

## 一体两翼，构筑金融科技闭环体系（更正报告）

- 一体两翼协同发展，构筑科技金融航母巨舰。**公司完成实际控制人变更、对中融金全部股权的收购和非公开发行募集资金的金融科技转型“三部曲”，构筑“冰箱+科技金融”双轮驱动业务结构，深化以钱包金服为主体，自建场景钱包生活和外延场景钱包投资为两翼的“一体两翼”科技金融业务布局，推进金融科技生态良性循环发展。2017年公司预计实现营业收入69.65亿元，同比增长38.15%，实现归属于上市公司股东的净利润3.86亿元，同比增长26.74%；2018年第一季度公司预告盈利8193.30万元-9398.20万元，同比增长70%-95%，归属上市公司股东的净利润增长主要得益于金融科技业务的高速增长。
- 钱包金服：卡位稀缺牌照资源，构筑技术风控护城河。**当下，金融监管日趋收紧，代表执业资质的金融牌照日益成为行业核心稀缺资源。公司先觉性地提前进行了金融牌照部署，现已经申请和申请中的金融牌照包括消费金融、互联网小贷、融资租赁、商业保理、AMC、基金管理、基金代销、寿险/财险、保险经纪等，金融科技“全牌照正规军蓝图”渐显。同时，公司凭借在科技金融和消费领域沉淀的大量数据，以大数据技术为核心发展征信业务，实现风险合理定价，形成了技术风控的核心竞争优势。
- 钱包生活：完成新一轮融资，引领O2O新风向。**钱包生活定位以本地生活服务为核心优势的O2O综合平台，集消费场景、支付、白条、商业信贷于一体，聚焦长尾用户和资产。随着O2O行业由流量驱动转型升级为服务驱动，在O2O由1.0的黄页、2.0的团购之后，钱包生活将引领O2O向金融服务3.0版本转型升级。在B端，钱包生活免费向商家提供钱包iPOS智能终端和钱包商家系统，兼具无账期、无扣点的移动支付方案，同时也积累了大量的商家流水和信用数据。在C端，钱包生活跳过了团购、下单等环节，将扣点和费率中的优惠让利给消费者。2017年9月，钱包生活完成了10亿元B轮融资，为O2O转型服务升级注入了新动力。同时，公司自营场景“卡惠”、“钱包好车”也实现了良好的场景嵌套和转化。
- 钱包投资：上拓下达，协同场景数据，实现金融科技快速扩张。**在实现自营场景构建的同时，公司积极运用战略投资渠道，开拓上游商业、个人数据源，同时为自身金融数据寻找下游落地变现出口。公司累计投资了餐饮零售SaaS服务提供商“客如云”、智能取餐柜“速位”、供应链金融服务平台“物银通”、互联网财税平台“大账房”等。同时，公司参与了甘肃银行、自贡银行、长治银行、石嘴山银行等地方银行的增资入股或实现战略合作，借力传统银行在线下流量和资金上的优势，实现金融生态的腾飞。
- 投资建议：**公司原为国内著名的白电生产制造商，通过变更实际控制人、收购中融金100%股权，转型科技金融，形成“冰箱+科技金融”双轮驱动的业务结构。“钱包金服主体+钱包生活、钱包投资两翼”的核心战略布局展现

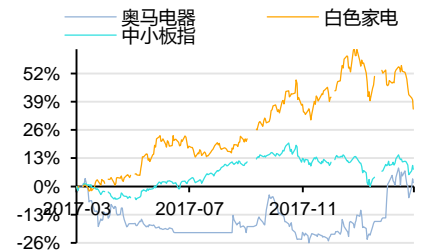
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**30元**  
股价(2018-03-28) **25.00元**

### 交易数据

总市值(百万元)	15,886.76
流通市值(百万元)	9,760.10
总股本(百万股)	635.47
流通股本(百万股)	390.40
12个月价格区间	18.18/71.55元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	20.46	34.15	-9.28
绝对收益	19.05	32.07	-1.54

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001  
huyw@essence.com.cn  
021-35082010

孙雨轩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050006

### 相关报告

奥马电器：资金端发力稳步推进金融创新/胡又文	2017-10-20
奥马电器：金融科技战略布局稳中求进/胡又文	2017-08-29
奥马电器：牵手自贡银行，资金端迎重大突破/胡又文	2017-06-21
奥马电器：收购中融金49%股权，科技金融战略加速推进/胡又文	2017-04-09
奥马电器：业绩符合预期，金融科技生态格局初定/胡又文	2017-03-15

了科技金融宏伟蓝图，并以“抢场景、拿牌照、搞技术”主线持续战略落地，以“科技”为手段，打造金融控股新生态。预计2017-2019年EPS分别为0.61元、1.19元、1.64元，维持“买入-A”评级，6个月目标价30元。

➤ **风险提示：**科技金融业务推进不及预期风险；金融政策监管风险。

报告更正原因：原报告（3月27日发布）盈利预测模型存在偏差，特此更正。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,702.4	5,041.4	6,964.7	8,009.4	9,210.8
净利润	267.0	304.8	386.8	757.4	1,039.9
每股收益(元)	0.42	0.48	0.61	1.19	1.64
每股净资产(元)	2.73	3.24	5.44	6.42	7.76
盈利和估值					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	59.5	52.1	41.1	21.0	15.3
市净率(倍)	9.1	7.7	4.6	3.9	3.2
净利润率	5.7%	6.0%	5.6%	9.5%	11.3%
净资产收益率	14.8%	17.7%	10.8%	18.1%	20.6%
股息收益率	0.3%	0.2%	0.5%	1.0%	1.3%
ROIC	28.2%	23.7%	29.8%	25.1%	28.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

1. 公司概况：金融科技航母巨舰.....	4
2. 战略布局：“一体”强健，“两翼”齐飞.....	6
2.1. 科技金融主体钱包金服：卡位稀缺牌照，发力风控技术.....	6
2.1.1. 卡位牌照，打造金融科技“全牌照正规军”.....	6
2.1.2. 发力风控，提供全套技术平台服务.....	7
2.2. 两翼之一：自营场景钱包生活.....	8
2.2.1. 钱包生活.....	8
2.2.2. 钱包卡惠.....	9
2.2.3. 钱包好车.....	10
2.3. 两翼之二：外延场景钱包投资.....	10
2.3.1. 与中小银行合作，促进互利共赢.....	10
2.3.2. 战略协同投资，丰富外延场景.....	11
3. 商业模式：抢场景、拿牌照、搞技术，促进战略落地.....	12
3.1. 资产端：抢场景.....	12
3.2. 资金端：拿牌照.....	13
3.3. 风控端：搞技术.....	15
4. 投资建议.....	15
5. 风险提示.....	15

