

奥马电器 (002668.SZ)

场景+科技+新金融不断深化、冰箱业务平稳发展

核心观点:

● 完成中融金 100% 股权收购，冰箱业务与科技金融业务双轮驱动

奥马电器成立于 2002 年，主要从事冰箱、冷柜的设计、制造和销售等业务。当前公司主要收入、利润仍然为冰箱业务，2016 年冰箱业务实现收入 47 亿元，归属母公司净利润 3 亿元。2017 年 4 月，公司拟完成中融金 100% 股权收购（截止 5 月 9 日完成股权变更工商登记）。中融金主要从事银行互联网金融平台技术开发服务及联合运营、自营互联网借贷平台等业务。

● C 端金融服务布局：借卡惠千万个人用户入口、中融金由金融信息服务逐步拓展消费信贷

中融金旗下好贷宝、乾坤好车（已更名为钱包好车）主要以收取平台服务费、技术服务费为主要收入来源。2016 年 12 月公告取得小额贷款公司经营许可以，未来有望借助现有卡惠 APP1500 万个人用户入口（2016 年报披露），切入广阔消费金融市场；以及以自有资金开展汽车抵押、质押贷款业务，进一步丰富 C 端金融服务模式并扩大业务规模。

● B 端金融服务布局：智能 POS 项目，挖掘几十万商户信贷需求

公司向特定发行对象发行股份 6160 万股，募集资金 19 亿元。其中 4 亿元智能 POS 项目的投入，有望获得 40 万户商户入口，并结合现有的金融服务资质与经验，服务商户的融资需求。

● 预计 2017 年-2019 年 EPS 分别为 2.21 元/股、2.77 元/股、3.58 元/股

我们认为，公司当前 1) 拥有 B、C 端入口。同时依靠卡惠拓展线下消费场景；2) 具有上市公司的融资优势；3) 掌握小贷牌照，并参股相关金融牌照持牌企业。4) 较高的研发费用，表明公司立足于科技驱动的撮合类业务能力提升，而非依靠资本消耗扩大业务规模。当前，公司处于积极布局牌照资源与场景搭建阶段，短期部分业务开展或仍受限。基于公司传统冰箱业务稳健发展、科技金融业务规模逐步扩大的基本假设，预计公司 2017 年-2019 年 EPS 分别为：2.21 元/股、2.77 元/股及 3.58 元/股。

● 风险提示

1) 智能 POS 业务、消费金融等业务推广进度有不确定性；2) 互联网金融行业面临的政策风险；3) 公司尚未获得支付牌照，可能产生较大的关联交易；4) 短期公司智能 POS 项目预计有较大的资金投入，对当期业绩或有一定影响；5) 商誉减值风险。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,702.43	5,041.42	5,468.58	5,829.16	6,225.69
增长率(%)	5.41%	7.21%	8.47%	6.59%	6.80%
EBITDA(百万元)	370.49	576.05	747.40	1,004.05	1,269.13
净利润(百万元)	267.03	298.04	500.79	629.63	812.20
增长率(%)	31.45%	11.61%	68.02%	25.73%	29.00%
EPS(元/股)	1.615	1.803	2.207	2.774	3.579
市盈率(P/E)	51.58	39.36	28.27	22.49	17.43
市净率(P/B)	7.93	5.72	3.19	2.79	2.41
EV/EBITDA	36.82	19.17	14.94	10.42	7.66

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

62.38 元

报告日期

2017-05-10

分析师:

刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfluxuefeng@gf.com.cn

分析师:

蔡益润 S0260515040001



021-60750652



caiyirun@gf.com.cn

相关研究:

联系人:

王奇珏 021-60750604

wangqijue@gf.com.cn

目录索引

一、投资要点:	4
二、公司简介	7
1、公司概况	7
2、现金收购中融金，股权结构发生重大变化	7
3、冰箱业务与科技金融业务双轮驱动	9
三、冰箱业务，预计维持平稳发展	12
1、冰箱业务保持行业排名前五，2016 年利润增速 15%。	12
2、冰箱行业维持平稳发展	12
3、大力促进自主品牌销量增长，优化产品结构	13
四、消费金融，即将进入快速增长期	14
1、消费金融弥补传统融资方式短板，成为新型融资方式	14
2、结合互联网的消费金融，成为巨头的发展重点	15
3、四大军团参与消费金融	16
4、奥马电器消费金融，场景、入口系首要布局重点	17
五、C 端金融服务：撮合技术与自有资金共同参与	19
1、好贷宝，网络借贷信息服务平台掌握 C 端融资需求	19
2、收购乾坤好车，进军车贷业务	21
3、科技，提升金融服务能力	23
4、以卡惠 APP 为入口，进军消费金融	24
六、B 端金融服务：智能 POS 增发项目、与客如云合作	26
1、智能 POS 项目，掌握百万商户流量入口	26
2、多方参与智能 POS 铺设，获得商户全面经营数据	27
3、投资客如云，面向商户设备需求的金融服务	28
4、商户端金融服务，市场广阔	29
七、服务银行、布局数字货币，成就更广阔生态圈	30
1、互联网银行业务，服务广大中小银行发展需求	30
2、积极参与数字货币研发，长远布局科技金融	31
3、申请、参股、控股金融牌照，迎广阔发展空间	31
4、研发投入持续，提升金融科技属性	32
八、盈利预测及估值分析	33
1、盈利预测	33
2、估值分析	33
风险提示	35

图表索引

图 1: 当前中融金业务布局	5
图 2: 公司发展历程	7
图 3: 公司股权结构	8
图 4: 公司近五年来收入、利润变化, 复合增速 10%	9
图 5: 公司近五年来分业务收入 (单位: 百万元)	9
图 6: 公司当前科技金融业务	11
图 7: 公司近五年冰箱业务收入及同比增速	12
图 8: 公司近五年冰箱业务净利润及同比增速	12
图 9: 近五年国内冰箱销量及同比增速	13
图 10: 网络购物、手机网络购物用户占比持续提升	15
图 11: 网络购物规模	15
图 12: 中国互联网消费金融市场规模	16
图 13: 消费信贷交易规模及互联网消费金融渗透率	16
图 14: 消费金融进入者	16
图 15: 传统线下收单流程产生资金融通需求	19
图 16: 日息宝业务模式	20
图 17: 银行宝业务模式	21
图 18: 乾坤好车业务覆盖范围	22
图 19: 钱包贷入驻卡惠“个人贷款”板块	24
图 20: 信用卡用户规模	25
图 21: 银行理财产品资金余额	25
图 22: 金融机构消费贷款年规模	25
图 23: 奥马电器智能 POS 功能	26
图 24: 客如云 SaaS 服务	28
图 25: 客如云与钱包金服合作方式	28
表 1: 公司参股/控股公司 (单位: 万元)	8
表 2: 主要子公司 2016 年财务数据	11
表 3: 消费金融与其他融资方式对比	14
表 4: 消费金融四大参与方 SWOT 分析	17
表 5: 乾坤好车主要财务数据 (单位: 百万元)	23
表 6: 乾坤好车、好贷宝收入规模	23
表 7: 非公开发行募投项目	26
表 8: 智能 POS 业务参与者对比	27
表 9: 公司与多家银行、农村信用社开展战略合作	30
表 10: 中国金融牌照分类	31
表 11: 收入测算表 (单位: 百万元)	33
表 12: 可比公司业绩与估值 (单位: 亿元)	34

一、投资要点:

1. 奥马电器2017年5月9日晚公告完成对子公司中融金100%股权收购（此前于2015年底收购51%；2017年4月公告收购其余49%股权）。中融金承诺2017年-2019年净利润分别不低于2.40亿元、2.64亿元及2.90亿元。未来，上市公司将以中融金为主题，完善在科技金融业务领域发展。实现传统冰箱制造与销售、科技金融，双业务共同发展的长远发展目标。
2. 冰箱业务系公司传统支撑业务，2016年年报显示，报告期贡献净利润3亿元。
3. 科技金融业务，系公司中长期重要看点：

当前科技金融主要包括三大业务板块：1.以场景、入口、风控能力为核心的消费金融、商户信贷等互联网金融业务；2.以银行为主要客户群体的云银行平台业务；3.以区块链技术为基础的数字货币技术储备；

➤ 科技金融服务

1) 实现银行端、商户端、个人端的资源、流量整合；

- ✓ 银行端：30多家合作银行资源（资料来源：公司非公开发行公告）；
- ✓ 商户端：智能POS非公开发行项目、客户云作为商户端入口，有望拓展几十万商户。
- ✓ 个人端：1)卡惠APP服务1500万下载用户（资料来源：公司非公开发行公告）；2)好贷宝拥有庞大个人投资者入口；3)乾坤好车（已更名为钱包好车）服务融资需求车主；

2) 由金融信息撮合与中介商角色，向技术型金融业务运营者转变；

当前，公司主要通过好贷宝平台收取信息服务费、向银行提供技术服务等方式获得收入。

相比于自有资本消耗型的传统金融企业，公司的金融科技技术使得公司摆脱资金规模限制，以技术服务的形式，扩大业务范围。

公司2016年12月获得小贷牌照，获准使用自有资金开展小贷业务，合规开展金融业务，同时享受资金的利差收益。

3) 服务用户的投资与融资需求；

当前，公司日息宝、银行宝等金融产品服务于用户的投资需求。随着智能POS、O2O场景的逐步搭建完善，商户贷款、消费金融将有效满足用户的融资需求，全方位满足用户金融需求。

➤ 云银行平台

为满足这三大需求，银行可以通过同业拆借、银行理财、资产证券化等方式进行资金融通，并获得较高的利润。但传统金融模式受地域、渠道等因素的制约，在信息的获取上存在滞后、遗漏等劣势，而将金融业务放置于互联网之上，可以利用互联网的广泛覆盖性、较低的运营成本，更好地实现盘

