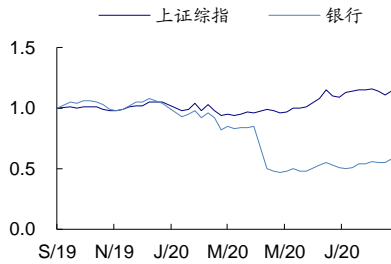


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《海外银行镜鉴系列: 美国银行业如何走向混业经营》——2020-09-18  
 《2020年9月银行业投资策略: 关注极低估值的重大机遇》——2020-09-02  
 《2020年银行业中报综述: 关注经营实质, 而非账面数字》——2020-09-01  
 《银行业二季度监管数据快评: 银行业不确定性正在消除》——2020-08-11  
 《行业点评: 中美银行业不同的计提损失方式》——2020-08-07

证券分析师: 田维韦

电话: 021-60875161  
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030002

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165  
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163  
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

# 数据金矿: 互联网消费贷的模式和格局

## ● 互联网消费贷业务进入规范发展阶段

2014年首款互联网消费信贷产品“京东白条”问世, 2016-2017年行业进入发展黄金期。但野蛮生长过程中问题不断, 2017年下半年开始一系列政策出台整顿行业发展乱象, 行业迈向规范发展阶段。

## ● 互联网消费贷业务发展方向和商业模式

(1) 互联网消费贷全流程都在互联网上完成, 对科技依赖度很高, 其中大数据和模型输出能力是核心优势, 大数据获取主要包括三种模式。(2) 现金贷遭严整顿, 场景消费贷是发展方向。目前部分场景竞争过度, 未来将加强精细化场景布局和农村金融消费场景等短板场景开拓。(3) 互联网消费贷模式主要有: 自营贷款、ABS模式、联合贷款和助贷模式。其中自营模式对资本金要求高, 商业银行和持牌消费金融公司采用该模式较多; 互联网机构由于缺少资本金, 已经完成从自营模式到ABS模式再到联合贷款和助贷模式的转变, 其中助贷模式已成为腾讯集团、蚂蚁集团和京东集团等互联网巨头的主流模式。

## ● 互联网消费贷市场格局: 分化加速, 巨头崛起

互联网消费贷市场参与主体包括持牌金融机构(传统商业银行、消费金融公司、互联网银行)和非持牌机构(电商平台、其他互联网公司、垂直分期平台和网贷平台)。其中, 电商巨头下的消费金融平台凭借消费场景、获客和风控等优势迅速崛起, 2018年电商平台消费金融市场份额达37.2%。商业银行凭借低资金成本优势市场份额居第二位, 2018年市场份额为13.7%; 网贷平台、消费金融公司和垂直分期平台市场份额分别是9.6%、9.4%和8.3%, 未来行业分化将加剧。

## ● 投资建议

我国互联网消费贷市场空间广阔, 但野蛮成长后已进入规范发展阶段, 场景化消费贷是发展方向。金融科技的深化将进一步提升业务创新速度和效率, 未来市场分化将加剧, 利好头部互联网金融科技平台和有资金优势的头部零售银行, 推荐招商银行、宁波银行和国有大行。

## ● 风险提示

行业政策超预期收紧, 宏观经济下行带来信用风险加速暴露等。

## 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
002142	宁波银行	买入	34.13	2051	2.54	2.97	13.4	11.5
601128	常熟银行	增持	8.22	225	0.66	0.80	12.4	10.3
600036	招商银行	增持	37.88	9354	3.67	3.98	10.3	9.5
601658	邮储银行	买入	4.57	3626	0.72	0.81	6.4	5.6

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 内容目录

<b>互联网消费贷逐步进入规范发展阶段</b> .....	<b>4</b>
<b>互联网消费贷商业模式</b> .....	<b>5</b>
科技赋能业务全流程，大数据和模型输出能力是核心优势.....	5
场景化、精细化趋势日益明显，更注重客户体验.....	6
轻资产助贷模式逐渐成为互联网巨头的主流模式.....	7
互联网消费贷成本收入构成.....	10
<b>互联网消费贷市场格局：分化加速，巨头崛起</b> .....	<b>11</b>
持牌金融机构.....	11
传统商业银行.....	11
互联网银行.....	12
持牌消费金融公司.....	12
非持牌机构.....	13
电商平台及非电商互联网公司.....	13
垂直分期平台.....	14
网贷平台.....	15
<b>投资建议</b> .....	<b>15</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>15</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>17</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>17</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>17</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>17</b>

## 图表目录

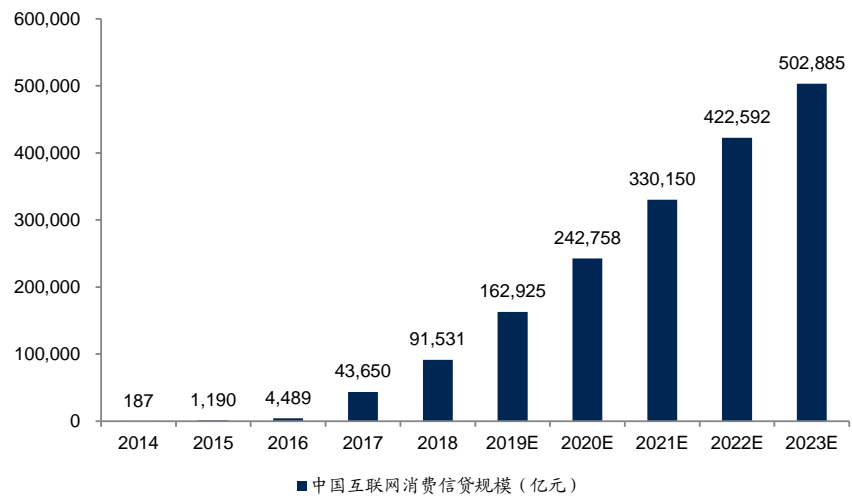
图 1: 中国互联网消费信贷规模快速增长.....	4
图 2: 互联网消费信贷业务流程全部线上化完成.....	6
图 3: 2018 年互联网消费金融用户消费领域分布.....	7
图 4: 消费金融 ABS 发行规模.....	8
图 5: 联合贷款模式.....	9
图 6: 助贷模式.....	9
图 7: 蚂蚁集团自营微贷净利息收入占微贷科技平台收入比重持续下降.....	10
图 8: 互联网消费贷成本收入结构.....	10
图 9: 2018 年各类互联网消费金融服务商贷款规模占比.....	11
图 10: 招联消费金融公司总资产规模.....	13
图 11: 招联消费金融公司净利润规模.....	13
图 12: 各领域垂直分期平台代表.....	14
图 13: 正常运营的 P2P 平台数量和成交量持续下降.....	15
表 1: 针对互联网消费金融的政策频出, 行业进入规范发展阶段.....	5
表 2: 互联网消费信贷大数据获取的三种模式.....	6
表 3: 现金贷产品额度和利率.....	7
表 4: 互联网消费贷市场主要参与主体.....	11
表 5: 4 家纯互联网银行和苏宁银行、众邦银行基本情况.....	12
表 6: 国内 27 家持牌消费金融公司总资产和净利润情况.....	13
表 7: 电商平台旗下场景贷: 蚂蚁花呗和京东白条对比.....	14
表 8: 估值表.....	16