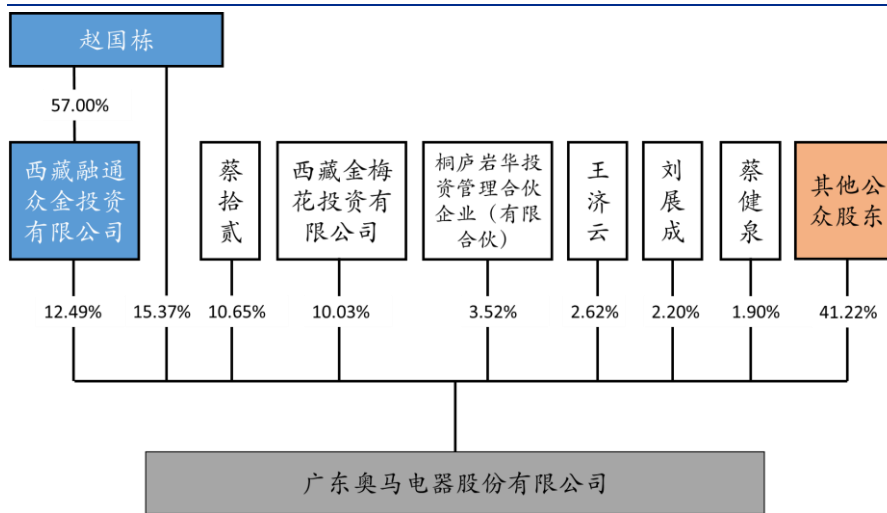
## 图表目录

图 1：公司 2017 年三季度后股权结构图.....	4
图 2：公司主营业务收入情况.....	4
图 3：公司部分金融科技相关现金流量表科目.....	5
图 4：公司“一体两翼”战略格局.....	6
图 5：O2O 模式升级路径.....	8
图 6 钱包生活 APP 界面示意图.....	9
图 7 大账房产品矩阵、运营情况.....	11
图 8 客如云代表性产品及主要产品功能.....	12
图 9 典型融资渠道成本比较.....	14
图 10：中融金好贷宝资产证券化示意图.....	14
表 1：公司金融牌照布局情况.....	7
表 2 公司与商业银行战略合作或参股情况.....	10

## 1. 公司概况：金融科技航母巨舰

公司原系主营白色家电的龙头企业，2016年，公司实现实际控制人变更、分两次收购中融金100%股权、非公开发行募集资金“三步曲”，实现向金融科技的转型，业务结构由单一的白电转为“金融科技+冰箱”双轮驱动。2017年公司第三季报显示，随着非公开发行的完成，公司实际控制人赵国栋的持股比例上升到23.86%，进一步确立了在上市公司体系当中的话语权，提高了金融科技板块在公司未来业绩增长当中的核心引擎地位。

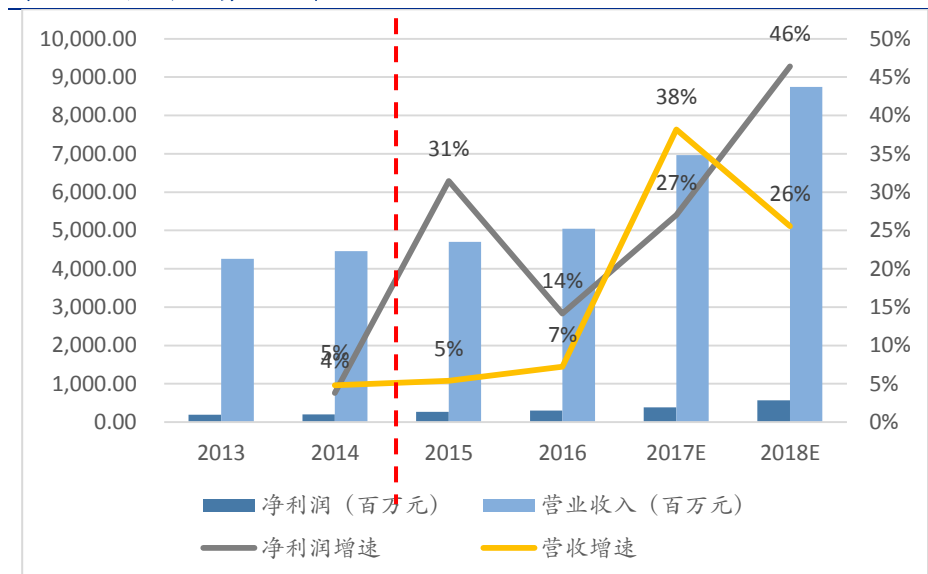
图 1：公司 2017 年三季度后股权结构图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司 2017 年第三季度实现营业收入 19.18 亿元，比上年同期增长 27.78%；归属于上市公司股东的净利润 1.12 亿元，比上年同期增长 11.56%。前三季度实现营业收入 52.09 亿元，比上年同期增长 30.52%；归属于上市公司股东的净利润 3.00 亿元，同比增长 10.51%。公司主业运行状况良好，持续推进金融科技布局。

图 2：公司主营业务收入情况

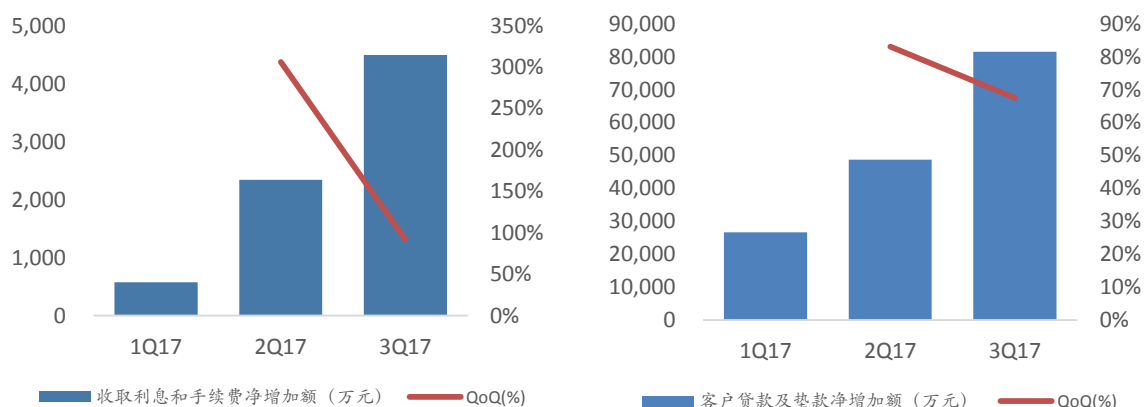


资料来源：Wind，安信证券研究中心整理

金融科技全面加速，贷款规模、利息收入实现快速双增长。虽然公司尚未正式披露 2017 财年的金融科技相关数据，但是从公司 17 年前三季度财务报表中可以窥见些许端倪：代表本