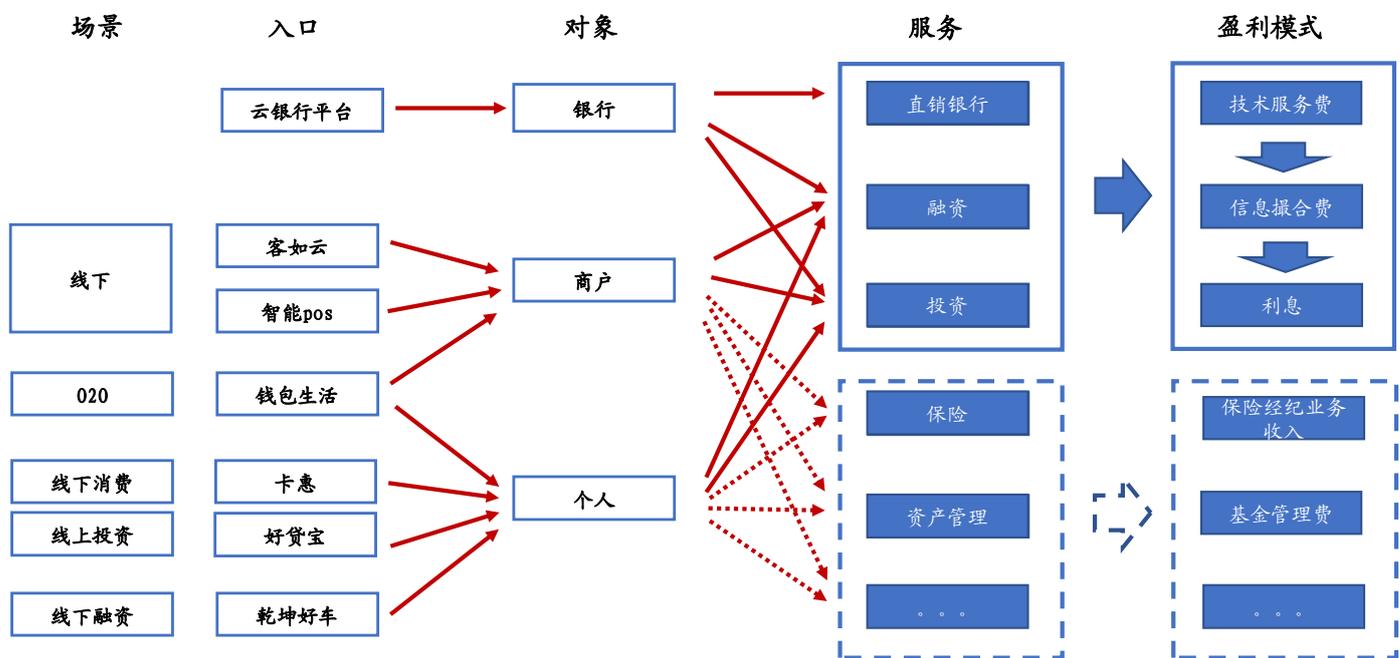
活银行资产的目的。

公司提出建设针对中小商业银行等金融机构的互联网金融云中心。该项目以金融云计算平台为支撑，提供金融云计算、云存储等服务，帮助满足小银行的互联网化需求，在直销银行、投融资平台、社区金融、互联网支付等领域与广大中小银行合作。

➤ 数字货币技术储备

数字货币已经不断受到各国央行重视，中国央行旗下的数字货币研究所有望于近日正式挂牌。公司当前在相关领域的研发工作，有望在未来数字货币全面推广的过程中，获得先发优势。

图1：当前中融金业务布局



数据来源：广发证券发展研究中心

4. 以流量、场景，率先叩开消费金融市场

由于网络购物等消费场景不断完善，线上消费需求持续提升。但当前互联网消费金融市场规模仍然较小。根据易观智库的统计，中国互联网消费金融规模2016年有望达到3625亿元，同比增速超过200%。但对应当前22.8万亿的消费信贷总规模，互联网消费金融占比仅为1.59%。考虑当前国内信贷市场规模仍然持续增长，未来互联网消费金融将具有更大的发展空间。奥马电器正不断通过股权收购、自建的方式，获取、搭建线下消费场景，同时依靠此前在互联网、移动互联网领域基础，获取庞大用户流量，为后续消费金融业务的逐步开展打下坚实基础。

5. 我们认为，公司科技金融服务战略布局清晰，并且随着公司申请、参股、控股各

类金融牌照的逐步落地，将有望进一步拓展公司业务版图、扫清发展障碍。

另一方面，公司一直以来注重科技金融能力的发展，2016年财报显示的研发费用约2.2亿元。基于公司的资金使用规划（公司非公开发行公告）以及发展规划（公司年报），未来将通过金融科技，提升金融撮合业务能力。同时在消费金融等业务中，降低坏账风险，提升资金使用效率与借款质量，并且区别于金融业务资金消耗的业务属性，提升公司的价值属性。

当前，公司处于积极布局牌照资源阶段，短期部分业务开展或仍受限，预计公司2017年-2019年EPS分别为：2.21元/股、2.77元/股及3.58元/股。

二、公司简介

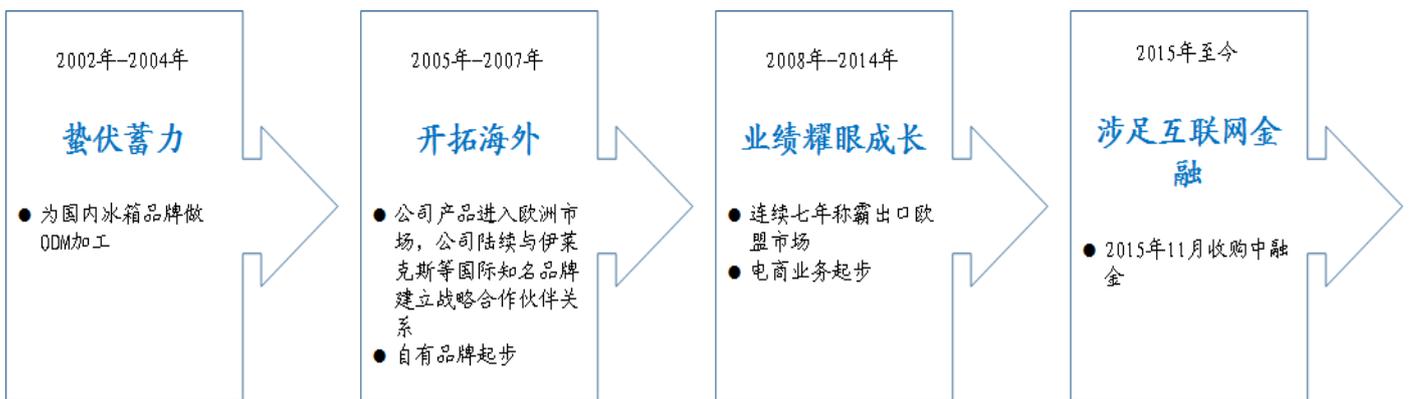
1、公司概况

广东奥马电器股份有限公司成立于2002年，公司主要从事冰箱、冷柜的设计、制造和销售等业务。从2008年开始，奥马电器开始连续七年称霸出口欧盟市场。每年奥马电器有超过300万冰箱远销至世界各地，英国、德国、荷兰、法国、北美和南非成为奥马产品最主要的进口国。2010年，奥马国内电商业务开始起步，从区区几千万元的销售额增长至2015年的超过5亿元销售额。奥马电器在2012年4月在深交所成功上市。

2015年12月，公司完成以6.12亿元现金收购中融金51%股权。中融金成为上市公司控股子公司，主要从事银行互联网金融平台技术开发服务及联合运营、自营互联网金融借贷平台、移动互联网金融营销业务。

2017年4月，公司拟以7.84亿元现金收购中融金49%股权。同时承诺2017年-2019年净利润分别不低于2.40亿元、2.64亿元及2.90亿元。5月9日晚公告完成工商登记。

图2：公司发展历程



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

2、现金收购中融金，股权结构发生重大变化

公司当前完成中融金100%股权收购，赵国栋系公司控股股东和实际控制人，当前持股比例为14.85%。公司旗下子公司包括从事冰箱、冷柜生产销售业务的奥马冰箱和互联网金融领域的中融金，钱包汇通，钱包金服，钱包智能等公司。

图3: 公司股权结构



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 1: 公司参股/控股公司 (单位: 万元)

被参控公司	参控关系	直接持股比例	表决权比例	2016 年营业收入	2016 年净利润	主营业务
奥马冰箱	子公司	100%	100%	369630	30722	家电生产经营
中融金(北京)	子公司	100%	51%	29579	16128	信息及技术服务
钱包保险经纪	子公司	100%	100%		(0)	保险经纪
网金创新投资	子公司	100%	100%		(17)	股权投资
珠海钱包金证	子公司	100%	100%		(17)	基金代销
湖南钱包易行	子公司	51%	51%		(56)	信息及技术服务
钱包金服小贷	子公司	72%	93%		(89)	网络小额贷款
钱包汇通	子公司	100%	100%			商业保理
钱包智能(平潭)	子公司	100%	100%			电子产品技术开发及销售
奥马电器配件	孙公司		100%			家电生产经营
卡惠(平潭)	孙公司		100%			软件开发及信息技术咨询
钱包金服(北京)	子公司	100%	100%			信息及技术服务
网金(平潭)	孙公司		100%			软件开发及技术咨询
网金信通(北京)	孙公司		100%			互联网信息服务及软件开发
中山市东进实业	孙公司		100%			家电生产经营
奥马企业	孙公司		100%			商业和投资
福州钱包好车 (原名乾坤好车)	孙公司		100%			技术开发,信息咨询及网上销售汽车用品

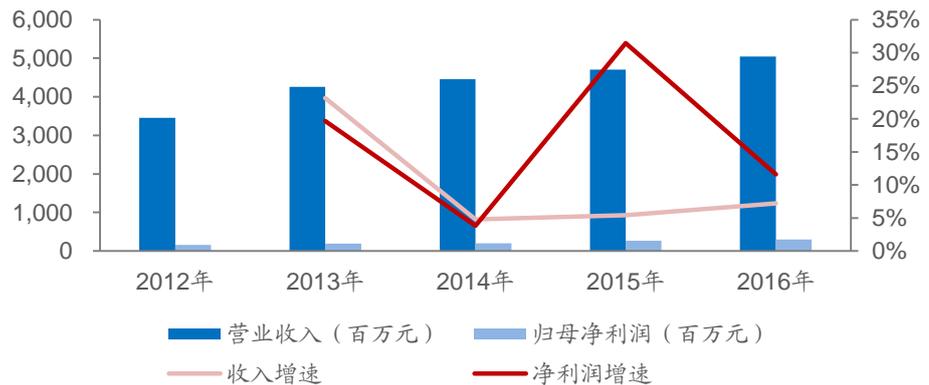
数据来源: 公司财报、公司公告、广发证券发展研究中心 (注: 当前已完成中融金 100% 股权收购、乾坤车 100% 股权收购。因此与 2016 年报披露的持股比例有差异)

3、冰箱业务与科技金融业务双轮驱动

2016年以前，公司主营业务为冰箱销售。2015年12月28日完成中融金51%股权收购。2016年，中融金相关业务收入在报表中有所体现。当前，公司冰箱业务仍然是公司的重要收入、利润来源。

根据公司年报披露的业务规划，未来将在冰箱与金融科技两大方向持续投入、与发展。

图4：公司近五年来收入、利润变化，复合增速10%



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图5：公司近五年来分业务收入（单位：百万元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

