



# 目录

概要 .....	3
非银消费贷市场竞争版图 .....	5
政策收紧指向消除监管套利 .....	6
测算消费贷市场规模 .....	9
P2P 消费金融竞争格局快速转变 .....	12
现金贷市场潜力受制于监管新规 .....	14
网贷上市公司数据揭秘 .....	16
估值水平比较 .....	16
盈利能力及运营效率 .....	17
获客渠道 .....	20
资产质量 .....	22

感谢王依依对此文的贡献。

## 概要

本篇报告尝试分析中国消费金融行业的竞争格局，通过行业数据和上市公司数据比较现金贷公司和 P2P 平台业务模式和盈利模式的不同。虽然行业短期受制于监管收紧，但通过分析市场渗透率和家庭债务水平，我们认为互联网消费金融行业未来的增长前景仍然广阔。

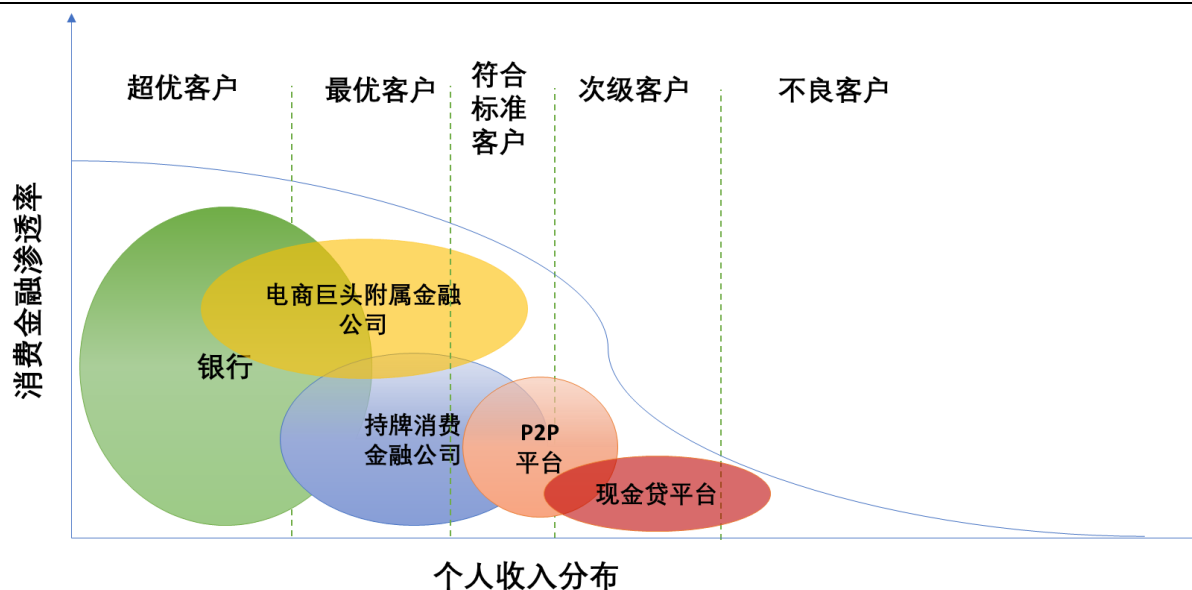
中国的互联网消费金融行业在普惠金融上功不可没。我们预测，截止 2017 年 9 月，全国消费贷余额达到人民币 10.1 万亿，较年初增长 38%。2017 年前九个月，受益于银行大幅拓展信用卡分期业务以及互联网金融消费金融的快速发展，消费贷渗透率达到了 30.7%（即 30.7% 的消费通过信用方式购买），而 2015 年渗透率仅为 14.7%。

近期监管层开始着手整治消费金融中野蛮增长的现金贷业务。我们认为严格监管将会给现金贷公司和涉及现金贷产品的 P2P 平台带来巨大的短期不确定性。对于整体 P2P 行业而言，受制于监管持续清理近期增速仍将持续放缓。商业银行和持牌消费金融公司正在趁机大幅拓展市场份额。

长期来看，我们认为头部 P2P 平台将在 2018 年 4 月备案登记完成后重拾增长。我们预计监管清理会促进市场整合进而带来市场集中度的提升。我们预期强劲的消费开支增长以及消费金融渗透率的提升将推动巨大的市场潜力。

目前股票市场对这一板块的情绪还在缓慢恢复，也有一些上市公司报出了 2017 年第三季度的优异业绩（融 360、拍拍贷）。我们认为应该至少再观察一两个季度的业绩以判断监管对行业的真正影响。

图 1：消费金融行业市场竞争格局



资料来源: 尚乘研究部

### 监管收紧对现金贷带来短期挑战

近期监管集中清理整顿了野蛮生长的现金贷行业。我们预期现金贷公司会受到以下几个方面的影响：1) 机构资金急剧下滑；2) 新增贷款减少；3) 坏账加速上升。同样的，一些以现金贷为主要业务的 P2P 平台也会受到影响。当然，由于监管新规将严重影响平台利用机构资金作为贷款资金来源，主推现金贷业务的 P2P 平台受到的影响将比像趣店这种依赖机构资金的现金贷平台要小。

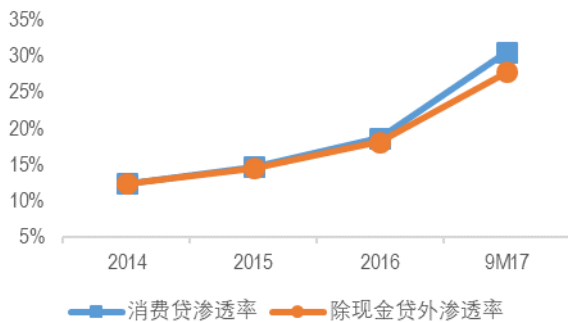
现金贷平台未来应该着重分期贷款和与线上、线下商户合作扩张消费场景。未来消费贷网络小贷公司因杠杆空间局限于自身资产负债表，有可能只能充当银行或持牌消费金融机构的获客中介渠道。

**消费金融渗透率快速上升**

我们测算消费贷渗透率的水平不算太高，约为 30%。得益于快速扩张的商业银行消费贷和迅速发展的互联网消费贷平台，消费贷渗透率从 2014 年的 14.7% 显著上升至 2017 年前三季的 30.7%。以现金贷为代表极松的放款条件也刺激了渗透率的上升。我们预计现金贷将出现行业整合。

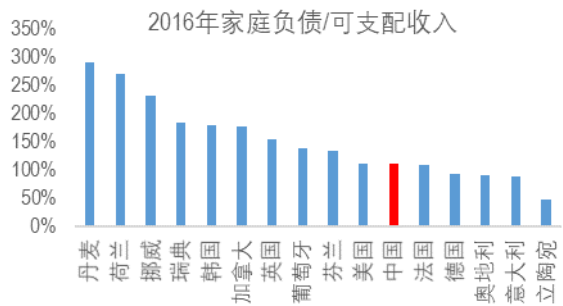
与发达国家相比，中国家庭负债水平不高，且绝大部分为住房按揭贷款（图 3）。我们估计仅有 15-20% 的城镇家庭有未偿房贷。这代表较高收入水平群体的住宅抵押贷款市场和低收入群体的信用贷款市场仍有很大增长空间。消费贷未来的发展主要依靠 1) 强劲的消费开支增长； 2) 消费金融渗透率的持续提升。

**图 2：中国消费贷渗透率 - 新增消费者信用/国内零售销售**



资料来源：中国人民银行、国家统计局、中国银联、网贷之家、尚乘研究部估测

**图 3：中国家庭负债水平较发达国家低**



资料来源：OECD、尚乘研究部估测

**互联网消费贷平台的制胜策略**

我们认为无论是单纯的 P2P 资金平台还是以自有资金直接参与消费贷放贷机构，互联网消费金融行业并没有改变借贷的本质。最终会胜出的平台应具备以下特征：1) 有效的风险管理和风险定价能力； 2) 廉价和稳定的资金来源； 3) 自有零售系统； 4) 较高的客户忠诚度和较强的品牌效应获得高频复购率； 5) 有效的成本管控。这些指标自然指向电商或零售商附属金融平台。当然，专注于某些垂直领域的平台也有一定的发展空间，比如汽车、旅游、教育、娱乐、美妆及服饰。

非银消费贷市场竞争版图

图 4: 非银消费贷市场参与者分类——按机构种类分



资料来源：尚乘研究部

图 5: 非银消费贷市场参与者分类——按产品类型分



资料来源：尚乘研究部

## 政策收紧指向消除监管套利

### 新监管法规可能给现金贷行业带来结构性的改变

近期，随着《关于印发小额贷款公司网络小额贷款业务风险专项整治实施方案的通知》(网贷整治办函[2017]56号，下称“56号文”)的下发，中国人民银行和银监会对现金贷行业开始了新一轮的清理整顿。56号文在肯定了互联网借贷对于刺激消费发挥的作用的同时，也禁止了金融机构向消费贷平台提供资金，突出了消费贷指定贷款用途和依托消费场景的重要性，新规还把年化综合实际利率限制在36%以内。这与中国近期防范监管套利和降低金融体系系统性风险的金融监管导向是一致的。

我们预期现金贷公司尤其是资质不佳的公司会受到以下几个方面的影响 1) 机构资金急剧下滑；2) 新增贷款减少；3) 潜在坏账加速上升。金融机构可能反应过度完全停止对现金贷提供任何资金。现金贷平台未来应该着重分期贷款和与线上、线下商户合作扩张消费场景。杠杆空间局限于自身资产负债表以及受证券化的资产计入杠杆率的影响，消费贷平台未来有可能只能充当银行或持牌消费金融公司的获客中介渠道。

### 新规计划在2018年4月完成备案因而P2P网贷行业在未来半年可能持续降温

根据2016年8月24日中国银监会下发的《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》，P2P网贷平台应在地方金融监管部门进行备案登记。然而，因监管部门正在集中精力清理不合规企业，目前尚未有P2P平台完成备案登记。根据银监会近期的指引，备案登记工作将于2018年4月完成。我们预计在此之后头部网贷平台会恢复增长。禁止设立风险准备金可能也会给行业带来结构性变化。

图6：中国网贷行业监管政策出台时间表



资料来源：中国人民银行、中国银监会

### 56号文的重点信息

- 1) **暂停无特定消费场景依托、无明确用途的现金贷。** 监管机构认为消费场景和资金用途是风险管控及资金流向监控的重点环节；但这对现金贷借贷平台来说具有很大的挑战性，因为大部分的贷款资金在销售时点不是直接付予商家的；