期向客户发放贷款的“客户贷款及垫款净增加额”从第一季度的约 2.7 亿，增长到第三季度的 15.7 亿，季度复合增长率高达 279%；而代表公司从事贷款相关业务收入的“收取利息和手续费净增加额”从一季度的约 578 万，增长到第三季度的约 7418 万，季度复合增长率达到 175%。同时，由于公司对发放贷款业务进行资产证券化处理，公司一般是在 ABS 当中提供劣后级资金，此部分仅反应了尚未证券化资产与劣后级资产的利息收益情况。公司在收放贷款业务上量质可期。

图 3：公司部分金融科技相关现金流量表科目



资料来源：Wind，安信证券研究中心整理

**公司金融科技板块业务正全力推进“一体两翼”战略布局。**公司以钱包金服为主体，主要进行相关金融牌照申请，卡位稀缺牌照资源；同时，公司依托流量端和资金端积累的丰富资源，基于大数据和人工智能，大力发展风控技术，高效率、低风险地实现流量端和资金端的无缝对接，构筑公司在科技金融行业领域的核心竞争优势。两翼之一为包括钱包生活在内的自营场景，主要包括体外培育的公司钱包生活，以及卡惠、钱包好车、钱包智能 iPOS 等，分别连接 C 端和 B 端用户场景；同时，公司借助上市平台资本优势，投资入股了一系列金融科技及相关企业，拓展外延场景。公司入股包括甘肃银行、长治银行等线下地方银行，串联起金融科技各个核心板块，彻底打通各个体系之间的隔阂，从钱包生活等自营场景，及投资合作获取的外延场景，获取长尾信贷资产；在经过核心风控技术平台，由自身的小贷平台，以及合作的地方银行发放资金，实现金融科技生态的内部循环。



图 4：公司“一体两翼”战略格局



资料来源：安信证券研究中心

## 2. 战略布局：“一体”强健，“两翼”齐飞

### 2.1. 科技金融主体钱包金服：卡位稀缺牌照，发力风控技术

#### 2.1.1. 卡位牌照，打造金融科技“全牌照正规军”

牌照资源稀缺，将成为金融科技企业分水岭。金融牌照，即由金融监管机构，一般包括央行、证监会、银保监会和保监会等部门颁发的金融机构经营许可证。随着金融监管日渐趋严，在严控系统性风险的背景下，金融科技行业迎来新一轮行业洗牌。日前，芝麻信用已经通知合作机构，从3月起停止与非持牌信贷机构的信息数据交互服务。由此可见，金融牌照对于商业合作伙伴而言，代表着行业从业资质；而对于消费者而言，相当于政府背书。毋庸置疑，金融牌照将在新一轮的行业竞争中发挥举足轻重的重要作用。

提前布局金融牌照，“全牌照正规军”蓝图显现。一般而言，企业持有的牌照数量与企业从业实力基本成对等关系。近年来，包括BATJ等科技巨头纷纷进军金融科技领域。以第三方支付牌照为例，市场成交均价已经超过10亿。公司旗下子公司中融金从事金融科技领域相关工作多年，深谙金融牌照在未来金融科技竞争格局当中的重要性，先觉性地提前进行了金融牌照布局。2017年11月18日，公司发布公告称，拟与甘肃银行等共同出资成立陇银消费金融，拿下消费金融牌照，金融牌照再下一城；2017年8月29日，公司发布公告，成立网通汇金（福州）融资租赁有限公司，成功拿下融资租赁牌照。目前，公司已经申请和申请中的金融牌照包括互联网小贷、融资租赁、商业保理、AMC、基金管理、基金代销、保险、保险经纪等，科技金融“全牌照正规军”蓝图渐显。

表 1: 公司金融牌照布局情况

牌照类型	公司简称	时间	注册资本 (人民币元)	持股比例	详细内容	
传统金融牌照	财险	巨安财险	2015年12月7日 (公告)	10亿	10%	拟出资1亿,与建新矿业股份有限公司、东营卓智软件有限公司、天津信德融盛商贸有限公司、杭州迈田贸易有限公司、无锡双珍针织工艺品有限公司共同投资设立巨安财产保险股份有限公司
	寿险	西部人寿	2016年12月23日 (公告)	10亿	11%	拟出资1.1亿,与北京光耀东方商业管理有限公司、山东冠洲股份有限公司、江门市粤泰房地产开发有限公司、朗姿股份有限公司、青海省富康医药连锁有限公司、山东万通石油化工集团有限公司、广州兴盛房地产发展有限公司共同投资设立西部人寿保险股份有限公司
	资产管理	广投资产	2017年4月28日 (成立)	10亿	19%	拟出资1.9亿,与广西投资集团金融控股有限公司、宏瓴(上海)股权投资管理有限公司、福建我要汽车网络技术有限公司、广西梧州中恒集团股份有限公司及广西国富创新股权投资基金管理有限公司共同发起设立广西广投资产管理有限公司
金融科技相关	消费金融	陇银消费金融	2017年11月18日 (公告)	3亿	42%	拟出资1.26亿,与甘肃银行股份有限公司、金徽酒股份有限公司共同投资设立陇银消费金融有限公司
	小额贷款	钱包小贷	2016年8月31日 (公告)	6.5亿	94%	拟出资2.16亿,占股72%,公司子公司中融金出资0.63亿,占股21%,与兴天通讯技术有限公司、石嘴山市耐元科技开发有限公司共同出资设立宁夏钱包金服小额贷款有限公司;2017年9月16日、2017年12月8日,公司及子公司分两次分别向钱包小贷增资2亿、1.6亿,均已获批
	保险经纪	钱包保险经纪	2016年6月12日 (公告)	5000万	100%	拟出资设立全资子公司钱包保险经纪有限公司
	基金销售	钱包金证	2016年5月19日 (公告)	2000万	100%	拟出资设立全资子公司珠海钱包金证科技有限公司
	融资租赁	网金汇通	2017年8月29日 (公告)	2亿	100%	公司子公司中融金拟出资设立全资子公司网金汇通(厦门)融资租赁有限公司
	商业保理	钱包汇通	2015年12月10日 (成立)	1亿	100%	出资设立全资子公司钱包汇通(平潭)商业保理有限公司
其他金融牌照	私募股权投资	网金创投	2016年3月3日 (成立)	10亿	100%	出资设立全资子公司西藏网金创新投资有限公司
	基金管理	信泽基金	2016年1月20日 (公告)	1亿	20%	公司子公司中融金拟出资2000万,与浙商创投股份有限公司出资、上海中技企业集团有限公司出资、上海卧龙融资租赁有限公司出资、浙江浙商汇悦财富管理有限公司出资、浙江杭州湾投资有限公司出资设立信泽基金管理有限公司

