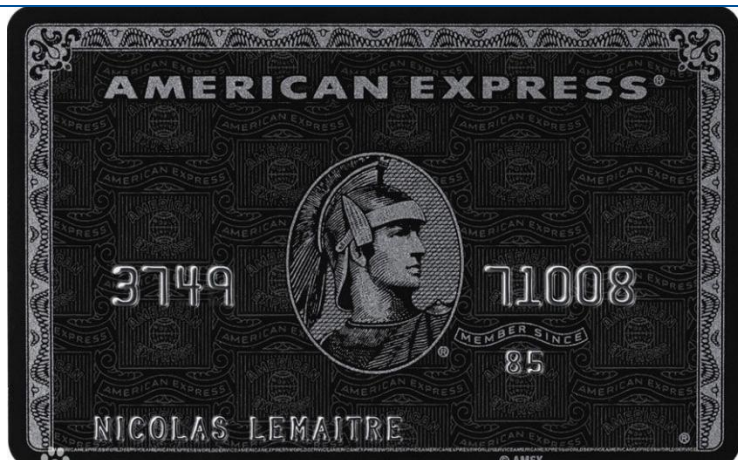
资料来源：中国银河证券研究部

桑坦德消费金融有限公司是西班牙桑坦德银行有限公司的全资子公司，全球最大的消费金融公司。其最富特色和效率的“漏斗式”营销模式+自动化的信贷管理为其奠定了行业领先的地位。桑坦德的“漏斗式”营销是与国内的汽车经销商和零售商合作，将办理贷款的场所直接放在经销商和零售商的营业网点中，借助商户营销，打开市场。公司根据经销商和零售商所收集的个人客户信息和付款记录，建立个人客户资料数据库，采取“漏斗”模式，基于一定条件筛选目标客户群，通过营销邮件、电话呼叫与短信等方式，进一步将其转变为直接个人贷款客户，不断扩大大客户群。桑坦德消费金融公司利用自动化的贷款审批系统，根据标准化的客户信息输入即可完成快速审批，并能够有效地控制有关风险，识别防范欺诈行为。通过自动化与高集成度的评分卡系统集中处理贷款申请，对客户进行贷款审批。公司日常业务中，87%的汽车贷款和 98%的耐用品贷款审批都通过评分卡进行，剩余的贷款则进入风险审批中心由分析师人工审批，较大程度地避免了人工处理的操作风险。桑坦德已经进军中国消费金融市场，2011 年与江淮汽车集团合资建立的瑞福德汽车金融有限公司，2013 年其以逾 3 亿入股北银消费金融公司。

美国运通打造“富人专属卡”，逆向从商户会佣中获利。美国运通是在反映美国经济的道琼斯工业指数三十家公司中唯一的服务性公司，作为全球最大的独立信用卡公司，运通公司旗下的运通卡知名度最高。运通卡通过其旅行服务业的主导地位，一经推出就获得了市场的广泛认可。运通卡一直致力塑造其富人卡形象，为了吸引优质客户，运通为最高级的百夫长卡用户提供许多专属服务，可以自由进入全球主要城市的顶级会所，可以享有全球独一无二的顶级个人服务及品味超卓的尊享优惠，包括全能私人助理、专享非凡旅游优惠、休闲生活优惠、银行服务专员提供的银行及投资服务和 24 小时周全支持等。

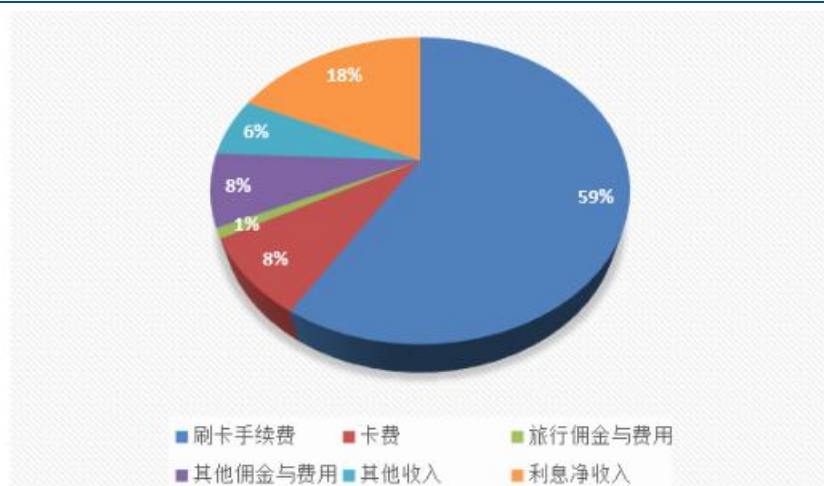
高端持卡用户为运通获得了与商户谈判中强大的议价权，与大多数美国公司以利息收益为主导不同，运通逆向而行，以商户刷卡回佣作为最主要的收入来源。运通卡的持卡人群消费能力非常强，年消费 7000 多美元，是其他信用卡的两倍，因而商户愿意为运通卡支付更高的回佣，美国运通卡的商户回佣率约为 2.46%。2015 年美国运通公司商户回佣和年费收入占业务总收入的 67%，然后才是利息净收入，仅仅占 18%。

图 12: 运通百夫长卡



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

图 13: 美国运通 2015 年收入构成



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

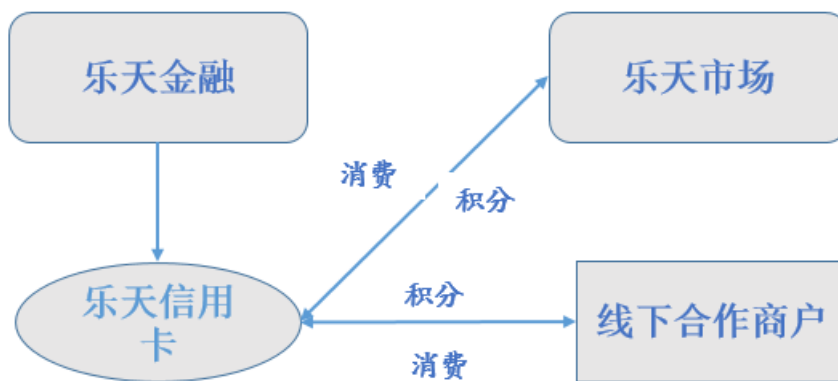
日本乐天以信用卡连接电商和金融，形成线上线下互动良性循环。日本乐天是日本最大的电商平台“乐天市场”的所有者，乐天集团主营业务主要分为电商和金融。乐天模式以电商为平台，通过低使用成本和便利优惠的电商购物吸引大量持卡用户，线上乐天与平台商户联营，线下日本乐天信用卡在日本拥有餐厅、网吧、驾校、旅行社等超过 37 万家合作商户，几乎涵盖生活的方方面面。用户在线上线下通过信用卡消费享受积分，信用卡的积分又可以继续在乐天百货或者合作商户线上线下购物，乐天信用卡有机地连接了乐天电商业务和金融业务，形成了良性循环。

图 14：乐天市场



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

图 15：乐天线上线下互动良性循环



资料来源：中国银河证券研究部

(二) 科技巨头纷纷涌入，商业模式迎来新变革

互联网巨头埋子布局，瞄准消费金融领域。消费金融领域由于监管和原有优势的问题，一直都是传统金融机构，特别是银行系的领地，但是近几年随着监管放开和巨大市场吸引，互联网巨头也开始纷纷涌入。京东是最早在消费金融领域布局的互联网巨头，2014 年 2 月京东消费金融推出业内第一款互联网消费金融产品——白条。随后阿里迅速进入，2014 年 7 月天猫推出天猫分期，也进入该领域。苏宁消费金融公司获得消费金融牌照，2014 年 12 月 11 日正式成立。2015 年 4 月百度推出百度有钱，抢滩互联网消费金融领域。

先入者京东创新不断，形成全市场消费金融生态圈。2014 年 2 月京东消费金融推出业内第一款互联网消费金融产品——白条，作为“第一个吃螃蟹的人”，京东创新不断。2015 年 6 月推出首款企业级消费金融产品“京东金采”；2015 年 10 月京东金融的“京东白条应收账款债权资产支持专项计划”在深交所挂牌，成为业内首款有影响力的互联网消费金融资产证券化产品。

京东金融通过其电商平台获取用户，为平台用户提供赊购，获得债权。基于京东多年来积累的交易数据，物流数据和仓储数据为基础的金融科技平台之上，并通过投资聚合数据、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，获得了投资者的认可，将债权打包成资产证券化产品通过券商资管在深交所挂牌，将债权卖给投资人，形成全市场消费金融生态。

图 16：京东消费金融生态圈



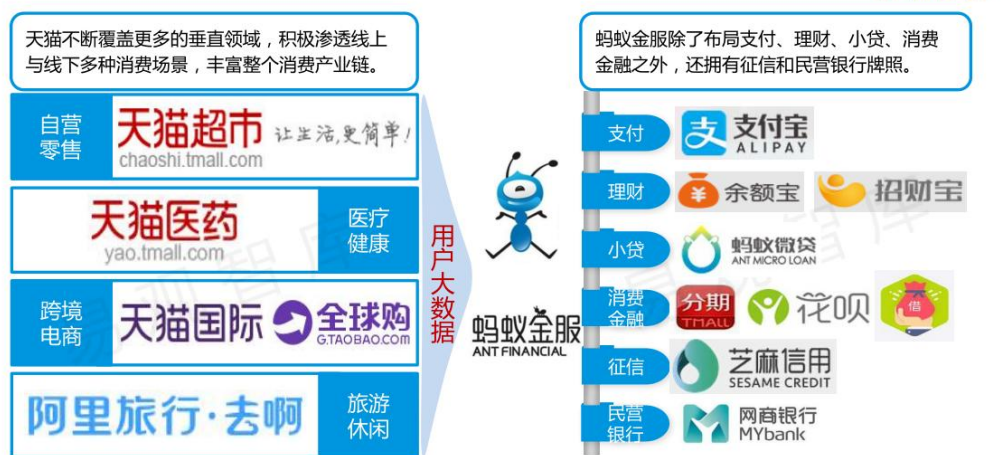
资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

阿里互联网金融全面布局，征信优势明显。阿里依托自身丰富的消费场景，先后推出了天猫分期购、花呗、借呗等互联网消费金融产品。其中，花呗只能用于在淘宝和天猫网购，而借呗申请到的借款直接打入支付宝并允许转入银行卡，资金可用于线下消费。借呗完全以芝麻信用分作为判断用户信用水平的依据，这是芝麻信用首次接入消费金融的具体应用场景。

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 17：阿里互联网金融全面布局

阿里在互联网金融领域全面布局



资料来源：易观智库，中国银河证券研究部

图 18：阿里互联网消费信贷产品



资料来源：易观智库，中国银河证券研究部

分期乐深耕校园消费市场，打造产业链闭环。分期乐的消费群体定位非常精准，专注高消费欲望低收入的高校大学生群体，通过地推团队开拓市场，产品包括分期购物、取现服务和分期乐信用钱包。截止 2015 年第 2 季度，分期乐业务覆盖全国近 3000 多所高校。目前已经在 35 个城市建立营销中心；覆盖北京、上海、广州、武汉、重庆等国内一二线城市所有高校，并在 35 个城市设立自提中心。分期乐的市场拓展策略主要是靠线下推广，全国地推人员超过两万名。其中：校园经理，负责高校校园方向的宣传、推广、配合片区经理推进校园各项线下工作的落地；高校代理、校园兼职，负责高校校园的宣传、传单发放、上门一对一营销的工作内容。

分期乐在产业链上游与京东进行战略合作，京东成熟完备的采购供应链可以为分期乐的用户提供更多正品低价的商品，京东自建的仓储物流体系可以保障了快递业务的及时准确。在下游并将债权通过自有的 P2P 平台桔子理财出售给投资者，形成产业链的闭环模式。分期乐独创立体式、全流程双引擎风险管控体系。一方面分期乐通过互联网的技术手段形成了依托于自有数据和外部合作数据的风险控制体系；另一方面，线下团队在风险控制层面也起到了重要作用，线下团队送货或者用户上门取货过程是风控的重要环节。

图 19：分期乐商业模式



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

图 20：分期乐地面营销团队



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

(三) 一级市场关注热度持续提升，布局多行业

一级市场关注的消费金融细分行业遍布征信、消费记账、农村金融、社区和餐饮、旅游、房地产和居家生活、汽车、黄金投资以及奢侈品。关注企业面向的对象主要分为两类，一类是定位非常明确的年轻人、大学生和白领；一类是以小微企业和个人消费信贷为主。消费金融信贷进行资产证券化的产品也已在深交所和上交所陆续上市，市场认购热情高。

表 2：一级市场关注子行业

子行业	品牌名	公司名称	一级市场融资	业务
征信	徙木金融	徙木金融信息服务（上海）有限公司	A 轮：数百万美元	利用机器学习、神经网络等算法开发先进的风险计量与定价模型，全面刻画消费者的信用特征，进而提供信用决策服务
	闪白条	北京闪信奇异科技有限公司	天使轮：500 万美元	通过对电商平台用户进行用户画像与风险评估，从而给予授信和信用消费额度
	观数科技	北京观数科技有限公司	天使轮：1000 万	为消费金融公司、P2P 企业、小贷公司等企业提供大数据风控和用户画像服务
旅游	首付游	上海晓途网络科技有限公司	A 轮：数千万；B 轮：亿元及以上	用户首付即可出发，再按总共 12 期进行付款。且平台上的全部产品为自采，资金端上，首付游主要以“优先游”为主，即用户预存一笔金额在平台上，锁定一年，便可获得一个旅游产品。
	多彩投	北京多彩投网络科技有限公司	天使轮：数千万	以创新的模式为包括客栈、精品酒店、旅游地产、海外地产以及文旅产业等提供包括股权众筹、权益众筹在内的互联网金融服务，同时将投资用户转换为消费用户，提高客户的粘性和满足客户的多样化需求。
房地产、居家生活	房司令	南京邦航投资管理有限公司	天使轮：1000 万；A 轮：1000 万美元；B 轮：5500 万；C 轮：2 亿	面向房东和房客间提供租房分期付款服务，让租客告别押一付三、年付、半年付等传统的付租金模式。
	点心贷	北京点心科技有限公司	天使轮：数百万人民币；A 轮：数千万人民币；B 轮：数千万人民币	一家专注于房地产领域的 P2P 借贷服务网站，提供首付分期、装修贷、家居消费贷等金融服务
	E 修哥	服家（上海）网络科技有限公司	天使轮：2000 万	一站式居家生活服务平台，以住宅微装修、精装修以及装修消费金融为主营，涵盖家政保洁、家电维修、强弱电维修、木工维修、泥瓦工维修、开锁等四百项细分类别的配套上门服务