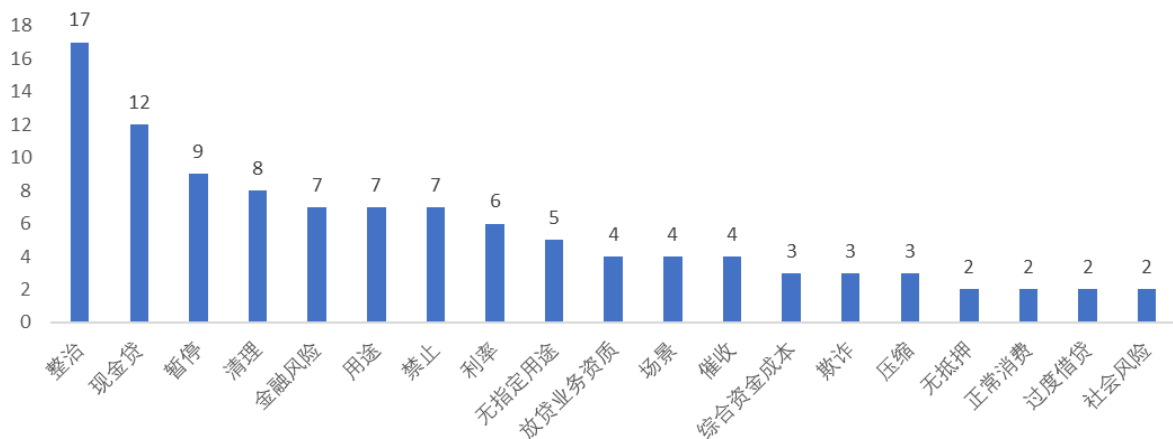
- 2) **现金贷平台需要拥有网络小额贷款牌照，监管将暂停发放新牌照**；大部分头部现金贷平台已拥有该牌照；这一规定会将底部平台剔除出局；
- 3) **年化利率（含费用）不得超过 36%**；几乎所有现金贷公司都需要减少收取各项费用。特别是对现金贷平台来说，这一规定会带来很大挑战，因为现金贷平台用目前收取费用折算出的年化利率极高；
- 4) **网络借贷平台不得提前收取任何利息或费用**，这会对现金贷及 P2P 平台的收入带来短期压力；
- 5) **持牌的小额贷款机构，在计算杠杆率时应包括转让的或证券化的资产**；这会限制非 P2P 平台的资金来源，例如趣店、蚂蚁金服的借呗；
- 6) **金融机构不得向从小贷平台购入的资产寻求担保**；金融机构禁止投资 P2P 平台产品。这一举措是为了整顿小贷平台提供超出其偿还能力的担保。今后，至少在未来 12 个月内，小贷平台在获取新借款人时只能利用其自有资金或者只能是为金融机构担任中介角色。
- 7) P2P 平台不得撮合无明确用途的贷款。

尚不明确的一些方面

56 号文尚未对以下的问题给出明确的定义，进一步的实施细则有待公布。

- 1) 56 号文强调了贷款产品销售时点、消费场景以及明确资金用途的重要性，但是没有明确贷款资金是否需要在销售时点直接付予商家。在实际情况中，绝大部分现金贷或者预付款，甚至是 P2P 贷款都不是直接付给商家的。要求所有贷款直接付予商家在现实中可能难以实现；
- 2) 实际年化利率被限制在 36% 以下，如果催收费用也包含在内，那么对于平台而言逾期贷款的成本将会很高；
- 3) 不同省份的对网络小贷杠杆率要求有所差异。如果在计算杠杆率时，证券化及转让的资产需要被合并，那么这甚至将影响到那些最大型的贷款平台，例如电商平台京东和阿里巴巴的附属金融公司；
- 4) 在获取借款人时，金融机构仍可以和有牌照的现金贷平台展开合作。但通知没有定义什么类型的合作属于“单纯合作”。

图 7: 《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》关键词出现频率



资料来源：中国人民银行、中国银监会

### 野蛮生长的现金贷平台引发监管全面整顿

在过去的一年中，现金贷行业在金融机构的资金支持下快速增长。根据网贷之家的数据，2017年前9个月，现金贷放款量达到了1万亿人民币，为2016年的6倍。我们认为以下的行业现象及潜在的监管套利活动导致了本轮监管的全面审查：

- 1) 通过向金融机构转出或发行证券化贷款产品并提供担保，绕过了监管对杠杆率的规定，使得隐性杠杆快速增长。对银行和其他金融机构构成风险；
- 2) 不合理的高利率——一些产品利率水平高达200%，从而覆盖坏账损失以及高昂的获客成本；
- 3) 风险管控环节缺少对借款人的信用分析；
- 4) 网络小贷牌照由地方金融监管机构颁发，但是全国有效；而通常的小额贷款公司只能在地方市场运营，有失公平；
- 5) 高杠杆次贷及缺乏征信的借款人：借款人同时从多个网贷平台借钱，或是借新贷还旧贷非常普遍；
- 6) 未受监控的资金用途：借款人将现金贷资金投入股市，或是付房款首付；
- 7) 借款人诈骗现象丛生；
- 8) 暴力催收行为；
- 9) 用户数据滥用。

中国互联网借贷行业经历了快速发展，中国自2016年开始逐渐收紧行业监管。我们认为网贷行业监管的目标是消除网贷平台和金融机构之间的监管套利、提高市场准入门槛、清除盲目担保行为、加强风险管理，及加强对用户的保护。监管机构一定程度上认可了网络贷款在普惠金融领域的重要性。因此，我们认为监管机构的意图并不是要彻底扼杀这个行业。

### 一个新的金融“超级监管机构”

2017年11月8日，中国为促进金融系统稳定正式设立了新的金融“超级监管机构”——中国金融稳定发展委员会。该委员会隶属国务院，旨在强化现有金融监管机构，包括中国人民银行、银监会、证监会及保监会之间的统筹协调，并管控不同类型机构间的监管套利活动。2017年11月17日，中国人民银行、银监会、证监会、保监会以及外管局联合发布了一项有关整治影子银行活动的法规意见稿，在此之前该领域之前的监管较为宽松。实体经济以及金融系统中的杠杆无序扩张，资金来自于资管产品、券商资管计划、公募基金资管计划，以及保险公司资管计划等。这项法规是第一个以产品为导向的金融法规，而过往的法规在分立的监管框架下多为以机构类型为导向。该文目的是打破银行对各类资管产品的直接或间接刚性兑付。对于P2P及现金贷行业，打破刚性兑付也是无法避免的。这将促进银行的理财产品和P2P产品在所有投资者面前进行公平竞争。



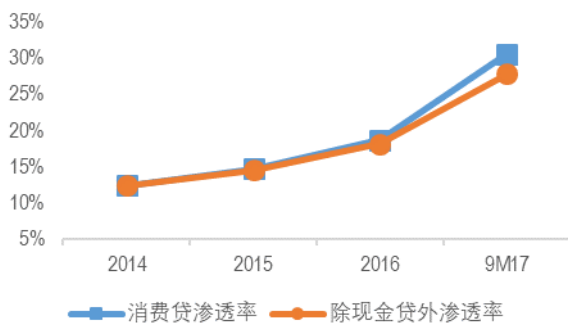
## 测算消费贷市场规模

### 消费金融渗透率快速上涨

我们测算消费贷渗透率相对仍较低（图8）。尽管渗透率已经从2015年的14.7%大幅增长至2017年前三季度的30.7%，这意味着30.7%的零售消费是通过信用支付的。这主要得益于商业银行大力推行的消费贷款，以及互联网消费贷平台的快速增长，促使消费贷规模快速增长。绝大多数的消费贷来自于电商平台旗下的网络小贷平台，因为这些平台拥有真实的用户交易数据。我们注意到宽松的信用标准也是消费贷快速增长的一个重要原因-例如现金贷平台的涌现。我们预计现金贷行业将经历进一步整合。消费贷市场未来的增长将依靠1) 消费水平的快速增长；2) 渗透率的不断提高。

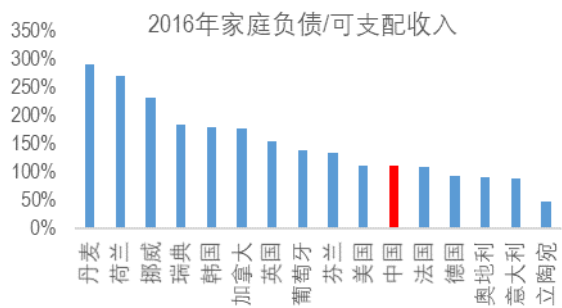
与发达国家相比，中国家庭的负债水平并不高，并且大部分负债是按揭贷款（图9）。我们估计只有15-20%的城市家庭有未偿按揭贷款。这意味着针对高收入群体的房屋权益贷款，以及针对中等收入群体的信用贷款将有很大的增长空间。未来市场的进一步增长将有助于强劲的消费开支增长以及消费金融渗透率的提升。