资料来源: Wind, 安信证券研究中心整理

**金融牌照全覆盖,企业价值显著提升。**目前公司的直接或间接获取的金融牌照已经覆盖金融各领域,体现了其在账户、流量、数据、技术等多方面的优势,实现了金融生态闭环。同时,无论是在监管政策环境变化,抑或市场风向发生转变,公司都将凭借牌照建立独特的竞争优势独占潮头。金融牌照以其稀缺性和重要性大幅提升了公司的整体价值和核心竞争力,增强了公司的信用、议价能力,和未来成长的可预期性,成为未来公司金融科技快速增长的基石。

### 2.1.2. 发力风控,提供全套技术平台服务

**风控技术是金融科技发展扩张的基本保障。**由于我国的金融科技行业尚在起步阶段,整体市场机制不够健全,金融科技的风控技术尚处于摸索阶段。再加之传统金融领域存在的个人信用体系不完善,坏账率较高、违约风险高等缺陷在金融科技领域有放大的趋势,风控技术更成为金融科技企业发展的重中之重。

**领军人才和海量数据,构筑独一无二的风控护城河。**目前,公司已经组建由400名金融及风控领域资深专家构成的风控团队,核心成员主要来自于民生银行和京东金融,为公司风控技术提供了基本的人才保障。同时,公司借助自营和外延场景,积累了大量B端和C端数据,通过人工智能和数据挖掘,同时参考央行、公安、法院等信息数据,构建简约有效的风险识别和计量体系,系统性还原小微企业信用水平和行为特征,并不断对风控模型和技术进行升

级和完善，确保公司在风控技术领域独一无二的竞争优势。

与地方银行合作，公司风控技术实现对外输出，二次转化。公司与 2016 年分别成立网金信通和钱包金证，搭建智能金融云平台，为线下银行客户提供金融科技服务。目前，已与公司签署战略合作协议或参股的地方银行包括甘肃银行、长治银行、宜昌银行等 31 家，而我国目前我国共有商业银行超过 1600 家，其中尚不包括农村合作银行、农信社、村镇银行等中小规模银行业金融机构。城商行、农商行等非全国性银行受限于地域与规模限制，出于成本考量，很难像五大行和 13 家全国股份商业银行一样独立开发风控体系，对接金融科技领域，公司风控等金融科技输出前景广阔。

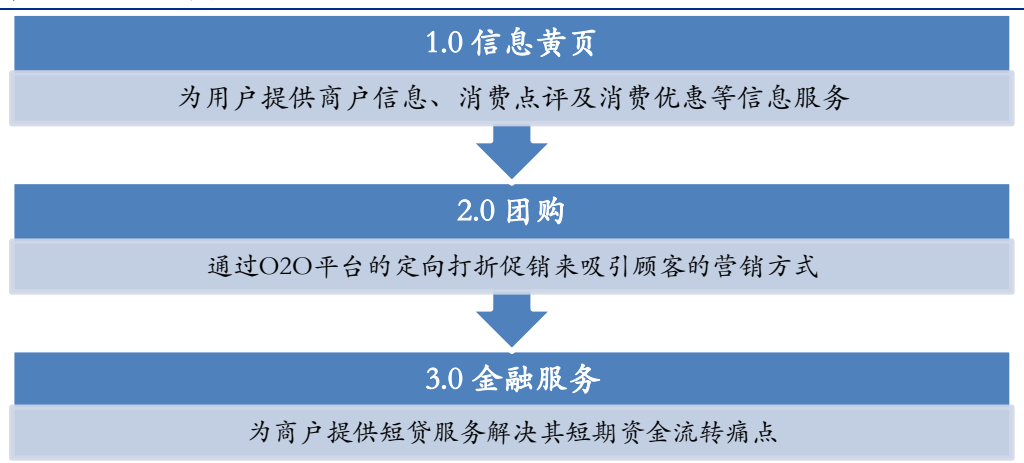
## 2.2. 两翼之一：自营场景钱包生活

构建自营场景是公司的核心战略之一。公司的自营场景主要包括本地生活服务平台“钱包生活”（目前正处于体外培育阶段）、信用卡场景平台“卡惠”、车抵押贷款平台“钱包好车”等。自营平台的构建能够实现高效、精准地信息收集和对接，是公司一体两翼科技金融生态当中的重要一环。

### 2.2.1. 钱包生活

钱包生活引领 O2O 向金融服务转型升级。传统的 O2O 经历了从以黄页为代表的 1.0 版本，转型到以团购为代表的 2.0 版本。随着时代的变革，O2O 逐渐由野蛮的流量驱动，转向理性的服务驱动。钱包生活定位于以本地生活服务为核心优势的 O2O 综合平台，通过将消费场景、支付、白条、商业信贷等集合为一，无缝高效地连接商家和消费者。同时，跳出传统的 O2O 费率、扣点、账期的怪圈，以消费数据为基础创造价值，将 O2O 行业引领向以金融服务为代表的 3.0 版本，实现对传统 O2O 的降维打击，在 O2O 红海战场中，开辟出一块独特而又庞大的利基市场。2017 年 9 月，钱包生活完成了 10 亿元 B 轮融资，由高榕资本和国融金领投，为 O2O 转型服务升级注入了新动力。