	维信理财	维信理财有限公司	A 轮: 数百万美元; B 轮: 数千万美元; 上海	一家面向个人为主提供无抵押小额贷款的金融服务机构, 包括提供贷款融资及提供汽车、家庭耐用消费品及其它消费品之租购融资服务, 旗下有维信现贷、维信车贷
	网筑集团	绿城电子商务有限公司	A 轮: 6000 万美元; 杭州	旗下三家公司分别在 B2B、B2C 以及金融领域各显神通: 绿城电商为工程客户提供透明、高效、低成本的系统化解决方案; 屋牛电商则为消费者个体提供一站式家装服务解决方案; 仟金顶运用互联网技术为供应链提供金融解决方案, 促进供应链各环节流畅运转
	新融网	因微金融信息服务(上海)有限公司	pre-A 轮: 3000 万	一家网络 P2P 贷款服务商, 开发了“电视宝”、“物业宝”等“互联网金融+生活场景”类消费金融信贷服务
汽车	滴士分期	北京亿家联信科技有限公司	A 轮: 数百万美元	一个针对出租车司机、专车司机、有车人士等提供在线个人分期消费和信贷服务的互联网金融平台
黄金投资	黄金钱包 G-banker	北京盈衍网络科技有限公司	天使轮: 数百万; A 轮: 数千万美元; B 轮: 1.07 亿; B+ 轮: 5000 万	帮助消费者降低黄金投资门槛, 通过金条与黄金主题产品, 帮助消费者兼顾投资与消费的双重属性
奢侈品	寺库网	北京寺库寄卖有限公司	A 轮: 1000 万美元; B 轮: 3000 万美元; C 轮: 数千万美元; D 轮: 1 亿美元; E 轮: 5000 万美元	为中国高端消费人群提供从奢侈品新品销售、鉴定评估、售后养护、到奢侈品再流通等全方位的“一站式”奢侈品专业服务
消费记账	口袋记账	上海奇鸟互联网金融信息服务有限公司	天使轮: 数百万; pre-A 轮: 1600 万	一款个人记账 APP, 旨在帮助用户更好地消费

农村金融	什马金融	什马互联网金融信息服务有限公司	A 轮数千万	服务于中低端收入人群的普惠金融服务平台，瞄准农村金融市场，以电动车垂直领域为切入点，帮助农民进行信用消费
社区、餐饮	哆啦宝	哆啦宝（北京）科技有限公司	天使轮：数百万；A 轮：1500 万；A+轮：数千万	率先提出 O2O 数据金融服务体系，基于移动支付，为以餐饮商户为主的生活服务类商户提供 O2O 数据金融服务，实现“支付+营销+金融”的战略规划

资料来源：中国银河证券研究部

表 3：一级市场关注细分市场

对象	品牌名	公司名称	一级市场融资	业务
年轻人、大学生、白领	分期乐	深圳市分期乐网络科技有限公司	A 轮：1000 万美元； B 轮：1 亿美元	为大学生提供分期购物、取现服务和分期乐信用钱包产品，上游与京东合作，下游利用自身 P2P 将贷款打包出售理财人。
	美利金融	天道计然（北京）网络科技有限公司	A 轮：6500 万美元； B 轮：数千万美元	通过定存宝、月息通等为年轻人提供个人消费金融业务，包括 3C 消费、租房消费、二手车消费等诸多场景消费
	买单侠	上海泰苍信息科技有限公司	天使轮：数百万；A 轮：1500 万美元；B 轮：数千万美元；C 轮：数千万美元	面向年轻人群的移动信用金融服务产品
	中青创投网	郑州盛丰金融服务有限公司	A 轮：3000 万	为学生及青年提供金融服务的公司，目前可以提供学生助学贷款、青年创业贷款、生活消费贷款等

	分期猫	上海亨元金融信息服务有限公司	A 轮数百万	为消费者提供分期付款商品购买服务的平台，目前主要服务于在线大学生和年轻白领
	爱学贷	杭州爱财网络科技有限公司	天使轮：1000 万；A 轮：4000 万美元；B 轮：3 亿	一家面向大学生的消费金融和分期付款服务平台
	学信通	温州众人通民间融资信息服务有限公司	天使轮：1000 万	面向高校学生提供信用生活的金融服务平台，与优质商家合作，为大学生提供信用生活金融服务，解决小额资金需求的同时上线大学生零钱宝，为大学生闲置零钱提供理财增值服务，零钱理财和消费体验两端服务共同建立大学生信用数据。
	斑马王国	斑马网信科技（北京）有限公司	天使轮：500 万；A 轮：数千万	面向城市白领和大学生提供按月交租的消费金融产品，提供限期的线上房屋租金借贷服务
	未来付网络	北京未来付网络技术有限公司	天使轮：2000 万	致力于为大学生提供一个可以“在校期间先消费、毕业工作再还款”的小额信贷电子购物商城
小微企业、个人消费	金融一号店	北京投融资有道有限公司	A 轮：1000 万；B 轮：数千万；C 轮：5100 万	通过互联网、移动互联网和 400 电话等通道，为小微企业和个人消费者提供金融产品信息、比较购买推荐、消费决策依据以及直接购买等服务

	即科金融	即科金融信息服务(上海)有限公司	天使轮: 数百万; A 轮: 数百万美元	针对线上线下的个人金融消费行为、提供及时准确的全方位消费金融解决方案, 助力线上线下的商户成长。
	铜掌柜	杭州铜米互联网金融服务有限公司	A 轮: 3500 万	跨境电商、融资租赁、供应链金融、消费分期
	米缸金融	上海米缸互联网金融信息服务有限公司	pre-A 轮: 6000 万	以 P2P、P2B 为主要模式的“生活场景理财”、“消费理财”平台, 以行业公认的低风险不动产质押资产为投资核心
	米么金服-么么贷	上海米么金融信息服务有限公司	A 轮: 数千万	专注于个人消费信贷的互联网金融公司, 产品覆盖个人账款代偿、消费代付、现金借款三大领域
	简单理财网	天津益阳煜赢网络科技有限公司	天使轮: 数百万; A 轮: 5000 万	个人间的小额信贷业务
	多钱网	成都多钱网络科技有限公司	A 轮: 数千万	一家贷款网络服务平台, 提供数百家银行、典当、小贷公司、金融公司等贷款机构打款产品服务, 覆盖消费贷款、经营贷款、车贷房贷等领域
	融 360	北京融世纪信息技术有限公司	A 轮: 700 万美元; B 轮: 3000 万美元; C 轮: 6000 万美元; D 轮: 10.35 亿	为个人消费者和微小企业提供金融产品的搜索、推荐和申请服务, 业务范围涵盖贷款、信用卡与理财

资料来源：中国银河证券研究部

1. 一级市场布局消费金融全领域，每轮融资多过千万级

对于消费金融的重要环节征信，徙木金融、闪白条和观数科技一级市场反响强烈，徙木金融 A 轮融资数百万美元，而闪白条和观数科技天使轮就已获得千万级融资规模。徙木金融利用机器学习、神经网络等算法开发先进的风险计量与定价模型，全面刻画消费者的信用特征，进而提供信用决策服务；闪白条通过对电商平台用户进行用户画像与风险评估，从而给予授信和信用消费额度；观数科技为消费金融公司、P2P 企业、小贷公司等企业提供大数据风控和用户画像服务。

消费金融的重要市场领域房地产和居家生活以及旅游方面，一级市场争相投资。房司令、E 修哥和新融网在天使轮融资即获得数千万的融资，其中房司令已经进行了 4 轮融资，总金额超过了 3 亿元。首付游、点心贷、维信理财和网筑集团融资规模也均超千万级。房司令的营运模式主要是为租客提供分期支付房租服务，解决一次性支付困难；E 修哥以住宅精装修、精装修以及装修消费金融为主营，涵盖家政保洁、家电维修、强弱电维修、木工维修、泥瓦工维修、开锁等四百项细分类别的配套上门服务。首付游用户首付即可出发，再按总共 12 期进行付款。且平台上的全部产品为自采，资金端上，首付游主要以“优先游”为主，即用户预存一笔金额在平台上，锁定一年，便可获得一个旅游产品。

对收入有限消费力强的大学生和白领，涌现了一系列的消费金融产品和公司，如分期乐、美利金融、买单侠、中青创投网、分期猫、爱学贷、学信通、斑马王国和未来付网络，资本市场连番投资，热情不减。分期乐为大学生提供分期购物、取现服务和分期乐信用钱包产品，上游与京东合作，下游利用自身 P2P 将贷款打包出售理财人。分期乐多次获得成功融资，2013 年 8 月，其获险峰华兴天使轮融资；2014 年 3 月，获经纬中国领投的数千万 A 轮融资；2014 年 12 月，由 DST (Digital Sky Technologies) 领投，贝塔斯曼、经纬中国以及险峰华兴跟投数亿 B 轮融资；2015 年 3 月，获京东商城战略投资。

图 21：分期乐成功融资



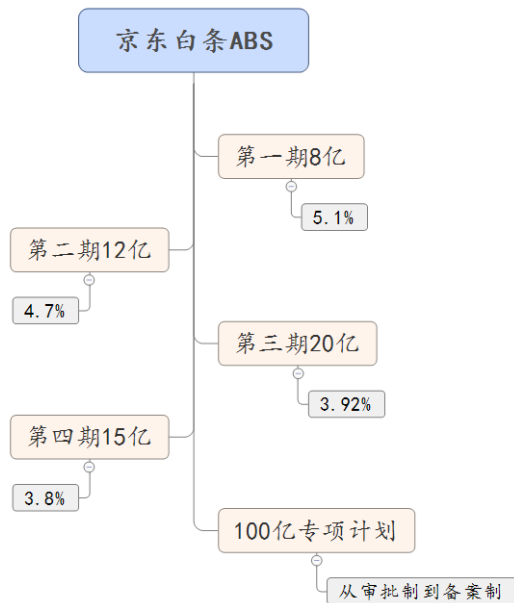
资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

2. 消费金融贷款 ABS 开始挂牌，获得市场认可

京东白条发行常态化，利率不断下降。京东白条 ABS 是京东金融所发行的资本市场第一个基于互联网消费金融的 ABS 产品，首期融资总额为 8 亿。目前已经先后发行四次 ABS，

总金额达到 55 亿元，一级市场非常看好，融资利率不断下降，2016 年第一期获得 3 倍认购。京东白条 ABS 的发行流程将从过去的审批制改为备案制，这意味着未来白条 ABS 的资金流动速度将加快。“京东金融-华泰资管 1-5 号京东白条应收账款债权资产支持专项计划”已获深交所确认，该专项计划申请总额为 100 亿元，从第一次发行起一年之内分五期发行，每期募集规模不高于 20 亿元。

图 22：京东白条 ABS



资料来源：中国银河证券研究部

分期乐 ABS 成功登陆上交所，首轮融资 2 亿元。2016 年 1 月 19 日，嘉实资本-分期乐 1 号资产支持专项计划资产支持证券正式成功发行并完成资产交割，这是国内第一单登陆上海证券交易所的互联网消费金融资产证券化产品，本次分期乐 ABS 首期融资总额为 2 亿元。

（四）二级市场启动布局，打造消费金融资本盛宴

基于一级和海外市场的关注，二级市场也开始布局，未来行业爆发的机会大，资本盛宴“占座”拉开帷幕。在一级市场引爆的同时，二级市场与消费金融相关联的公司和企业，也越来越值得资本市场的重视，如以银行卡商品邮购分期业务、服务权益分期业务及信用卡账单分期业务为主的旗计智能；基于铁路场景的消费金融服务的光大消费金融公司；还有玩校和完美校园、联动优势、卡友支付、中融金（好贷宝、钱包生活、卡惠）、华道征信、易安保险、贷款通、易付宝、苏宁消费金融公司（任性付）等等。

表 4：二级市场值得关注的企业

品牌名	公司名称	城市	消费金融相关业务
旗计智能	康耐特	上海	银行卡商品邮购分期业务、服务权益分期业务及信用卡账单分期业务
光大消费金融公司	世纪瑞尔	北京	基于铁路场景的消费金融服务
玩校、完美校园	新开普	郑州	与招商银行合作，对大学生和校友提供金融支付、分期贷款、校友基金、生活服务、学习成长、就业创业等服务
联动优势	海立美达	青岛	第三方支付业务，“支付+信息服务”
卡友支付	达华智能	中山	打造涵盖平台、应用、渠道三大结构的“场景金融”生态链，拥有线下支付收单牌照、第三方支付牌照及保理资管牌照
拉卡拉	西藏旅游	拉萨	以第三方支付为核心，向企业用户和个人用户提供第三方支付服务及信贷、征信等综合服务。
中融金（好贷宝、钱包生活、卡惠）	奥马电器	中山	互联网借贷平台“好贷宝”
华道征信、易安保险	银之杰	深圳	华道征信：个人征信；易安保险：互联网保险；线下收单、银网通

贷款通	生意宝	杭州	中小企业贷款服务平台
易付宝、苏宁消费金融公司(任性付)	苏宁云商	南京	支付、理财、众筹、个人消费信贷、供应链金融

资料来源：中国银河证券研究部

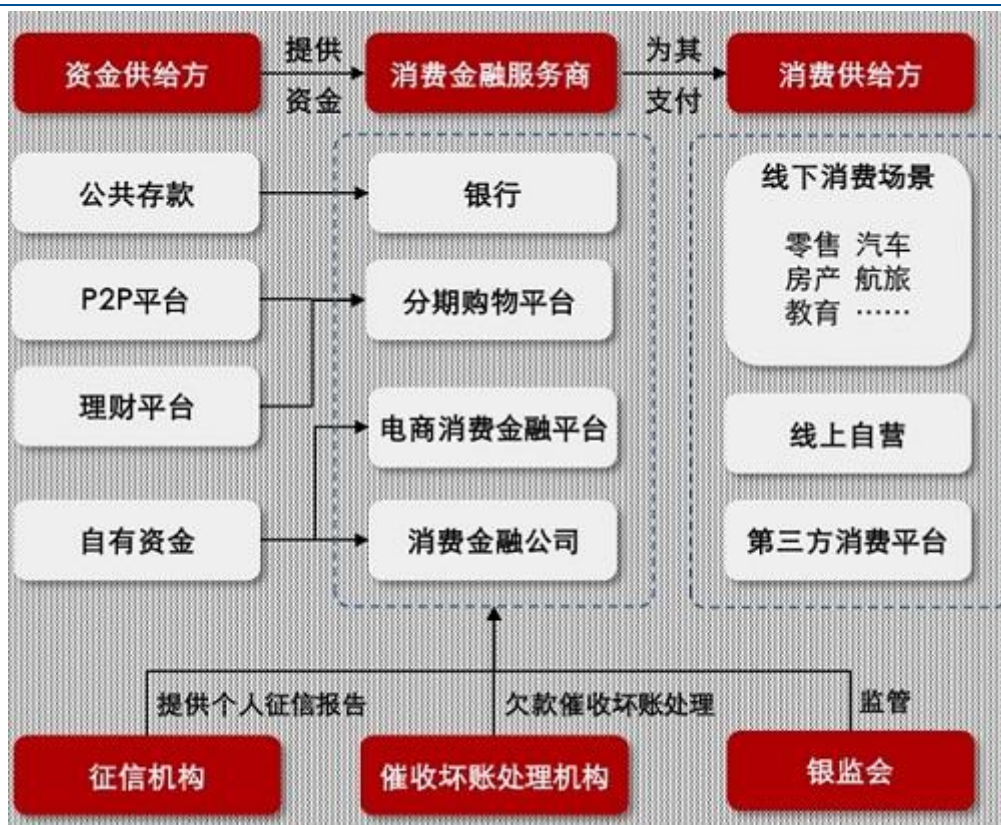
三、行业竞争格局多足鼎立，银行系有望占先

(一) 消费金融产业链长，遍及国计民生

1. 产业链：资金供给方-消费金融服务平台-消费供给方-监管征信催收

完整的消费金融产业链包括上游的资金供给方、消费金融核心圈及下游的监管机构和催收机构，其中消费金融核心圈又包括消费金融服务提供商、零售商、消费者和征信机构四部分组成。