## 互联网消费贷逐步进入规范发展阶段

互联网消费贷是指金融机构、类金融组织及互联网企业等借助互联网技术向消费者提供的以个人消费（一般不包括购买房屋和汽车）为目的，无担保、无抵押的短期、小额信用类消费贷款服务，其申请、审核、放款和还款等全流程都在互联网上完成。与传统消费金融相比，互联网消费金融业务（本报告互联网消费金融业务主要指互联网消费信贷业务，下同）在降低资金成本、提高业务效率、减少信息不对称性等方面具有无可比拟的优势。

2014年2月，京东金融推出“京东白条”，拉开了互联网消费信贷的序幕，随后蚂蚁集团推出“蚂蚁花呗”，2015年各方开始大力布局互联网消费金融业务，互联网消费金融业务进入发展快车道。2016年3月，人民银行、银监会提出“加快推进消费信贷管理模式和产品创新”，行业创新不断涌现，互联网消费金融业务迎来了发展的黄金期。但在野蛮生长的过程中，各个互联网平台也开始暴露出诸多问题，2017年下半年开始行业进入整顿期，国家出台了一系列监管政策整顿行业发展乱象，从P2P专项整治、规范现金贷到商业银行互联网贷款，再到更底层的对于大数据违规行为的清理、非法放贷和民间借贷利率的规范等，我国互联网消费信贷业务逐步进入规范健康发展阶段。

图 1：中国互联网消费信贷规模快速增长



资料来源：艾瑞咨询研究院，头豹研究院，国信证券经济研究所整理。注明：2017年开始增加银行互联网消费信贷规模。

**表 1：针对互联网消费金融的政策频出，行业进入规范发展阶段**

时间	文件	主要内容
2015/7/14	央行等十部门联合印发《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	互联网支付由人民银行监管；网络借贷（包括 P2P 网络借贷和网络小额贷款）、互联网信托和互联网消费信贷由银监会监管；股权众筹融资、互联网基金销售由证监会监管；互联网保险由保监会监管。
2015/12/25	重庆市金融监管局印发《重庆市小额贷款公司开展网络贷款业务监管指引(试行)》	市、区、县金融办为重庆市小额贷款公司开展网络贷款业务的监管部门；开展网络贷款业务的小额贷款公司可通过网络平台面向全国办理自营贷款业务。
2016/4/12	国务院办公厅公布《互联网金融风险专项整治工作实施方案》	对 P2P 网络借贷和股权众筹业务、通过互联网开展资产管理及跨界从事金融业务、第三方支付业务、互联网金融领域广告等行为进行了规范。
2016/4/13	银监会会同工信部等 14 个部委联合印发《P2P 网络借贷风险专项整治工作实施方案》	对各地经工商登记注册的网贷机构、互联网企业与银行业金融机构合作开展业务情况进行排查，摸清底数。
2016/4/14	央行等 17 部门联合印发《通过互联网开展资产管理及跨界从事金融业务风险专项整治工作实施方案》	对具有资产管理相关业务资质，但开展业务不规范的各类互联网企业、跨界开展资产管理等金融业务的各类互联网企业、具有多项金融业务资质，综合经营特征明显的互联网企业进行整治。
2016/8/17	银监会、工信部、公安部、国家互联网信息办公室联合发布《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》	本办法所称网络借贷是指个体和个体之间通过互联网平台实现的直接借贷，即俗称的 P2P；同一自然人在同一网络借贷信息中介机构平台的借款余额上限不超过人民币 20 万元；同一法人或其他组织在同一网络借贷信息中介机构平台的借款余额上限不超过人民币 100 万元；同一自然人在不同网络借贷信息中介机构平台借款总余额不超过人民币 100 万元；同一法人或其他组织在不同网络借贷信息中介机构平台借款总余额不超过人民币 500 万元。
2017/12/1	互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室、P2P 网贷风险专项整治工作领导小组办公室联合印发了《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》	各类机构以利率和各种费用形式对借款人收取的综合资金成本应符合最高人民法院关于民间借贷利率的规定；小额贷款公司监管部门暂停新批设网络(互联网)小额贷款公司；暂停新增批小额贷款公司跨省(区、市)开展小额贷款业务；暂停发放无特定场景依托、无指定用途的网络小额贷款，逐步压缩存量业务，限期完成整改；禁止通过互联网平台或地方各类交易场所销售、转让及变相转让本公司的信贷资产，以信贷资产转让、资产证券化等名义融入的资金应与表内融资合并计算，合并后的融资总额与资本净额的比例暂按当地现行比例规定执行，各地不得进一步放宽或变相放宽小额贷款公司融入资金的比例规定。对于超比例规定的小额贷款公司，应制定压缩规模计划，限期内达到相关比例要求，由小额贷款公司监管部门监督执行；银行业金融机构与第三方机构合作开展贷款业务的，不得将授信审查、风险控制等核心业务外包；银行业金融机构及其发行、管理的资产管理产品不得直接投资或变相投资以“现金贷”“校园贷”“首付贷”等为基础资产发售的(类)证券化产品或其他产品；持续推进，完善 P2P 网络借贷信息中介机构业务管理
2020/7/12	银保监会发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法》	单户用于消费的个人信用贷款授信额度应当不超过人民币 20 万元，到期一次性还本的，授信期限不超过一年；商业银行应根据自身风险管理能力，按照互联网贷款的区域、行业、品种等，确定单户用于生产经营的个人贷款和流动资金贷款授信额度上限。对期限超过一年的上述贷款，至少每年对该笔贷款对应的授信进行重新评估和审批；商业银行进行借款人身份验证、贷前调查、风险评估和授信审查、贷后管理时，应当至少包含借款人姓名、身份证号、联系电话、银行账户以及其他开展风险评估所必需的基本信息。
2020/8/20	最高人民法院关于修改《关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》的决定	确定了民间借贷利率的司法保护上限，即以一年期贷款市场报价利率 LPR 的 4 倍为标准。以最新发布的一年期 LPR3.85%计算，民间借贷利率的司法保护上限为 15.4%。
2020/9/16	银保监会发布《关于加强小额贷款公司监督管理的通知》	一是规范业务经营，提高服务能力。在小额贷款公司业务范围、对外融资比例、贷款金额、贷款用途、经营区域、贷款利率等方面提出要求。二是改善经营管理，促进健康发展。从小额贷款公司资金管理、催收管理、信息披露、保管客户信息、积极配合监管等方面作出规范。三是加强监督管理，整顿行业秩序。指导各地明确监管责任、完善监管措施、建设监管队伍、实施分类监管、加大处罚力度等。四是加大支持力度，营造良好环境。鼓励加强政策支持、银行合作支持、加强行业自律，促进行业可持续发展。