➤ 冰箱业务

2016年以前，公司主营业务为冰箱销售。近5年来，冰箱收入复合增速为10%，归属于母公司净利润复合增速为16%。

未来公司规划：顺应高端、大容量等行业发展趋势，在保持出口优势的基础上，大力促进自主品牌产销量的增长，同时优化产品结构，努力提升中高端产品市场份额，使公司的发展从前期的规模数量化成长，进入规模与质效增长并举的可持续发展新阶段。（资料来源：奥马电器2016年年报）

➤ 科技金融业务

中融金当前已经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。同时，中融金拥有自营互联网借贷平台“好贷宝”；中融金手机终端APP“卡惠”，下载量超过1500万（资料来源：奥马电器2016年年报），当前已经成为领先的银行信用卡优惠信息分发移动互联网平台。

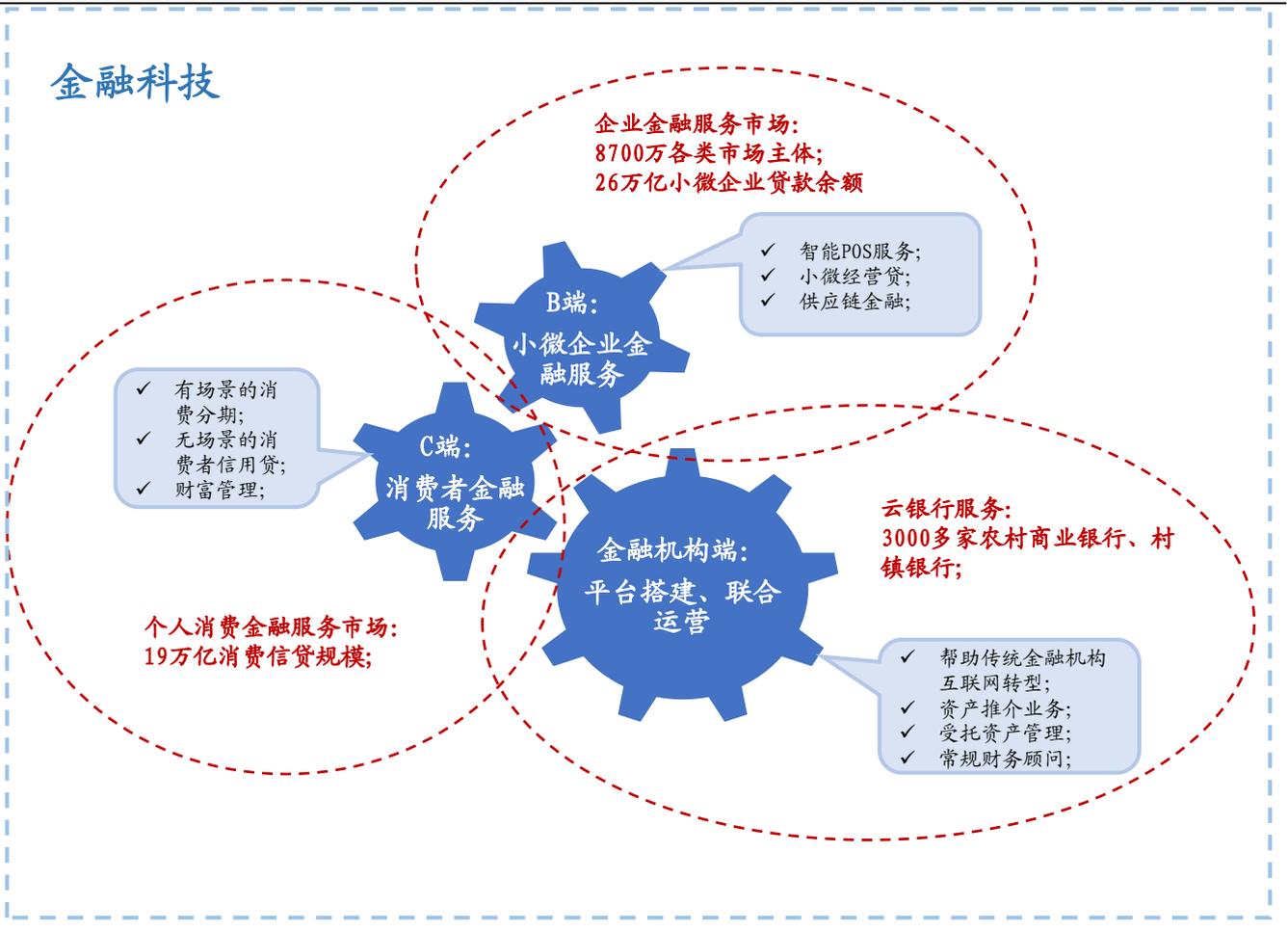
未来，公司通过中融金控股子公司，搭建科技金融生态圈：

- 1) **通过搭建云银行平台，公司向传统金融机构提供平台搭建、联合运营等金融服务，帮助传统金融机构进行互联网转型。**公司提出建设针对中小商业银行等金融机构的互联网金融云中心。该项目以金融云计算平台为支撑，提供金融云计算、云存储等服务，帮助满足小银行的互联网化需求，在直销银行、投融资平台、社区金融、互联网支付等领域与广大中小银行合作。
- 2) **其次，公司将向商户、小微企业提供融资、数据分享等金融服务，帮助商家、小微企业更好的授信和贷款。**
- 3) 公司当前已经获得小额贷款公司的经营许可证，并完成工商登记手续（注册资本3亿元），未来将致力于向普通消费者提供便捷、安全的理财、信贷、消费一站式服务。**由当前向企业、个人提供投融资撮合业务，到为个人、商户提供信贷服务。**
- 4) 公司积极布局以区块链技术为基础的数字货币研发。2016年10月15日，钱包金服与同济大学正式对外宣布成立金融科技联合实验室。

从公司的布局来看，涵盖了B端（包括金融机构）、C端金融服务入口，有利于公司获得庞大的用户群体，并通过入口资源，延伸至多方位、多维度的金融服务。

而以区块链技术为基础的数字货币布局，则系中长期发展的前瞻性布局。

图6: 公司当前科技金融业务



数据来源: 广发证券发展研究中心

表 2: 主要子公司 2016 年财务数据

公司名称	持股比例	总资产(百万 元)	净资产(百万 元)	营业收入(百 万元)	营业利润(百 万元)	净利润(百万 元)
中融金	51%	406	284	296	194	161
奥马冰箱	100%	4291	2017	3696	337	307

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心 (注: 当前已完成中融金 100% 股权收购)

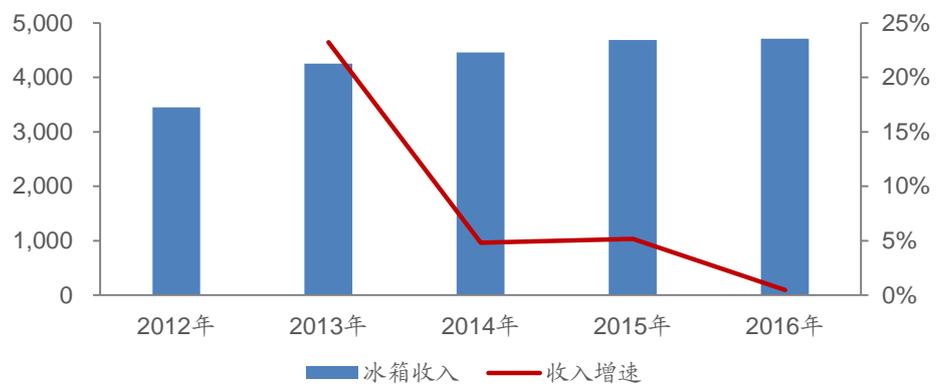
三、冰箱业务，预计维持平稳发展

1、冰箱业务保持行业排名前五，2016年利润增速15%。

2016年以前，公司主营业务为冰箱销售。2009年至2016年公司冰箱整体销量保持行业排名前五；出口业务方面，2009年至2016年冰箱出口量已经连续多年排名行业第一。（资料来源：公司2016年年报）

从冰箱业务收入看，增速自2014年开始逐步放缓。2016年冰箱业务收入增速0.48%。毛利率水平实现逐年提升。2016年冰箱业务毛利率29%，较上年同期提高4个百分点。

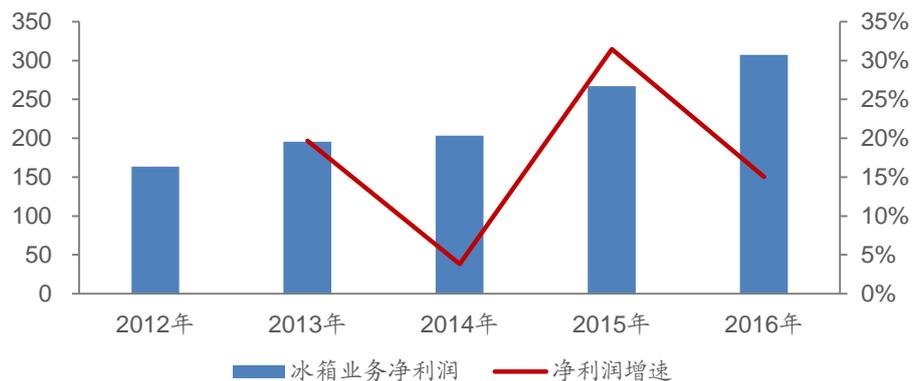
图7：公司近五年冰箱业务收入及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

公司冰箱业务贡献的净利润仍然保持一定增速。2016年同比增长15.1%（注：2016年冰箱业务净利润来自年报披露的子公司奥马冰箱）。

图8：公司近五年冰箱业务净利润及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2、冰箱行业维持平稳发展

从行业趋势来看，我国近年来，冰箱行业需求保持较为平稳的状态。2016年11月销量同比出现较大幅度变化，同比增长17%。2017年3月，销量有所回落。总体

而言，行业发展较为平稳。

图9：近五年国内冰箱销量及同比增速



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

3、大力促进自主品牌销量增长，优化产品结构

公司明确未来发展战略：传统冰箱业务与科技金融业务双轮驱动公司成长。

2016年年报，公司明确，未来将顺应高端、大容量等行业发展趋势，保持出口优势的基础上大力促进自主品牌产销量增长，优化产品结构，努力提升中高端产品市场份额。

考虑公司在冰箱行业的市场地位、行业当前发展现状以及公司未来发展战略，我们预计公司冰箱业务未来仍然将维持较为稳定的增长。

四、消费金融，即将进入快速增长期

1、消费金融弥补传统融资方式短板，成为新型融资方式

广义而言，消费金融是指金融机构把资金出借给消费者的一种服务，包括信用卡刷卡分期、购房贷款、购车贷款。根据银监会发布的《消费金融公司试点管理办法》定义，消费贷款是指消费金融公司向借款人发放的以消费（不包括购买房屋和汽车）为目的的贷款。同时，相关部门规定消费金融公司向个人发放消费贷款不应超过客户风险承受能力且借款人贷款余额最高不超过人民币20万元。