图8：中国消费贷渗透率



资料来源：中国人民银行、国家统计局、中国银联、网贷之家、尚乘研究部估测；附注：我们未将首付贷（估测数据）计入银行消费贷。

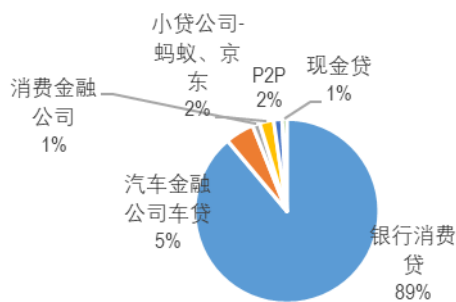
图9：中国家庭债务水平



资料来源：OECD、尚乘研究部估测

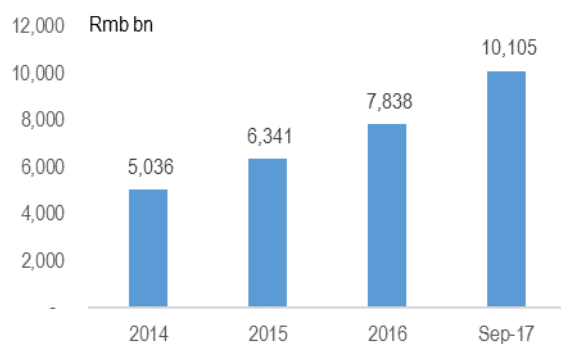
图10：银行仍称霸消费金额市场

存量消费贷市场份额——按机构类型分, 9M2017



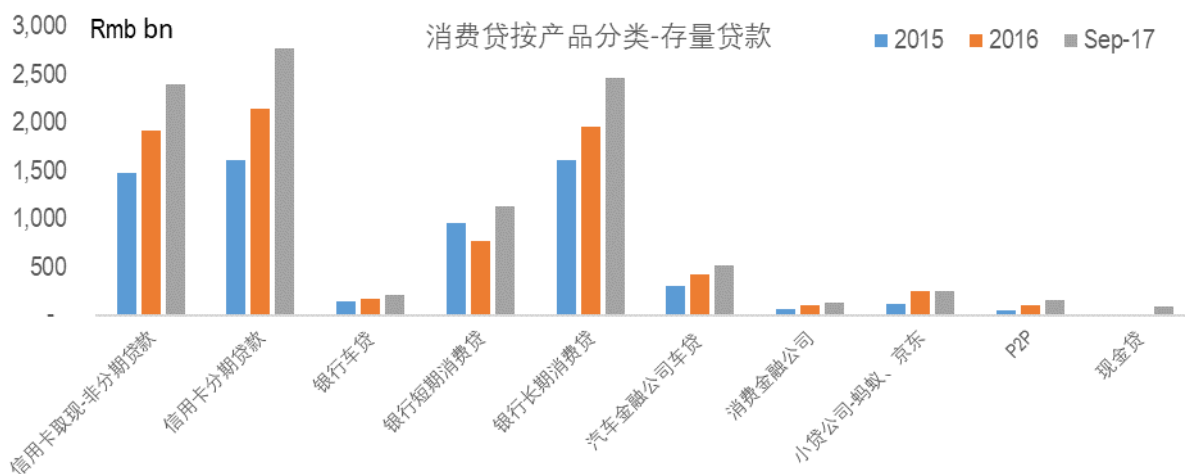
资料来源：中国人民银行、国家统计局、中国银联、网贷之家、尚乘研究部估测

图11：快速增长的消费贷（余额）



资料来源：中国人民银行、国家统计局、中国银联、网贷之家、尚乘研究部估测

图 12: 新增消费贷主要来自银行大力推广的分期贷款和互联网消费贷



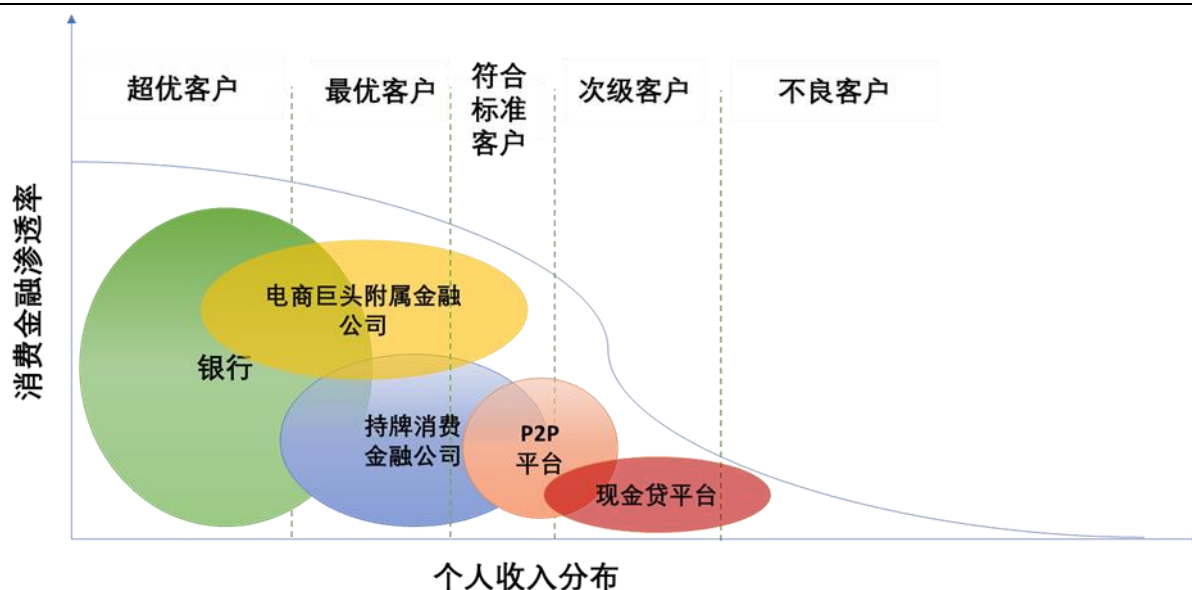
资料来源: 中国人民银行、国家统计局、中国银联、网贷之家、尚乘研究部估测

### 目前消费贷市场的主要竞争者

主要有五类市场参与者。他们有各自不同的目标客户群体，同时也有部分的重叠。商业银行借助其广泛的分支网络以及信用卡业务，占据了质量最高的借款人群体。而现金贷平台倾向于定位在次级贷或者是缺乏征信的群体。

- 1) 商业银行：商业银行仍然是最大的市场玩家。其消费金融产品包括信用卡消费分期、信用卡取现、房屋抵押贷款，以及其他信用贷款。
- 2) 电商平台及商家旗下的金融公司：这一类别包括头部电商平台旗下的小额贷款公司，例如蚂蚁金服、京东金融。
- 3) 持牌的消费金融公司：包括持牌汽车金融公司，例如汽车制造商附属的汽车金融公司；持牌的消费金融公司，例如捷信。这一类金融公司主要通过与线下商家合作来获客。
- 4) P2P 贷款平台：由于新 P2P 管理办法限制了贷款金额的上限，P2P 平台在积极拓展消费类金融资产，例如购买电子产品和电器、旅游和教育等的分期付款。
- 5) 现金贷平台：这一类主要是指非 P2P 类纯现金贷平台，例如趣店、掌众金服、现金卡等。

图 13：消费金融行业市场竞争格局



资料来源：尚乘研究部

我们认为网络消费贷平台解决了消费者通过传统金融机构无法被满足的借贷需求：

- 1) 我们定义约 2 亿的信用卡持有者为优质借款人：这个群体的平均信用卡额度过低，人均上限只有 2 万人民币。非银贷款平台可以为这类人群提供额外的信用贷款。
- 2) 我们估计中国约 50% 的城镇成年居民，相当于约 3.2 亿的消费应该被归类为符合标准/最优/超优借款人，其 FICO 信用得分在 670 以上。这类人群中约 1.2 亿符合标准的消费者没有信用卡。而商业银行又出于一些原因，把信用卡发放标准设置的很高，主要原因包括：缺乏这类消费者的信用信息，或是由于这些消费者的收入较为不稳定、储蓄有限、缺乏不动产持有证明、工作更换频繁，或是个人征信记录较弱。
- 3) 对于次级借款人，我们认为这类人群是小额消费贷，例如现金贷的主要目标客户。

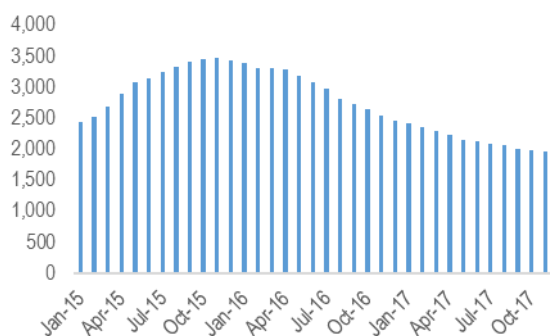
## P2P 消费金融竞争格局快速转变

### 合规为首

自中国监管机构 2016 年 8 月颁布 P2P 行业新监管框架以来，已经过去了 14 个月。今年迄今为止，P2P 行业继续强劲增长，投资人回报率有所下降，贷款期限在缩短。正常运营的 P2P 平台数量继续下降，从 2015 年末巅峰的 3,400 家下滑至 1,954 家。大部分在过去 14 个月里关闭的平台是因不合规自发暂停运营，并非跑路等欺诈行为。

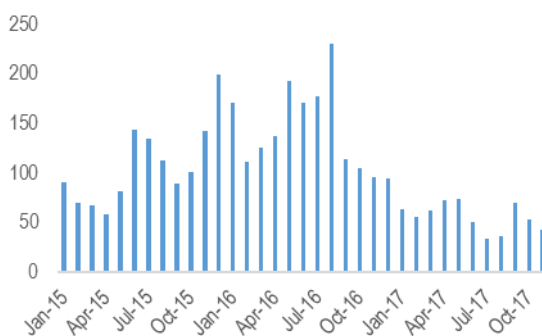
新规从以下四个方面提高了市场的准入门槛：1) 个人贷款额上限设定在 20 万人民币，中小企业贷款额不超过 100 万人民币；2) 要求在商业银行开立资金托管账户；3) 应持有电信与信息服务业务经营许可证；4) 禁止资产转移和设立资金池。

图 14：正常运营的 P2P 平台数量持续下降



资料来源：网贷之家

图 15：每月新暂停运营的 P2P 平台数量

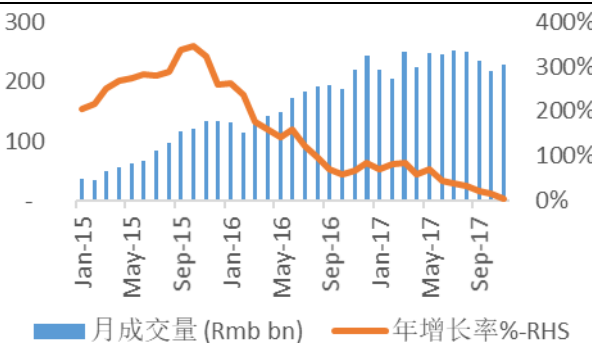


资料来源：网贷之家

### 贷款交易量增速近几个月放缓

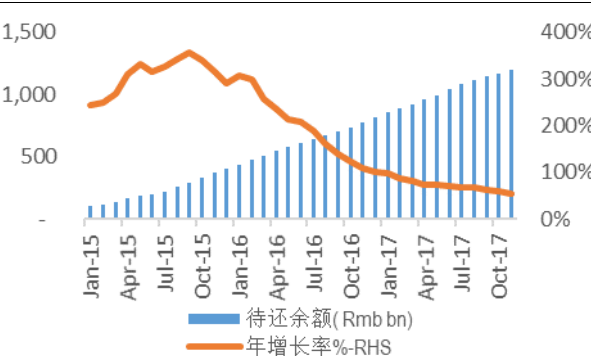
根据网贷之家的数据，2017 年前 11 个月，中国 P2P 行业总贷款成交量达 2.6 万亿人民币，同比增长 42%。截至 2017 年 11 月，未偿贷款余额达 1.2 万亿人民币，同比增长 54%。2017 年下半年新增贷款显著趋缓，主要的原因可能是监管机构对某些地区未偿贷款上限的窗口指导，以及对现金贷产品的审查。