资料来源：中国人民银行，中国银保监会，银行业协会，国信证券经济研究所整理

## 互联网消费贷商业模式

### 科技赋能业务全流程，大数据和模型输出能力是核心优势

#### ■ 互联网消费信贷的基础和核心——大数据

互联网消费信贷产品的普惠性、小额分散、纯信用无抵押等特点，决定了互联网消费信贷市场中科技的重要性。大数据、人工智能、云计算、区块链等金融科技的深化促进了互联网消费金融的快速发展，进一步提升其创新速度的效率。其中，大数据运用是互联网消费信贷的基础和核心，互联网消费信贷业务也可以称为大数据消费信贷业务，互联网消费信贷的贷前、贷中、贷后各流程都是建立在大数据的基础上。另外，大数据的运用能力和模型输出能力也是互联网消费金融平台的核心能力。

**图 2: 互联网消费信贷业务流程全部线上化完成**


资料来源: 北大消费金融 2019 年度报告, 国信证券经济研究所整理

### ■ 互联网消费信贷大数据获取的三种模式

互联网消费金融平台获取数据主要有三种模式, 第一, 互联网公司主要依赖自身电商平台或社交平台等互联网商业生态系统所积累的海量数据来获取用户信息, 主要面对公司生态体系内的已有客群, 授信一般采用白名单制度。以腾讯旗下的微众银行、阿里巴巴旗下的蚂蚁金服、京东集团旗下的京东数科为代表。第二, 传统商业银行利用自有账户或政府平台开放的数据信息自行搭建大数据平台, 或通过与现有互联网公司进行合作获取数据, 主要面向银行既有客户, 客户资质要求较高。该模式主要适用于大型商业银行, 小银行难以获得大银行开展大数据信贷业务所用的数据。第三, 通过获取分散、多维度、低饱和度的第三方大数据(包括自己采集的数据和第三方数据), 采用先进的大数据处理技术开展信贷业务的模式。该模式一般面向全网客户, 实时审批授信, 主要适用于中小型金融机构, 以新网银行和垂直分期平台等为代表。

**表 2: 互联网消费信贷大数据获取的三种模式**

	互联网巨头	大型商业银行	中小型机构
商业生态背景	涉足网购、社交等领域	无	无
客户对象	主要面对公司生态体系内的已有客群	主要面向既有客户	面向全网获客
授信依据	商业经营积累的自有信息	自由账户数据、政务数据以及第三方数据	自己采集的数据和外部数据, 以第三方数据为主
数据性质	数据质量和饱和度高	数据质量和饱和度高	数据质量和饱和度较低
数据获取成本	自由数据免费使用、或者向大股东支付技术服务费	来源较单一、成本较低、	外部数据信息获取成本较高
授信决策	先行完成大部分客户的预授信、无须人工干预	部分辅助人工判断, 部分无须人工干预	实时审批授信, 无须人工干预
授信效率	较高	通过较高, 部分审批流程较长	较高
可推广性	过于依赖自身商业生态, 难以大规模推广	大多数中小银行仍受数据可得性限制, 面临推广障碍	对大量中小机构可复制性较强

资料来源:《大数据信贷的“第三条道路”》, 罗煜、黄钰文、徐蕾; 国信证券经济研究所整理

### 场景化、精细化趋势日益明显, 更注重客户体验

根据是否依托于场景、放贷资金是否直接划入消费场景中, 可以将互联网消费信贷产品分为场景消费贷和现金贷两大类, 前者有明确的消费需求和资金去向, 后者虽然名义用途也是消费, 但实际难以追踪, 不知道资金的最终去向。由于平台不可能完全覆盖各类生活场景, 并且场景的布局 and 导流也需要积累, 因此大多数平台一直同时具备两种形式的消费信贷产品, 但两种产品同质化都是比较严重的。

- ✓ 现金贷: 代表产品有蚂蚁集团旗下的“蚂蚁借呗”、腾讯旗下的“微粒贷”、招商银行的“闪电贷”、宁波银行的“白领通”等。目前市场上现金贷产品设计和管理等都非常类似, 不同的主要是额度和综合利率上的差异。大型商业银行由于具备明显的资金成本优势, 并且客户资质较为优质, 因此大型商业银行的现金贷产品利率一般都比较低。

- ✓ 场景消费贷：代表产品有“蚂蚁花呗”、“京东白条”等。目前消费贷场景集中在购物、住房、装修和旅游上，导致购物等某些场景领域竞争过度，但农村消费场景等却处于短板甚至空白。消费贷产品一般设置有免息期，蚂蚁花呗的免息期最高为 40 天，超过免息期后开始计算利息，蚂蚁花呗日利率可低至约 0.02%，大部分贷款的日利率为 0.04% 或以下。2020 年 8 月 20 日，最高人民法院发布了规定，民间借贷利率的司法保护上限为 LPR 的 4 倍，按最新发布的一年期 LPR 利率 3.85% 计算，民间借贷利率的司法保护上限为 15.4%，对应的日利率为 0.042%，对于部分非持牌机构的利率定价带来了一定的约束，对持牌金融机构的定价也会有间接影响。