图 23：互联网金融服务平台



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

上游的资金供给方包括消费金融服务商的股东、消费金融服务商的资产受让方、P2P 网贷平台投资人等。上游资金供给方主体多元化，资金供给形式多样，根据消费金融服务提供商的不同，上游资金供给方及资金供给形式都存在差异。

对于银行而言，上游主要是储户、股东和信贷资产证券化的投资机构，资金供给形式主要表现为储蓄、出资和投资。对于消费金融公司，上游主要是股东，资金供给形式表现为出资；对于趣分期和分期乐等大学生消费分期平台，上游主要包括资产证券化受让方（如火球网）、P2P 网贷平台投资用户等。趣分期和分期乐为典型的大学生消费分期平台将签约的资产迅速转让给上游资金供给方，通过资产证券化减少占用自有资金甚至基本不用占用自有资金，这种模式已经走到传统金融资产证券化的前面。

消费金融核心圈又包括消费金融服务提供商、零售商、消费者和征信机构四部分组成。

消费金融服务提供商包括银行、消费金融公司、大学生消费分期平台、提供消费分期服务的电商平台、P2P 网贷平台等。零售商是广义的零售商，包括各种消费品和服务的经销商。消费者是购买产品和偿还贷款的主体。第三方独立征信与评级在现阶段有待建设，消费金融服务提供商风险控制成本较高。在消费金融核心圈中第三方征信与评级是消费金融服务提供商风险控制的关键环节，但目前国内信用体系建设滞后，个人征信与信用评级体系在现阶段处于缺位状态。

下游的催收方是专业的催收公司，坏账收购方是专门收购坏账的金融机构。监管方包括人民银行、消费品领域各部委和各行业协会。下游催收行业尚未形成规模，坏账收购方目前只有四大资产管理公司专门银行业坏账，对消费金融坏账处置机制尚未形成，消费金融坏账将主要由消费金融服务提供商或资金供给方承担。催收行业刚刚起步，相应的法律法规尚未建立，对催收行业的正常发展缺乏规范，消费金融坏账难以通过催收收回。消费金融行业规模仍然较小，消费金融坏账相对于银行业坏账微乎其微，针对消费金融坏账的处置机制短期内难以形成，消费金融服务提供商或资金供给方将承担实质坏账。

2、消费金融服务提供商模式比较

消费金融服务提供商是消费金融产业链中的核心，包括银行、消费金融公司、大学生消费分期平台、提供消费分期服务的电商平台、P2P 网贷平台等。

表 5：消费金融服务提供商模式比较

	银行	消费金融公司	电商	P2P 小额贷款平台	分期购物平台
客户群体	通过自身银行业务积累大量客户资源，成为潜在客户	受众较少，主要是中低收入人群	通过自身电商及支付业务，覆盖大量线上消费者	针对白领、有固定收入群体	针对特定用户如大学生，绝对数量不占优势
征信风控	成熟的征信和审批模式，但是方法传统、效率较低	风险容忍度较高，审批效率明显高于银行	通过积累大数据开展征信业务，高效准确	风险容忍度较高，效率较高	具有互联网特色的风控体系，相比传统机构更有效率

资金来源	资金来源于存款，成本低且来源稳定	股东资金、机构拆借、资产证券化	股东资金、资产证券化	P2P 理财用户、机构拆借	股东资金、P2P 理财用户、机构拆借
模式特征	业务模式十分成熟，但审批要求严格、贷款周期长	现有模式服务群体过小、需要丰富创新业务模式，资金成本过高	用户覆盖优势明显，业务创新及大数据等技术能力突出	消费场景含线上及线下，营销方式侧重线上，风控方式为纯线上	高度垂直化、受众群体小，各方面能力均有待提升

资料来源：中国银河证券研究部

分机构来看，银行在风控经验、体系和模型方面有着成熟的运营模式，贷款审核方面较为严格，即使出现不良贷款，银行有一套完整的机制进行处理，风险系数相对较低。银行的风险控制基于线下，第一个是征信，第二个是职业，第三个是收入证明，第四个是抵押资产。银行之间征信主要是通过第三方机构建立客户“信用档案”(即个人信用报告)，再提供给各家银行使用。银行在消费金融领域关注比较多的是大数据，消费金融需要运用大数据对应场景的还原，包括消费习惯、收入支出、投资情况，甚至预测资金流，通过场景还原来预测一个人未来的还款能力。

电商平台凭借大量基于消费场景的客户资源，目前国内的三大电商平台天猫、京东、苏宁都分别推出了消费金融产品。基于自身庞大的流量，各大平台拥有用户消费行为及喜好数据，建立了自己的风控机制。但是由于其平台性质，与银行相比电商消费金融发生逾期不还概率较高，自身信用风险相对较高。

消费金融公司及 P2P 平台没有像银行一样成熟的风控运营体系，也不具备像电商巨头多元化的数据资源，因此市场竞争力相对处于弱势，目前多数企业寻求与第三方征信机构合作。比如第三方征信机构的反欺诈和信用评分产品，消费金融公司通过运用征信公司开发的反欺诈产品，过滤掉一些有欺诈的客户和不良的客户；如果客户发生手机号或者其他信息变动，征信公司会提醒消费金融公司该客户的信息变动，并相应调整信用评分。这种方式虽然可以降低一部分风险，但对平台的利润也会有一定影响。因此这类机构还需要在充分发掘消费场景的基础上加强风险控制管理。

图 24：互联网金融公司通过不同方式完善风控体系



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

从消费金融余额的角度看，我国商业银行依然是消费金融的核心参与主体。与此同时，商业银行的消费金融业务的发展是当前扩大我国国内需求与促进经济增长、调整经济结构的重要途径之一。我国商业银行消费金融业务的核心结构包括个人住房贷款、信用卡、汽车贷款和其他消费性贷款等产品。

图 25：商业银行依然是消费金融的核心参与主体

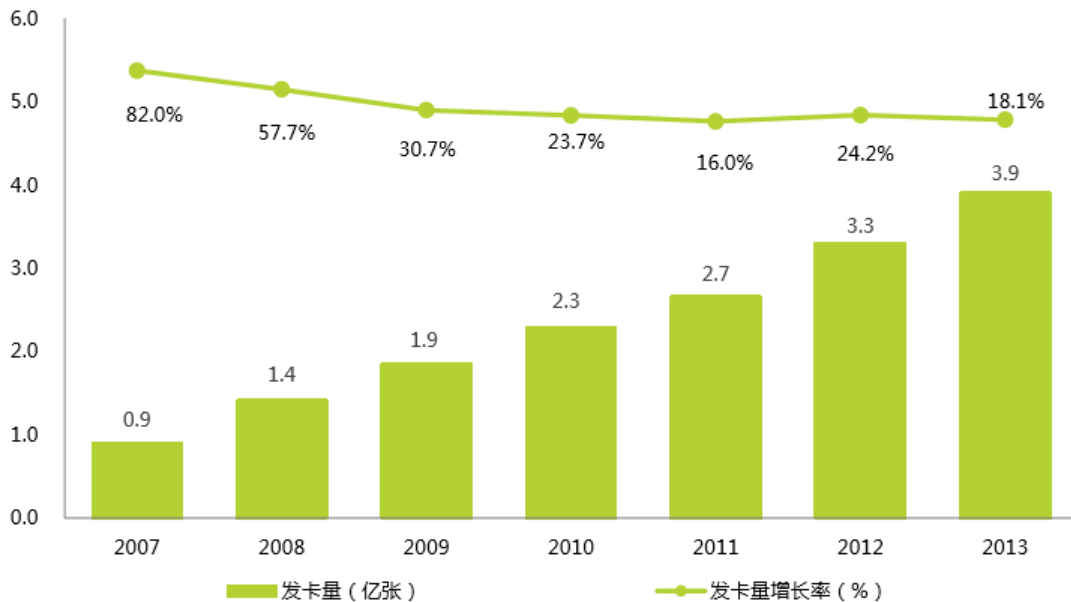


资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

近些年我国房地产市场快速发展，较大程度上刺激了我国住房消费金融市场的快速发展。而对刺激消费，推动我国消费金融市场高速发展具有实际意义的则来自于信用卡市场的活跃。截止至 2013 年，我国商业银行信用卡发卡量达到 3.9 亿张，增长率达 18.1%，人均

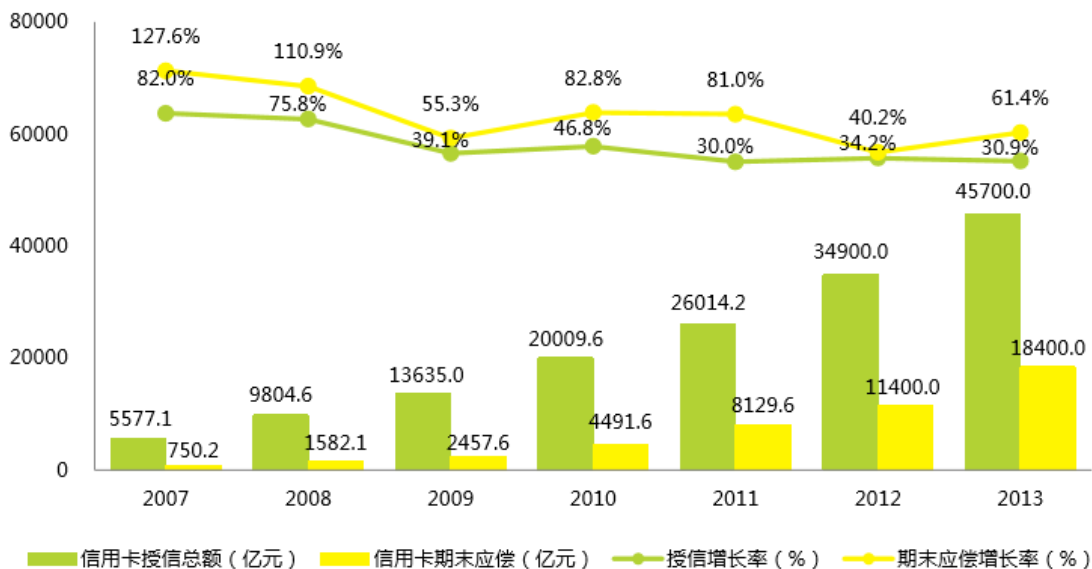
信用卡持卡量已经增长至 0.29 张。随着信用卡发卡量的增加，2013 年信用卡授信额度业增加至 4.6 万亿，增长率高达 61.4%，信用卡使用率达到 40.3%。

图 26：2007-2013 中国信用卡发卡量及增长率



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

图 27：2007-2013 中国信用卡贷款发展情况



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

（二）传统金融机构加快发展消费金融业务

传统金融公司握有消费金融公司的多数牌照，银行系的消费金融公司的运营产品主要

脱胎于传统的金融信贷，适当加入了互联网技术加速了贷款申请流程。中银消费金融公司是第一批的消费金融公司之一，属于传统四大行之一的中国银行附属公司，目前，中银消费金融的合作商户及网点已达 500 多家，遍布全国 80 多个城市。产品主要分三类，第一类现金贷，专为个人消费贷款，分为信用贷款和抵押贷款，申请流程和传统银行业贷款流程类似，需要现场申请和审核。第二类商户专享贷款，分为语言培训、职业技能、装修专享和租房专项四个方面，消费者在与中银合作商户处消费，可以为消费者提供专属的消费金融解决方案，其申请流程相对于第一类较为简单，可以直接线上申请。第三类，互联网贷款，其分为三个子产品：信用金、旅游专享和信用启航，其审核流程更为便捷，直接网上注册申请，然后自动审核。

图 28：中银主要产品



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

图 29：乐享贷申请条件及流程

申请条件

- 1 年龄18-65周岁的大陆公民
- 2 在申请地有稳定工作和收入
- 3 申请人无不良征信记录
- 4 客户需有本人名下的当地房产

申请流程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

传统金融机构也开始进军互联网金融领域，平安集团旗下平安普惠即是传统金融和

互联网结合的范例，借助传统的渠道和征信优势，植入互联网因子，平安普惠占据了 P2P 最大市场份额，创新地推出了多款消费金融产品。平安集团旗下平安普惠已成长为中国最大的消费金融品牌，累计帮助超过 200 万客户获取超过 800 亿元贷款，拥有全国最大的 P2P 交易规模，销售复合增长率超过 100%。近 4 万人的线下销售和服务团队，分布于全国 170 余个城市近 800 家网点，线上超过 3000 人的远程销售服务团队，7*24 小时为个人及小微企业客户提供专业的消费金融服务。

“保证保险+银行贷款”平安普惠主打七大类产品：i 贷、宅 e 贷、优房贷、寿险贷、车主贷、业主贷、薪金贷，i 贷实行纯线上运营，最快可实现 6 分钟放款，效率较高；其中抵押贷款实现 APP 端全线上自助还款。2015 年集团整合平安信保、平安直通贷款业务、陆金所辖下的 P2P 小额信用贷款业务及富登融保业务，成立平安普惠金融业务集群，专注解决个人和小微企业的消费金融需求。