图 16：P2P 贷款成交额（人民币 10 亿）



资料来源：网贷之家

图 17：P2P 平台贷款余额（人民币 10 亿）

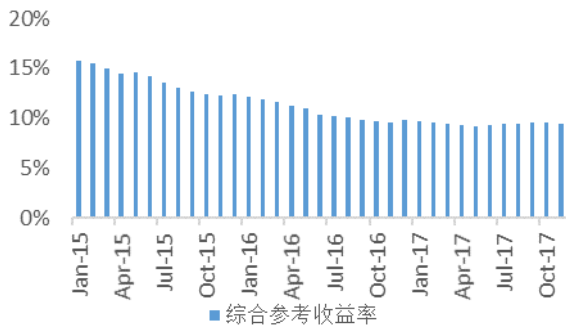


资料来源：网贷之家

### 投资者收益下降；贷款期限缩短但在 11 月有所反弹

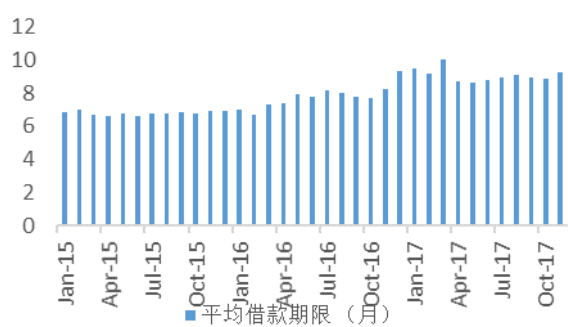
监管的收紧使得市场风险偏好下降、竞争缓和，导致投资者在 2017 年上半年的回报率下跌。但在 2017 年下半年，投资收益率有所反弹，主要可能是受益于平台的各类促销活动。贷款的平均期限自 2017 年 4 月以来也有所缩短，主要或是由于平台为更好的管控风险向现金贷和更短期限贷款倾斜。监管对现金贷加强监管可能导致贷款期限在 2017 年 11 月又有所变长。

图 18：P2P 网贷投资者平均收益率



资料来源：网贷之家

图 19：P2P 网贷平均贷款期限

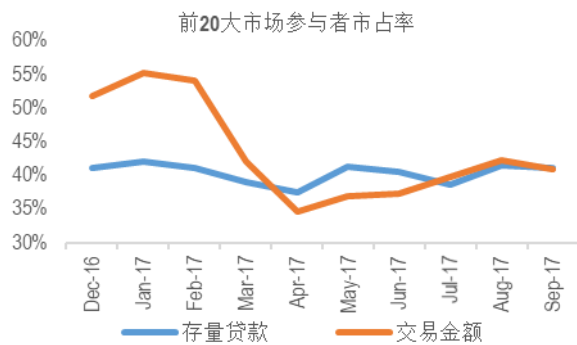


资料来源：网贷之家

竞争格局瞬息万变

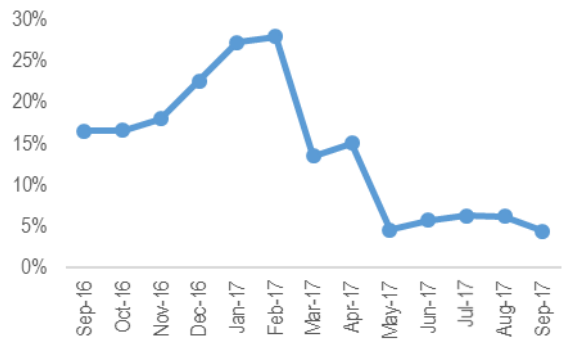
2017 年对 P2P 行业来说是充满挑战的一年。监管新规限制了平台的贷款规模，并且大部分额度较大的中小企业贷款被列入不合规的范畴。然而针对小额度的中小企业贷款，平台又难以低成本、有效管控风险。因此，P2P 平台在 2017 年纷纷发力消费贷市场，推出消费分期和现金贷等产品。以前 20 名 P2P 市占率衡量，我们并没有观察到市场集中度的上升。事实上，以贷款交易量衡量，前 20 名平台合计的市场份额自 2016 年末至 2017 年 4 月是有所下降的。主要原因是：1) 以陆金所、红岭创投为首的大额贷款交易量的收缩；2) 尾部小平台现金贷交易量的增长。由于现金贷新规的公布，包括对年化利率上限的规定，我们预计 P2P 市场集中度将开始反弹。

图 20：市场集中度下降



资料来源：网贷之家

图 21：陆金所贷款市场份额走势



资料来源：网贷之家

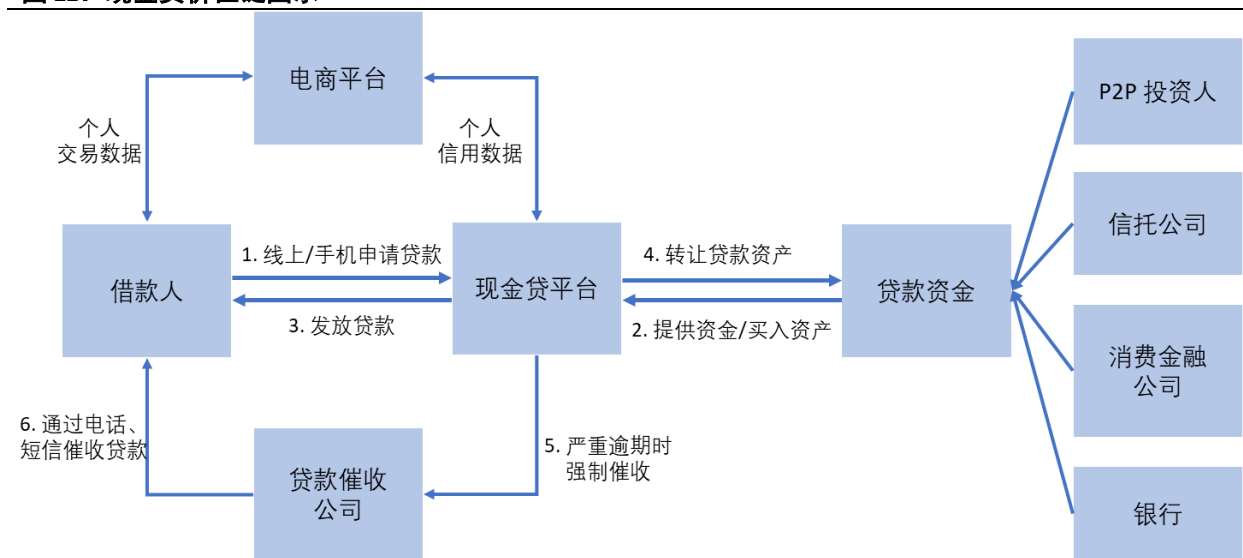
## 现金贷市场潜力受制于监管新规

受监管新规影响，现在大多现金贷平台的盈利模式可能不可持续。现金贷行业依赖极高的年化利率以覆盖昂贵的获客成本以及较高比例的坏账损失。现金贷平台通常会为它们转让给金融机构的贷款提供担保，因此现金贷平台的坏账风险不可被忽视。56号文提高了现金贷行业准入门槛，促使行业整合。头部现金贷平台将因合规、较低放款利率、强风控能力、P2P资金来源以及拥有更强的定价能力而获益。另外，值得注意的是，一些银行也顺应强监管政策适时推出具有价格优势的现金贷产品争夺市场。

### 现金贷不同于 P2P 贷款

现金贷一般指无抵押、无担保、无场景、无指定用途的小额现金贷款业务。现金贷通常贷款期限小于 30 天，平均贷款金额约 2000 元人民币。现金贷行业于 2016 年及 2017 年迎来爆发式增长。包括拍拍贷在内的一些 P2P 平台也将其重点转移至现金贷。因为客户均为线上获得，经营现金贷业务需要网络小额贷款牌照。

图 22：现金贷价值链图示



资料来源：网贷之家

我们认为现金贷与 P2P 消费贷的差异在以下方面：

- 盈利模式：** 现金贷平台依赖极高的年化利率以覆盖昂贵的获客成本以及较高比例的坏账损失。现金贷的名义年化利率可以高达 100-200%。然而由于贷款期限极短，借款人对利息和手续费的敏感性降低。对于一笔 2000 元人民币的现金贷来说，初始获客成本可能高达 100 元人民币，因此高频借款将极大地降低平均获客成本。对大多数平台而言，较高的年化利率亦可以覆盖高居不下的坏账损失。
- 客户获取：** 绝大多数现金贷平台通过线上或手机 APP 获客，无需任何消费场景，借款人完全自由决定借款用途。与之相反，P2P 平台常需要依托消费场景获客，如电商平台、在线旅游服务公司及社交平台等，贷款的用途局限于某个特定的消费场景，类似传统的银行信用卡。一些 P2P 借款人也在向其现有客户推广现金贷产品。
- 超小额、超短期：** 相比 P2P 消费贷，现金贷额度大幅减少、期限大幅缩短。理论上来说，现金贷小额、短期的特点将令现金贷平台更好地管理信贷风险、分散投资风险。
- 资金来源：** 与 P2P 借贷不同，现金贷平台极为依赖自身资产以及来自信托公司、银行以及消费金融公司等机构资金作为资金来源；而一些 P2P 平台仍在使用 P2P 资金。与 P2P 资金相比，机构资金成本低、规模大，可以更便捷地支持现金贷平台业务。P2P 平台仍主要依靠 P2P 资金作为资金来源。

- 5) **风险管理：**现金贷的风控重点在于贷前欺诈风险识别和贷后逾期催收。贷前授信审查成本高且耗时低效，对于小额短期的现金贷作用相当有限。相比之下，对于P2P贷款而言，覆盖贷前、贷中、贷后的授信审查和信用检测仍然相当重要。

## 网贷上市公司数据揭秘

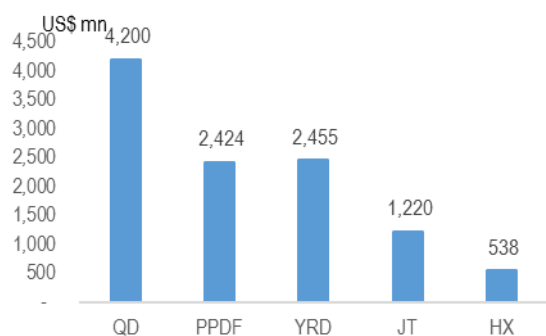
随着越来越多的网贷平台上市，我们利用公开市场信息对于已上市的网贷平台进行了深入的分析。我们将比较它们的估值、商业模式、盈利能力以及各自的优势、劣势。我们的分析对象包括趣店（QD）、拍拍贷（PPDF）、宜人贷（YRD）、融 360（JT）以及和信贷（HX）。趣店是一家典型的拥有现金贷及分期贷款产品的网贷平台。拍拍贷是一家专注于现金贷的 P2P 头部平台。宜人贷是一家专注于长期个人贷款的头部 P2P 平台。融 360 是一家利用现金贷作为获客渠道的提供各类贷款产品的平台。和信贷是一家专注于提供长期住房贷款的小型 P2P 平台。