因此，消费金融相比传统借贷关系，在贷款规模、消费场景有了双重限制，从而区别于传统贷款、P2P等融资方式。

表 3: 消费金融与其他融资方式对比

	消费贷款	银行信用卡贷款	银行抵押贷款	P2P	银行信用卡
融资用途	不包括购买房屋和汽车的其他消费用途	贷款不能用于证券、期货、股权投资及房地产开发等政策明令禁止的用途。	可用于经营、购车、教育、医疗、大额耐用品消费以及其他合法合规用途	不限	个人消费
额度限制	小于 20 万元	1-50 万元	最高可达抵押房产价值的 70%;	根据征信记录、0-百万不等	根据工资流水及信用记录, 多为 5 万以下额度
贷款期限	一般小于一年	1-3 年	1-5 年	一般小于 1 年	1 个月
申请材料	实名认证、邮箱认证、手机认证等	财产证明或银行优质客户	多为房产抵押	实名认证、邮箱认证、手机认证等	工资流水等
线上/线下	线上	线下	线下	线上	多为线下
利率(年化)	10%~30%	短期贷款 4.35%; 中长期 4.75%	短期贷款 4.35%; 中长期 4.75%	5~20%	免息; 逾期支付利息
审批时间	当天可贷	半个月以上	半个月以上	1 天以上	线上 3 天; 线下半个月-一个月
出资人	消费金融公司	银行	银行	个人	银行信用卡中心

数据来源: 工商银行等官网、中银消费金融等消费金融公司官网、网贷之家、广发证券发展研究中心

从对比来看，消费金融相比传统的银行贷款、信用卡、P2P融资平台，具有以下特点:

- 1) 流程简便;
- 2) 申请材料要求简单;

3) 到款迅速;

因而相比其他融资方式而言,更能解决资产有限、但过往信用记录良好的消费者短期的购买需求。如尚无固定收入的学生、月收入较少的蓝领人群。

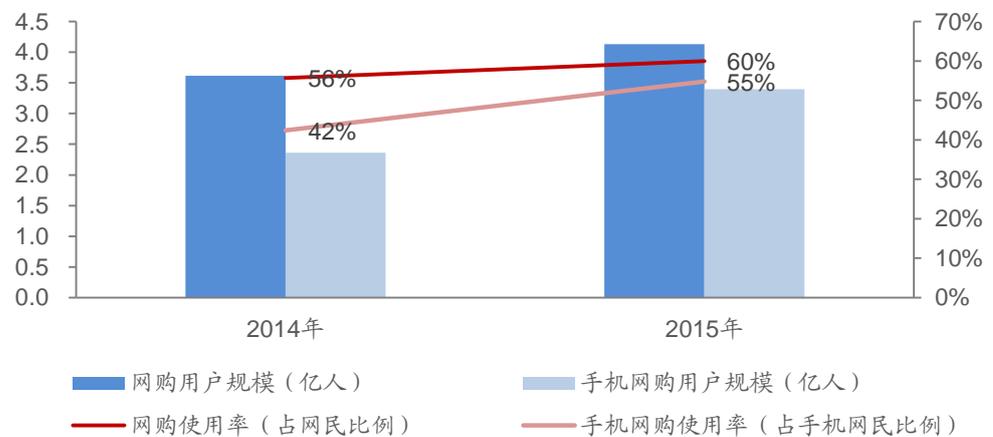
2、结合互联网的消费金融,成为巨头的发展重点

➢ 线上消费的需求持续

根据CNNIC统计,截至2015年12月,我国网络购物用户规模达到4.13亿,同比增长14.3%,高于6.1%的网名增速;手机网络购物用户规模增速43.9%,达到3.4亿。

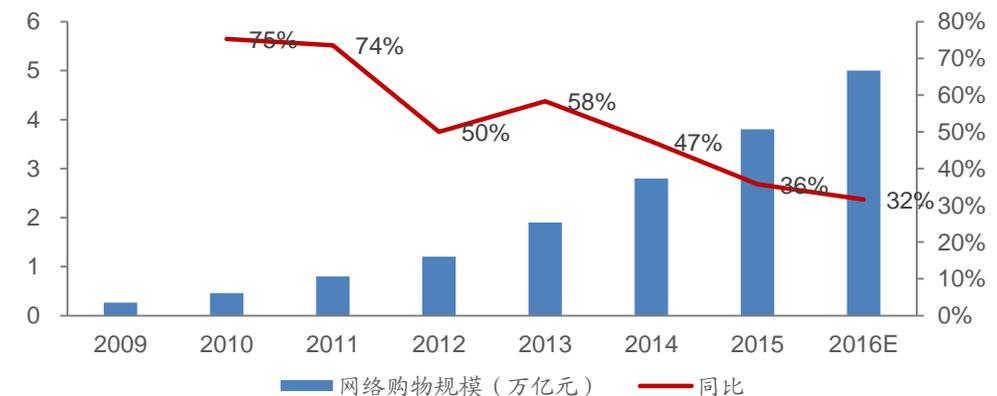
同时,网络购物规模进一步提升,根据艾瑞咨询预测,2016年预计网络购物规模达到5万亿元,同比增长32%。

图10: 网络购物、手机网络购物用户占比持续提升



数据来源: CNNIC、广发证券发展研究中心

图11: 网络购物规模

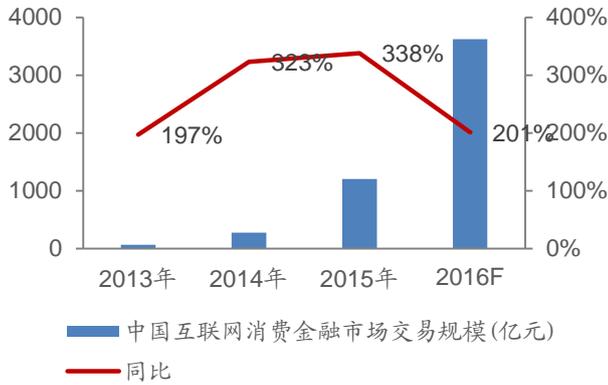


数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

➢ 互联网消费金融渗透率较低,未来发展空间广阔

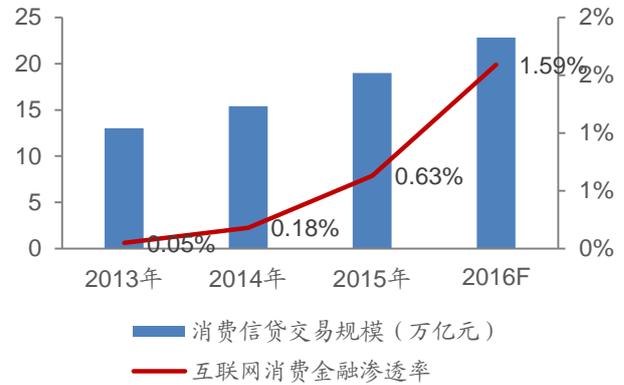
由于网络购物等消费场景不断完善，线上消费需求持续提升。但当前互联网消费金融市场规模仍然较小。根据易观智库的统计，中国互联网消费金融规模2016年有望达到3625亿元，同比增速超过200%。但对应当前22.8万亿的消费信贷总规模，互联网消费金融占比仅为1.59%。考虑当前国内信贷市场规模仍然持续增长，未来互联网消费金融将具有更大的发展空间。

图12: 中国互联网消费金融市场规模



数据来源: 易观智库、广发证券发展研究中心

图13: 消费信贷交易规模及互联网消费金融渗透率



数据来源: 人民银行、易观智库、广发证券发展研究中心

3、四大军团参与消费金融

当前消费金融行业四大主要参与集团：电子商务系、网络借贷系、纯消费金融系、银行系。

银行系的消费金融业务，不仅包含线上业务，同时线下的拓展也较为普遍，以线下信用卡分期业务为主。而电子商务系、网络借贷系、纯消费金融系则将较多的业务重心集中于互联网消费金融。

图14: 消费金融进入者



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

表 4: 消费金融四大参与方 SWOT 分析

	电子商务系	网络借贷系	纯消费金融系	银行系
优势	有消费场景：拥有消费者购买记录，了解其支付能力； 自有的电商用户群； 完整消费业务闭环；	风控经验； 自有用户群体；	创新性与差异化；	严密的风控体系；庞大的用户规模；资金优势（具有较大的资本金规模）；可接入央行征信系统。
劣势	较难突破现有电商用户群体拓展业务	无消费场景；资本金规模有限	无消费场景；资本金规模有限	灵活度与创新性受限； 无消费场景
机会	电商业务与消费金融业务的协同性	联合电商平台、实体商场	联合电商平台、实体商场	联合电商平台、实体商场
威胁	同质化商品与金融产品	准入门槛低； 合作消费场景本身具有的吸引力有限；	准入门槛低；合作消费场景本身具有的吸引力有限；	小贷公司推出的消费金融业务
风控模型	基本自建	基本自建，由于参与者较多，或有部分公司采用外包方式。		自建
大数据主要来源	自有电商平台交易数据（阿里、京东、苏宁）；	外接芝麻信用、拉卡拉征信等（麦子金服接入芝麻信用、惠人贷接入中关村融征信）	个人提交信息，数据验证（分期乐验证学生实名信息）；有牌照可接入人行征信系统；外接芝麻信用、拉卡拉征信等。	人民银行征信系统

数据来源：广发证券发展研究中心

4、奥马电器消费金融，场景、入口系首要布局重点

当前，奥马电器正通过多种渠道、方式搭建消费金融入口，同时借助原有的千万级用户入口：卡惠APP，引流消费金融用户群体。

➤ C端入口：

卡惠APP：推送信用卡优惠信息，获取千万用户流量（1500万下载量）；

乾坤好车（已更名为钱包好车）：汽车金融场景；

钱包贷：互联网金融平台，汇集投、融资需求个人流量；

➤ B端入口：

POS地推团队：线下推广智能POS；

客如云：深度掌握B端商户经营数据；

相比电子商务系在消费场景、流量的优势，奥马电子正不断通过股权收购、自建的方式，获取、搭建线下消费场景，同时依靠此前在互联网、移动互联网领域基

础，获取庞大用户流量，为后续消费金融业务的逐步开展打下坚实基础。

五、C端金融服务：撮合技术与自有资金共同参与

1、好贷宝，网络借贷信息服务平台掌握C端融资需求

中融金旗下好贷宝，系自营的网络借贷信息服务平台，通过为客户提供网络借贷项目，收取撮合费用。截至2016年9月30日，平台累计成交153亿元，累计注册用户达到61万人，累计为用户赚取利息2.15亿元。