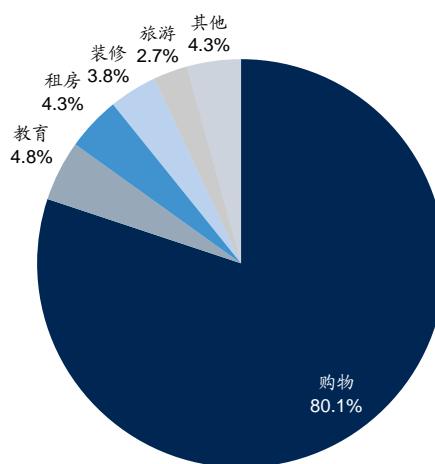
表 3：现金贷产品额度和利率

	代表产品	贷款金额	贷款利率（作者申请贷款利率）
建设银行	快e贷	额度 1000 元-30 万元	年化利率 4.35%。
招商银行	闪电贷	额度最高 30 万元	年利率 6.48%
宁波银行	白领通	额度最高 50 万元	年化利率 7.2%
蚂蚁集团	蚂蚁借呗	额度 1000 元-30 万元	日利率 0.03%，年化利率 10.95%
腾讯	微粒贷	额度 500 元-30 万元	日利率 0.04%，年化利率 14.60%

资料来源：公司官网，移动 APP，百度百科，国信证券经济研究所整理。注明：贷款利率为作者申请贷款时显示的利率，与作者的客户资质、平台使用习惯等相关度较高。如蚂蚁借呗和微粒贷日利率最低都为 0.02%，但作者在两家平台申请贷款利率存在差异。

现金贷遭严整顿，场景消费贷是发展方向，未来互联网消费贷的良性发展模式是“实现依赖场景、反哺场景、扩大规模、搭建新场景”的横向循环扩张。2017 年 12 月 1 日，央行联合银监会共同下发《关于整顿“现金贷”业务的通知》指出，暂停发放无特定场景依托、无指定用途的网络小额贷款，逐步压缩存量业务，限期完成整改。对于消费金融机构而言，场景越来越重要，而获取场景有自建场景或与第三方合作接入场景等模式，具有场景优势的电商平台在互联网消费信贷市场具备明显优势。目前部分场景竞争过度，未来精细化场景布局和开拓农村金融消费场景、蓝领消费场景等空白场景将是新的发展方向，但对平台的大数据风控能力提出了更高的要求。

图 3：2018 年互联网消费金融用户消费领域分布



资料来源：头豹研究院，国信证券经济研究所整理

### 轻资产助贷模式逐渐成为互联网巨头的主流模式

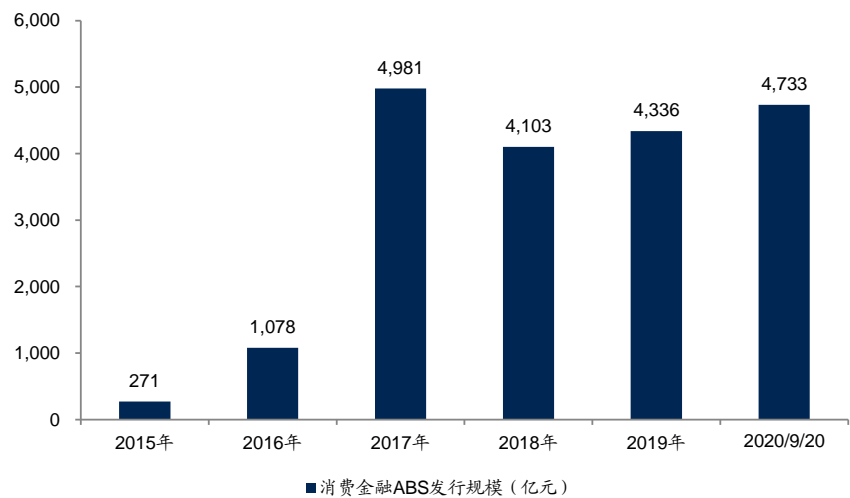
互联网消费信贷主流模式主要包括：自营贷款、ABS 出表模式、联合贷款和助

贷模式。其中自营贷款模式对资本金要求很高，商业银行和持牌消费金融机构采用该模式较多。互联网机构由于缺少资本金，已经完成从自营模式到 ABS 出表模式再到联合贷款和助贷模式的转变，其中助贷模式已经成为腾讯集团、蚂蚁集团和京东集团等互联网巨头的主流模式。

### ■ ABS 出表模式

ABS 出表模式自 2015 年就已成为互联网机构发展消费金融业务的重要方式之一，主要是为了规避资本金监管和降低资金成本以实现规模的快速扩张。2015 年 10 月，京东金融的“资产专项计划”在深交所挂牌，互联网企业消费信贷 ABS 产品发行加速。同时，商业银行、持牌消费金融公司也纷纷加大了消费信贷 ABS 产品的发行。据统计，2017 年消费金融 ABS 产品发行规模达 4981 亿元，较 2016 年增长了 362%。

图 4：消费金融 ABS 发行规模



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注明：WIND 统计的底层资产包括消费性贷款、小额贷款和信用卡贷款。

部分互联网金融企业和小额贷款公司通过资产证券化放大杠杆进行表外融资的方式受限。2017 年 12 月初《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》明确，禁止通过互联网平台或地方各类交易场所销售、转让及变相转让本公司的信贷资产，以信贷资产转让、资产证券化等名义融入的资金应与表内融资合并计算，合并后的融资总额与资本净额的比例暂按当地现行比例规定执行。《通知》对通过表外融资变相加杠杆的行为进行抑制，消费金融 ABS 发行规模在 2017 年达到阶段性高点，之后进入稳定发展阶段。

### ■ 联合贷款模式与助贷模式

2017 年开始联合贷款模式逐渐成为主流，互联网巨头凭借流量和风控优势逐步演变成纯技术输出的助贷模式。近年来消费金融需求快速扩张，但互联网金融平台 ABS 出表模式被限制使得其面临严重的资本金约束，因此亟需找到新的模式以规避资本金的监管。互联网金融平台，尤其是巨头互联网平台在获客和风控上具有明显的优势，因此在这阶段互联网金融平台开始加强与传统商业银行和持牌消费金融公司的合作，由银行提供资金而互联网消费金融平台提供客户和风控的联合贷款（助贷）模式盛行。

- ✓ 联合贷款模式：互联网平台和持牌金融机构按一定的比例出资，或者互联网平台向持牌金融机构缴纳一定的保证金，如果客户出现了违约情况，互联网平台和持牌金融机构按出资比例承担风险或者以缴纳的保证金承担风