图 30：平安普惠主要产品



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

图 31：平安普惠产品分类

无抵押业务

无抵押、门槛低、申请易、放款快

主打产品：优房贷、iPOS 贷、POS 贷、车主贷、寿险贷、业主贷、薪金贷、车商贷。

专属通道，便捷体验！

创新产品：平安普惠贷—纯线上产品“刷脸”识别，最快 6 分钟放款，比更快！

全国 170 余个城市近 800 家网点竭诚为您服务。

有抵押业务

申办超快速，流程极简单，放款额度高，还款自由灵活

主打产品：宅 e 贷，住房抵押贷款，颠覆传统，首创纯线上申请，贷你改变未来！

产品特点：最快一天即可放款，每房最高可贷 500 万，APP 端全线上自助还款，四种

还款期限可选，提前还款无违约金



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

(三) 银行系有望成为消费金融的领头羊

消费金融群雄角逐，四派系各具优势。目前我国消费金融的服务商主要参与机构包括：银行、消费金融公司、电商和其他分期平台。四方派系各有优势，银行系拥有大量潜在客户和成熟的征信体系，资金实力雄厚。消费金融公司审批程序比银行更为有效，而且具备政策支持。电商系可以覆盖大量消费者，利用消费记录完成审批，具备快速有效的征信体系。分期购物平台在风控方面相对于传统银行较为有效。

图 32：消费金融平台对比

| 四种互联网消费金融平台差异化比较

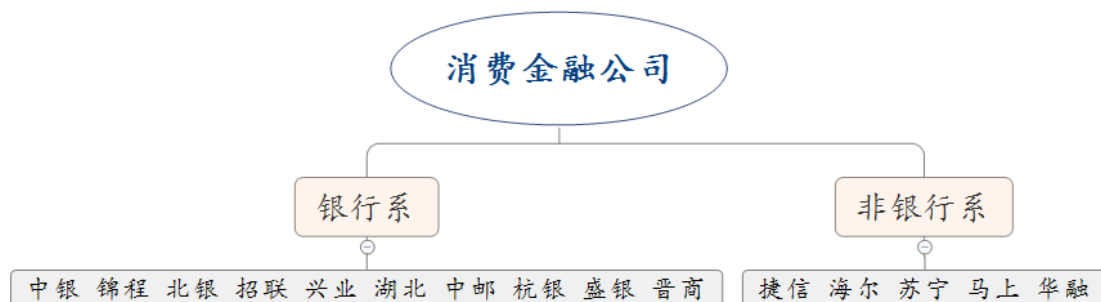
Analysys
易观智库

	银行	消费金融公司	电商	分期购物平台
客群覆盖	通过自身银行业务，拥有大量潜在客户	业务模式接受程度不高，覆盖用户群体较小	通过自身电商及支付业务，覆盖大量的消费者	针对性的用户覆盖，目前绝对用户数量并不大
审批模式	成熟的征信及审批模式，但效率较低	风险容忍度略高，审批程序比银行更有效率	可借助用户的消费记录完成审批，并开展征信业务	征信模式比较初级，具有互联网特色的风控体系相对传统机构更有效率
资金来源	资金来源于吸收的存款，成本低，来源稳定	资金只能来自于股东资金及金融机构间拆借	资金来源于股东资金，但自身资金实力雄厚	资金除了来源于自身外，还来自于P2P理财用户及传统金融机构
	业务模式成熟，主要劣势在于审批要求严格，周期较长	现有业务模式受众较小，亟待丰富创新自身的服务模式	用户覆盖优势明显，业务创新及大数据等技术实力突出	新兴的互联网消费金融模式，各方面能力均有待提升

资料来源：易观智库，中国银河证券研究部

银行系掌握稀缺牌照，占据先期有利地位。第一批获得牌照的 4 家消费金融公司，3 家都是银行系。截止 2016 年 2 月 24 日，全国发放了 15 个消费金融牌照，15 家消费金融公司分别是北银、中银、锦程、捷信、兴业、海尔、招联、湖北、苏宁、马上、中邮、杭银、华融、晋商和盛银消费金融公司。申请消费金融牌照的标准中存有两大门槛：一是近一年营业收入不得低于 300 亿元；二是主发起人必须是金融机构，且所占该公司股份不少于 30%。这意味着大量的中小型金融公司和大型电商会受到限制，银行系得利。目前牌照资源相对稀缺，其中银行系占据了 10 家。银行系目前掌握了稀缺的牌照资源，获得了先机。

图 33：消费金融公司



资料来源：中国银河证券研究部

由于银行能够直接吸储，银行系有资金成本优势。不同类型消费金融机构借贷成本差

异主要体现在融资渠道上，其中银行能够吸储，资金成本最低；持牌消费金融公司主要是自有资金，同时可以通过同业拆借、发金融债券等方式融资，成本仅次于银行；电商平台大多依赖于自有资金，近年来开始通过 ABS 有效盘活资产，成本再高一些；垂直领域消费金融公司融资渠道与电商类似，但由于资产规模较小，通过 P2P 平台的融资成本最高。

监管政策下利好银行系，有望成为领头羊。2016 年 4 月 14 日，国务院组织 14 个部委召开电视会议，将在全国范围内启动有关互联网金融领域的专项整治，为期一年。当日，国务院批复并印发与整治工作配套的相关文件。今年的互联网金融将是以监管为主，P2P 网贷将是整治的重点领域。消费金融领域的电商系和分期平台系的一部分资金就来自于互联网金融，这将在一定程度上压抑消费金融领域的电商系和分期平台发展，从而有利于银行系。

同时，我国商业银行消费金融业务的发展存在一些制约因素和问题，需要与合作伙伴一起开发消费金融市场。首先，传统金融企业的风控模式依赖于质押、抵押以及担保，对于具有小金额、高频次、大批量的小额消费信用贷款而言成本过高；其次，我国缺乏完善的个人信用征信体系，过度依赖于央行征信系统所记录的商业银行的信贷记录，并没有形成来自于全社会的跨平台的信息整合和分享；第三，商业银行信贷业务覆盖面受限于物理网点，且居民收入和消费能力差异大，造成地区之间、城乡之间发展的极度不均衡；最后，没有多样化的个人消费金融产品以及针对不同消费领域和行业的服务能力，造成全行业的服务能力单一、产品同质化。

四、互联网消费金融是趋势，场景和风控是关键

（一）线上消费市场是未来行业发展趋势

传统消费金融主要针对有大额消费需求及进行信用卡消费的人群；与用户互动程度较浅，用户对服务的感受更多是对资金整体的处理，与用户互动方式更为模式化，用户参与感较少；传统消费金融的扩张主要依托传统金融商品或线下消费场景中的营销能力；实质是以延迟支付来充分利用货币的时间价值，银行作为资金及资金信息的持有、管理方，是传统业态中资金流通的必经渠道。

互联网消费金融主要针对网购人群，覆盖电商平台上的所有可消费信贷；与用户互动程度较深，用户对服务的感受随着每一次消费商品数量的增加而增加，与用户互动方式更加灵活多样；线上消费金融的扩张潜力依托互联网平台及在年轻人中间高普及率的社交网络；实质是敲碎商品的价值和使用价值，使之高频率、低额度的进行交换，架空了银行渠道，让市场来影响作为消费品价值一部分的资金价值的定价。

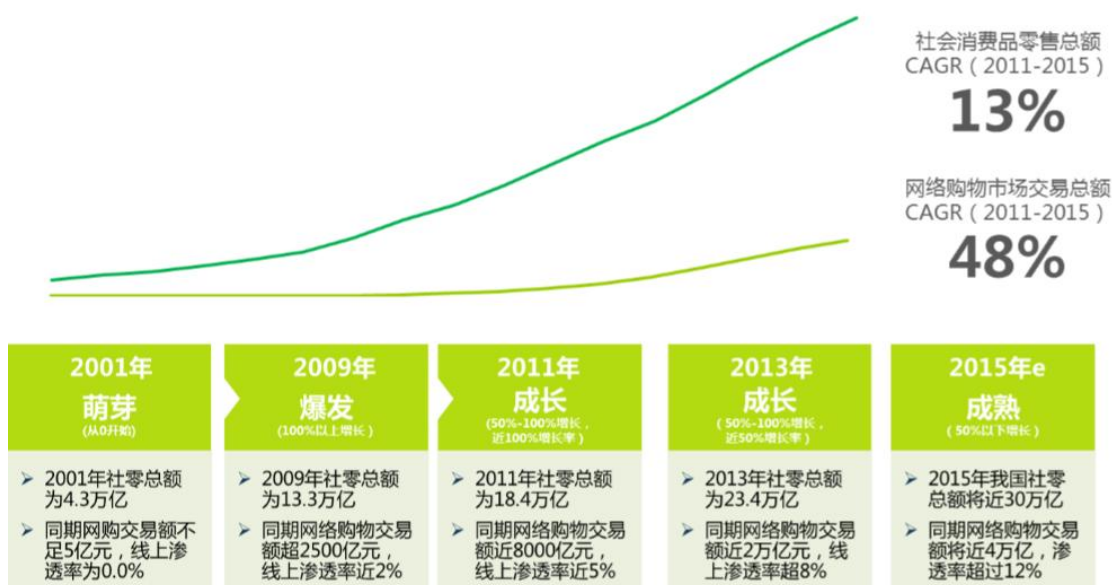
图 34：传统消费金融和互联网消费金融对比

传统消费金融	互联网消费金融
<p>覆盖人群范围： 有大额消费需求的人群 以及进行信用卡消费的人群</p> <p>覆盖商品范围： 大额消费信贷 信用卡消费信贷</p> <p>使用频率： 随消费的商品数量的增加而增加</p> <p>与用户互动深度： 用户对服务的感受更多是对资金整体的处理 方式更为模式化，用户参与感较少</p> <p>扩张潜力： 依托对传统金融商品或线下消费场景中的营销能力</p> <p>实质： 以延迟支付来充分利用货币的时间价值，银行作为资金及 资金信息的持有、管理方，是传统业态中资金流通的必经 渠道。</p>	<p>覆盖人群范围： 80/90后为主 以及其他年龄段进行网购的人群</p> <p>覆盖商品范围： 大额信贷：车贷、房贷 电商平台上的所有可消费信贷</p> <p>使用频率： 随消费的商品数量的增加而增加</p> <p>与用户互动深度： 用户对服务的感受随每一次消费商品数量的增加而加 深，方式更为灵活多样</p> <p>扩张潜力： 依托互联网平台及在年轻人中高普及率的社交网络</p> <p>实质： 敲碎商品的价值和使用价值，使之高频率、低额度的进 行交换，架空了银行渠道，让市场来影响作为消费品价 值一部分的资金价值的定价</p>

资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

2011-2015 年，网络购物市场交易总额复合增速达到 48%，远超过社会消费品零售总额 13% 的增长速度。与此同时，电子商务在传统经济中持续渗透。电子商务迅速改变了消费者的行为习惯和商家的经营模式与策略。电子商务正在成为传统经济的助推器，并帮助市场经济消除地区和城乡差异。电子商务的发展使得消费金融的线上化成为现实。而数字化的产业链、平台积累下的大量数据以及支付工具、物流渠道的结合也促进了新的金融风险控制模式的诞生。传统金融风控模式在应付大量小额信贷需求时有明显短板，互联网及大数据技术将在高频、小额消费金融领域发挥核心作用，补充和提升传统金融的覆盖范围与能力。

图 35：中国电子商务产业发展现状

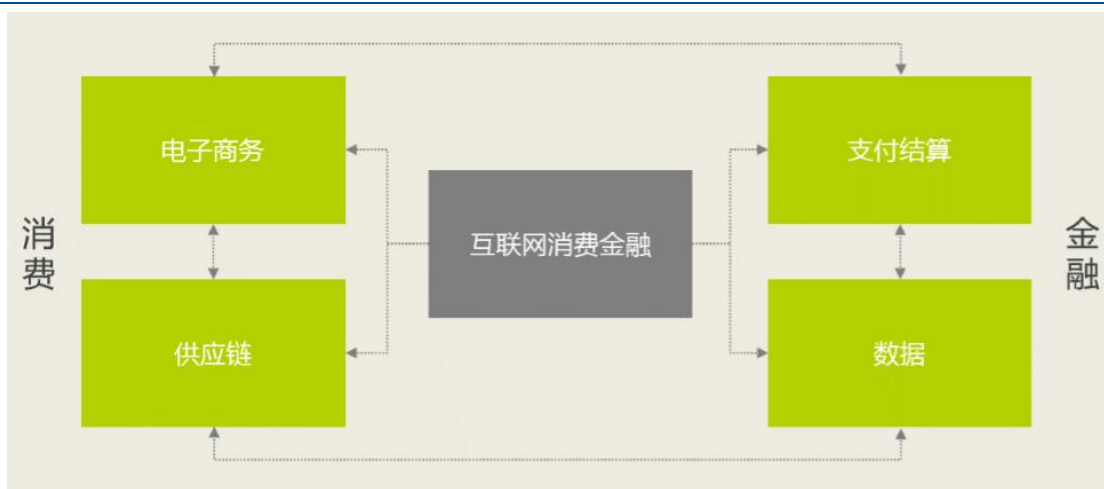


资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

线上消费金融突破了传统金融企业线下风控的传统模式，将信用评估与用户行为及数据化平台进行对接，形成了依托于供求产业链、大数据两个核心维度的风险控制创新方向。提升了贷款审核的效率，并能精准把握用户的贷款需求和还款能力，无论是风险控制还是作业效率方面均有了明显的提升。

电子商务企业作为消费市场的核心参与方之一，在参与消费金融的过程之中更加直面消费者，通过产业链、支付工具移动互联网等多种渠道掌控消费者的信息流、资金流、商品流，使得多方信息能够形成快速对称，降低风险发生的概率。这也是电子商务企业参与消费金融市场的核心能力。与此同时，消费金融服务可进一步刺进用户的购物和消费欲望，在发放贷款、方便消费的同时为自身的电商平台带来业务流量。