虽然网贷平台已将它们的部分业务转移到线上并引入一些非传统的数据来分析它们的业务，网贷平台的竞争力仍然是由 1) 获客渠道；2) 风险管理；3) 风险定价；4) 资金来源来决定的。

### 估值水平比较

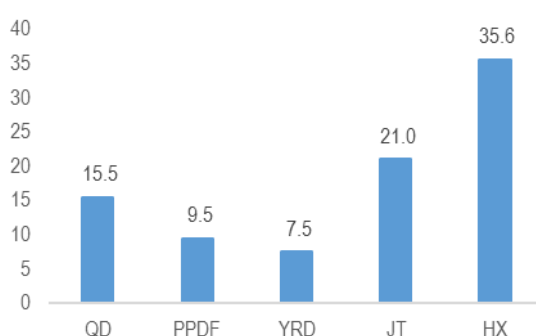
因为网贷行业的大部分公司是在 2017 年上市，所以网贷行业对于投资者来说较为陌生。尽管投资者的热情在上市之初较为高涨，但随着 2017 年 11 月以来的监管审查，这些公司的股价于 2017 年下半年经历了大幅波动。我们比较了上述 5 家公司的市值/净利润，市值/活跃借款人数量以及市值/贷款放款量。尽管长期贷款平台通过单一借款人获得的利润对比现金贷平台高（我们之后会深入分析），我们认为现金贷平台拥有将贷款期限长期化的潜力。因此，我们认为市值/活跃借款人数量是一个重要的估值指标。

图 23：市值（2017 年 12 月 15 日数据）



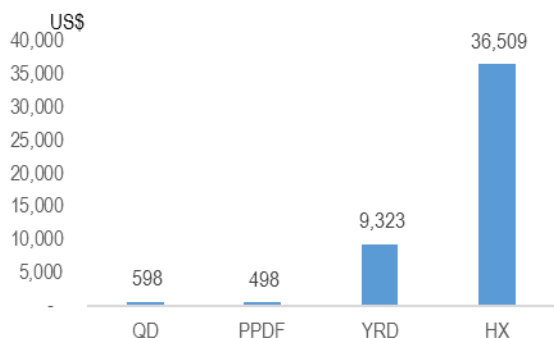
资料来源：彭博、公司数据

图 24：市值/2017 年上半年净收入（2017 年 12 月 15 日数据）



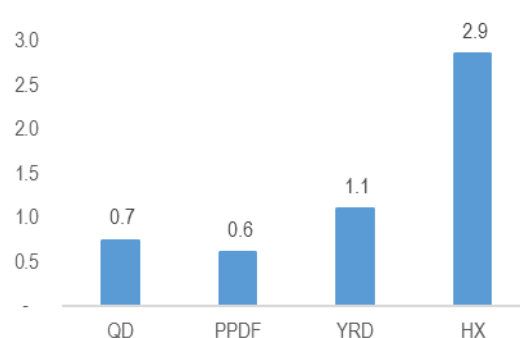
资料来源：彭博、公司数据

图 25：市值/活跃借款人人数（2017 年 12 月 15 日数据）



资料来源：彭博、公司数据

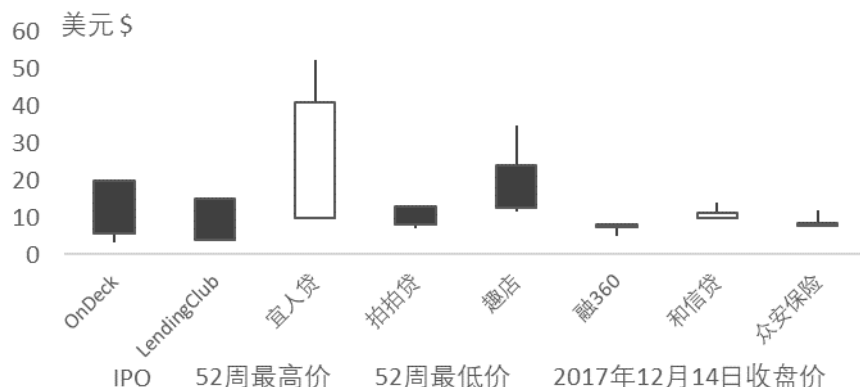
图 26：市值/2017 年上半年贷款放款量（2017 年 12 月 15 日数据）



资料来源：彭博、公司数据



图 27：科技金融上市公司 2017 年初至今或 IPO 后表现-美国与中国对比



资料来源：彭博

### 盈利模式

现金贷平台盈利模式与其他网络借贷公司截然不同。我们可以通过图 28 中趣店、拍拍贷与宜人贷、和信贷的对比看到差异

- 1) 如果关注净收入/贷款放款量这一指标，长期贷款（宜人贷、和信贷）比现金贷（趣店、拍拍贷）显得更为有利可图。然而，这是由其较长贷款期限（大于 1 年）而带来的。现金贷可以通过高周转来实现薄利多销。
- 2) 现金贷由于其较短期限而导致单笔贷款利润较低。然而，由于几天的小额利息费用可能转化为极高的年利率，因而现金贷的年化贷款利率极高。
- 3) 线上获客使现金贷的获客成本以及运营成本较低。
- 4) 由于线下获客成本较高，现金贷的借贷人主要来自线上。然而，线上获客使得借贷人的个人信息难以核实，导致较低的审批通过率。因此，对于一个拥有适当的风险管理措施的现金贷平台而言，其现金贷的审批通过率应当低于长期贷款的审批通过率。
- 5) 高频重复借贷摊薄现金贷的单笔获客成本。
- 6) 我们无法通过利润表分析哪类盈利模式的坏账水平较高。我们将会通过另一个角度分析这个问题。

图 28：每笔贷款盈利能力比较

1H2017	净收入/贷款放款量	获客成本/贷款放款量	其他运营成本/贷款放款量	税前利润/贷款放款量	净收益/贷款放款量
QD	4.8%	-0.4%	-1.4%	3.0%	2.5%
PPDF	6.4%	-1.2%	-2.2%	4.6%	3.9%
YRD	14.6%	-7.2%	-2.3%	5.4%	4.1%
HX	8.0%	-1.4%	-1.1%	5.5%	4.7%

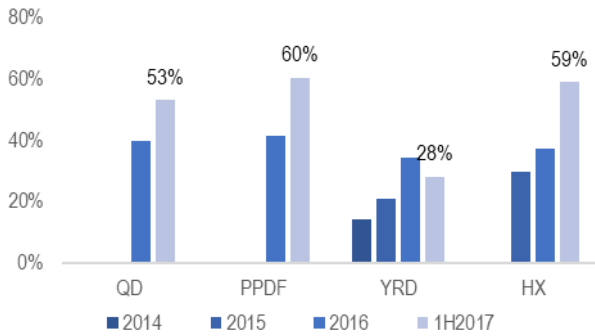
资料来源：公司数据

### 盈利能力及运营效率

#### 拍拍贷、和信贷及趣店利润率较高

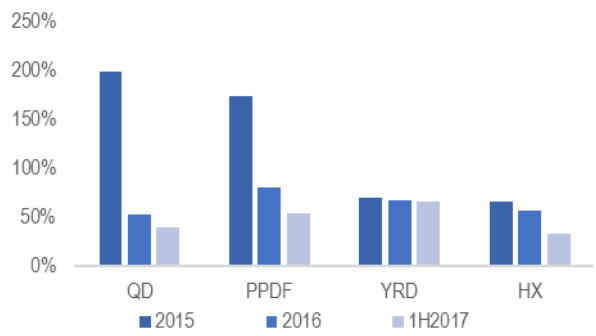
拍拍贷以及趣店受益于现金贷的发展降低了平均营运成本而利润率高企，这也可以通过收入成本比体现。和信贷的高利润率得益于运营重心转向能够收取较高服务费的纯信用贷款。

图 29: 净利润率



资料来源: 公司数据

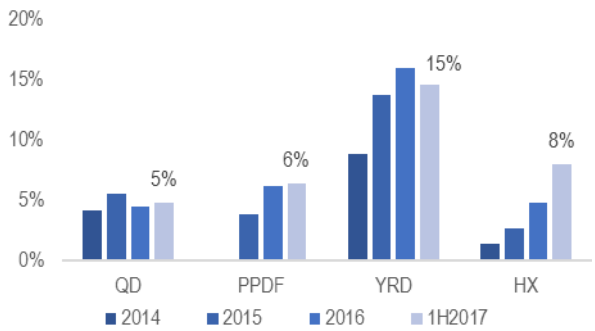
图 30: 成本收入比



资料来源: 公司数据

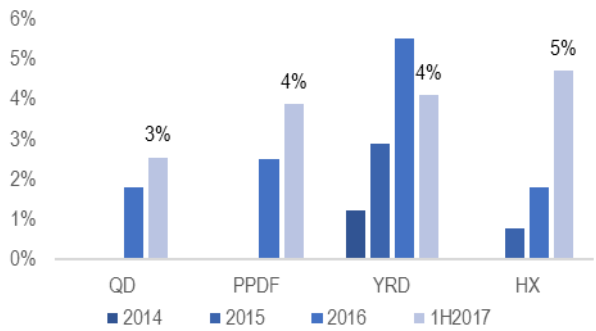
由于长期贷款通常在较长的贷款期限中收取利息, 以及像宜人贷一样收取前端费用导致收入增加, 提供现金贷以及提供长期贷款的平台净收入/贷款发生量并不一定可比。由于前端收费被禁, 宜人贷及和信贷未来的短期利润可能受到影响。

图 31: 净收入/贷款发生量



资料来源: 公司数据

图 32: 净收益/贷款发生量

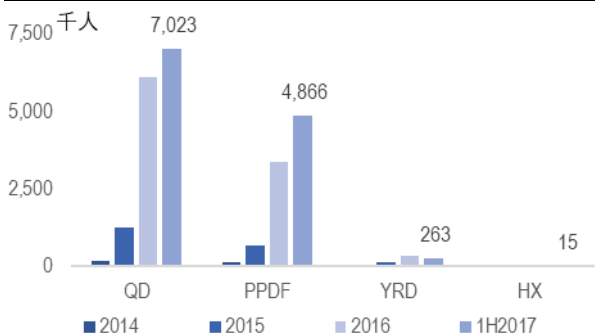


资料来源: 公司数据

趣店、拍拍贷提供小额贷款而宜人贷、和信贷专注于大额贷款

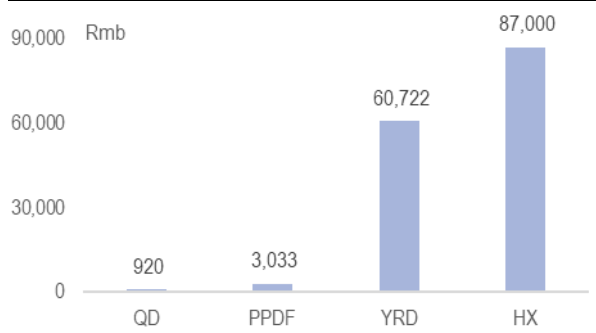
这一特征由宜人贷以及和信贷较少的借贷人数量体现。根据网贷之家的数据, 宜人贷及和信贷 2017 年第三季度的平均贷款金额为 60,722 元人民币及 87,000 元人民币, 而趣店及拍拍贷的平均贷款金额为 920 元人民币及 3,033 元人民币。