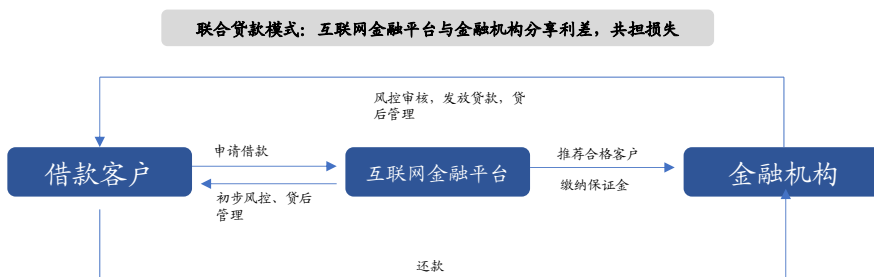


险（风险承担比例可以协商）。在该模式下，由于互联网平台在获客和风控等核心环节上具备明显优势，因此一般可以分享比出资比例更高的利润。该模式本质上是风险共担的模式，对互联网金融平台的资本金也有一定的要求，互联网金融平台基本上会参与贷前、贷中、贷后全流程。

- ✓ 助贷模式：由于互联网巨头平台在获客和风控上具有明显优势，联合贷款模式逐步演变成了纯技术服务的助贷模式。互联网金融平台通过初步风控之后将筛选出来的客户推送给持牌金融机构，持牌金融机构对客户再进行一次风控，对合格的客户发放贷款，并向互联网金融平台付一笔技术服务费。该模式下，互联网金融平台不承担任何客户违约风险，也不占用自身资本金，仅作为一个导流的平台收取技术服务费。由于助贷模式具备不占用资本金、不兜底的优势，逐步成为了互联网巨头的主流模式。

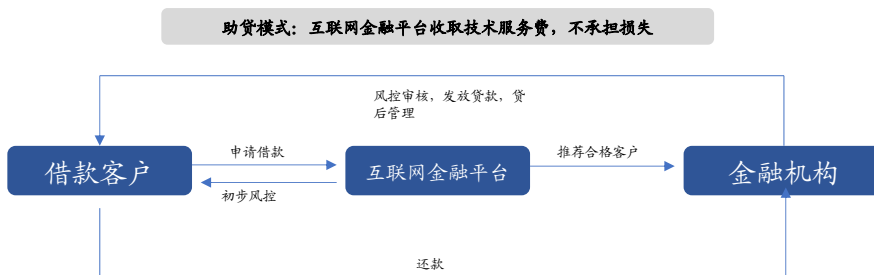
根据蚂蚁集团披露的数据，公司自营微贷业务净利息收入占微贷科技平台收入比重持续下降，2020年上半年为4.8%，较2017年下降了5.9个百分点，助贷（联合）贷款模式已经成为了互联网巨头企业的主流模式。

图 5：联合贷款模式



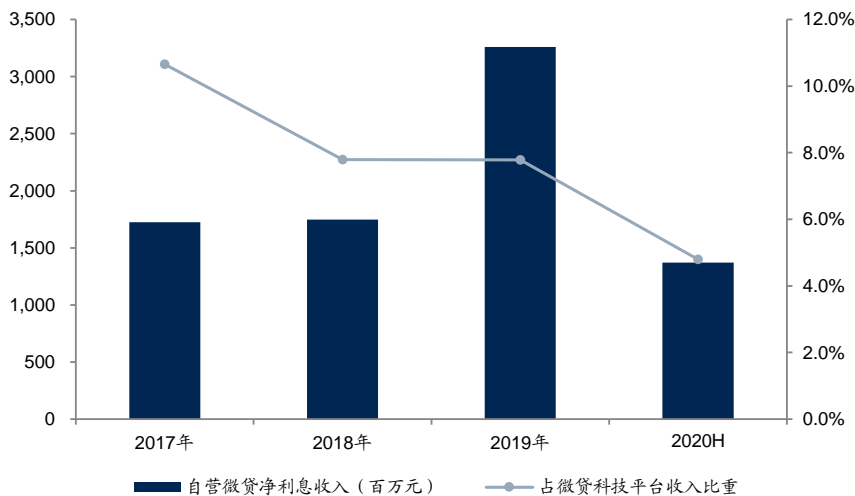
资料来源：国信证券经济研究所整理

图 6：助贷模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 7: 蚂蚁集团自营微贷净利息收入占微贷科技平台收入比重持续下降



资料来源: 蚂蚁集团关于审核问询函的回复, 国信证券经济研究所整理

### 互联网消费贷成本收入构成

互联网消费贷业务收入来源包括分期手续费、利息收入、逾期罚息、通道费用以及其他服务费等; 成本主要由系统搭建成本、资金成本、获客成本、运营成本、坏账损失以及其他成本组成。提升收入的方式主要通过增加客户数或者提高单户生息资产规模, 但客户下沉和提高单户信贷余额都意味着增加信用风险, 对平台的风控能力提出了更高的要求。成本方面, 一方面可以降低资金成本, 但可控性较差, 资金成本主要取决于宏观经济和流动性等宏观因素, 互联网金融平台资金成本相对较高; 另外一方面可以通过提升风控能力降低坏账损失, 但与系统搭建成本、运营成本等呈负相关性, 需要寻求平衡点。对于当前互联网巨头主流模式——助贷模式, 既没有资金成本, 也不承担信用损失成本, 其成本主要包括系统搭建成本、获客成本和运营成本等, 但这需要建立在大流量数据基础上。对于一般的互联网消费平台而言, 资金成本和风险损失成本仍是主要成本。

图 8: 互联网消费贷成本收入结构



资料来源: 艾瑞咨询研究院, 国信证券经济研究所整理

## 互联网消费贷市场格局：分化加速，巨头崛起

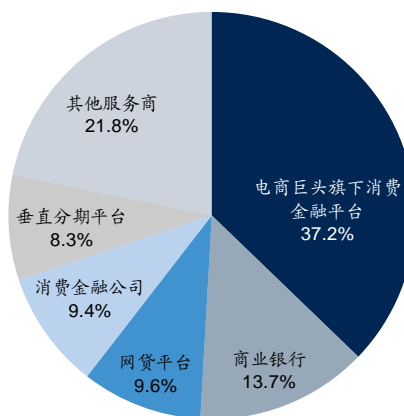
互联网消费贷市场参与主体包括持牌金融机构(传统商业银行、消费金融公司、互联网银行)和非持牌机构(电商平台、其他互联网公司、垂直分期平台和网贷平台)。其中,电商巨头下的消费金融平台凭借丰富的消费场景、股东积累的大数据等优势在互联网消费金融市场占据较高的市场份额,2018年市场份额为37.2%。商业银行凭借其资金成本优势、风险管控能力等优势在互联网消费金融市场据第二位,2018年市场份额为13.7%。网贷平台、消费金融公司和垂直分期平台2018年市场份额分别是9.6%、9.4%和8.3%。