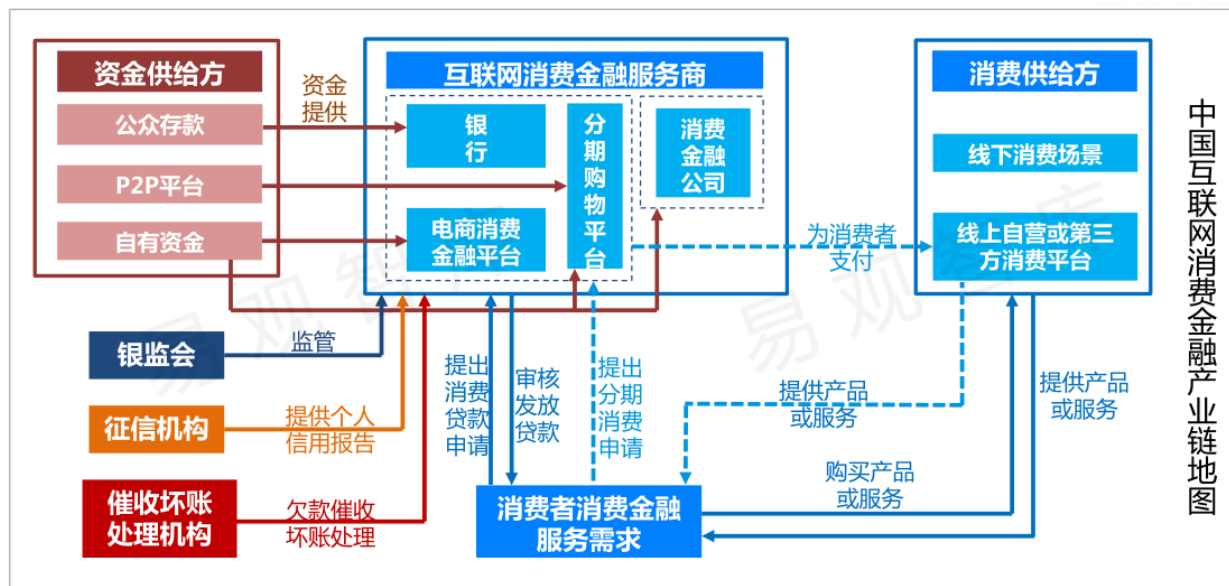
图 36：互联网消费金融的生态闭环



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

互联网消费金融增长势头强劲，电商生态消费贷款不断攀升。互联网消费金融市场规模扩张速度远高于消费信贷规模增速，未来三年增速超过 100%，今年有望突破 8000 亿。互联网消费金融服务主要由电商平台、P2P 网贷平台和大学生消费分期平台提供。电商平台更贴近消费者，可以通过对消费品更为灵活多样的定价和支付模式，设计出更符合市场预期的商品交易模式。从 2014 年开始，电商生态的消费贷款在互联网整体消费贷款的比例开始迅速攀升。

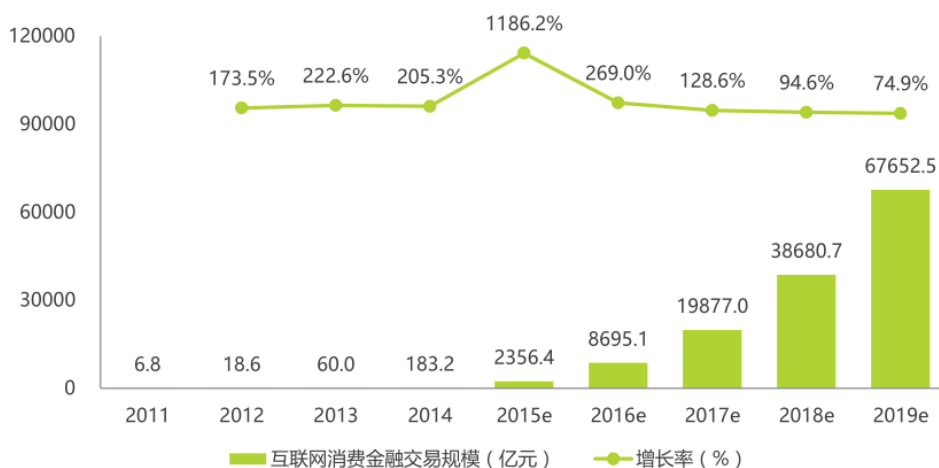
图 37：互联网消费金融产业链



资料来源：易观智库，中国银河证券研究部

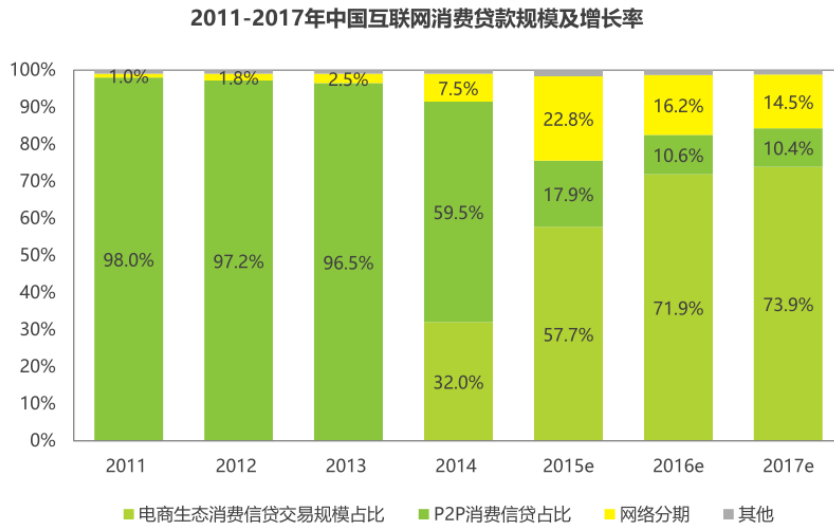
图 38：互联网消费金融交易规模

2011-2019年中国互联网消费金融交易规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

图 39：互联网消费贷款规模构成

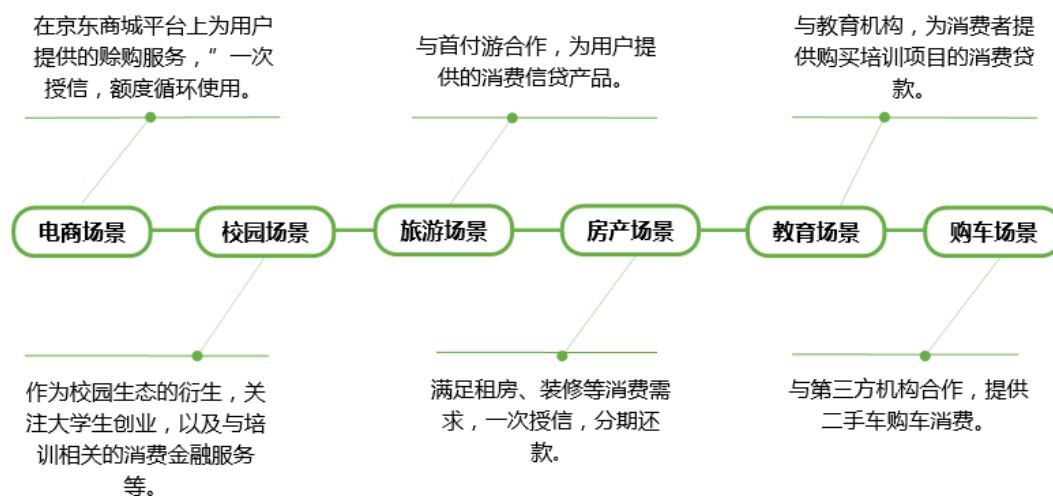


资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

(二) 消费金融场景化营销已成为业内主流

目前部分大型消费金融机构已经开始进行更广阔的消费场景拓展，传统的银行消费金融业务也已经逐步涉足场景化营销。京东白条就已经开始走出京东商城，融入更多场景，如今覆盖了教育、租房、装修、旅游等众多消费场景；百度的消费金融业务选择以教育培训为场景突破口，通过与全国各地的教育培训机构合作，推出针对性的教育信贷解决方案；中银消费金融产品的场景化定位非常清晰，如其商户专享贷产品就细分为语言培训类贷款、职业技能类贷款、装修专享贷、租房专享贷、旅游分期服务等。

图 40：京东的消费场景拓展



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

消费金融场景有三个核心元素，用户、消费入口和消费数据，可以打造资金闭环。消费金融最大的特点就是以用户的资源作为核心的要素。很多的互联网金融企业是通过做大用户规模之后，来通过用户这样一个精准化的需求挖掘，进而创新它的一些业务，呈现用户层级垂直化发展的趋势。将用户进行分层，高中低收入群体，明确自身的目标市场定位，了解不同用户的综合性需求，这样在专业化、需求把握以及风险管理方面均有一定的优势。比如高校学生为了提高自己的就业竞争力，会参加各类职业培训，就可以对应培训类消费金融服务；大学毕业生工作了，需要租房，但是囊中羞涩，就可以对应租房消费金融；工作稳定了，会买房买车，就可以对应装修、购车消费金融。

图 41：消费金融场景



资料来源：新浪网，中国银河证券研究部

消费入口的本质，是一个与用户“重度连接”的产品和服务，以此为基础展开增值服务。消费金融就意味着需要一个消费的生态，诸如京东的白条，阿里的花呗，他们紧紧围绕着自己的电商平台，很容易刺激消费者通过这种借贷的方式进行提前消费。

消费数据将成为重要风险控制资源，客户洞察、市场洞察及运营洞察是消费金融行业大数据应用重点。在客户洞察方面，金融企业可以通过对行业客户相关的海量服务信息流数据进行捕捉及分析，以提高服务质量；同时可利用各种服务交付渠道的海量客户数据，开发新的预测分析模型，实现对客户消费行为模式进行分析，提高客户转化率。在市场洞察方面，大数据可以帮助金融企业分析历史数据，寻找其中的金融创新机会。在运营方面，大数据可协助企业提高风险透明度，加强风险的可审性和管理力度；同时也能帮助金融服务企业充分掌握业务数据的价值，降低业务成本并发掘新的套利机会。

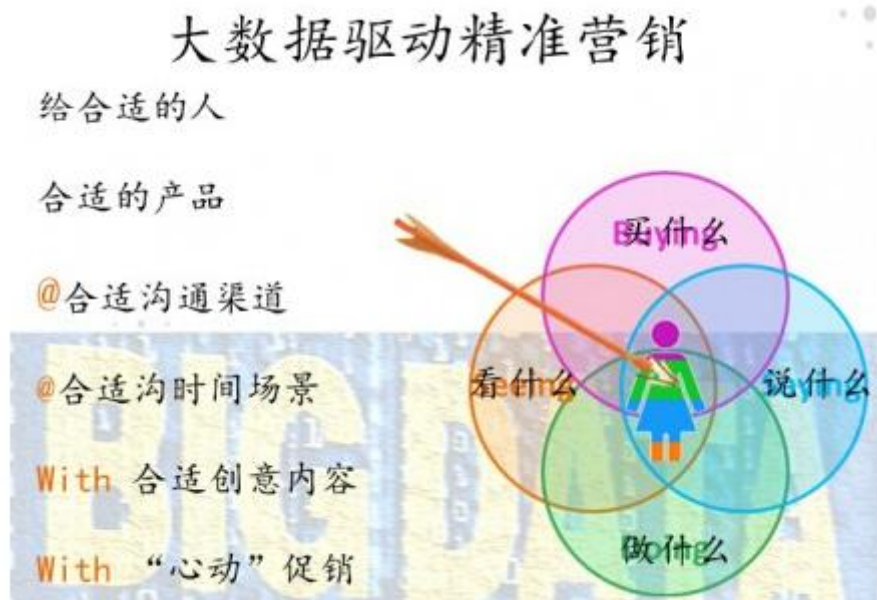
图 42：消费金融入口价值



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

消费金融具备重要入口价值，实现大数据精准营销。随着消费金融行业的扩大，将会产生大量场景数据。场景数据是包含有消费信息的高价值数据，可以在相应场景中，实现精准营销。在旅游消费信贷中插入酒店、旅行社、机票等广告；在汽车消费信贷中插入汽车配件、汽车保险等广告。

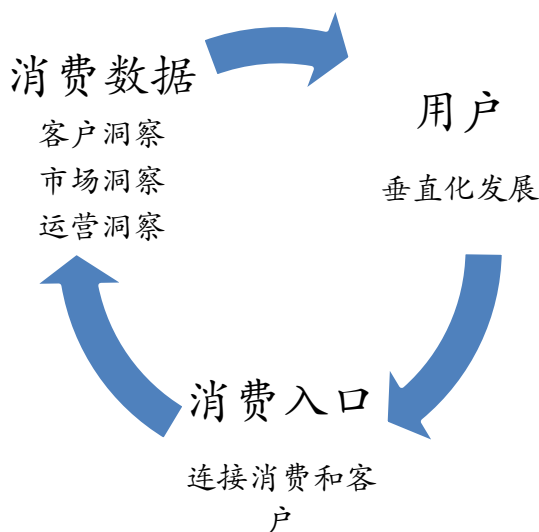
图 43：大数据精准营销



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

未来拥有海量的用户和良好的数据资源将会成为企业未来的核心竞争力和收入的主要来源。用户资源可以获取海量的消费数据，通过分析消费数据可以完善自身的一些产品或者服务，吸引客户产生新的数据，从而形成一个新的正向的循环。

图 44：消费金融数据闭环

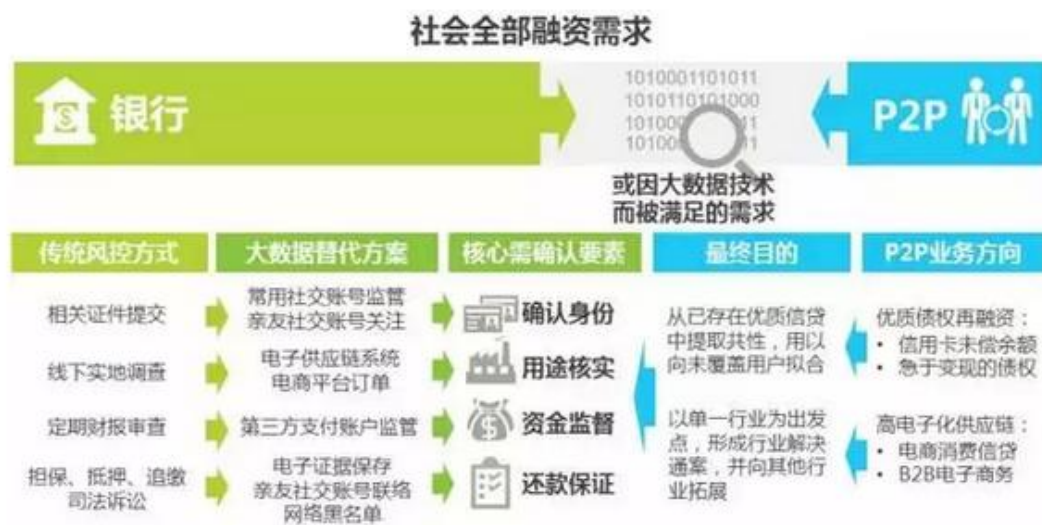


资料来源：中国银河证券研究部

(三) 风控是消费金融企业和未来征信创新的基础

风控是消费金融企业的基础，也是国家政策的重点。消费金融大多是无担保、无抵押用于消费的贷款，虽金额较小，但积少成多，将对平台的安全性产生一定风险，一些风控能力比较弱的平台很难轻松把控消费金融。在中国目前的体系下，征信体系依然局限于人民银行信用征信体系，且数据内容覆盖较为单一，传统银行可轻松获取纳入银行征信体系之下的个人信用信息，但其他消费金融参与者获取难度较大，单纯依靠人民银行信用征信体系不能很好解决各市场参与者面临的信用风险，各市场参与者还需找准适合自身的客户信用判断及风险控制标准。