图 33: 活跃借款人数量 (千人)



资料来源: 公司数据

图 34: 平均贷款金额 3Q17

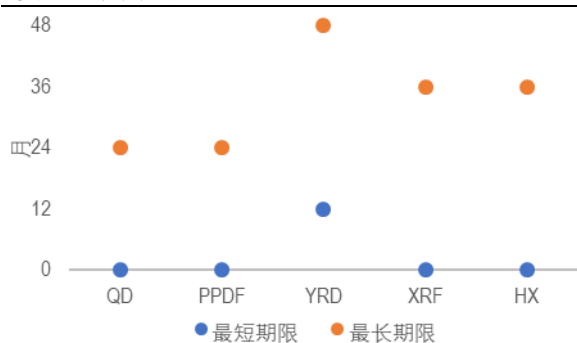


资料来源: 公司数据、网贷之家

### 贷款期限

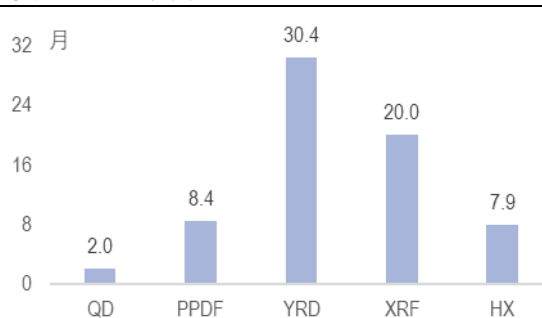
网贷平台通过推出不同贷款期限的产品来满足客户不同的财务需要。趣店、拍拍贷主要提供短期借款，贷款期限通常为1至4周，最长达1年。宜人贷主要提供由1年至4年的较长期限贷款。趣店及拍拍贷主要产品的贷款期限分别为2个月及8.4个月。

图 35：贷款期限



资料来源：公司数据

图 36：平均贷款期限



资料来源：公司数据、网贷之家 2017年10月31日数据

### 贷款年化利率上限应当包括利息、贷款服务费以及支付渠道费用

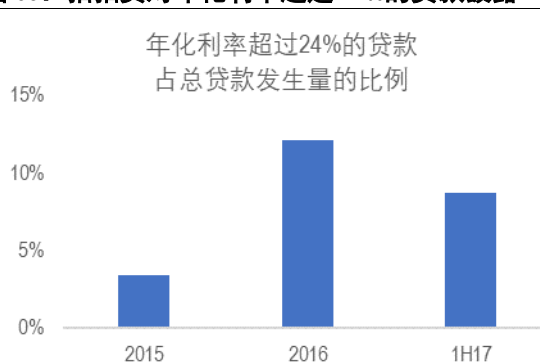
尽管绝大多数现金贷平台声称它们符合现金贷 36%的最高年化利率以及 P2P 贷款 24%最高年化利率的规定，我们还是怀疑它们对于年化利率的计算方法并没有包括贷款服务费。请参考下图我们对于样本现金贷产品年化利率的计算。

图 37：样本现金贷产品的年化利率

样本产品	年化利率	包括在年化利率里的服务费	逾期额外费用
A	36%	贷款服务费	0.5%/天逾期本金和利息
B	108%	信息核实费、贷款撮合费	0.6%/天 逾期本金
C	55%	贷前和按月收取的贷款服务费	0.2%/天逾期本金和利息
D	59%	贷款服务费，支付渠道费	Rmb 1元/天每 500元逾期

资料来源：公司数据

图 38：拍拍贷对年化利率超过 24%的贷款披露

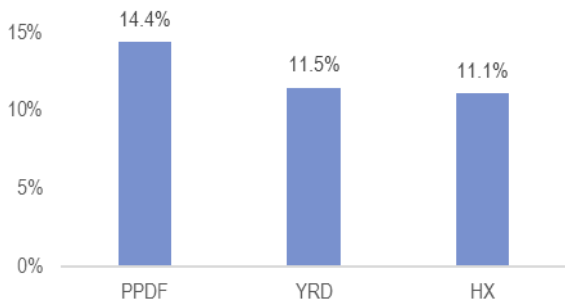


资料来源：公司数据

### 不同 P2P 平台的投资收益有所差异

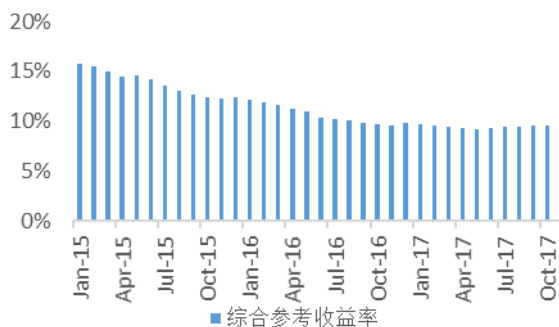
拍拍贷向个人投资者提供平均年化 14.5% 的平均年化投资收益率，比行业平均约高出 3%。由于个人投资者的资金很难满足当前快速增长的借贷需求，所有的网贷平台都在积极地将贷款资金来源扩展到包括银行和其他传统金融机构在内的机构投资者中。相对 P2P 资金较低的机构资金成本也助长了这一趋势。

图 39：平均预期投资回报率



资料来源：网贷之家 2017 年 10 月数据

图 40：P2P 网贷行业平均收益率

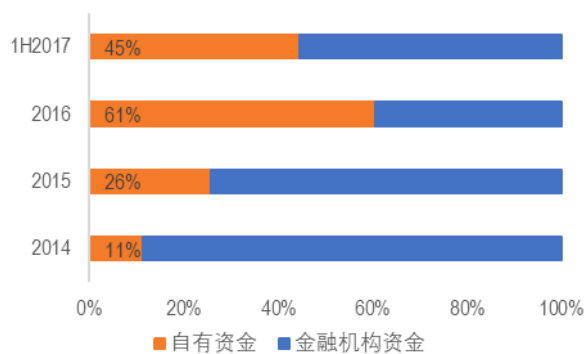


资料来源：网贷之家

### 资金来源

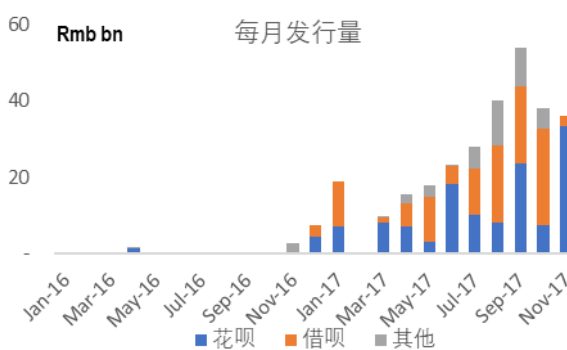
我们认为对于现金贷平台而言，56 号文将大幅限制机构资金及现金贷为基础资产的 ABS 发行规模。大多数的现金贷平台的运营模式像趣店一样：它们使用机构资金和依靠发行 ABS 产品转让资产。为了降低资金成本，现金贷平台会对转让出的资产提供担保。趣店超过 50% 的资金来自于金融机构，包括银行、保险公司、信托公司以及消费金融公司在内的传统金融机构。趣店因较高的资金成本在 2017 年 4 月不再对接 P2P 资金。

图 41：趣店贷款资金来源构成



资料来源：公司数据

图 42：阿里巴巴消费贷产品称霸消费贷 ABS 市场



资料来源：Wind; 附注：花呗是阿里巴巴的分期消费贷产品，借呗是阿里巴巴的现金贷产品。

### 获客渠道

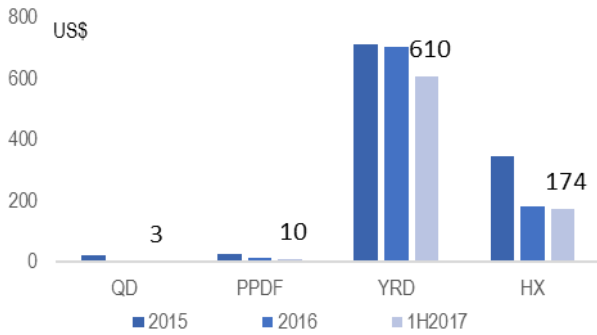
#### 绝大多数平台倾向于线上获客

绝大多数平台积极地利用线上和线下营销模式来取得客户。4 家平台中的 3 家将其成长归功于线上获客的增加。趣店更进一步只通过线上渠道获取客户。宜人贷曾经依赖其母公司——宜信的线下销售网络获取客户。但宜人贷也在大幅调整策略，将重心更多的放在线上获客。通过宜人贷的获客成本/贷款发生量的数据可以看出，线下获客成本较线上获客成本高。

由于竞争日趋激烈，新增借款人的获客成本总体来讲大幅上升。然而，由于头部网贷平台注重于重复借款人，平均获客成本会大幅下降。有趣的是，融 360 的每笔转介收入逐渐下

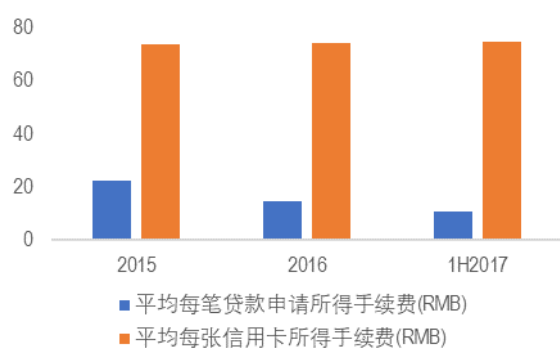
降，我们认为这是因为融 360 于 2017 年大幅拓展资质较差现金贷公司。融 360 的每笔贷款申请成本大幅低于其他网贷平台的每个活跃借款人的获客成本，可能是由于融 360 的贷款审批通过率较低所致。