表 4: 互联网消费贷市场主要参与主体

	参与主体	代表机构
持牌金融机构	传统商业银行	招商银行、宁波银行
	消费金融公司	捷信消费金融公司、招联消费金融公司
	互联网银行	微众银行、新网银行、亿联银行
	电商平台	蚂蚁集团、京东金融、苏宁金融
非持牌机构	其他互联网公司	腾讯、美团、滴滴、百度
	垂直分期平台	分期乐、土巴兔、拿去花
	网贷平台	人人贷、拍拍贷

资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 9: 2018 年各类互联网消费金融服务商贷款规模占比



资料来源: 头豹研究院, 国信证券经济研究所整理

### 持牌金融机构

#### 传统商业银行

商业银行在消费金融市场中的最大优势就是低资金成本,同时风险控制能力和产品覆盖面等优势也较为突出。银行系消费金融线下模式占比较高,但近年来加大了线上消费金融的投入,银行互联网消费金融主要模式是:银行自己搭建平台(主要是手机银行APP),自己开发产品,消费者可以直接在手机银行APP上申请贷款,以建设银行的“快e贷”、招商银行的“闪电贷”等为代表。商业银行互联网消费贷目标客户基本为原有客户,对客户的信用要求高,难以覆盖无资产或无信用记录的客户群体。另外,商业银行的互联网消费贷以现金贷为主,与具体的消费场景结合度不高,服务精细化程度有待提高。但近年来不少

商业银行也在积极加强网上商城等场景生态的布局，以工商银行、招商银行等为代表的银行在场景构建上也取得了不错的成效。

### 互联网银行

目前纯互联网银行共 4 家：微众银行、网商银行、新网银行、亿联银行，此外苏宁银行、众邦银行等银行也从事较多类似业务。其中，微众银行、网商银行、亿联银行和苏宁银行的大股东为互联网巨头，但网商银行专注服务小微企业和三农用户，微众银行、亿联银行和苏宁银行主要面向大股东生态体系内已有客户提供消费贷，一般采取白名单制度，根据从大股东购买的数据先行完成大部分客户的预授。根据微众银行财报披露，截至 2019 年末，“微粒贷”已向全国 31 个省、直辖市、自治区近 600 座城市超过 2800 万客户发放超过 4.6 亿笔贷款，累计放款额超过 3.7 万亿元；授信客户中约 77% 从事非白领服务业，约 80% 为大专及以下学历，笔均贷款约 8000 元。新网银行和众邦银行则面向全网客户，根据自己采集的数据和第三方数据实时审批授信。其中，众邦银行消费金融信贷产品主要包括众保贷、众游贷和众车贷，主要围绕购车、旅游、家装几个消费场景。

**表 5：4 家纯互联网银行和苏宁银行、众邦银行基本情况**

	微众银行	网商银行	亿联银行	苏宁银行	新网银行	众邦银行
成立时间	2014/12/16	2015/5/28	2017/5/16	2017/6/16	2016/12/28	2017/5/18
主要股东	腾讯集团	蚂蚁集团	中发金控、美团点评	苏宁集团	小米科技集团、新希望集团、红旗连锁	卓尔、当代科技、壹网通科技
主要消费贷产品	微粒贷	专注服务小微企业和三农用户 其大股东蚂蚁集团旗下其他机构提供消费贷：蚂蚁花呗和蚂蚁借呗	亿贷	升级贷	好人贷	邦你贷(众保贷、众游贷、众车贷)
最高额度	30 万元	蚂蚁借呗：30 万元	30 万元	100 万元	100 万元	众保贷：100 万元
主要客群		主要面向大股东生态体系内的已有客群				面向全网获客
授信决策		采取白名单制，先行完成大部分客户的预授				实时审批授信

资料来源：公司官网，手机 App，国信证券经济研究所整理

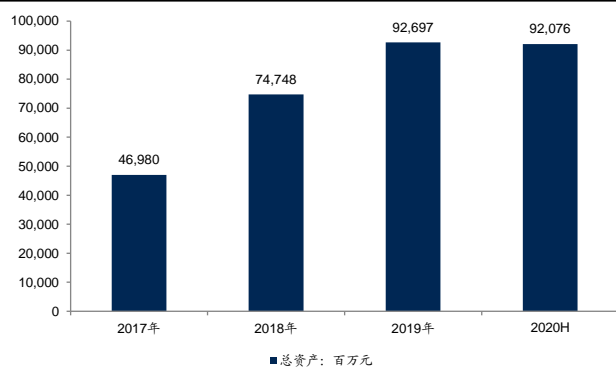
### 持牌消费金融公司

截至目前，全国共有 27 家持牌消费金融公司开业，消费金融公司基于牌照优势、先发优势、人才优势等，近年来取得快速发展。以招联消费金融为例，2020 年 6 月末，公司总资产规模 921 亿元，较 2017 年末增长了 96%。2019 年公司实现净利润 14.66 亿元，同比增长 17%。与传统商业银行相比，消费金融公司信贷审核标准相对较松、贷款额度更高，但风险控制能力和资金实力不及传统商业银行。