旗下两大产品包括日息宝、银行宝，面向不同的资金需求群体。

➤ 日息宝：向第三方支付机构、个人提供借款撮合服务

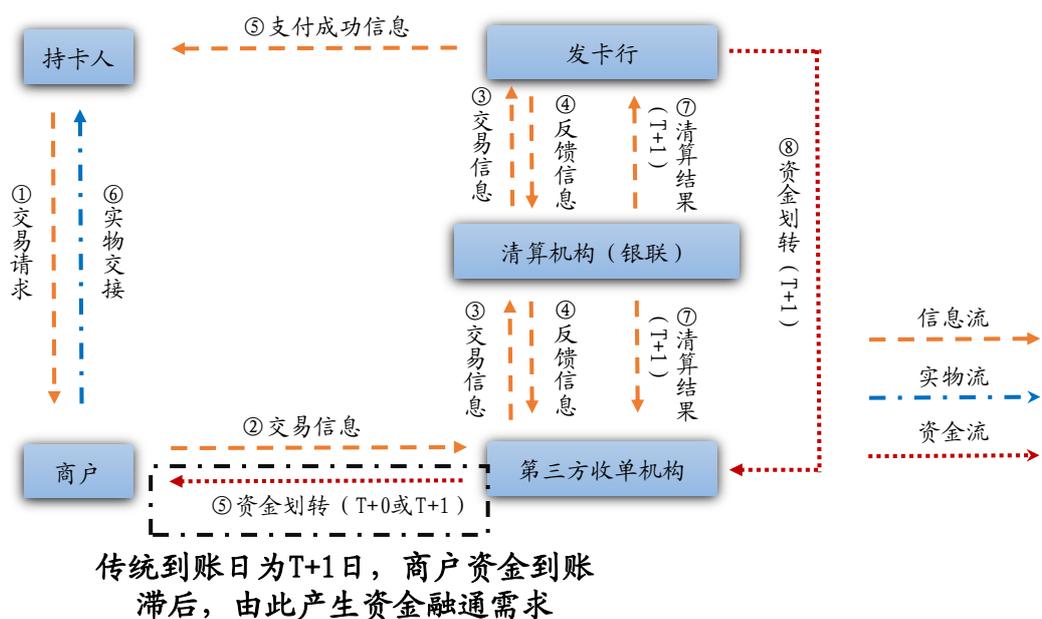
为第三方支付机构提供借款撮合（公司公告披露）

传统的POS刷卡模式，商户在交易完成后的第二天收到交易资金。由于当前政策指导、规范的环境下，严禁第三方支付机构动用备付金账户。因此，第三方支付机构若要向商户提供无风险垫资的结算方式，受限于自有资金规模。

日息宝，系平台通过与第三方支付机构签订协议，由第三方支付公司作为借款方，由“中融金”公司在其“好贷宝”融资平台上发售“日息宝”理财产品。理财人通过“好贷宝”融资平台进行投资，购买“日息宝”产品，相关投资款项通过第三方支付机构进行归集、托管，“日息宝”产品满额后，将款项划转至借款人。债权到期时，借款人还款至理财人并支付利息。第三方支付公司的借款主要向其优质POS商户提供交易实时结算T+0服务。

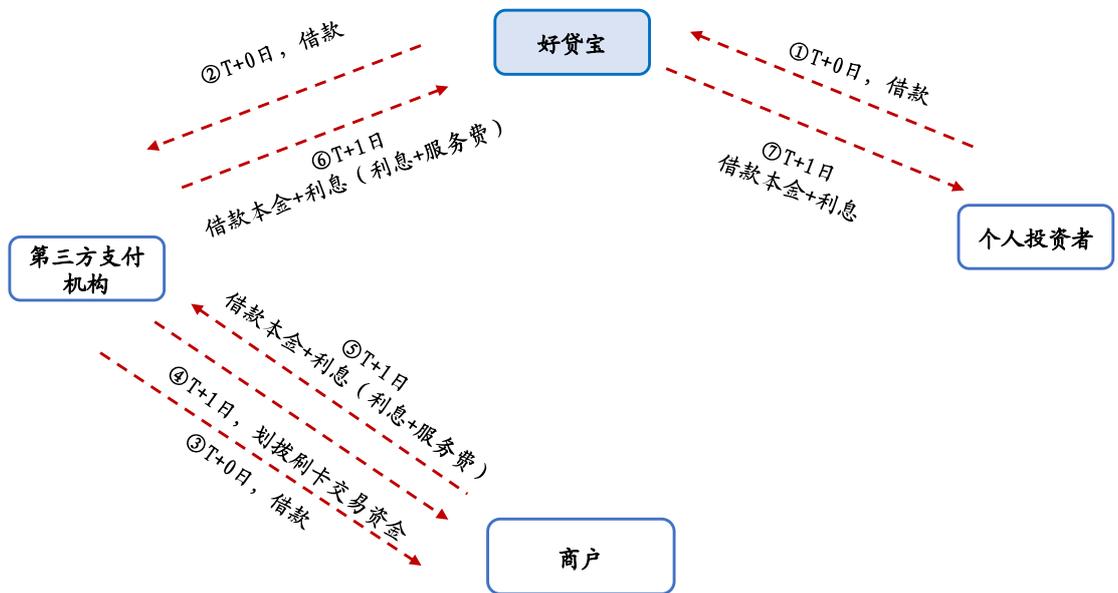
2015、2016年日息宝产品收入主要来自于中汇支付，对其销售收入分别为8756万元、1.69亿元，占当期同类业务比例88%、59%。同时中汇支付的股东包括中融金创始股东尹宏伟，因此，中汇支付系中融金关联企业。（资料来源：奥马电器公告）

图15：传统线下收单流程产生资金融通需求



数据来源：广发证券发展研究中心

图16: 日息宝业务模式



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

为个人用户提供借款撮合服务 (当前好贷宝网站披露)

当前, 部分日息宝项目, 为个人提供借款, 还款来源主要为个人借款者的工资薪金收入。

项目期限以1个月-2个月为主, 预期年华利率在10%左右; 融资规模在1万元左右。项目的还款方式为每日返息, 到期还本。

➤ 银行宝: 联合银行类金融机构的移动理财平台

银行利用自身渠道资源和专业风险控制能力, 甄别和获取优质债权项目, 借助“中融金”移动互联融资平台, 满足借贷双方投融资需求的服务。在银行宝的运营中, 各类银行机构与“中融金”联合充当居间融资服务咨询主体, 一方面, 银行机构承担优质债权项目的筛选、甄别以及推荐的职责, 另一方面, “中融金”提供移动互联融资平台的技术支持服务。

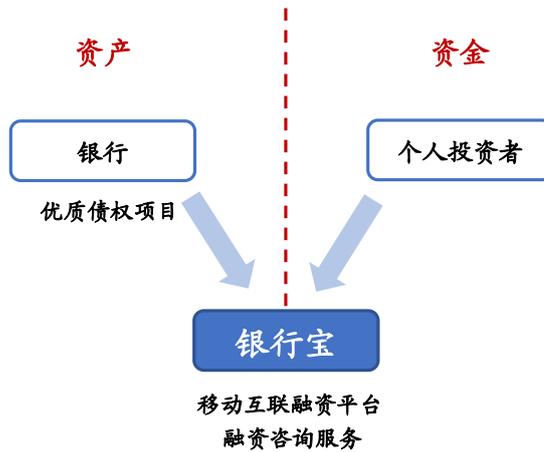
由于当前公司尚未获得金融资产交易牌照, 因此其业务模式与当前大连金融资产交易所 (中科金财控股)、网金社 (恒生电子参股) 等持牌机构有所差异, 仅能通过提供平台获得技术服务费、信息撮合服务费, 不能进行产品设计等业务。

当前平台已售产品主要来自邯郸银行、南昌银行、襄垣农商银行、威海市商业银行。

- ✓ 预期年化利率: 7%~8%
- ✓ 期限: 30天~180天
- ✓ 项目金额: 60万元~2000万元

- ✓ 项目还款来源：经营回款、承兑汇票等
- ✓ 起点认购金额：100元
- ✓ 借款方：大型企业
- ✓ 资金用途：多用于流动资金周转
- ✓ 项目提供方：邯郸银行、南昌银行、襄垣农商银行、威海市商业银行等

图17：银行宝业务模式



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

2016年8月，四部委曾联合下发《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》，对网络借贷相关业务进行规范；2016年10月国务院办公厅印发互联网金融风险专项整治工作实施方案，明确指出对于各类互联网金融业务的整治在2016年11月底完成。我们认为，公司该类互联网金融业务的政策风险已大幅消除，尽管对于互联网金融的长期治理与监管仍然有必要，但对于公司这类规范企业而言已无重大影响。

2、收购乾坤好车，进军车贷业务

当前，中融金完成乾坤好车（已更名为钱包好车）49%股权收购，至此持有其100%股权。

乾坤好车未来以发展成为汽车金融全服务平台为发展目标。当前主要业务包括汽车抵押贷款、汽车质押金融、汽车供应链金融等领域，向代理商及车主提供渠道管理和咨询服务业，收取相应的渠道管理费和服务费。当前业务主体包括乾坤车贷与乾坤好车电子商务平台。

车辆抵押贷款是以借款人或第三人的汽车或自购车作为抵押物向金融机构或汽车消费贷款公司取得的贷款。银行或消费金融公司多对购车用户进行贷款。当前不少P2P等网贷平台采用车辆抵押的方式，放款给借款人做资金周转。

按照车辆是否转移占有划分为抵押和质押。抵押车辆可以继续由借款人使用；而质押车辆则必须放在平台的专用停车场，借款人赎回后才能继续使用。

根据交管局数据，截至2016年底，国内汽车保有量1.94亿量，根据天眼研究院数据，平均汽车贷款7.2万元，整个汽车贷款的市场规模可达14万亿。根据中国汽车金融专业委员会《2015汽车金融公司行业发展报告》，2015年末，汽车金融公司总资产达到4190亿元（统计口径为已获批的25家汽车金融公司）。根据中国汽车金融实验室《2016年汽车金融年鉴》，2016年国内汽车总体平均信贷渗透率在30%左右，仍然具有较大的渗透率提升空间。

同时，截至到2015年12月31日，网贷行业涉及到车贷业务的平台共计1618家。同时，相比其他信用贷款而言，是车贷有抵押，出现逾期可以做资产处置，风险相对较小；同时平台通过与二手车商的合作，资产变现融资容易，耗时短，因此系网贷行业的发展方向之一。