图 5：O2O 模式升级路径



资料来源：安信证券研究中心

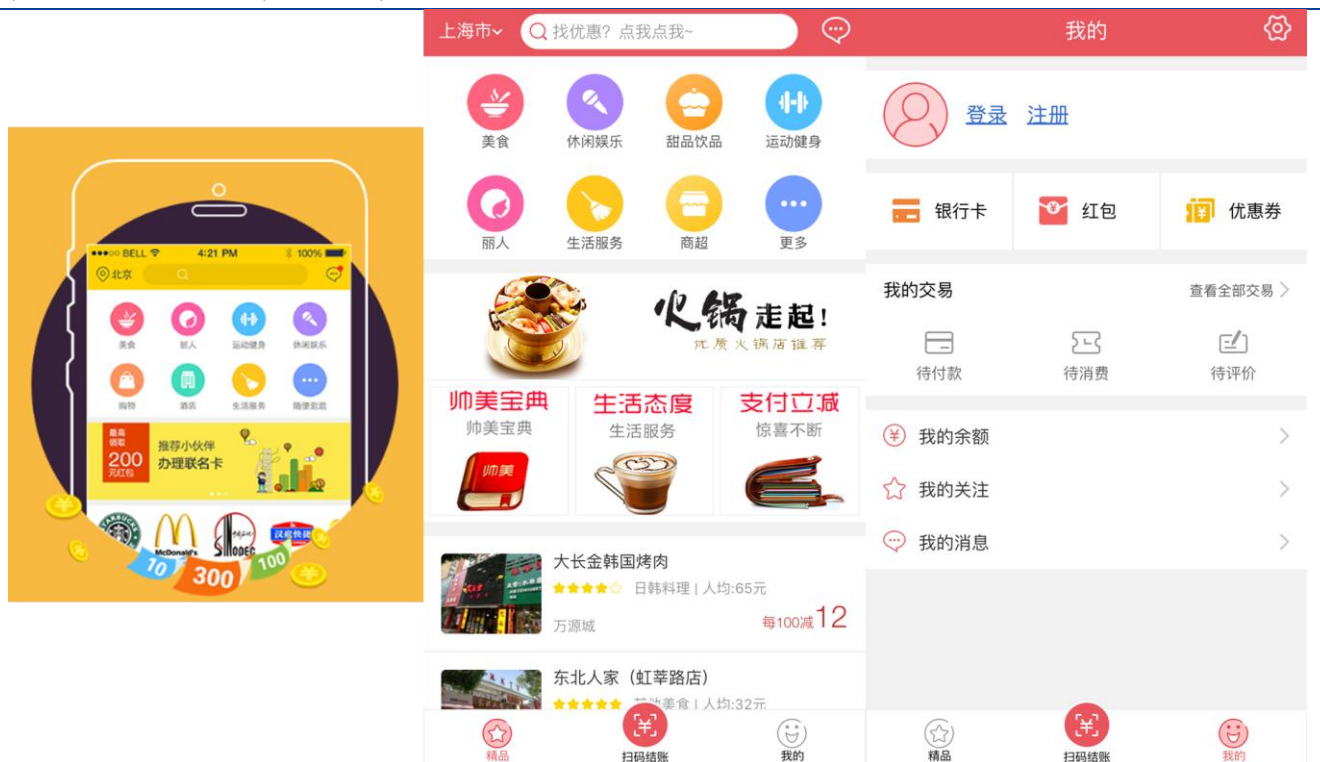
**B 端：钱包 iPOS+小额贷款引领 B 端革命。**传统 O2O 主要的盈利方式主要为前端导流付费，包括高扣点、高费率、长账期等。公司则以后端金融信贷服务及深度营销服务为核心，通过免费向商家提供钱包 POS 智能终端和钱包商家系统，集商户银行卡收单、聚合支付、智能对账、卡券核销、数据分析等功能于一体，为商户提供无账期、无扣点的移动支付方案。在这一过程中，钱包生活将盈利环节向后推延，先提供基础服务建设，产生交易之后通过金融授信、大数据营销增值服务获取收益，例如为商户提供“智惠餐厅小程序”定制服务，为优质信用商家提供招财贷等。公司非公开发行募集资金 4 亿，投入钱包 iPOS 的研发生产当中，



加速 B 端布局。根据公司公告,截止到 2017 年第三季度,钱包 iPOS 已经发放超过 10 万台。

**C 端：优惠买单+信贷消费推动市场快速普及。**钱包生活跳过了团购、下单等环节，在买单时将 B 端减省的扣点和费率以折扣的形式返还给消费者，使得平台具备价格与便利优势。同时，钱包生活在 app 当中内嵌“白花花”功能，提供个人信贷消费额度，方便消费者使用，促进了钱包生活的市场推广。此外，钱包生活组建了庞大的地推团队，借助钱包 iPOS 短期内快速扩大商家规模，向三四线城市扩张，为消费者提供更多、更广的选择。根据钱包生活官网，截止到 2017 年第三季度，钱包生活已覆盖 200 多座城市，30 万商户，合作商家涵盖餐饮、休闲娱乐、丽人等本地生活服务行业领域。

图 6 钱包生活 APP 界面示意图



资料来源：钱包生活 APP，安信证券研究中心

### 2.2.2. 钱包卡惠

卡惠是中国最大的高质量信用卡优惠信息分发平台。目前，钱包卡惠已经覆盖全国主要大中城市，累计城市超过 300 个，同时已经对接 30 家银行、发卡机构的信用卡优惠信息，合作商户数 8 万户，累计下载量近 2000 万。

**精准定位高端人群，抢占信用卡消费入口。**随着移动支付的崛起，传统发卡机构为了争夺市场，纷纷加大优惠补贴力度，为卡惠提供了现实基础。钱包卡惠借助用户 LBS 信息，为客户提供周边美食、娱乐、购物等信用卡相关优惠折扣信息，迅速积累了大量的信用卡客户。卡惠通过为用户的消费和还款、账单等信息，获得了海量的用户行为数据，并基于此构建个人征信模型，描绘用户画像，进行精准推送营销，并进一步发展包括贷款服务、办卡服务等科技金融相关业务，入口效应明显。同时，卡惠还内嵌钱包金融板块，为用户提供高利率、低风险的理财产品组合，根据产品组合投资记录来看，产品销售相当火爆，协同效应显著。

**打通会员体系，发挥线上线下最大协同。**日前，最近更新的“卡惠”版本中，将“卡惠”与“钱包生活”的会员体系进行统一，钱包系 APP 今后将均可用“钱包会员”。在 O2O 端和信息分发端的会员信息将进行一对一的比对统一，可以实现“钱包生活”和“卡惠”用户相

互之间的匹配导流，提高了数据的一致性和转化效率，极大提升了数据的潜在价值，为数据价值的后端延伸提供了更多可能。

### 2.2.3. 钱包好车

**钱包好车致力于打造汽车金融全服务平台。**2016年12月，公司通过收购乾坤好车剩余49%股权，实现了对乾坤好车的100%控股，并改名为钱包好车。现阶段，钱包好车主要业务包括汽车抵押金融、汽车质押金融、汽车供应链金融等，向代理商及车主提供渠道管理和咨询服务业务，收取相应的渠道管理费和服务费。截至2017年底，钱包好车全国范围内合作机构累计超过304家，覆盖全国29个省市自治区，共196座城市。2017年全年，钱包好车总服务成交额超过187亿元。