图 43：新增单个借款人获客成本



资料来源：公司数据；附注：获客成本主要为销售及市场推广费

图 44：融 360 撮合每笔业务收入



资料来源：公司数据

图 45：获客渠道

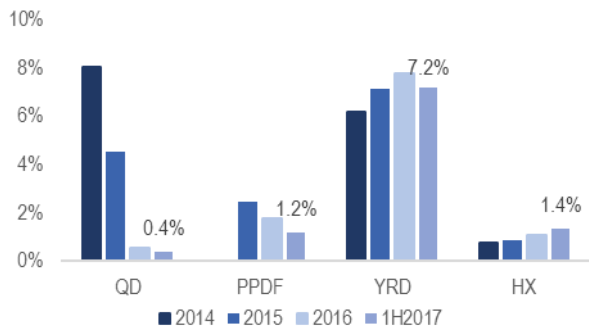
	线上	线下
YRD	逐渐偏向线上，2017Q2 从线上获得 70.9%的借款人	过去主要依靠宜信线下销售网络
QD	支付宝	-
HX	网站、社交媒体、搜索引擎	超过 90%由和信集团引荐
PPDF	主要为线上，如苹果程序商店、网站和搜索引擎	电器商家

资料来源：公司数据

趣店以极低成本享有支付宝引流

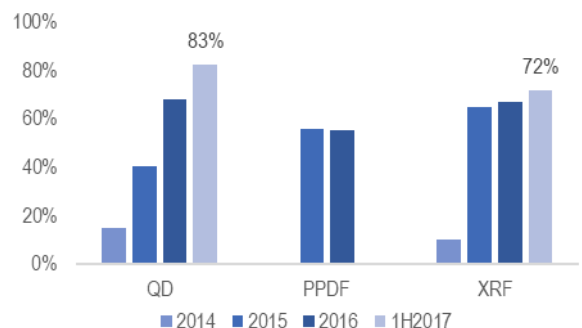
依靠蚂蚁金服引流，趣店贷款放款量骤升，获客成本极低。此外，趣店的重复借款率也很高。2015 年底，趣店开始通过蚂蚁金服旗下的支付宝获取客户。这项引流服务几乎免费，因此趣店的销售及营销成本仅占 2017 上半年贷款额的 0.4%（图 46），使得趣店能够保持极低的获客成本。

图 46：获客成本/贷款放款量



资料来源：公司数据

图 47：重复借款人比例（\*拍拍贷为重复借款率）



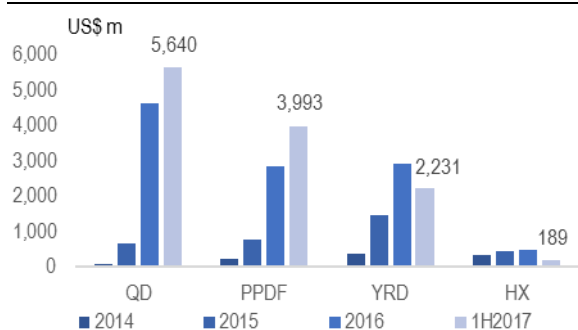
资料来源：公司数据

## 阿里巴巴引流助力趣店快速扩张

趣店与拍拍贷同属行业领头羊。过去三年里，趣店在同业竞争中增长最快，贷款放款量从2014年的9,400万美元增长至2017年上半年的56亿美元，并于2017年上半年创下700多万活跃借款人的历史新高。我们认为趣店平台快速扩张的主要原因是：1) 阿里巴巴低成本客户引流和芝麻信用筛客；2) 依靠阿里巴巴集团信用获得低成本的机构资金迅速扩张资产。

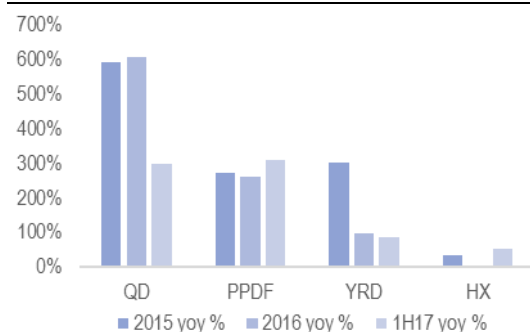
于此相反，和信贷在2016年增速相对较慢，直到2017年才有所回升。自2016年以来，宜人贷的贷款增长显著放缓，但2017年上半年仍保持超过80%的较快增长。两家平台明显受到了个人贷款规模在单一平台不超过20万元上限的监管新规影响。

图 48：贷款放款量(USD mn)



资料来源：公司数据

图 49：贷款放款量增长趋缓



资料来源：公司数据

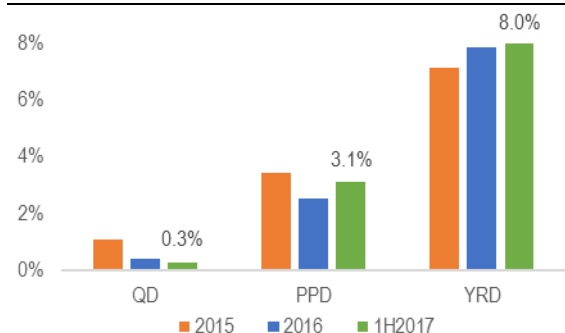
## 资产质量

### 风险准备金成本转嫁给借款人或投资者——宜人贷风险准备金最为充足

风险准备金由平台自身资金、借款人或投资者支付。2016年8月，银监会下发《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》禁止P2P平台为投资者担保贷款本息。因此，大多数公司更新风险准备金政策，改为向借款人或投资者收取费用，并将风险准备金移出资产负债表。但是，56号文明确禁止了这种做法。预计未来风险准备金在P2P行业里可能会彻底消失。

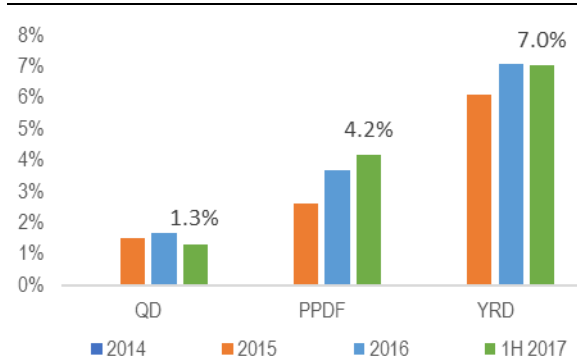
2017年上半年，趣店为新增贷款方面仅计提30个基点的拨备，相比之下，拍拍贷计提310个基点，宜人贷为800个基点。根据未偿贷款的风险准备金百分比来衡量，宜人贷公司的累计风险准备金最多。即使与商业银行平均2.0-2.5%准备金比例相比，趣店的风险准备金率依然很低。

图 50：新计提风险准备金/贷款放款量



资料来源：公司数据

图 51：风险准备金余额/未偿贷款

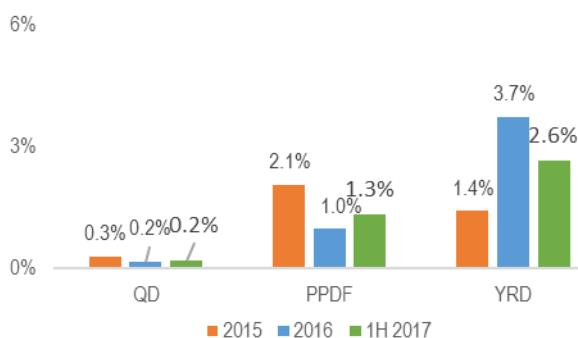


资料来源：公司数据

**风险准备金的存在会掩盖真实的资产质量——现金贷坏账冲销量在 17 年上半年有上升趋势**

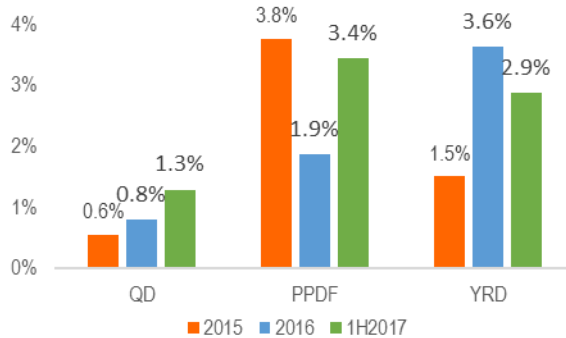
利用自有资金直接参与信贷发放的借贷平台和典型的金融机构一样冲销坏账。但对于 P2P 平台来说，风险准备金的变动即在发生贷款损失时对投资者赔付支出的款项，更能够反映资产质量。图 52 中显示，2017 上半年趣店与拍拍贷在风险准备金赔付支出或坏账冲销方面略有增加。图 53 中，以未偿贷款比例计算，趣店与拍拍贷的风险准备金赔付支出或坏账冲销呈显著增加的趋势。随着监管政策的收紧，风险准备金赔付支出或坏账冲销可能将继续增加，因此值得持续关注。

**图 52：风险准备金赔付支出或坏账冲销/贷款放款量**



资料来源：公司数据

**图 53：风险准备金赔付支出或坏账冲销/未偿贷款**



资料来源：公司数据

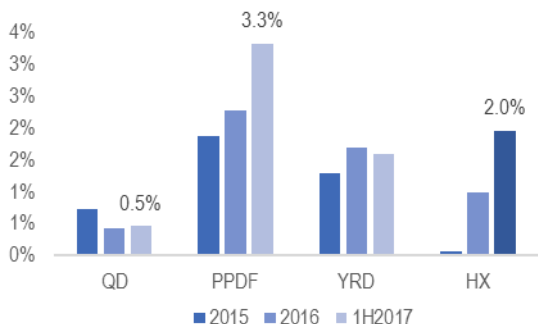
与传统金融机构报告其坏账的方式不同，互联网借贷平台倾向于从借款人或投资人收取表外风险准备金。我们通过分析逾期率（少于 180 天的逾期）、坏账冲销率（逾期大于 180 天或 90 天被冲销）以及风险准备金的变动试图一瞥资产质量。

**趣店报告的逾期率最低**

逾期率等于逾期贷款除以冲销前的未偿贷款。趣店据报逾期率能达到同业最低，是因为在很大程度上其依赖于蚂蚁金服旗下芝麻信用的风险定价能力。芝麻信用依靠阿里巴巴和支付宝庞大交易数据平台的支持，这些数据可能是除了中国人民银行个人征信部门以外最可靠的信用平台。但由于趣店也转让资产但没有披露转让价格，我们无法明确趣店转让给第三方的贷款是否掩盖了真实的坏账水平。