公司通过收购乾坤好车，紧握汽车消费场景：

✓ **乾坤车贷，主要提供汽车抵押与质押贷款**

2016年1-10月的数据来看，乾坤好车的贷款业务已经覆盖27省142个城市；月交易21.8万台；交易额达到22亿元人民币。主要收取信息撮合费用。

图18: 乾坤好车业务覆盖范围



数据来源：乾坤好车官网、广发证券发展研究中心

✓ **乾坤好车电子商户平台**，则作为二手车销售、收购、寄售及相关的质量鉴定、专业评估、代办手续等二手车服务平台

公司当前业务收入主要来源于平台服务费、渠道管理费、咨询服务费等。

- 平台服务费：对借款项目进行多级风控审核后，推荐借款项目给第三方金融服务机构或贷款人，按照约定收取相应的服务费。
- 渠道管理费：由乾坤好车向代理商收取代理费收入，按区域不同收取不同标准的代理费，按年收取；同时，向代理商提供风控服务，向其

收取风控人员报酬，按区域不同收取不同标准的工资，按年收取；

- 咨询服务费：在执行客户尽职调查的基础上，向其他公司提供客户推荐服务，收取服务费；
- 其他：对于违约借款车辆进行处置后的收益等。

表 5: 乾坤好车主要财务数据 (单位: 百万元)

	2015 年	2016 年 1-10 月
主营业务收入	0.78	37.45
渠道管理费	0.60	34.54
平台服务费	0.18	1.89
咨询服务费		1.03
营业利润	0.01	27.90
净利润	0.01	20.93

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

3、科技，提升金融服务能力

当前，中融金旗下好贷宝、乾坤好车主要以收取平台服务费、技术服务费为主要收入来源。尽管公司尚未披露服务费的费率水平，但根据当前好贷宝平台、乾坤好车的交易规模，基本可以推算，服务费率平均在1%左右。（注：现有公开数据存在一定的时间差异，因此仅为粗略估算）

表 6: 乾坤好车、好贷宝收入规模

	收入 (百万元)	交易规模 (百万元)	收入/交易规模
好贷宝	127	15300	0.83%
乾坤好车	37.45	2200	1.70%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心（注：好贷宝收入为 2016 年 1-6 月；交易规模为 1-9 月累计交易规模；因此收入-交易规模比或偏低；乾坤好车收入为 1-10 月；交易规模为 1-10 月累计）

截至2016年年报，公司在手货币资金近15.8亿元，此前配套融资30亿元、非公开发行募资19亿元。同时，公司公告非公开发行10.10亿元公司债券。直接可动用的资金规模近80亿元。

同时，公司2016年12月公告，旗下控股子公司宁夏钱包金服小额贷款公司已取得《宁夏回族自治区小额贷款公司经营许可证》。

我们认为，公司已获得小额贷款牌照，同时拥有足够的资本金，并且考虑公司发展消费金融的发展规划及现有的金融业务布局，未来有望利用自有资金开展信贷业务。远大于现有好贷宝、乾坤好车所能收取的1%左右的服务费用。有望给公司带来更大的收入、利润空间。

另一方面，公司一直以来注重科技金融能力的发展，2016年财报显示的研发费用约2亿元。通过金融科技，提升公司金融撮合业务能力。同时在消费金融等业务中，降低坏账风险，提升资金使用效率与借款质量，并且区别于金融业务资金消耗的业

务属性，提升公司的价值属性。

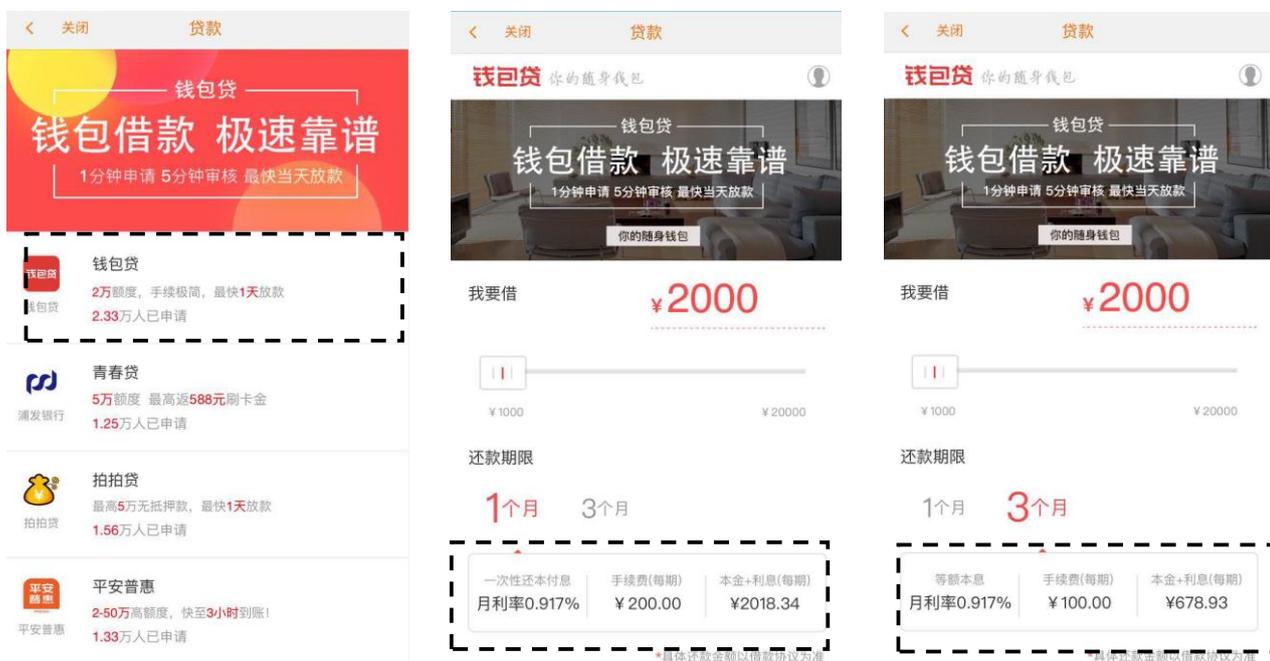
4、以卡惠 APP 为入口，进军消费金融

钱包卡惠，是中融金旗下手机端APP，当前已有超过1500万的下载量(公司2016年年报公告)，系银行信用卡优惠信息分发平台，同时开展银行信用卡申请、账单管理等持卡人服务业务。并且，通过“理财”板块，直接连接好贷宝的主要金融产品如日息宝、银行宝。

目前，APP“个人贷款”板块，新增“钱包贷”，系中融金开展的消费信贷服务。

钱包贷为用户提供1000-2万元额度的消费贷款，最快实现一天放款。还款方式为1个月期一次还本付息与3个月期限的等额本息还款方式，月利率0.917%。APP显示，当前已有2.33万人申请钱包贷。

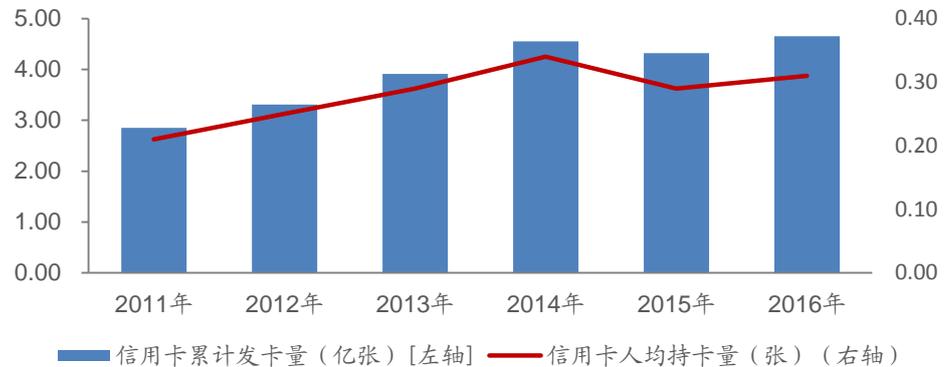
图19: 钱包贷入驻卡惠“个人贷款”板块



数据来源：卡惠APP、广发证券发展研究中心

卡惠已经与30多家主流银行和发卡机构合作，覆盖面积达到300多个城市，合作商户达到4万多户（资料来源：2016年12月26日新浪财经转载《投资者报》）。截至2016年底，国内信用卡人均持卡量0.30张。意味着卡惠拥有4亿潜在用户需求。并且此前华为发布的荣耀Magic手机已经与卡惠达成合作，有望在未来进一步促进卡惠用户规模成长。

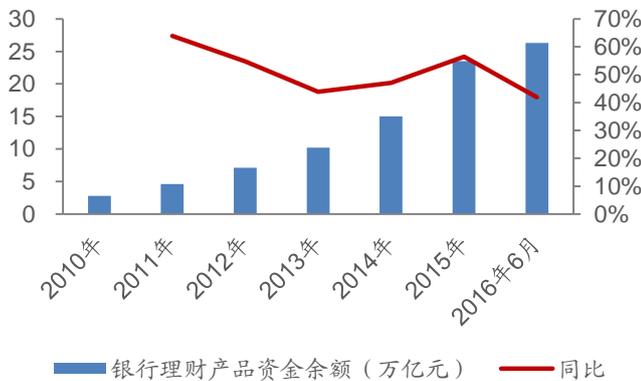
图20: 信用卡用户规模



数据来源: 人民银行、广发证券发展研究中心

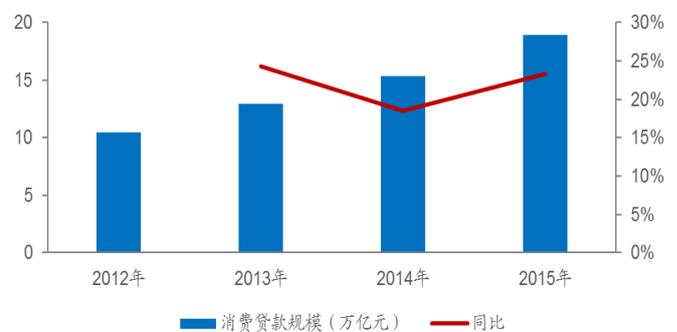
而以卡惠为入口, 中融金可推广好贷宝理财金融产品、消费金融产品。截至2016年6月, 银行理财产品资金余额达到26万亿元; 截至2015年底, 我国金融机构消费贷款规模2015年达到18.96万亿元, 同比增长23.28%, 占中国整体信贷规模的18%。(金融机构包括中国人民银行、银行业存款类金融机构、信托投资公司、金融租赁公司和汽车金融公司)。

图21: 银行理财产品资金余额



数据来源: 人民银行、广发证券发展研究中心 (截至2016年6月)