**业务风险低，延展性良好。**汽车抵押贷款由于具有实物抵押，其违约风险较低，具备良好的市场延展性，能够在不同的地域市场上实现快速的复制扩张。目前，钱包好车贷款余额超过10亿元，坏账率不足1%，同时也能够通过公司P2P平台，以及资产证券化等途径，实现优质信贷资产的转化输出。同时，公司也积极将业务向其他汽车场景中延伸，包括新车电商平台“我要车”APP和停车钱包等，汽车金融场景的宏伟蓝图正在渐续铺开。

## 2.3. 两翼之二：外延场景钱包投资

**对外投资获取外延场景是公司另一核心战略。**除了自营自建进行关键金融科技场景的搭建之外，公司还充分发挥资本的优势，对外进行投资，纵横连横，搭建外延场景，实现内外并举，耦合协同。

### 2.3.1. 与中小银行合作，促进互利共赢

**公司通过向传统金融机构提供平台搭建、联合运营等金融服务，帮助传统金融机构实现互联网转型。**公司以大量战略合作的商业银行和互联网企业为基础，募集资金，积极投入搭建基于商业通用的数据管理信息系统，构建高效实用的云服务平台，向银行，尤其是地方中小银行等传统线下金融机构，提供融资平台、直销银行、统一支付拼条、资金存管、电子账户等云服务，帮助传统银行提升技术服务水平和能力，以较低的成本、较高的标准“拥抱”互联网。目前，公司已经和甘肃银行、自贡银行、长治银行、石嘴山银行等地方中小银行签订增资入股或战略合作协议，与传统银行进行深度绑定。

表 2 公司与商业银行战略合作或参股情况

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
	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、社区金融等多个领域展开合作
2016年4月18日	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
2017年1月3日	甘肃银行	拟设立信托，出资不超过1.03亿元，参与甘肃银行在香港的首次

		公开发行
2017年6月20日	自贡银行	在银行助贷业务、信贷工厂、数字货币、业务创新合作等多个领域展开合作
2017年9月19日	长治银行	拟出资不超过4.78亿元,参与长治银行增资扩股,认购不超过9.9%股份
2018年1月20日	石嘴山银行	拟出资不超过2.73亿元,参与石嘴山银行增资扩股,认购不超过4.88%股份

资料来源:公司公告,安信证券研究中心

**牵手宜宾市商业银行,打造互联网银行业务范本。**2015年12月24日,公司与宜宾市商业银行签订全面开展互联网银行业务战略合作协议,该项目是钱包金服后签署的首个全面开展互联网银行业务的战略合作协议,双方将就传统金融与互联网金融融合和创新开展一系列深入的业务合作,具有示范意义。值得一提的是,双方在联盟卡上的合作已初具成效。宜宾市商业银行向其客户推荐钱包生活 APP 和“钱包生活宜宾”微信公众号,银行客户可以凭借持有的宜宾市商业银行卡在钱包生活 APP 上注册,享受各类优惠活动。例如,商业银行-钱包生活已携手惠之家生活超市推出了“无门槛 88 折,最高立减 20 元”、“新注册的客户享受 30 元的红包”、“邀请一名朋友注册,可获得 5 元的红包”等优惠活动。和市商业银行“钱包生活”合作的商家除超市外,还涉及有咖啡厅、火锅店、电影院、海鲜自助、西餐厅、甜品店、美容美发机构等多业态,极大地满足了银行客户的消费需求。

### 2.3.2. 战略协同投资,丰富外延场景

**大账房:智能财税连接万千小微企业。**大账房是一家为中小微企业提供基于 SaaS 模式的财税服务和电子发票服务的公司,服务于超过 25 万商户。大账房于 2016 年 8 月在新三板挂牌上市。2017 年 3 月,公司通过全资子公司西藏网金参与大账房的定向增发,持股 7%。大账房除了在智能财税领域具有先发优势、技术优势和规模优势,其云平台和电子发票平台同样具有较高的数据价值,公司能够通过对其投资,借助其丰富的小微企业用户资源,与公司在金融服务和风控技术领域的经验和优势,将服务链条向后延伸,为中小企业提供更加具有渗透性的高附加值服务,加快公司在小微金融服务场景的推进。

图 7 大账房产品矩阵、运营情况



资料来源:公司官网, Wind, 安信证券研究中心

**客如云:云端 SaaS 进军餐饮全产业链。**客如云是一家基于云端技术的 SaaS 公司,致力于为服务业,特别是餐饮企业提供智能化的软硬件解决方案,目前,其客户已覆盖超过 150 座城市,服务商户超过 6 万家。根据客如云天猫旗舰店数据显示,公司旗下最火的一款触控收



银机月销量达 142 件，累计销量超过 1400 台。2016 年 4 月，公司旗下全资子公司西藏网金参与客如云定向发行，持股比例为 1.86%。2017 年 8 月，横琴钱包壹号产业投资基金合伙企业（有限合伙）以 1.5 亿人民币增资客如云，持股比例为 16.67%。客如云深耕餐饮市场，将自身的庞大的餐饮客户群体和海量的全供应链数据优势，与公司在科技金融领域丰富的技术和经验相结合，推出了大数据增值服务“云金融”，根据商家柳树的数据和经营状况，提供低门槛、无抵押、纯信用、可分期偿还的小额贷款。未来，公司也将随着客如云在餐饮产业链上下游的推进，进一步向全产业链渗透。

图 8 客如云代表性产品及主要产品功能



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

**速位：直击行业痛点，卡位快餐高频场景。**速位是一家专业智能取餐柜公司，通过免费向快餐企业提供智能取餐柜，有效解决快餐行业用餐高峰时段排队长的问题，节省了用餐等待时间，提升了门店坪效。2017 年 7 月，公司旗下产业投资基金参与了速位 5000 万 A+ 轮融资。目前，速位已经在全国北上广深等七个城市运行，与真功夫、德克士、和合谷、吉野家、乡村基等数十个著名快餐品牌餐厅开展合作，建立了大数据后台，累计产生实际订单 700 万笔，目前拥有约 100 万顾客正在使用速位，每个格子每天中午重复使用 10-20 次，单个格子日均订单量超过 150 笔，为公司在餐饮领域抢占了一个高频消费场景，并积累了大量的 B 端 C 端数据，为后续金融服务的延伸奠定了基础。