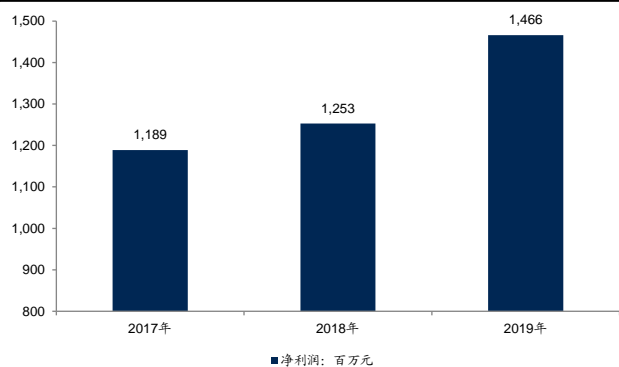
**表 6: 国内 27 家持牌消费金融公司总资产和净利润情况**

公司	实控机构	类别	2019 年末总资产 (亿元)	2019 年净利润 (亿元)
招联消费金融	招商银行	银行系	926.97	14.66
兴业消费金融	兴业银行	银行系	373.52	10.31
中银消费金融	中国银行	银行系	329.02	6.59
中邮消费金融	储蓄银行	银行系	306.54	3.49
杭银消费金融	杭州银行	银行系	156.71	1.15
尚诚消费金融	上海银行	银行系	125.47	0.61
陕西长银消费金融	长安银行	银行系	122.62	3.56
长银五八消费金融	长沙银行	银行系	103.81	2.1
湖北消费金融	湖北银行	银行系	88.61	1.11
哈银消费金融	哈尔滨银行	银行系	73.88	1.07
四川锦程消费金融	成都银行	银行系	73.43	1.66
幸福消费金融	张家口银行	银行系	72.28	0.5
晋商消费金融	晋商银行	银行系	65.17	0.52
北银消费金融	北京银行	银行系	63.69	0.42
盛银消费金融	盛京银行	银行系	33.53	NA
中原消费金融	中原银行	银行系	NA	NA
包银消费金融	包商银行	银行系	NA	NA
阳光消费金融	光大银行	银行系	NA	NA
捷信消费金融	捷克派富集团	产业系	1046.36	11.4
马上消费金融	赵国庆	产业系	548.15	8.53
海尔消费金融	海尔集团	产业系	102.9	2.05
华融消费金融	中国华融	产业系	51.08	2.63
苏宁消费金融	苏宁易购	产业系	38.5	0.1
中信消费金融	中信集团	产业系	27.51	0.64
金美信消费金融	国美控股等	产业系	NA	NA
平安消费金融	平安	产业系	NA	NA
小米消费金融	小米	产业系	NA	NA

资料来源:WIND, 银保监会, 相关公司财报, 国信证券经济研究所整理

**图 10: 招联消费金融公司总资产规模**


资料来源: 招商银行财报, 国信证券经济研究所整理

**图 11: 招联消费金融公司净利润规模**


资料来源: 招商银行财报, 国信证券经济研究所整理

## 非持牌机构

### 电商平台及非电商互联网公司

互联网消费金融公司基于其股东沉淀的大数据优势以及良好的用户体验、便捷的贷款审批、丰富的消费场景、深度的金融科技应用等, 实现了跨越式发展, 但行业内也呈现出“马太效应”现象。互联网巨头金融科技平台在获客、风控等核心环节具备优势, 尤其是助贷模式兴起后, 巨头互联网公司议价能力更强, 因此在互联网消费贷市场份额持续提升。

消费金融赛道上的互联网企业主要包括电商平台（以蚂蚁集团和京东金融为代表）和非电商互联网企业（包括腾讯、美团、滴滴、58同城、新浪、搜狐、网易、360、今日头条等），其中电商互联网平台由于具备消费场景优势，拥有稳定、高消费能力的用户，像京东白条、蚂蚁花呗、蚂蚁借呗等产品都领先市场且实现了快速扩张。非电商平台由于缺乏消费场景，因此在互联网消费贷市场的发展相对较慢。另外，非电商平台由于缺乏消费场景，因此基本上都是现金贷，在现金贷监管趋严的大环境下，非电商平台未来如何与消费场景融合也成为不小的挑战。

表 7: 电商平台旗下场景贷: 蚂蚁花呗和京东白条对比

	蚂蚁花呗	京东白条
开通条件	支付宝的实名用户 芝麻信用分在 600 分以上	在京东商城有相应消费记录 绑定个人信用卡
消费额度	500 元-5 万元	最高额度 1.5 万元
消费范围	淘宝商城 天猫商城 线下门店	京东商城 暂不支持线下门店
分期手续费	3 期分期费率 2.3% 6 期分期费率 4.5% 12 期分期费率 7.5%	分期服务费区间为: 0.5%-1.2% (月)
手续费计算公式	可分期还款本金总额*分期总费率/分期数	账单制: 账单剩余金额*90%*分期服务费率 (月) 订单制: 消费本金*分期服务费率 (月)
逾期罚息	违约金费率为 0.05% (日)	账单制: 违约金费率为 0.015% (日) 订单制: 违约金费率 0.07% (日)
换最低还款服务费率	服务费率为 0.05% (日)	服务费率为 0.05% (日)
免息期	10-41 天	30 天
可否提现	不支持提现	部分信用优质用户可提现

资料来源: 头豹研究院, 国信证券经济研究所整理

### 垂直分期平台

垂直分期平台深耕细分消费场景，主要集中在教育、旅游、装修、租房和购物等场景。由于针对某一垂直细分市场，又无电商大数据优势，因此对平台风控要求较高，大部分分期购平台依赖互联网征信，坏账率较高。同时，垂直分期平台的融资成本也比较高，因此近年来垂直分期平台逐渐向受托支付模式转变，将债权打包至 P2P 等平台，P2P 平台向投资者销售债权回笼资金。

图 12: 各领域垂直分期平台代表

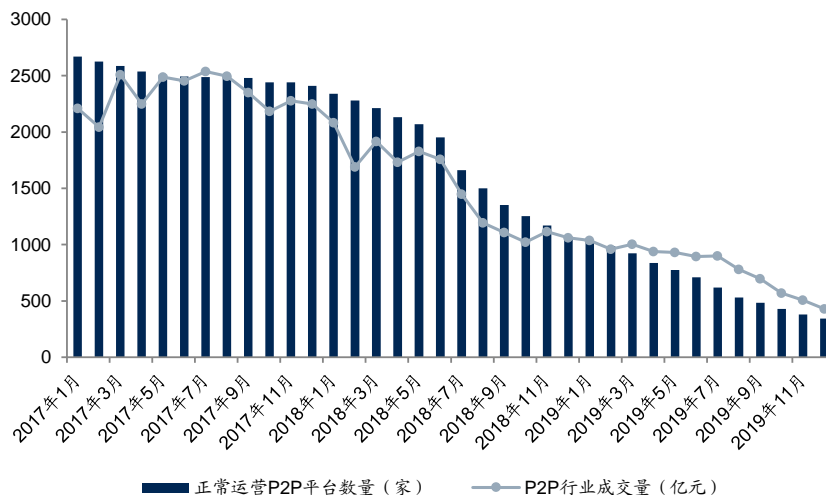


资料来源: 头豹研究院, 国信证券经济研究所整理

## 网贷平台

在 2016-2017 年经历野蛮式增长后迎来行业重点监管，2019 年 12 月末正常运营的 P2P 平台数量已降到 344 家，成交量降至 429 亿元。网贷平台在客户流量、资金成本等方面都不具备优势；此外，网贷平台与消费场景不产生直接联系，未来仍面临较大的转型压力。