图22: 金融机构消费贷款年规模



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

卡惠作为信用卡信息服务APP, 具有至少4亿的用户入口价值; 同时, 通过银行、旗下金融信息服务平台好贷宝以及可能从事的利用自有资金开展的消费信贷业务, 从事30万亿市场规模的银行理财产品销售、20万亿市场规模的消费信贷业务。

六、B端金融服务：智能POS增发项目、与客如云合作

1、智能POS项目，掌握百万商户流量入口

公司当前已经完成此前公告的非公开发行项目，向特定发行对象发行股份数量不超过6160万股，募集资金不超过19亿元，用于基于商业通用的数据管理信息系统建设、智能POS项目。

表 7：非公开发行募投项目

项目名称	实施主体	总投资额（百万元）	拟投入募集资金（百万元）
基于商业通用的数据管理信息系统建设项目	钱包金服（北京）	1504.8	1504.2
智能POS项目	钱包智能（平潭）	400	400

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

智能POS项目，拟投资4亿元，建设四款智能POS：智POS Mini（Mpos）、智POS Mini刷卡器（手机刷卡器）、智POS（手持移动智能POS）、智POS Plus（台式智能POS）。

智能POS的本质是移动PAD的升级，提供可携带、智能化、支持应用的多种支付解决方案于移动PAD的载体，一站式解决当前商户多个POS机、扫码枪的问题。同时，采用安卓操作系统，便于安装多种应用软件，使得基于智能POS的应用服务成为可能。

图 23：奥马电器智能POS功能



数据来源：钱包IPOS官网、广发证券发展研究中心

公司预计到2020年智POS Plus和智POS出货量达到46.36万台，两款智POS Mini的总出货量达到92.8万台。智能POS业务发展，将直接带来百万级商户流量。

同时，通过智POS，公司进一步为商户提供用于流动资金周转、购置或更新经营设备、支付租赁经营场所租金、商用房装修等合法生产经营活动贷款。

当前，公司已经和包括广发银行、江苏银行、郑州银行等达成合作。待非公开发行资金到位后，有望进一步加快智能POS产品拓展速度，快速抢占商户入口，从而促进金融业务开展。

2、多方参与智能 POS 铺设，获得商户全面经营数据

通过在智能POS的安卓系统中，搭载多种应用软件，能够全方位掌握商户的经营现状，以大数据的方式，实现更多后续服务。智能POS商户端的重要入口，当前，包括传统POS厂商、支付厂商、互联网巨头都在积极通过智能POS的方式抢占入口，同时，积极尝试以信贷业务等金融服务为主的数据变现方式：

- ✓ 包括快钱、拉卡拉都推出了自己的智能POS：拉卡拉在发布智能POS的同时，发布智能POS云平台，服务于智能POS相关应用；快钱2015年11月推广活动，免费送出一万台智能POS，同时申请商户有机会获得最高100万元的信贷额度。
- ✓ POS厂商积极布局智能POS：联迪智能POS目前与五大国有银行、银联商务、通联支付、支付宝、微信支付达成合作；
- ✓ 掌贝智能POS与旺POS等创业型团队在发布智能POS的同时，主打相关应用平台，内容涵盖会员管理、营销分析、智能CRM等。
- ✓ 美团点评2016年11月发布智能POS，可与商户财务端无缝对接，同时根据商户需求在POS机上整合ERP系统、电子发票管理系统等模块。

表 8：智能 POS 业务参与者对比

	支付硬件商	创业企业	第三方支付	互联网企业
优势	传统 POS 技术优势；行业口碑；合作方；	更新换代速度；新趋势的把握	商户数量；营销活动	大量线下商户资源
劣势	新事物的反应速度	品牌影响力		
机会	借智能 POS 获取更大市场份额	智能 POS 应用的开发	借助智能 POS 替代，抢占更多市场份额	线上线下 O2O 闭环
威胁	原有 POS 产品被淘汰；市场占有率下降	同行业的竞争、新趋势的把握	被推广实力更强的同业替代；	

数据来源：广发证券发展研究中心

中融金布局智能POS的优势在于：

- 1) 与银行合作；
- 2) 与第三方支付公司的合作；
- 3) 结合卡惠等商户优惠服务，引流C端消费者，吸引商户自发参与；
- 4) 直营的地推团队，直接了解商户需求，提供更优商户服务。

3、投资客如云，面向商户设备需求的金融服务

客如云，成立于2012年，当前通过自主研发的软硬件，为本地服务业提供智能化解决方案，当前已经为超过1万家商户提供基于云端的SaaS软件服务。

基于云端的SaaS软件服务，满足商户从点餐、收银、桌位管理等业务需求；人员、报表等管理需求；折扣优惠等营销服务需求。

图24：客如云SaaS服务

收银	出单	人员管理	折扣优惠	报表	拆单结账	桌位管理	点餐
<ul style="list-style-type: none"> ※ 现金支付 ※ 银行卡支付 ※ 会员支付 ※ 自定义组合支付 ※ 扫描二维码支付 ※ 优惠券支付 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 可打印堂食单、外卖单、自提单、厨打总单、客看单 ※ 厨打总单商品备注提醒 ※ 信息分类显示 ※ 已结账 ※ 厨打总单重印 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 员工身份设定 ※ 主要操作权限设定 ※ 操作员工记录 ※ 员工打卡 ※ 交接 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 促销折扣 ※ 整单折扣 ※ 批量折扣 ※ 自动计算折扣 ※ 优惠券 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 点单情况统计 ※ 商品分类情况统计 ※ 账单明细报表 ※ 门店查询 ※ 门店收款统计报表 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 快速拆单 ※ 按照商品拆单 ※ 指定商品拆单 ※ 手动拆单 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 桌位状况全览 ※ 桌况时间管理 ※ 快速换桌 ※ 快速拼桌 ※ 快速拼单 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 菜品分类 ※ 滑动翻页 ※ 菜品搜索功能 ※ 单品特殊备注 ※ 整单备注

数据来源：客如云官网、广发证券发展研究中心

同时，客如云还向商户提供硬件产品OnPOS、OnPOS mini等智能终端产品。

2016年8月5日，客如云发布全新OnPOS mini硬件产品，联合钱包金服针对餐饮业商家的两项金融服务：

1) “零首付零费率”分期购买智能软硬件产品的业务；

2) “无抵押、无担保、纯信用”的流水贷商户贷款业务。流水贷，基于客如云系统的大数据分析，和钱包金服实现自动授信，电子签约，闪电到帐。

商户可根据需求选择全款购买、或分期购买客如云软硬件产品。分期购买的方式，相当于钱包金服为商户提供了一笔针对客如云产品的消费金融服务。

而基于用户在客如云云平台的数据，能够较为有效的防止商户盗刷现象的发生，降低现金贷款业务风险。

图25：客如云与钱包金服合作方式



数据来源：客如云官网、广发证券发展研究中心

4、商户端金融服务，市场广阔

当前POS联网商户规模达到近2000万户，假设其中10%的商户具有中长期经营融资需求，平均每户的融资规模约在10万元，期限6个月。则全年的商户贷款规模将达到2000亿元。以15%为年化利息计算，整个利息收入规模将达到150亿元/年。

并且相比于银行的融资门槛，基于POS数据的商户贷款具有放款快、门槛低、审核流程简便的优势，其市场规模或远超当前的粗略假设。

七、服务银行、布局数字货币，成就更广阔生态圈

1、互联网银行业务，服务广大中小银行发展需求

当前在利率市场化与降息周期叠加的环境下，中小银行主要有三大需求：

1. 更低的融资成本；
2. 更高的资金回报；
3. 更低的流动性风险；

为满足这三大需求，银行可以通过同业拆借、银行理财、资产证券化等方式进行资金融通，并获得较高的利润。但传统金融模式受地域、渠道等因素的制约，在信息的获取上存在滞后、遗漏等劣势，而将金融业务放置于互联网之上，可以利用互联网的广泛覆盖性、较低的运营成本，更好地实现盘活银行资产的目的。

公司提出建设针对中小商业银行等金融机构的互联网金融云中心。该项目以金融云计算平台为支撑，提供金融云计算、云存储等服务，帮助满足小银行的互联网化需求，在直销银行、投融资平台、社区金融、互联网支付等领域与广大中小银行合作。

中融金当前已与多家银行合作，未来有望结合公司当前B端、C端业务布局，为银行、商户、个人提供从融资到投资的一体化金融服务。

表 9：公司与多家银行、农村信用社开展战略合作

时间	合作银行	合作内容
2015 年 12 月 24 日	宜宾市商业银行	在直销银行、市民卡工程、供应链金融、互联网营销、互联网运营推广、互联网金融企业资金存管等相关平台、产品和服务领域建立长期稳定的战略合作伙伴关系
2016 年 4 月 15 日	郑州市市郊农村信用合作联社	在互联网银行、投融资平台、社区金融、互联网支付、网络信贷等多个领域展开合作
2016 年 4 月 18 日	山西襄垣农村商业银行股份有限公司	在互联网银行、投融资平台、社区金融等领域展开合作
	焦作中旅银行股份有限公司	在互联网银行、投融资平台、社区金融、互联网支付、网络信贷等多个领域展开合作
	邯郸银行股份有限公司	在互联网银行、投融资平台、社区金融、互联网支付、网络信贷等多个领域展开合作
2016 年 4 月 21 日	郑州银行股份有限公司	在互联网银行、投融资平台、社区金融、互联网支付、网络信贷等多个领域展开合作
	泰安银行股份有限公司	在互联网银行、投融资平台、社区金融、互联网支付、网络信贷等多个领域展开合作

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2、积极参与数字货币研发，长远布局科技金融

2016年10月15日，钱包金服与同济大学正式对外宣布成立金融科技联合实验室。

同济大学目前在金融科技-区块链这一新兴研究领域处于国内领先地位，是国内少有的有落地研发成果的高校之一，也是目前国内唯一一所正在配合央行研究数字货币体系的高校。此次公司与同济大学的合作，意味着公司正在积极提升在数字货币、金融科技等领域的研发实力。

当前，数字货币不断受到各国央行重视，中国央行旗下的数字货币研究所有望于近日正式挂牌。公司当前在相关领域的研发工作，有望在未来数字货币全面推广的过程中，获得先发优势。

3、申请、参股、控股金融牌照，迎广阔发展空间

国内从事不同金融业务需要获得相关监管部门的许可证，即是牌照。目前需要审批的金融牌照包括银行、保险、信托、券商、金融租赁、期货、基金、基金子公司、基金销售、第三方支付牌照、小额贷款、典当12种。部分牌照已经停止发放，若要从事相关业务，必须通过收购方式。