### 3. 商业模式：抢场景、拿牌照、搞技术，促进战略落地

#### 3.1. 资产端：抢场景

**后监管时代，场景化成为金融科技竞争焦点。**2017 年 12 月 1 日，互联网金融风险专项整治、P2P 网贷风险专项整治工作领导小组办公室正式下发《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》，要求暂停发放无特定场景依托、无指定用途的网络小额贷款，明确叫停金融机构的“助贷”模式，严禁“砍头息”与暴力催收。随着金融监管口径的日益收紧，市场竞争将会进一步集中，部分尾部平台将会受限自然淘汰，行业将会迎来集中度提高的“黄金时代”。而场景化则是开启这一黄金时期的不二法门。场景决定流量，流量沉淀数据，数据诞生价值，公司前瞻性布局场景，在下一轮金融科技和消费金融竞争中实现提前“抢跑”。

**自营场景+外延场景“两翼”实现 B 端 C 端高频场景立体全覆盖。**公司深谙场景端对于金融科技生态的重要性，把握好入口端的数据和流量，就能够沉淀形成海量的流水和交易数据，依托公司在牌照和风控技术上的核心优势，实现对风险和资产的有效定价。公司在抢占核心场景上自营场景+外延场景实现“两翼齐飞”，B 端 C 端上实现全方位打击覆盖，构筑起庞大

的“场景帝国”。

**C 端：钱包生活+卡惠，高频高敏人群精准定爆。**我们之前的深度报告《消费金融：新常态下的新风口》指出，消费金融目前呈现出新常态，即消费主力人群更替，借贷消费观念接受度提升，个性化需求逐渐提高使得日常消费信贷将迎来高速增长，和消费主力人群更替为年轻群体，强烈线上消费和超前消费的倾向新特性带来旺盛的消费借贷需求。卡惠通过为用户提供一手的信用卡优惠资讯，吸引了大量的忠实用户，精准定位具有借贷消费习惯的这一高净值敏感人群，具备极大的消费拓展潜力。未来，可以进一步通过卡惠与钱包生活两大流量平台发挥联动效应，实现消费群体+本地生活服务的对接，促进协同发展。

**B 端：钱包 iPOS+SaaS 服务，聚焦中小微企业企业。**公司通过地推钱包 iPOS 机引流商户。钱包 iPOS 整合刷卡和移动支付两大途径，可实现银行卡收款、新兴方式收款、扫码支付、卡券派发、自助点单、团购验证、在线预订、消息中心、会员营销、O2O、大数据分析、开放平台等多种功能，应用于餐饮行业、酒店行业、O2O 行业、物流、零售等多个行业。同时，钱包 iPOS 通过其高度平台整合，降低了优惠券和会员卡的派发成本，并通过完成会员的数据采集为后续分析开展精准营销奠定了基础。而以大帐房、客如云为代表的 SaaS 通过为广大中小微企业提供智能信息系统，提高企业经营管理效率，同时还积累了大量的中小微企业客户和数据，提供了与资金需求端快速对接和高效审核的直接途径，开拓了庞大的 B 端蓝海市场。

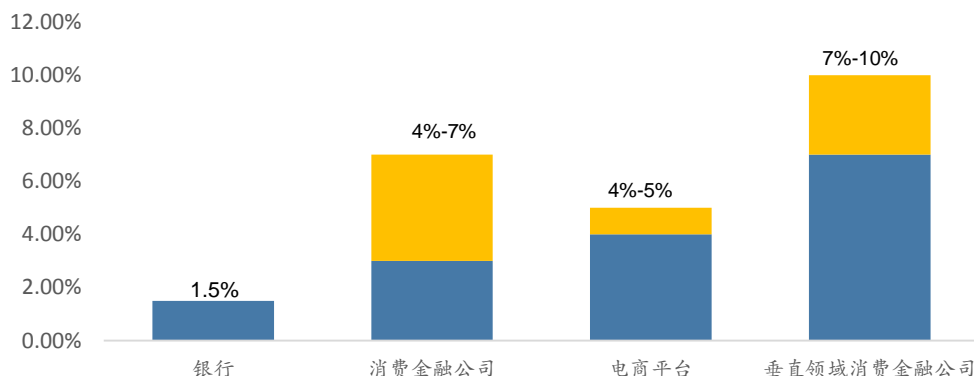
### 3.2. 资金端：拿牌照

**充分利用牌照资源，开展创新金融业务，丰富融资渠道。**2017 年 9 月，公司通过持有商业保理牌照的全资子公司钱包汇通商业保理有限公司与湖南省资产管理有限责任公司开展保理债券收益权转让及回购融资业务。钱包汇通拟转让保理债权收益权余额不超过人民币 3.52 亿元，转让期限不超过 12 个月，并按约定的时间与价格回购上述保理债权收益权。同时，公司还通过发行车贷 ABS 进行融资，拟根据相关专项计划文件将自身持有的保理融资债权作为基础资产转让给华菁证券，设立钱包好车车贷一期资产支持专项计划，发行规模不超过 3.1 亿人民币的资产支持证券，最长期限不超过 24 个月，专项计划设立循环购买期，由专项计划根据具体情况在循环购买期向钱包汇通循环购买基础资产。通过开展收益权转让回购及发行 ABS 进一步优化了公司财务结构，盘活存量资产、降低融资成本，同时拓宽了公司融资渠道，支持公司金融科技版图的进一步扩张。

**瞄准消费金融，开启金融科技下一纪元。**日前，公司公告称将与甘肃银行、金徽酒等共同设立消费金融公司“陇银消费金融股份有限公司”，申请消费金融牌照。我们在《消费金融：新常态下的风口》中指出，消费金融市场空间巨大。在消费金融的三大要素——用户需求、风险控制、资金成本中，公司凭借在场景化上多点开花、内生外延全面布局，以及在风控领域积累的技术、人才、数据优势，独占用户需求（场景端）、风险控制（技术端）两大优势，通过与银行的合作，可以有效降低公司的资金成本，增强公司的风险弹性，极大提升了未来公司业务空间。