图 45：社会融资需求



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

发达国家社会信用体系建设主要有两种模式：一是以美国为代表的信用中介机构为主导的模式；二是以欧洲为代表的以政府和中央银行为主导的模式。美国模式完全依靠市场经济的法则和信用管理行业的自我管理来运作，政府仅负责提供立法支持和监管信用管理体系的运转。在这种运作模式中，信用中介机构发挥主要的作用，其运作的核心是经济利益。欧洲模式是政府通过建立公共的征信机构，强制性地要求企业和个人向这些机构提供信用数据，并通过立法保证这些数据的真实性。在这种模式中政府起主导作用，其建设的效率比较高。

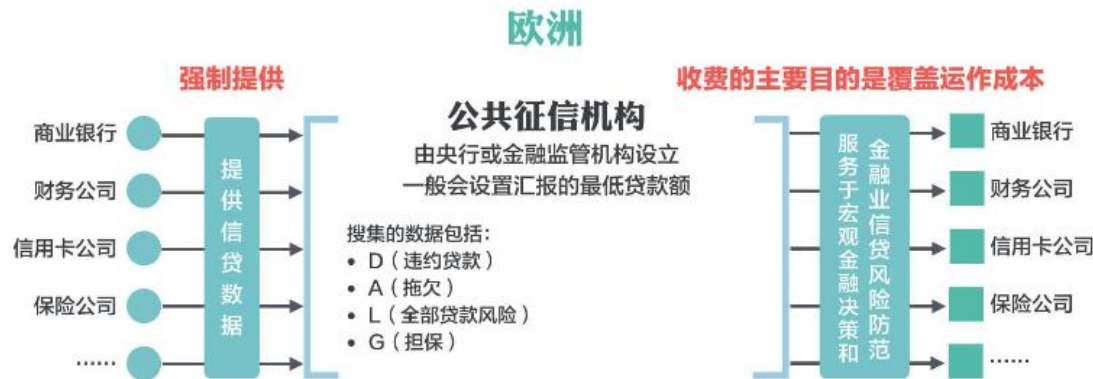
图 46：美国征信模式



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

美国模式目前在法律和制度不健全的情况下很难以实现，我国目前类似“欧洲模式”。但是信用数据都掌握在不同的机构手上，没有统一的机构进行资源整合，导致企业所承担的风险和收益不匹配，大数据都掌握在以BAT为主的互联网企业手中，只有以政府为主导把征信进行互联网化，成立一个专门的互联网征信机构，进行信息共享。一方面消费金融公司间可以建立一个负面清单信息共享机制，形成行业联盟，类似日本的行业自律组织模式，有效地解决信息孤岛问题，必要的话诉诸法律手段；另一方面，还需要采取技术手段才能有效地对海量的数据进行审核。

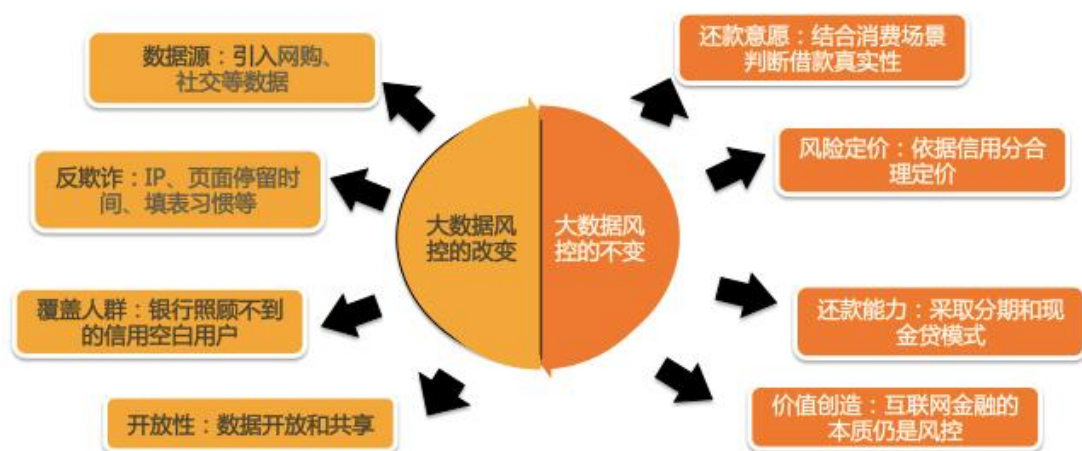
图 47：欧洲征信模式



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

对于未来的征信等创新来说，风控是支持征信创新的基础。信息不对称、信息不及时带来了大量的多头负债风险和欺诈风险，因此金融机构往往需要采集大量的数据来辅助判断。但是数据采集的过程中通常运用的方法是要求借款人或企业补充提供大量的资料，这个过程中涉及到大量的人工成本和时间成本。而为了提高效率，需要搭建一套能够实现部分数据的自动采集，同时需要自动化程度较高的后台管理系统。2015年1月，中国人民银行发印发了《关于做好个人征信业务准备工作的通知》，由此正式拉开了大数据征信产业的序幕，个人征信市场成长空间已经打开。

图 48：大数据风控的变与不变



资料来源：网易，中国银河证券研究部

大数据征信在风控领域得到应用。消费金融积累大量借贷交易数据，海量信贷数据将成为个人征信的重要参考。不同于传统的借贷行为，个人消费金融借贷的频率将远远超过以往的借贷。可能一个人一年都会发生几十笔的借贷交易，通过记录这些交易行为的还贷款行为，可以为个人征信提供重要的参考。芝麻信用基于阿里巴巴的电商交易数据和蚂蚁金服的互联网金融数据，并与公安网等公共机构以及合作伙伴建立数据合作，以芝麻分来直观呈现信用水平，芝麻征信还出具个人信用报告，其主要由央行征信中心负责提供，记录了个人基本信息、贷款信息、信用卡信息和信用报告查询记录等。

图 49：芝麻信用数据来源



资料来源：网易，中国银河证券研究部

腾讯征信依托社交、门户、游戏、支付等服务，通过海量数据挖掘和分析技术来预测其风险表现和信用价值，为其建立个人信用评分，其征信产品有两大类：一是反欺诈产品，包括人脸识别和欺诈评测；二是信用评级产品，包括信用评分和信用报告。

好贷云风控是好贷网和全球最大的个人信用评分机构FICO共同打造的大数据风控平台，整合征信公司、司法数据、工商数据、消费数据，构建了金融机构风险数据库，还包括反欺诈风险名单库、重大风险识别名单库、贷款申请记录名单库等。

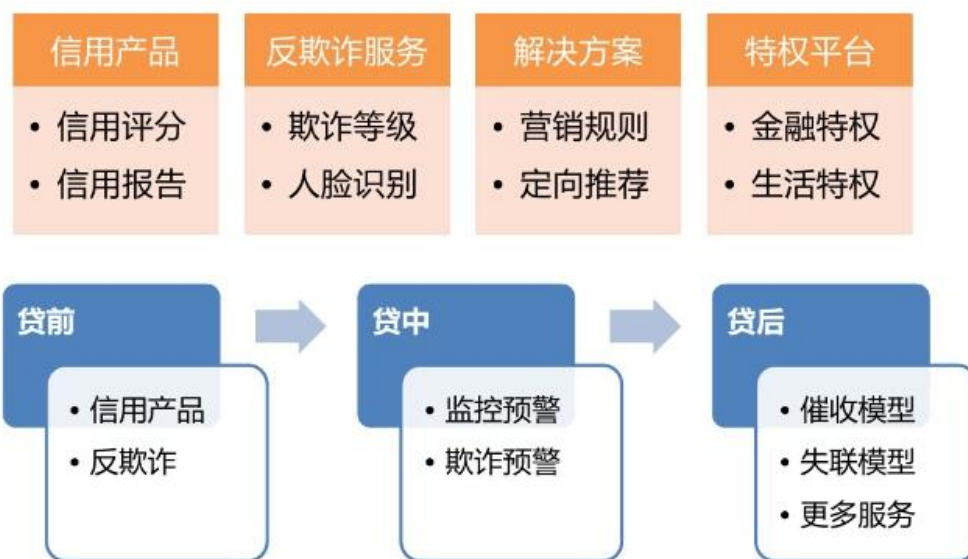
图 50：好贷云风控产品



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

通过大数据征信，将能够使借贷信息更加透明，识别出更多的借贷风险，更好地进行贷款审核和反欺诈识别。在互联网时代和大数据时代的背景下，风控需要在信息使用、贷前调查、贷中监控、贷后催收等方面借助互联网的优势，借助大数据征信，充分利用内外各种信息做好客户征信和增信，从而提高风险控制和管理水平。

图 51：贷前、贷中、贷后各环节风控



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

五、推荐标的

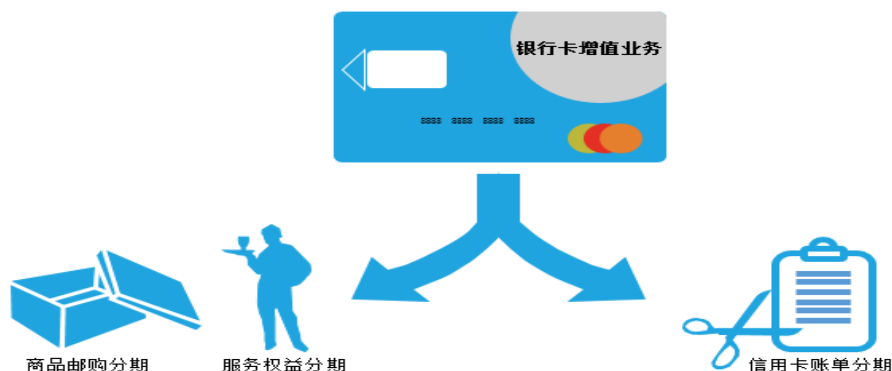
(一) 银行系

1、康耐特：大手笔收购旗计智能，布局金融服务领域

2015 年 11 月，康耐特公告收购旗计智能 100% 的股权。旗计智能是一家银行卡增值业务创新服务提供商，目前主要提供银行卡商品邮购分期业务、服务权益分期业务及信用卡账单分期业务，帮助银行丰富客户服务，达成交叉营销，提升服务品质，增强客户忠诚度。通过本次交易，旗计智能将成为康耐特的全资子公司，康耐特可以快速将业务拓展到银行卡增值领域，丰富现有的业务布局，提高公司经营规模，形成更加良好、多元的持续盈利能力。

旗计智能利用自身大数据分析技术优势，通过承接业务外包或委托的方式获得与银行合作的商业机会。利用大数据技术，公司能够将银行的客户和信息资源进行有效整理，通过分析个人信息和偏好挖掘消费需求，实现精准化营销，提高营销效率，节约营销成本。此外，公司还能够通过深度挖掘客户需求并惊醒配套产品销售，让银行客户获得更好的用户体验，也提高了客户活跃度和附加值。

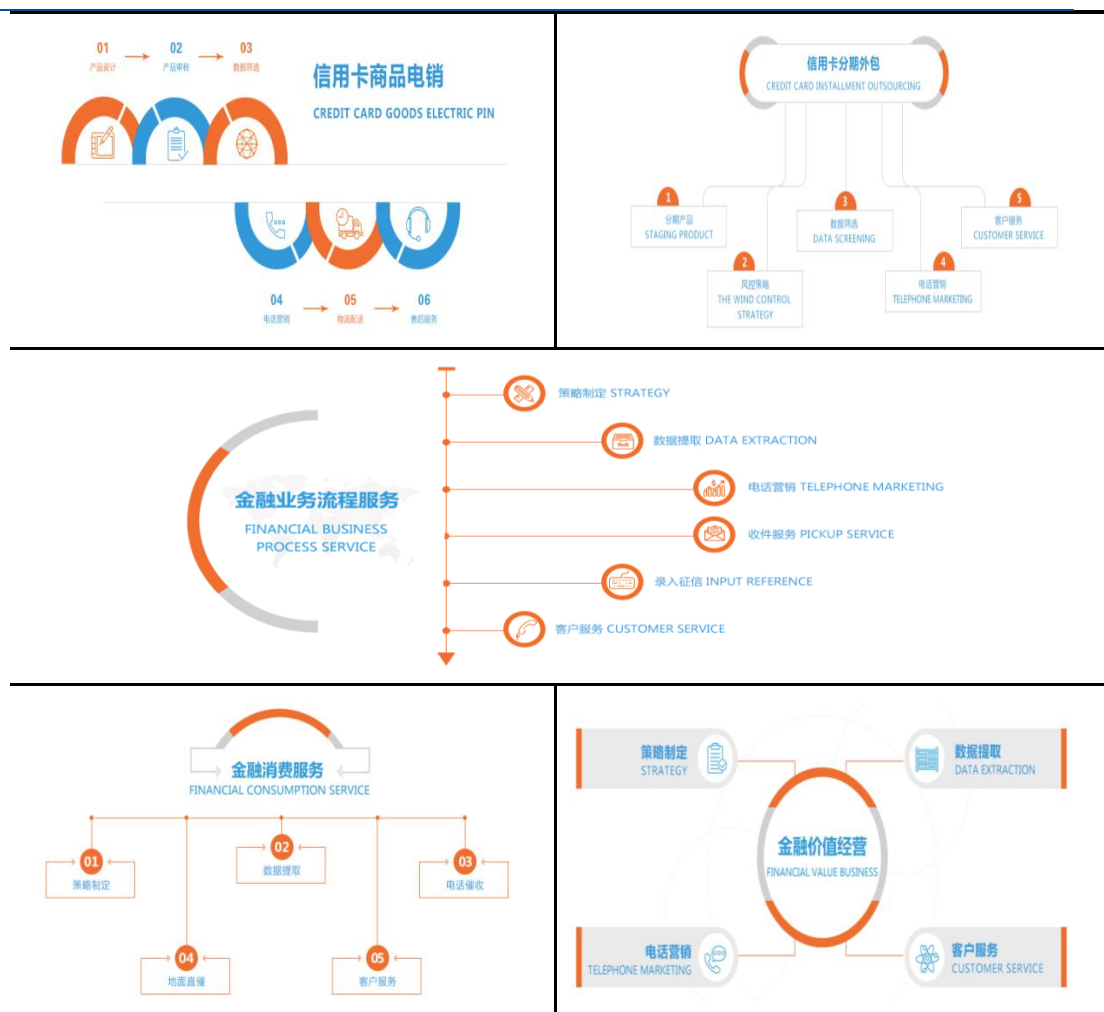
图 52：主营业务模式——信用卡增值业务



资料来源：康耐特公司公告，中国银河证券研究部

目前旗计智能主要提供的具体业务包括商品邮购分期业务、服务权益分期业务及信用卡账单分期业务，其中商品邮购分期业务为现阶段主要业务，并且还将进一步拓展银行消费分期营销外包业务、银行投融资平台运营外包等业务。