另外，快速增长的未偿贷款可能掩盖住一部分的逾期率，因为分母的增长速度比分子快得多。

**图 54：除趣店外大多数平台逾期率上升，快速增长的业务量可能掩盖真实的逾期水平**



资料来源：公司数据；附注：趣店的数据只反映了资产负债表表内的业务，逾期贷款在满足平台冲销条件后会被冲销。

**图 55：不同平台对逾期贷款的各自定义**

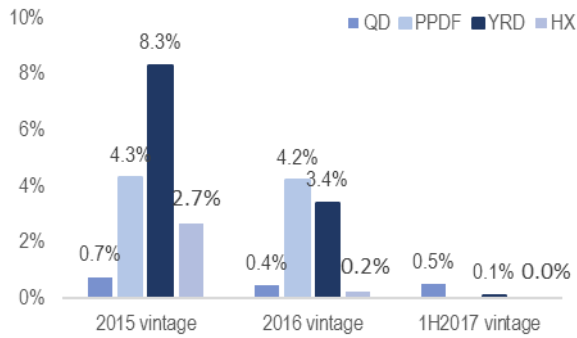
公司	定义
QD	逾期 1 -180 天
PPDF	逾期 15 -179 天
YRD	逾期 15-89 天
HX	逾期 15 - 180 天

资料来源：公司数据

**宜人贷 2015 年发放的贷款坏账冲销率累计达到 8.3%**

如图 57 所示，每家公司对逾期或者坏账冲销率的定义有略微出入，如图 57 所示——其中一些公司把逾期 3 个月的贷款计算到逾期率中，而有的公司则把逾期 6 个月的贷款加到逾期率中。宜人贷较高的冲销率部分是因为其冲销逾期 3 个月贷款的严格冲销政策。

**图 56：2015/16/17 发放的贷款截止 2017 年 6 月 累计坏账冲销率**



资料来源：公司数据

**图 57：不同公司的坏账冲销政策**

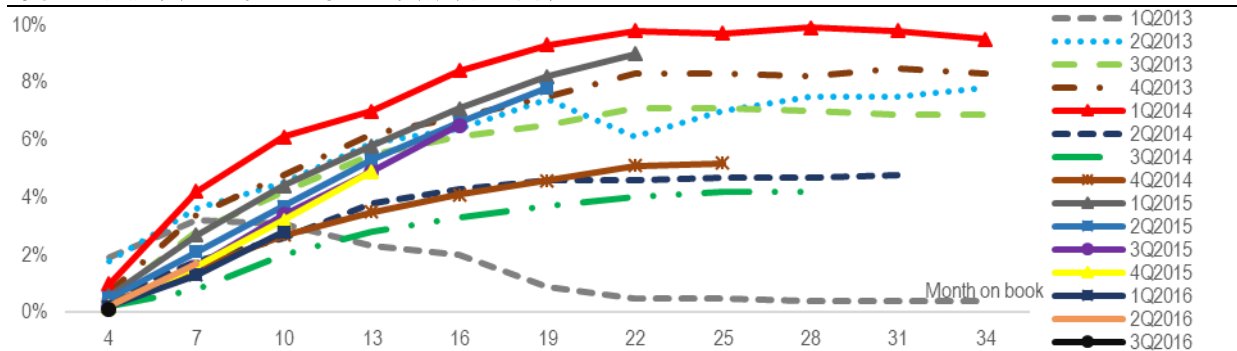
公司	逾期时间	冲销比例
YRD	超过 3 个月	逾期本金 - (已回收本金 + 利息)
HX	超过 3 个月	逾期本金 + 剩余利息
PPDF	超过 6 个月	逾期本金 - 已回收本金
QD	超过 6 个月	逾期本金 + 剩余利息

资料来源：公司数据

**贷款质量随着经验积累不断改善 —— 放款曲线渐平缓**

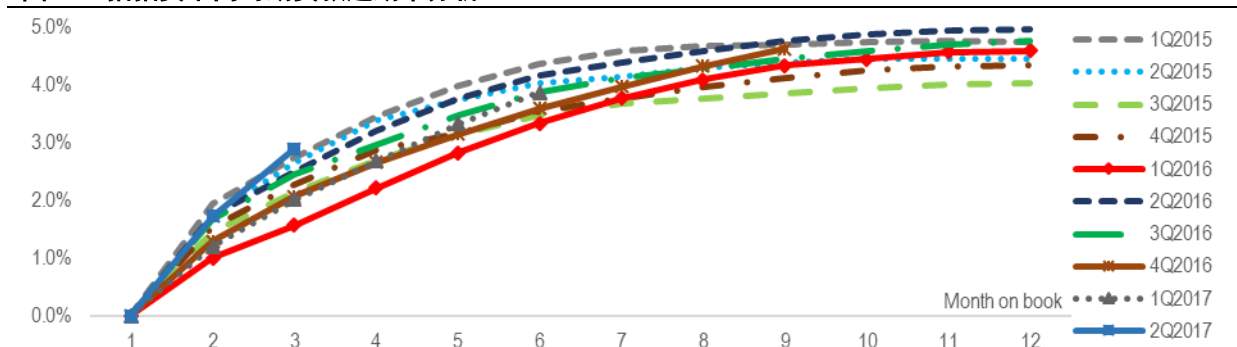
各家公司数据显示最新促成的贷款较早期通常将保持较好的信贷质量。原因是公司通过经营积累了大量的第一手数据，从而提高了风险管理能力。各平台通过优化自身信用评估体系跟随现金贷行业从雏形逐渐走向成熟。

**图 58：宜人贷 M3+ 净冲销率 —— 贷款质量好转**



资料来源：公司年报

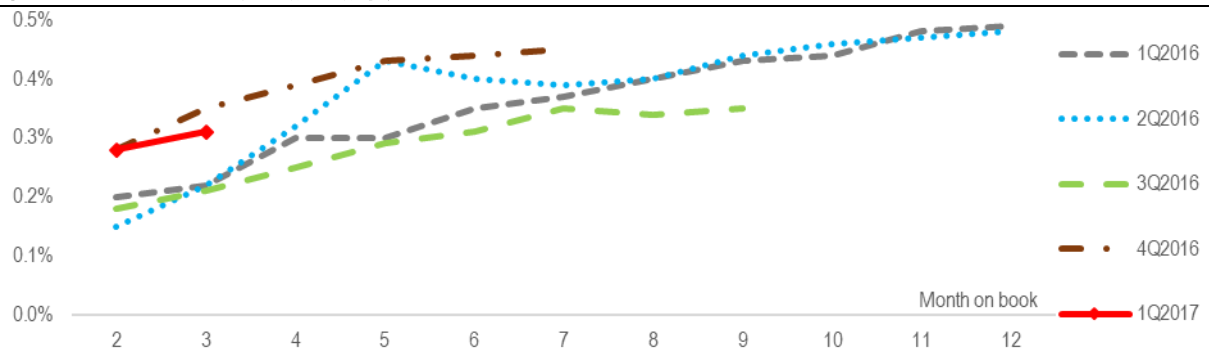
**图 59：拍拍贷不同时期贷款逾期率分析**



资料来源：公司数据；附注：不同时期逾期率等于(i)在一期发放的贷款中的逾期贷款本金，减去(ii)同一期发放的贷款中已回收的逾期贷款本金，除以(iii)此期贷款放款量。逾期率已计算冲销贷款。



图 60：趣店 M1+不同时期逾期率分析



资料来源：公司数据；附注：M1+不同时期逾期率为某一特定时点逾期超过 30 天的分期贷款逾期本金（已反映已回收贷款本金且未计算冲销贷款），除此期贷款放款量。

---

## 重要声明

---

### 分析师声明

我们，李蕾和梁俊麟在此证明，（i）本研究报告中表述的任何观点均精确地反映了我们对有关市场、公司及其证券的个人看法；（ii）我们所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接与我们在本研究报告中所表达的具体建议或观点相联系，也不与尚乘资产管理有限公司的交易相联系。

---

### 尚乘资产管理有限公司

地址：香港中环干诺道中41号盈置大厦23楼及25楼

电话：(852) 3163-3288 传真：(852) 3163-3289

---

## 一般性声明

---

研究报告由尚乘资产管理有限公司（“尚乘”）编制，并分发给指定客户。

**本研究报告仅提供一般信息，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请。**本报告期内提到的证券可能在某些地区不能出售。本报告（i）不提供构成个人意见或建议，包括但不限于会计、法律或税务咨询或投资建议；或（ii）不考虑特定客户的特定需求，投资目标和财务状况。尚乘不作为顾问，也不会对任何财务或其他后果承担任何受托责任或义务。本研究报告不应被视为替代客户行使的判断。客户应考虑本研究报告中的任何信息，意见或建议是否适合其特定情况，并酌情寻求法律或专业意见。

本研究报告所载资料的来源被认为是可靠的，但尚乘不保证其完整性或准确性，除非有尚乘和/或其附属公司的任何披露。对于本研究报告提及的任何证券，其价值、价格及其回报可能波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。未来的收益不能保证，本金可能会损失。

研究报告所载的资料，估计，观点，预测和其他信息均反映发布报告当日的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改。尚乘及其附属公司或其任何董事或雇员（“尚乘集团”）并不明示或暗示地表示或保证研究报告中包含的信息正确、准确或完整。尚乘集团对使用或依据研究报告及内容不承担任何责任或义务。

本研究报告可能包含来自第三方的信息，例如信用评级机构的信用评级。除第三方事先书面同意，禁止以任何方式复制和再分发任何形式的第三方内容。第三方内容提供者不保证任何信息的及时性、完整性、准确性或可用性。第三方不对任何错误、遗漏或使用这些内容所获得的结果负责。第三方内容提供商不提供任何直接或间接的保证，包括但不限于任何用于特定用途适用性或适销性的保证。第三方内容提供商不对使用其内容造成的任何直接、间接、偶然、示范、补偿、惩罚、特殊或间接的损害、费用、开支、法律费用或损失（包括收入或利润损失和机会成本）负责。信用评级是意见声明，不是购买、持有或出售证券的行为或建议声明。第三方并没有强调所涉及的证券适用于投资目的，也不应该作为投资建议。

在有关的适用法律和/或法规允许的范围内：（i）尚乘和/或其董事和雇员，可以作为被代理人或代理人，对本报告所涉及的证券或其他相关金融工具，进行买卖、建仓或平仓（ii）尚乘可以参与或投资研究报告中提及的证券发行人融资交易，或提供其他服务或承销；（iii）尚乘可以对在研究报告中提到的发行人提供做市；（iv）尚乘可能曾担任本报告提及证券公开发行的经办人或联合经办人，或者可能会在本报告中提及证券的发售过程中提供暂时做市，或可能在过去12个月内提供其他投资银行服务。

尚乘通过其合规政策和程序（如信息隔离墙和员工交易监控）来控制信息流和管理利益冲突。

**本研究报告对收件人而言属高度机密。未经尚乘资产管理有限公司事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转载或以任何形式转载给任何人。**