图 13: 正常运营的 P2P 平台数量和成交量持续下降



资料来源：网贷之家，国信证券经济研究所整理

## 投资建议

我国互联网消费信贷市场空间广阔，但野蛮增长过后已进入规范发展阶段，场景化消费贷是发展方向，未来将加强精细化场景布局和开拓农村金融消费场景、蓝领消费场景等短板场景。金融科技的深化将进一步提升互联网消费信贷业务创新速度和效率，互联网企业和持牌金融机构合作的助贷模式也将持续迭代升级。未来互联网消费信贷市场将呈现分化加速，巨头崛起的市场格局，利好头部互联网金融科技平台和有资金优势的头部零售银行，银行板块中推荐招商银行、宁波银行和国有大行。

## 风险提示

- ✓ 政策超预期收紧。近年来针对互联网消费金融的法律法规频发，但是互联网消费金融市场作为一个崛起的新兴产业，在发展过程中仍面临不少的问题。如果监管政策超预期收紧，将对互联网消费金融市场带来较大冲击，尤其是对非持牌的机构冲击更大。
- ✓ 宏观经济超预期下行带来信用风险的加速暴露。相对于按揭贷款，互联网消费信贷风险相对更高，受宏观经济波动的影响更大。如果宏观经济超预期下行，互联网消费信贷面临的信用风险也相对更大，尤其是对于尾部互联网消费平台可能会带来较大冲击。
- ✓ 科技运用带来的系统性风险。互联网消费信贷对科技具有很高的依赖性，全流程互联网化虽然具有便捷高效、节约成本等优势，但也意味着面临着模型搭建错误等系统性风险。
- ✓ 对传统银行的个人贷款业务可能带来较大冲击。目前，互联网企业的机构

与金融机构合作密切，达到了双赢的效果。但互联网消费信贷模式也同样冲击着传统银行市场，如沦为互联网巨头的资金通道，与客户脱媒等风险，未来互联网消费金融市场的快速发展可能对部分银行带来较大的冲击。

**表 8: 估值表**

收盘日:		收盘价	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2020/9/22		(元)	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
601398.SH	工商银行	4.93	13.0%	10.7%	10.3%	4.9%	-10.8%	3.3%	0.71	0.66	0.62	5.7	6.4	6.2
601939.SH	建设银行	6.19	14.6%	12.2%	11.4%	4.7%	-10.0%	2.9%	0.74	0.68	0.62	5.3	5.8	5.7
601288.SH	农业银行	3.17	14.6%	13.7%	12.8%	4.6%	3.0%	4.4%	0.63	0.57	0.52	4.5	4.4	4.3
601988.SH	中国银行	3.20	13.9%	11.9%	11.1%	4.1%	-9.3%	2.6%	0.57	0.52	0.48	4.2	4.6	4.5
601328.SH	交通银行	4.61	11.2%	9.3%	9.0%	5.0%	-11.0%	3.2%	0.49	0.47	0.44	4.6	5.2	5.0
601658.SH	邮储银行	4.57	12.0%	12.1%	12.4%	16.5%	12.7%	11.3%	0.80	0.73	0.67	7.2	6.4	5.6
600036.SH	招商银行	37.88	16.7%	15.2%	14.8%	15.3%	1.4%	8.5%	1.66	1.49	1.35	10.5	10.3	9.5
601166.SH	兴业银行	16.25	12.7%	10.4%	10.3%	8.7%	-10.5%	6.9%	0.70	0.65	0.60	5.7	6.5	6.0
600016.SH	民生银行	5.42	14.9%	12.6%	11.7%	6.9%	-10.8%	3.2%	0.53	0.48	0.44	3.7	4.0	3.9
600000.SH	浦发银行	9.70	15.4%	12.8%	11.6%	5.4%	-11.1%	0.2%	0.58	0.53	0.48	3.9	4.3	4.3
601998.SH	中信银行	5.11	13.3%	12.8%	12.0%	7.9%	5.8%	4.5%	0.57	0.51	0.46	4.4	4.2	4.0
000001.SZ	平安银行	15.57	11.2%	8.5%	9.0%	13.6%	-11.8%	13.4%	1.11	1.03	0.95	11.1	12.6	11.1
601818.SH	光大银行	3.71	15.1%	12.9%	12.1%	11.0%	-8.2%	5.1%	0.61	0.55	0.51	4.3	4.6	4.4
600015.SH	华夏银行	6.24	10.6%	10.1%	9.4%	5.0%	2.7%	2.0%	0.46	0.43	0.39	4.6	4.4	4.3
601169.SH	北京银行	4.78	10.4%	8.2%	8.1%	7.2%	-13.9%	2.3%	0.53	0.51	0.48	5.3	6.3	6.1
002142.SZ	宁波银行	34.13	17.8%	15.9%	15.8%	22.6%	13.1%	16.6%	2.40	1.94	1.70	15.2	13.4	11.5
600919.SH	江苏银行	6.37	11.0%	10.5%	10.4%	11.9%	2.8%	5.6%	0.67	0.62	0.57	6.3	6.1	5.7
600926.SH	杭州银行	12.45	12.7%	12.1%	12.4%	22.0%	11.5%	17.8%	1.40	1.14	1.04	11.6	10.4	8.8
601077.SH	渝农商行	5.10	13.5%	12.8%	11.5%	1.4%	7.7%	7.4%	0.82	0.66	0.61	6.4	5.9	5.5
002839.SZ	张家港行	6.11	8.7%	8.3%	8.7%	14.3%	1.8%	11.4%	1.08	1.01	0.94	12.6	12.3	11.0
601128.SH	常熟银行	8.22	13.2%	10.4%	11.5%	20.1%	1.4%	20.6%	1.33	1.24	1.14	11.4	12.4	10.3
<b>平均</b>			<b>13.2%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.3%</b>	<b>10.4%</b>	<b>-1.6%</b>	<b>7.5%</b>	<b>0.88</b>	<b>0.79</b>	<b>0.72</b>	<b>7.1</b>	<b>7.2</b>	<b>6.6</b>

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032