图 53：基于数据分析和电销的各项业务



请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

资料来源：康耐特公司官网，中国银河证券研究部

公司依托与银行信用卡部门的紧密合作以及大数据营销技术的积累将率先受益消费金融浪潮，同时大数据营销也可以向金融行业以外的领域扩展。旗计智能以银行卡增值服务（隶属 BPO）为切入口，依托技术（大数据研发）、产品开发、渠道、商业模式等优势，有望将业务拓展到银行消费分期营销及投融资平台运营等金融互联网业务，例如消费金融、P2P 等业务形态。另外，公司未来还可与具备大数据资源的机构如证券公司、航空公司等开展合作，进军营销解决方案、客户忠诚度解决方案及自有品牌服务等领域，进一步发挥其大数据分析能力。

2、生意宝：与多家银行合作，构筑中小企业贷款服务平台

对用户与行业精准的理解，在行业网站极强的号召力与资源整合能力。生意宝是一家专业从事互联网信息服务、电子商务和企业应用软件开发的高科技企业，是国内最大的垂直专业网站开发运营商，国内专业 B2B 电子商务标志性企业。作为“国内互联网第一股”，上市之后，生意宝积极拓展电子商务新领域，独创了“小门户+联盟”的电子商务新发展模式，成为中国电子商务发展的新航标。该平台精准定位行业中小企业，目前已拥有 500 余万的行业中小企业注册会员。

携手多家银行，推出针对中小企业的贷款平台贷款通。贷款通是生意宝在 2010 年携手多家银行针对中小企业的贷款平台，这些银行包括但不限于中信银行、光大银行、工商银行、江苏银行等。贷款通在提供贷款信息平台的基础上，通过增加企业信息认证、银企配对等功能，对贷款信息进行整合处理、精确定位，帮助银行提升授信审核效率，增加企业获得贷款的成功率。

图 54：贷款通主要产品

产品名称	受理银行	贷款额度/年利率	适用地区
江苏银行-小快灵 依据企业的商务结算资金流量情况及风险承担能力，以企业的资金结算回款作...	 江苏银行杭州分行	50万元-500万元 6.56%-12%	浙江/杭州
中信-网融宝 融资对象：网盛生意宝旗下各网站会员 使用限制：仅用于大宗品交易网进行...	 中信银行杭州钱塘支行	5万元-300万元 8%-13%	浙江
中行-网络通宝 支持200万元以内无抵押贷款；资料充足的情况下，5天内批复放款；可按...	 中国银行浙江省分行	5万元-300万元 7.32%-13.3%	浙江
工行-易融通 提供信用、保证、抵（质押）等多种融资担保方式 准入门槛低，只要正常经...	 工商银行网络融资部	5万元-500万元 8%-13%	浙江

资料来源：贷款通，中国银河证券研究部

贷款通是银行与中小企业合作的桥梁。银行通过贷款通对中小企业成功发放贷款后，不仅在贷款业务上取得收益，同时也是累积有忠诚度的存款客户的途径，并且在参与企业信用体系建设、订单贷款的过程中，渗透整个行业的产业链，获取更多的潜在客户。受到银行支持的中小企业则有望快速发展壮大，成为银行未来的优质客户。

（二）场景类

1、海立美达：以第三方移动支付为基础，打造互联网金融生态圈

收购联动优势，进入互联网金融。海立美达拟以发行股份方式购买中国移动、银联商务及博升优势合计持有的联动优势 91.56%权益（对应出资比例 95.70%），同时标的公司联动优势向中国移动定向回购中国移动持有的联动优势剩余 8.44%权益（对应出资比例 4.30%）减少注册资本，海立美达亦同时向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过 228,360 万元。本次交易之后，公司在原有制造业基础上，增加移动信息服务、移动运营商计费结算服务、第三方支付、供应链金融等业务。

联动优势在移动信息服务、移动运营商计费结算服务和第三方支付领域具有行业领先地位，具备较强的持续盈利能力。本次交易完成后，公司业绩实现将依靠“工业制造+互联网金融信息技术服务”双轮驱动，大幅提升公司盈利能力，为广大股东创造价值。同时可发挥和整合公司及联动优势在各自领域的优势，完善公司在新能源专用车产业采购、生产、销售全过程的信息系统建设及整合，并可通过向公司新能源专用车产业链上下游企业提供在线供应链金融服务，增强公司对供应商及合作伙伴的黏性，从而极大的提高公司在采购和销售环节的竞争力，巩固公司在产业链的核心地位，进一步提升公司在新能源专用车领域的竞争力。

“惠商+” O2O 业务云平台帮助商户融入支付平台生态圈。随着支付行业线上服务加速向各类生活服务渗透，O2O 成为商户抢占消费者重要途径和切入点，联动优势自主开发了“惠商+” O2O 业务云平台，该平台在为线下本地商户引入保险、银行、电信、民航等合作渠道商的营销资源，帮助线下商户提高交易额同时，还能有效降低合作渠道商在营销资源受理环节的成本支出，提升合作渠道商的营销效果。

图 55：“惠商+” O2O 业务体系

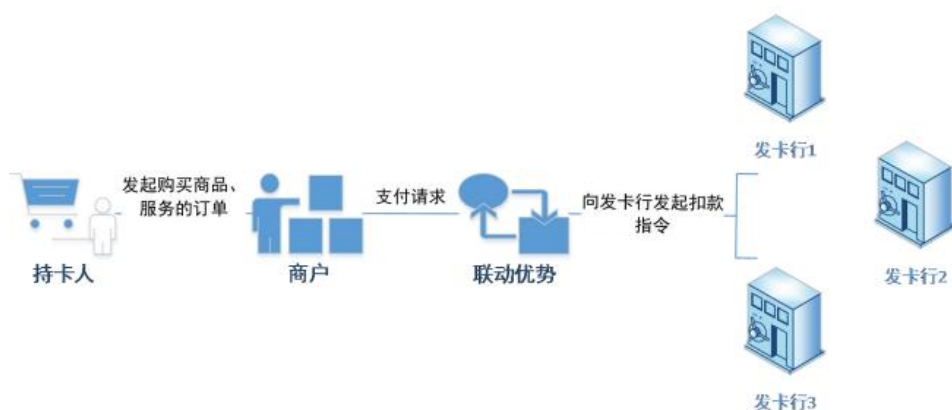


资料来源：海立美达公司公告，中国银河证券研究部

第三方支付业务是联动优势重点发展的核心业务。经过近五年的发展，已获得中国人民

银行在全国范围内从事“互联网支付”、“移动电话支付”、“银行卡收单”三张业务许可牌照、证监会基金销售支付结算业务资格以及国家外汇管理局北京外汇管理部跨境外汇支付试点资质。截至 2015 年 11 月末, 联动优势累计服务客户超过 4 万家, 与 200 多家金融机构合作, 为 20 多个行业提供融合支付服务, 2014 年第三方支付交易额达 1,244.33 亿元, 同比增长 86.16%。在线上支付方面, 联动优势主要依托银联的清算网络, 为移动运营商、保险公司、互联网金融及电商、团购、酒店机票类网站提供线上支付服务, 提升客户财务管理效率。

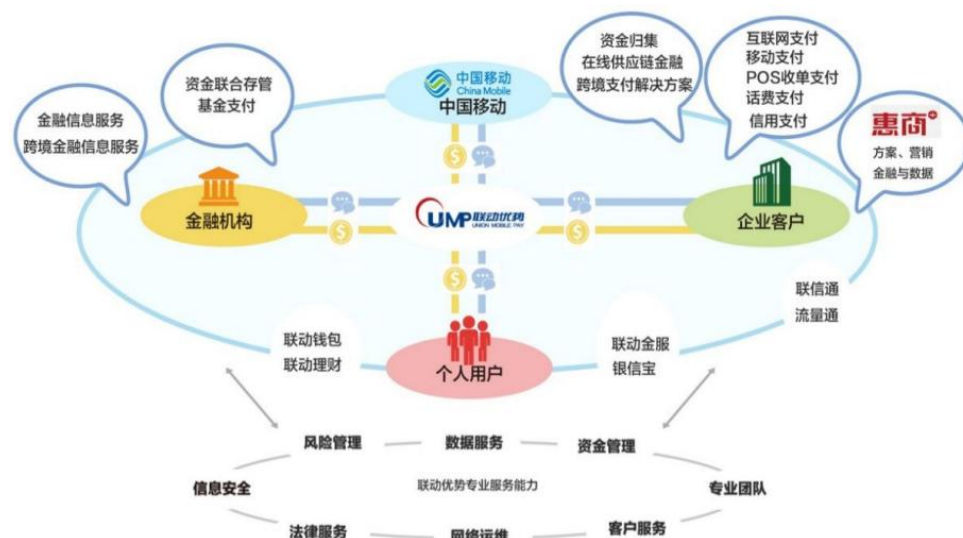
图 56: 联动优势线上支付业务模式



资料来源: 海立美达公司公告, 中国银河证券研究部

联动优势以“支付+信息服务”的综合服务能力协同各业务的发展。“支付+信息服务”作为联动优势的特有优势, 解决消费者与商户之间的信息流、资金流交互, 即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、“惠商+”O2O 等业务为手段的资金流转通道, 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, 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, 为开展互联网金融服务提供支持。

图 57: 联动优势“支付+信息服务”的综合服务能力协同各业务的发展



资料来源：海立美达公司公告，中国银河证券研究部

联动未来将在做大做强第三方支付业务的基础上，全面打造“支付+信息服务”的综合服务能力。解决消费者与商户之间的信息流、资金流交互，形成丰富的用户大数据，发展信用体系、营销策略和支付安全等各种大数据应用服务。在支付能力和大数据为基础，开展互联网金融服务。

图 58：联动优势未来发展计划



资料来源：海立美达公司公告，中国银河证券研究部

2、奥马电器：打造以场景为中心的一体化互联网金融平台

2015 年，公司通过收购中融金，整合资源投入互联网金融新蓝海。中融金是国内领先的互联网金融服务企业，已与三十多家银行或信用社签署互联网金融相关合作协议，包括互联网金融平台开发搭建、技术服务、平台联合运营等。中融金拥有自营互联网借贷平台“好贷宝”；并且拥有的手机端 APP 银行信用卡优惠信息分发移动互联网平台“卡惠”，下载量超过 1400 万，同时也开展银行信用卡申请、账单管理等持卡人服务业务。

目前，中融金主要利润来源是好贷宝，但在进一步完善这一平台，不断提高中融金获取优质债权资源的能力的基础上，公司更将未来的业务定位于理财、消费、信贷三大板块有机结合的一线互联网金融服务平台，通过互联网金融服务云平台、供应链金融服务以及智能 POS 项目的开展，为各类客户对象，包括中小银行等传统金融机构，商户和小微企业以及普通消费者提供全方位的金融服务。

图 59：与中融金合作的中小银行代表



资料来源：中融金官方网站，中国银河证券研究部

公司的互联网金融布局以应用场景为中心，贯穿移动支付、供应链金融、理财为一体。公司推出的社区金融 O2O 平台——钱包生活是集吃喝玩乐为一体的 APP 平台。中融金通过与众多小微银行和第三方支付公司合作，吸引大量用户和商户的入驻，形成用户和商户的入口。同时通过卡惠实现移动支付和精准营销，为其他金融、生活服务机构提供信息推广服务，打造支付和场景应用的闭环生态圈。

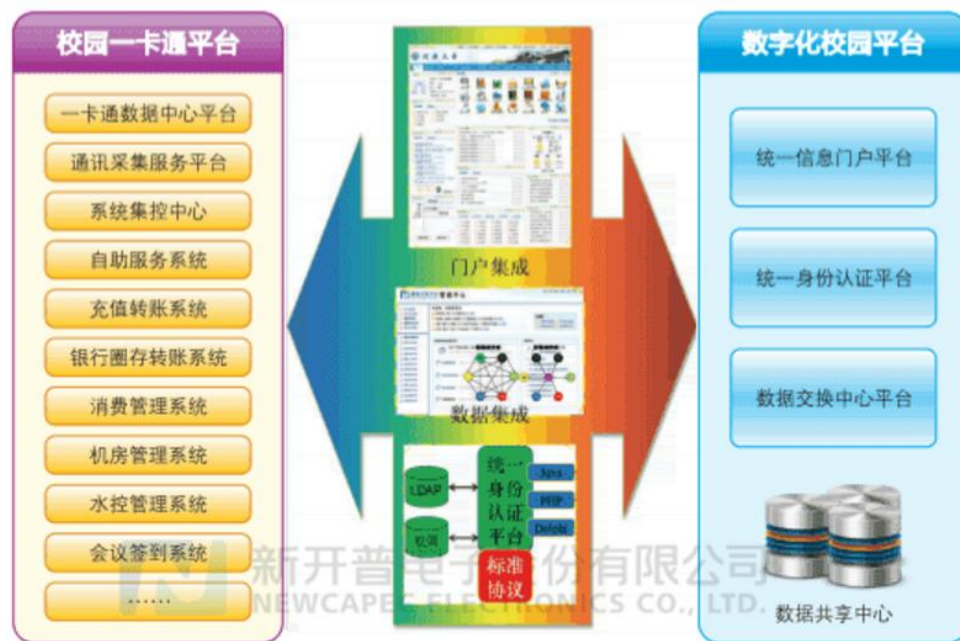
在公司接入更多的商户，通过智能 POS 提供基础数据支持，以打造支持商户在不同场景下集银行卡收款、移动支付及团购外卖订单管理等复合功能的智能 POS 为出发点，借助奥马电器的合作银行资源及互联网运营经验，及公司后端强大的产品、技术支持。再逐步通过参与发起设立保险公司及公募基金公司涉足保险及基金业务，涉猎各种形式的互联网金融产品，分享互联网金融广阔的市场。