图 9 典型融资渠道成本比较

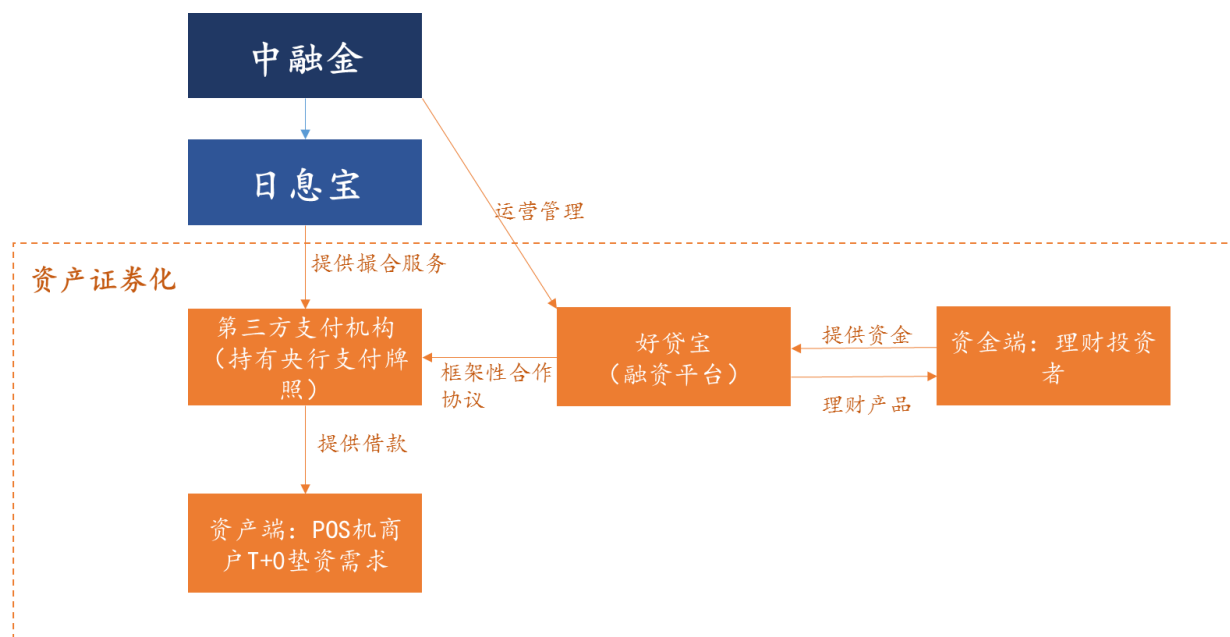


数据来源: Wind、安信证券研究中心

\*注: 部分融资渠道差异较大, 用区间表示, 蓝色部分表示区间下限, 蓝色+黄色部分表示区间上限

**钱包金融借道 P2P, 落地资产证券化。**钱包金融前身为“好贷宝”, 是中融金旗下的融资与理财平台。钱包金融平台主要包括“日息宝”和“精选项目”两大业务板块。日息宝主要是通过第三方支付机构签订框架性合作协议(或居间咨询服务协议)来为第三方支付机构提供资金, 由此实现 POS 机短贷的资产证券化。目前, 日息宝年化收益率约为 6%, 自发布以来尚未发生逾期和坏账。而精选项目主要为公司旗下钱包好车的车辆抵押贷款和小微贷款项目, 借款期限一般为一个月。钱包好车的车辆抵押贷款通过钱包金融平台进行证券化, 实现资金的快速回笼。由于上游钱包好车进行车辆抵押贷款的审核环节, 同时实物抵押能够提高违约成本, 降低违约风险。目前, 精选项目平均年化收益率约为 9.56%。根据零一数据统计, 截止到 2018 年 2 月 11 日, 钱包金融平台总成交量为 117402 笔, 总成交金额达 274.47 亿, 目前贷款余额约为 8.4 亿。钱包金融具有门槛低、期限短、安全性好、收益率高的特点, 确保钱包金融能够在新一轮的网贷平台洗牌当中脱颖而出。

图 10: 中融金好贷宝资产证券化示意图



资料来源: 安信证券研究中心整理

革命性对接银行资金, 提升风控水平, 形成金融生态闭环。2017 年 6 月, 公司与自贡银行

签订合作框架协议，合作开展“钱包商业贷”，由公司向自贡银行推荐客户，按银行要求制定钱包商户贷产品结构及主要条款（如：贷款额度区间、定价和收费标准等），并依托风控技术，提供智能信贷工厂服务，银行负责审批并提供贷款。银行承诺未来三年，钱包商户贷业务的银行方合作规模为贷款余额人民币 20 亿元。此次合作是公司金融生态“资产端”的历史性进展，表明以银行为代表的金融机构对“信贷工厂”风险定价能力及“钱包生活”商户贷资产质量的充分认可，或将助力公司未来与更多金融机构开展“资金端”合作。

### 3.3. 风控端：搞技术

**反哺通用金融云平台，实现与银行深度捆绑。**公司向中小银行提供融资平台、直销银行、统一支付拼条、资金存管、电子账户等云服务，帮助中小银行实现互联网转型。同时，公司向发行股份募集资金投入基于商业通用的数据管理信息系统建设。该系统以两地三中心为物理基础设施，搭建数据管理信息系统的基础支撑平台和大数据中心，最终以云服务的方式，向各类商业机构提供数据存储、数据计算、数据访问等服务。预期项目建成后，将大幅增强公司的云服务能力，提升公司服务对象的管理经营效率，加深与公司服务对象，特别是中小银行的深度捆绑。

**信贷工厂构筑信贷标准化，提升审批效率。**信贷工厂最早源于淡马锡模式。公司依托智能信贷工厂，通过本地以及云端部署的方式，向银行提供大数据技术、风控审批服务、信贷业务、信贷业务系统、运营系统、风控系统及资产撮合系统等服务；同时引入不同的信贷需求场景，将不同的信贷场景对接信贷工厂系统，通过信贷工厂系统实现向银行推介优质的信贷资产，助力银行创新和开展标准化的信贷业务。

**开展区块链与数字货币前沿探索，提前布局下一代技术。**公司于 2016 年初开始研究数字货币及区块链技术，并于 2016 年 7 月与同济大学成立金融科技联合实验室。同年，公司成立全资子公司数字乾元科技有限公司，整合公司在数字货币与区块链方面的研发力量。此外，作为央行合作的金融科技公司，公司深度参与了央行数字货币的原型设计。虽然在区块链方面，公司尚未形成实质性的业务，但是随着区块链及数字货币行业的规范化，拥有官方合作的背景和先验性的人才和技术布局，公司将在中远期收益于此。

## 4. 投资建议

公司原是国内著名的电冰箱生产制造企业，通过变更实际控制人、收购中融金 51% 股权、非公开发行募集资金，正式进军科技金融领域；形成了“冰箱+科技金融”双轮驱动的业务结构。“钱包生活+钱包金服”的核心战略布局展现了科技金融“帝国”图景，并以“抢场景、拿牌照、搞技术”主线持续战略落地，以“科技”为手段，打造金融控股新生态。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.61 元、1.19 元、1.64 元，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 30 元。

## 5. 风险提示

科技金融业务推进不及预期风险；金融创新政策风险。



## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

胡又文、孙雨轩声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

## ■ 免责声明

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

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

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

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

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn	
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn	
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
	高思雨	021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034