中融金当前逐步通过参股的方式，逐步获得多项金融业务准入资质：

- ✓ 参股20%泽信基金（公募基金牌照）；
- ✓ 参股10%巨安财产保险（财产保险牌照）；
- ✓ 控股72%宁夏钱包金服小额贷款公司（小额贷款牌照）；
- ✓ 100%持股钱包保险经纪公司（保险经纪牌照）；

我们判断，未来公司有望持续通过合作、设立、参股、控股的方式进入更多金融领域。

表 10：中国金融牌照分类

牌照	数量	监管部门	最初发放时间	现状	主要业务
银行牌照	商业银行 1014 家	银监会	——	民营银行有望开放	储蓄、信贷
信托牌照	68 家	银监会	1984 年	冻结发放	各类信托业务
金融租赁	47 家	银监会	1986 年	——	融资租赁
第三方支付	270 家	中国人民银行	2011 年	逐步收紧	网络支付、预付卡发行与受理、银行卡收单
公募基金	123 家	证监会	1998 年	放宽、溢价下降	公募基金、机构业务
基金子公司	79 家	证监会	2012 年	总体放宽	类信托业务
基金销售	380 家	证监会	2001 年	——	发售基金份额
基金销售支付	40 家	证监会	2010 年	成熟一家、批准一家	基金销售支付结算业务
券商牌照	129 家	证监会	1988 年	券商综合牌照已停	证券承销与保荐、经济、证券投资活动等
期货牌照	149 家	证监会	1993 年	冻结发放	期货交易
保险牌照	160 余家	保监会	1988 年	收紧	财险、首先、万能险
融资租赁	约 1324 家	商务部	2006 年	——	外商、内资融资租赁
典当牌照	上海 255 家	商务部	1987 年	——	典当业务
小额贷款公司	上海 130 家	省级金融办公室	——	——	无抵押贷款、抵押贷款、质押贷款
融资担保公司	上海 39 家	省级金融办公室	——	——	贷款

数据来源：搜狐财经、银监会、证监会、人民银行、广发证券发展研究中心

4、研发投入持续，提升金融科技属性

公司2014年、2015年、2016年研发投入分别为1.65亿元、1.66亿元及2.20亿元。即，公司2014年、2015年冰箱业务研发投入持平（中融金于2015年12月28日并表）。

而根据公司年报，2016年公司在数据信息管理系统、智能POS等项目上预先投入较大，期望“通过建设基于商业通用的数据管理信息系统建设构建强有力的云服务平台，为公司科技金融业务全面发展提供云服务支撑；通过进军智能POS行业，获取商户资源，为公司金融科技业务全面发展从获客、数据等方面提供支撑”。

另一方面，公司此前的增发公告中提到，“基于商业通用的数据管理信息系统建设项目”，预计投入15亿元。项目的建设投资主要用于软硬件平台费用，研发费用，以及实施费用投入。

基于公司在金融科技领域的资金投入规划，以及发展战略规划，未来的道路应该倾向于依赖金融科技提升撮合业务能力。同时在消费金融等业务中，公司有望借助科技手段降低坏账风险，提升资金使用效率与借款质量。

科技实力提升，将使得公司区别于依靠资金消耗、并以利差为单一收益的金融服务企业，从而提升公司的价值属性。

八、盈利预测及估值分析

1、盈利预测

我们对公司2017年-2019年盈利预测基于以下假设：

- 1) 冰箱与冰箱零配件业务：基本维持2016年收入水平；毛利率较2016年水平有所下降。
- 2) 平台服务与技术服务业务：预计平台服务与技术服务业务收入维持稳定增长；毛利率预计维持当前水平。
- 3) 消费贷、商户贷等业务，预计自2017年开始具有一定收入规模。随着业务量的逐步放大，逐步实现盈利。

基于上述假设，我们预计公司2017年-2019年净利润分别为5.01亿元、6.30亿元及8.12亿元，对应EPS分别为2.21元/股、2.77元/股及3.58元/股。

表 11：收入测算表（单位：百万元）

	2017年	2018年	2019年
冰箱收入	4,757	4,805	4,853
收入增速	1%	1%	1%
成本	3,520	3,568	3,616
毛利率	26%	26%	25%
冰箱配件收入	10	9	9
收入增速	-5%	-5%	-5%
成本	7	7	7
毛利率	23%	22%	21%
平台服务与技术服务	429	515	618
收入增速	60%	40%	40%
成本	64	77	93
毛利率	81%	81%	81%
金融服务业务（消费金融、商户贷等）	272	500	746
收入增速	-	84%	49%
成本	54	100	149
毛利率	80%	80%	80%
营业收入	5469	5829	6226
增速	8%	7%	7%
成本	3646	3752	3865
综合毛利率	33%	36%	38%

数据来源：广发证券发展研究中心

2、估值分析

公司传统业务为冰箱制造，完成中融金收购后，将逐步实现“冰箱+科技金融”

的双轮驱动战略规划。

当前主要可比公司包括：康耐特、新大陆、二三四五。

表 12: 可比公司业绩与估值 (单位: 亿元)

证券代码	证券简称	总市值	归属母公司股东净利润			P/E		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
002668.SZ	奥马电器	142	2.98	5.01	6.30	48	28	23
002195.SZ	二三四五	197	6.35	8.04	10.91	31	25	18
300061.SZ	康耐特	101	1.09	3.31	4.43	93	30	23
000997.SZ	新大陆	188	4.61	6.53	8.22	41	29	23

数据来源: 公司财报、wind、广发证券发展研究中心 (注: 奥马电器 2017 年、2018 年业绩采用广发计算机团队盈利预测; 二三四五、康耐特、新大陆采用万得一致预测的净利润预测中值)

风险提示

1. 智能POS业务、消费金融等业务推广进度有不确定性
 - 1) 当前多家支付公司、创业公司积极开展智能POS业务推广。若公司在实际推广中，推进速度不及竞争对手，可能带来相关金融业务落地缓慢。
 - 2) 消费信贷产品缺乏竞争力、入口资源有限等。
2. 互联网金融行业面临的政策风险
若互联网金融相关政策进一步趋严，或将对公司平台服务、技术服务等业务带来负面影响。
3. 公司尚未获得支付牌照，若业务持续推进可能产生较大的关联交易
4. 短期公司智能POS项目预计有较大的资金投入，对当期业绩或有一定影响。
5. 商誉减值风险。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017	2018	2019
流动资产	2552	3302	6084	6861	7692
货币资金	796	1581	4426	5128	5872
应收及预付	790	897	909	960	1026
存货	632	756	744	767	789
其他流动资产	334	69	5	5	5
非流动资产	1781	2032	2058	2052	2080
长期股权投资	0	203	203	203	203
固定资产	1059	1084	1199	1197	1232
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	620	627	615	611	604
其他长期资产	102	118	41	41	41
资产总计	4333	5335	8142	8913	9772
流动负债	2150	2667	2096	2231	2270
短期借款	286	465	0	0	0
应付及预收	1846	2203	2096	2231	2270
其他流动负债	18	0	0	0	0
非流动负债	384	451	1438	1438	1438
长期借款	360	428	428	428	428
应付债券	0	0	1010	1010	1010
其他非流动负债	24	23	0	0	0
负债合计	2534	3118	3534	3669	3708
股本	165	165	227	227	227
资本公积	451	493	2317	2317	2317
留存收益	1121	1392	1893	2522	3334
归属母公司股东权	1737	2050	4437	5067	5879
少数股东权益	62	166	171	177	186
负债和股东权益	4333	5335	8142	8913	9772

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	776	653	652	976	1110
净利润	267	386	506	636	820
折旧摊销	77	108	111	129	141
营运资金变动	421	116	-58	44	-66
其它	11	43	93	166	215
投资活动现金流	-1097	-82	-154	-195	-288
资本支出	-282	-116	-168	-194	-295
投资变动	-815	34	14	0	7
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	624	51	2347	-79	-79
银行借款	0	661	-465	0	0
债券融资	620	-415	987	0	0
股权融资	0	26	1886	0	0
其他	4	-221	-62	-79	-79
现金净增加额	304	622	2845	702	743
期初现金余额	538	796	1581	4426	5128
期末现金余额	842	1418	4426	5128	5872

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	5.4	7.2	8.5	6.6	6.8
营业利润增长	25.6	49.8	34.9	26.1	28.2
归属母公司净利润增长	31.4	11.6	68.0	25.7	29.0
获利能力(%)					
毛利率	25.4	32.8	33.3	35.6	37.9
净利率	5.7	7.7	9.3	10.9	13.2
ROE	15.4	14.5	11.3	12.4	13.8
ROIC	15.4	31.3	39.9	57.5	70.4
偿债能力					
资产负债率(%)	58.5	58.5	43.4	41.2	37.9
净负债比率	-0.1	-0.3	-0.6	-0.7	-0.7
流动比率	1.19	1.24	2.90	3.08	3.39
速动比率	0.87	0.93	2.52	2.70	3.01
营运能力					
总资产周转率	1.25	1.04	0.81	0.68	0.67
应收账款周转率	9.31	8.30	8.78	8.53	8.65
存货周转率	4.92	4.89	4.90	4.89	4.90
每股指标(元)					
每股收益	1.61	1.80	2.21	2.77	3.58
每股经营现金流	4.69	3.95	2.87	4.30	4.89
每股净资产	10.50	12.40	19.55	22.32	25.90
估值比率					
P/E	51.6	39.4	28.3	22.5	17.4
P/B	7.9	5.7	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	36.8	19.2	14.9	10.4	7.7

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4702	5041	5469	5829	6226
营业成本	3507	3390	3646	3752	3865
营业税金及附加	18	29	26	31	31
销售费用	487	632	558	560	591
管理费用	396	523	602	612	610
财务费用	-15	-18	50	46	41
资产减值损失	29	60	15	90	147
公允价值变动收益	-32	24	0	0	0
投资净收益	43	-15	14	0	7
营业利润	290	434	586	739	947
营业外收入	25	25	10	11	12
营业外支出	6	9	7	8	8
利润总额	309	451	589	742	952
所得税	42	65	83	106	131
净利润	267	386	506	636	820
少数股东损益	0	88	5	6	8
归属母公司净利润	267	298	501	630	812
EBITDA	370	576	747	1004	1269
EPS(元)	1.61	1.80	2.21	2.77	3.58

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰: 首席分析师, 东南大学工学士, 中国人民大学经济学硕士, 1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理
理工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作, 2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王文龙: 研究助理, 东南大学信息工程学士, 香港城市大学金融与精算数学硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 研究助理, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 张 璋: 研究助理, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015年加入
广发证券发展研究中心。
- 郑 楠: 研究助理, 北京邮电大学计算机专业学士, 法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士, 2010年起就职于外资企业软件公司从事
研发、咨询顾问等工作, 2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9 号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号 太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。