3、新开普：建设基于校园场景的消费金融生态圈

新开普是我国智能一卡通领域领头羊，致力于开发以智能卡及 RFID 技术为基础的各类行业应用解决方案，面向城市、校园、企事业以及银行和电信运营商，从事智能一卡通系统的平台软件、应用软件及各类智能卡终端的研发、生产、集成、销售和服务业务。

收购迪科远望与上海数维，持续深入布局全国市场，不断推进更新智慧校园解决方案，加速业务扩张。公司于 2015 年先后公布了对迪科远望与上海数维的 100% 股权收购方案，公司斥资 5.19 亿元，夯实其在数字化校园领域内的领先地位，拓展了其在华北和华东，尤其是北京和上海的“211”类及以上学校的市场份额。同时，公司不断推出并升级各类智慧校园解决方案，不断满足存量客户的需求，提高用户粘性。

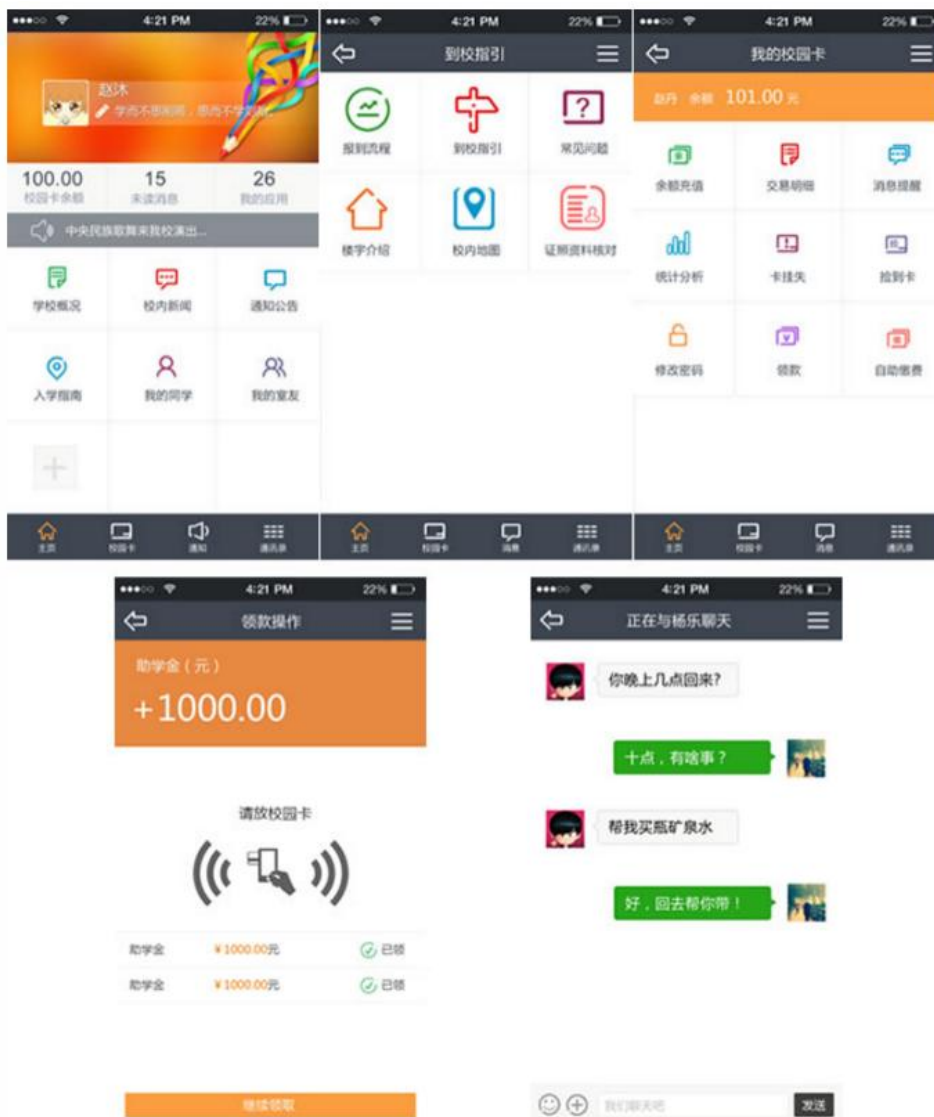
图 60：新开普智慧校园解决方案



资料来源：新开普官方网站，中国银河证券研究部

公司依托校园 APP “玩校”和“完美校园”公众号，将传统一卡通、校园信息化系统与移动互联网深度结合。玩校是公司 2014 年推出的一款满足高校学子从入学到毕业不同阶段的需求，提供丰富的掌上应用，集学习、生活、交友、娱乐、消费、求职于一体的全新校园 APP。可以与学校现有的校园一卡通系统进行无缝对接，实现校园门禁，食堂、超市消费等应用场景，并可通过“玩校”进行缴纳水电费、消费记录查询、自助挂失等操作。在此基础上，可以通过“玩校”对学生生活学习相关数据进行挖掘、分析，挖掘校园场景下的需求，成为面向校园垂直人群的移动互联精准入口。

图 61：新开普智慧校园解决方案



资料来源：新开普官方网站，中国银河证券研究部

与招商银行合作，提供校园场景的消费金融服务。新开普拥有学生群体的各类高频数据，包括日常消费支付、学业情况、社交偏好等，这类大数据应用可以很好对大学生进行信用评价。同时，通过与招商银行业务及产品的深度合作，将大幅提升公司对大学生和校友的金融支付、分期付款、校友基金、生活服务、学习成长、就业创业等移动互联应用的服务能力，可以向学生提供小额信贷、消费分期和教育分期等一系列金融服务，完善公司高校移动互联网产业链及生态圈的建设。

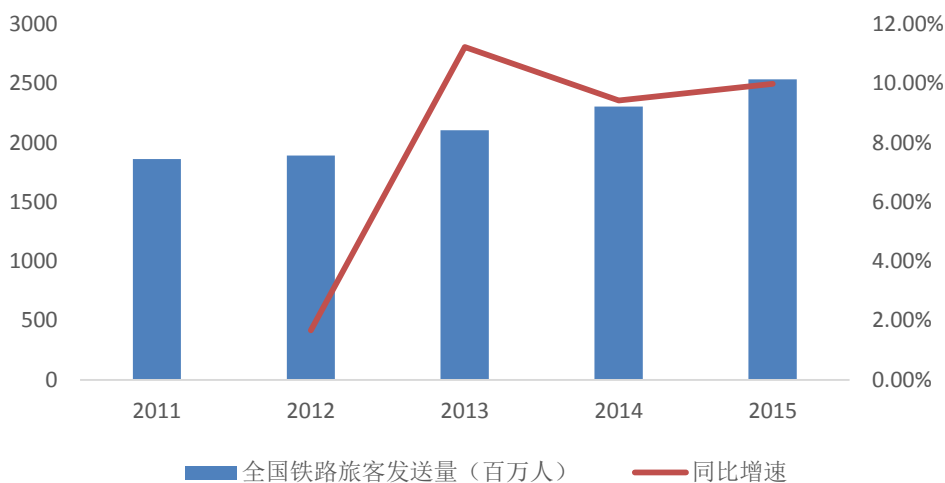
4、世纪瑞尔：开拓基于铁路场景的消费金融服务

公司以自有资金与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，开展个人消费贷款业务。光大消费金融公司注册资本 10 亿元，公司出资 2 亿，占光大消费金融公司注册资本的 20%。

此次参与发起设立光大消费金融公司，是为了进一步扩展公司的业务范围，协同公司已经投资并开展的铁路旅客运输延伸服务业务。消费金融与铁路旅客运输延伸服务业务具有较强的协同效应和共同的客户基础，是公司开展铁路旅客运输延伸服务的又一重要举措，也是公司整合业务资源，扩充新的业务来源的措施。

光大银行之所以选择世纪瑞尔，是因为看重其在铁路领域的运营经验和市场优势以及易维讯在铁路车站领域的丰富资源。公司与易程股份已结成产业联盟关系，之前完成易程股份下属易维讯收购。易程是中国高铁 IT 顶层架构者，也是 12306 支持方中铁程股东之一，这样公司未来将会拥有大量高铁出行大数据，包括站点实时数据、座位数据以及账户数据。而世纪瑞尔则看重光大银行的银行系背景，以及信贷方面的优质人才与经验。几方合作成立消费金融服务公司，有望向铁路场景进行消费贷款的扩张，前景相当广阔。

图 62：巨大的铁路旅客发送量为光大消费金融公司提供潜在客户



资料来源：中华人民共和国交通运输部，中国银河证券研究部

（三）风控类

1、银之杰：稀缺牌照+大数据助力互联网金融

2015 年，公司互联网金融布局日趋完善。通过个人征信业务、互联网保险业务以及移动支付业务战略布局创新业务。

个人征信方面静待牌照发放。公司子公司华道征信 2015 年 1 月被中国人民银行列入“开展个人征信业务准备工作的机构名单”，是国内首批获准开展个人征信业务准备工作的八家民营征信机构之一。目前正积极开展信用评估模型、征信数据源、征信产品设计、征信系统建设等业务准备，只待央行发放牌照。公司征信业务直接或间接对接多种数据源，同业征信联盟数据共享也是较好的开展模式，在产品开发方面开发出猪猪分、声纹反欺诈产品、小额消费贷款模型等多种创新产品，并完成了征信服务平台规划，应用前景较广。

易安保险开业成为互联网保险业务的重要一步。目前作为第四家获批的互联网保险公司易安保险已经完成筹建开业，公司持股 15%，主要经营企业/家庭财产保险、货运保险、责任保险、信用保证保险等业务。易安保险的开业，一方面将在传统财产保险和基于互联网的保险业务上为公司带来业绩提振；另一方面，对接银行为其开发银保类、信保类产品，保险与征信业务的联动，也是公司互联网金融大数据服务平台建设的重要一环。

线下收单业务和银网通等移动支付平台在开发过程中。公司 2013 年 10 月与深圳联合金融服务集团有限公司合资成立深圳票联金融服务公司，开展支票自助金融服务业务。2014 年 7 月，以商业银行支票自助金融服务为核心的票联通业务已经在深圳地区开通上线。2015 年，票联金融依托深圳联合金融服务集团和公司的业务与技术资源，研究开发通过移动智能终端实现线下收单业务的移动支付平台，以及主要为商业银行实现跨区域跨行网络快捷支付的银网通等创新支付平台。目前相关业务尚在技术与市场开发过程中。

“内生+外延”布局大数据领域，助力互联网金融。内生方面，公司定增 8.3 亿元用于互联网金融大数据服务平台建设。外延方面，公司先以 3 亿元收购亿美软通 100%股份，掌握移动互联网大数据资源，后拟以 5,000 万元收购明略软件 12.5%股权，掌握大数据分析技术。大数据技术将成为公司互联网金融服务的强有力支撑，增强业务之间的协同效应。

公司通过以上各主要业务的开展，以及创新业务的筹划和准备，已经逐步在互联网金融综合服务领域形成了比较完整的业务布局，构建了以金融 IT、个人征信、大数据技术及移动支付平台为基石，以风险定价和精准营销为核心能力，向客户提供集软件开发、系统运维、数据服务、金融中介等综合服务的战略业务格局，为公司以金融服务为核心的业务发展开创了广阔的发展空间。

插图目录

图 1: 2015 年 6 月最新成立的消费金融分布图	3
图 2: 消费金融政策	4
图 3: 互联网金融监管框架	4
图 4: 2005-2014 中美两国消费对 GDP 贡献情况	5
图 5: 中国消费市场潜力巨大	6
图 6: 中国网民规模和互联网普及率	6
图 7: 中国电子商务市场交易规模	7
图 8: 消费模式升级及消费观念转变带动消费金融发展	7
图 9: 中国消费市场拥有巨大的潜力	8
图 10: 2010-2019 年中国人民币信贷市场	8
图 11: 2015-2017 年中国互联网消费金融市场交易规模	9
图 12: 运通百夫长卡	12
图 13: 美国运通 2015 年收入构成	12
图 14: 乐天市场	13
图 15: 乐天线上线下互动良性循环	13
图 16: 京东消费金融生态圈	14
图 17: 阿里互联网金融全面布局	14
图 18: 阿里互联网消费信贷产品	15
图 19: 分期乐商业模式	16
图 20: 分期乐地面营销团队	16
图 21: 分期乐成功融资	22
图 22: 京东白条 ABS	23
图 23: 互联网金融服务平台	25
图 24: 互联网金融公司通过不同方式完善风控体系	28
图 25: 商业银行依然是消费金融的核心参与主体	28
图 26: 2007-2013 中国信用卡发卡量及增长率	29
图 27: 2007-2013 中国信用卡贷款发展情况	29
图 28: 中银主要产品	30
图 29: 乐享贷申请条件及流程	30
图 30: 平安普惠主要产品	31
图 31: 平安普惠产品分类	31
图 32: 消费金融平台对比	32
图 33: 消费金融公司	32
图 34: 传统消费金融和互联网消费金融对比	34
图 35: 中国电子商务产业发展现状	34
图 36: 互联网消费金融的生态闭环	35
图 37: 互联网消费金融产业链	36
图 38: 互联网消费金融交易规模	36
图 39: 互联网消费贷款规模构成	37

图 40: 京东的消费场景拓展.....	37
图 41: 消费金融场景.....	38
图 42: 消费金融入口价值.....	39
图 43: 大数据精准营销.....	39
图 44: 消费金融数据闭环.....	40
图 45: 社会融资需求.....	40
图 46: 美国征信模式.....	41
图 47: 欧洲征信模式.....	41
图 48: 大数据风控的变与不变.....	42
图 49: 芝麻信用数据来源.....	43
图 50: 好贷云风控产品.....	43
图 51: 贷前、贷中、贷后各环节风控.....	44
图 52: 主营业务模式——信用卡增值业务.....	46
图 53: 基于数据分析和电销的各项业务.....	46
图 54: 贷款通主要产品.....	47
图 55: “惠商+” 020 业务体系	47
图 56: 联动优势线上支付业务模式.....	48
图 57: 联动优势“支付+信息服务”的综合服务能力协同各业务的发展.....	48
图 58: 联动优势未来发展规划.....	49
图 59: 与中融金合作的中小银行代表.....	50
图 60: 新开普智慧校园解决方案.....	51
图 61: 新开普智慧校园解决方案.....	52
图 62: 巨大的铁路旅客发送量为光大消费金融公司提供潜在客户.....	55

表 格 目 录

表 1: 海外成熟消费金融模式代表	9
表 2: 一级市场关注子行业	17
表 3: 一级市场关注细分市场	19
表 4: 二级市场值得关注的企业	24
表 5: 消费金融服务提供商模式比较	26

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

沈海兵，计算机行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn