

## 新三板互联网金融怎么玩？——小而美才是王道

——民生新三板·互联网金融系列之一

2015年11月23日

## 报告摘要:

## ● 颠覆与潜力，互联网金融方兴未艾

互联网金融借助互联网技术和互联网精神，以公开、透明的平台优势，实现了用户体验革命、成本下降和渠道扩展，“连接”了金融压抑一端的个人资产和小微企业融资需求，对传统金融业务模式和机构形成颠覆和挑战。随着各项监管细则和鼓励措施的出台，互联网金融企业有望在规范化的道路上继续快速发展。

## ● 新三板互联网金融企业面临尴尬和挑战

目前新三板共有17家公司涉及互联网金融概念，分属网络借贷平台、网络支付、网络第三方代销、网络征信等多个细分子行业领域中。虽然互联网金融产业潜力巨大，但新三板互联网金融公司仍然面临子行业竞争激烈、公司体量较小、市场份额和知名度不高、监管限制等多种尴尬。

## ● 投资逻辑：短期P2P亮点较多，关注业务模式和投融两端

我们认为短期网络借贷平台相关公司可能存在机会，重点从以下主线把握相关公司“弯道超车”机会：1)业务模式上，风控是核心，复合平台有望继续保持主流，风险准备金加抵押模式或将成为未来最具潜力模式；2)资产端项目资源为王，垂直领域和供应链金融或是未来中小平台潜力所在；3)用户端关注品牌和流量引入。

## ● 建议跟踪关注：

- (1) 嘉网股份：旗下安心贷深耕房地产抵押类借贷垂直领域。
- (2) 盛世大联：车险O2O销售模式。
- (3) 九恒星：企业资金管理软件龙头，收购支付牌照打造互联网金融平台。
- (4) 卡联科技：特有的B2B2C商业模式，通过“易淘客”实现O2O社区平台服务。

## ● 风险提示：

- 1、网贷行业相关监管细则尚未落地，如果较为严格的细则出台，可能对复合类平台发展形成政策风险。
- 2、宏观经济下行增大借款企业违约概率。
- 3、房地产等行业未来发展可能不确定，对专注该细分领域的平台可能造成影响

民生证券研究院新三板研究中心：

张媛

执业证号：S0100514030002

电话：010-85127658

邮箱：zhangyuan@mszq.com

伍艳艳

执业证号：S0100513070007

电话：010-85127661

邮箱：wuyanyan@mszq.com

田铭

执业证号：S0100112080002

电话：010-85127519

邮箱：[tianming@mszq.com](mailto:tianming@mszq.com)

乔誌东

执业证号：S0100115110007

电话：010-85127506

邮箱：[qiaozhidong@mszq.com](mailto:qiaozhidong@mszq.com)

感谢北京师范大学李浩博士对本文的贡献。

地址：北京市东城区建国门内大街28号  
民生金融中心A座18层100005

## 相关研究

## 目录

<b>一、颠覆与潜力：互联网金融方兴未艾</b>	<b>4</b>
1.1 “金融压抑”仍普遍存在，而小微企业融资难一直悬而未解	4
1.2 互联网金融监管进一步规范，各地政府出台文件积极鼓励金融创新	4
1.3 多数模式处于起步期，发展空间广阔	5
<b>二、新三板互联网金融图谱</b>	<b>7</b>
2.1 网络融资平台：曲线上市，各有特点	7
2.2 网络支付：巨无霸垄断市场，新三板深耕细分领域	9
2.3 网络第三方征信：仅有 1 家概念股，但未开展互联网征信业务	11
2.4 网络第三方代销：保险基金代销平台	12
2.5 其他：互联网金融软件服务商	13
<b>三、新三板互联网金融企业的尴尬和挑战</b>	<b>15</b>
3.1 网络借贷平台——竞争激烈，P2P 进入 2.0 时代	15
3.2 网络支付——夹缝生存，突围艰难	17
3.3 网络第三方代销——品牌服务和基础引流成小平台难题	18
<b>四、新三板互联网金融企业路在何方：小而美才是王道</b>	<b>20</b>
4.1 未来互联网金融的四大看点	20
4.2 现有新三板互联网金融公司何处掘金：短期 P2P 亮点相对较多	20
4.3 基于业务模式深挖新三板 P2P 潜力的思考	22
4.4 新三板重点关注公司	24
<b>五、风险提示</b>	<b>25</b>
<b>插图目录</b>	<b>26</b>
<b>表格目录</b>	<b>26</b>

国内互联网金融方兴未艾，近日资本市场运作再下一城。继小牛在线 9 月初表示拟 H 股上市后，11 月 17 日宜信公司旗下 P2P 平台宜人贷业务，在美国正式递交首次公开招股 (IPO) 文件，预计最快将于今年 12 月登陆美国纽交所，成为 P2P 网贷独立上市第一单而引起关注。

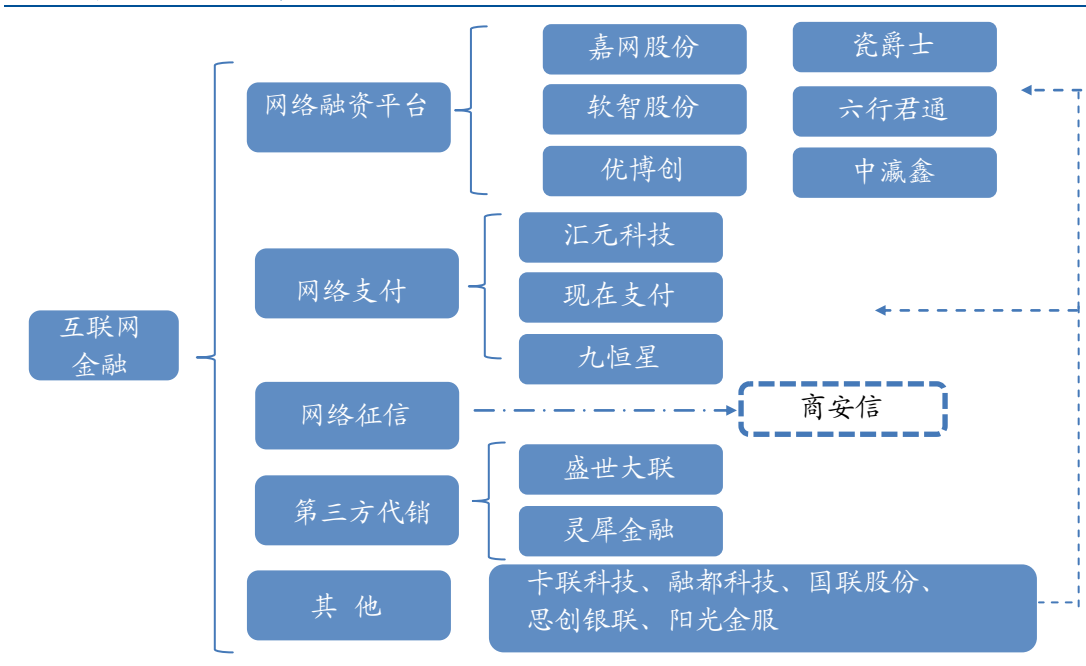
目前新三板共有 17 家公司涉及互联网金融概念，分属网络借贷平台、网络支付、网络第三方代销、网络征信等多个细分子行业领域中。虽然互联网金融产业潜力巨大，但新三板互联网金融公司仍然面临子行业竞争激烈、公司体量较小、市场份额和知名度不高、监管限制等多种尴尬。

基于新三板现有企业格局，短期内 P2P 网贷亮点较多，重点关注相关公司“弯道超车”机会：1) 业务模式上，风控是核心，复合平台有望继续保持主流，风险准备金加抵押模式或将成为未来最具潜力模式；2) 资产端项目资源为王，垂直领域和供应链金融或是未来中小平台潜力所在；3) 用户端关注品牌和流量引入。

目前新三板互联网金融企业基本挂牌在一年内，尚未公布涉足互联网金融后的有关财务数据，因此暂不重点推荐，建议现阶段跟踪关注以下公司：

- (1) 嘉网股份：旗下安心贷深耕房地产抵押类借贷垂直领域。
- (2) 盛世大联：车险 O2O 销售模式。
- (3) 九恒星：企业资金管理软件龙头，收购支付牌照打造互联网金融平台。
- (4) 卡联科技：特有的 B2B2C 商业模式，通过“易淘客”实现 O2O 社区平台服务。

图 0: 新三板互联网金融产业链图谱



数据来源：民生证券研究院

## 一、颠覆与潜力：互联网金融方兴未艾

互联网金融最主要的价值所在就是借助互联网技术和互联网精神，实现市场信息不对称程度和交易成本的降低，而这正是对传统金融业务模式和机构的颠覆和挑战。

### 1.1 “金融压抑”仍普遍存在，而小微企业融资难一直悬而未解

以 P2P、电商供应链融资为代表的互联网金融以其公开、透明的平台优势，实现了用户体验革命、成本下降和渠道扩展，更为重要的是，能够“连接”金融压抑一端的个人资产和小微企业融资需求。

截止 2014 年底，我国居民储蓄存款余额已突破 43 万亿，据统计，目前我国个人手中可投资的资产总值已近 77 万亿元，个人资产在 1000 万元以上的人群持有可投资资产高达 20 万亿元。随着 20 多年来中国互联网的发展和普及，2014 国内网民/手机网民数量已分别达 6.32 亿/5.27 亿人，加之互联网较高的客户粘性，为互联网金融提供了巨大的潜在客户资源。与此同时，国内目前有 5600 万小微企业和个体工商户，其中真正能够从银行获得贷款的只有 11.9%。

互联网金融以其互联网开放、共享、去中心化、平等、透明等一系列精神，有助于打破传统金融专业资质准入高门槛，真正实现普惠金融，即有效、全方位地为社会所有阶层和群体提供服务。这实质上进一步优化了金融本身所蕴含的资源配置效用。据测算，国内互联网金融潜在投资用户规模近 3.6 亿，而通过互联网融资的小微企业预计超过 3000 万，整个互联网金融的资产余额将达 15 万亿。

### 1.2 互联网金融监管进一步规范，各地政府出台文件积极鼓励金融创新

互联网金融受一行三会监管，政策落地将成为行业爆发的催化剂。在国家政策方面，十部委《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》的出台，第一次从中央政策的角度肯定了基于互联网的金融创新，而“十三五规划建议”中，明确指出，“规范发展互联网金融。加快金融体制改革，提高金融服务实体经济效率”，表明推动互联网金融发展已上升到国家战略层面。此外，各地方也出台了多项关于鼓励和规范互联网金融的政策。

表 1: 部分地区支持鼓励互联网金融发展政策汇总

地区	时间	政策意见
北京市	2013.8	《石景山区支持互联网金融产业发展办法》
	2013.10	《海淀区关于促进互联网金融创新发展的意见》
	2013.12	《关于支持中关村互联网金融产业发展的意见》
天津市	2014.2	《天津开发区推进互联网金融产业三年行动方案(2014-2016)》
上海市	2014.8	《关于促进本市互联网金融产业健康发展的若干意见》
深圳市	2014.3	《深圳市人民政府关于支持互联网金融创新发展的若干意见》
广州市	2014.6	《关于促进广州民间金融街互联网金融创新发展的若干意见(试行)》
	2015.1	《广州市人民政府办公厅关于推进互联网金融产业发展的实施意见》
贵阳市	2014.6	《关于支持贵阳市互联网金融产业发展的若干政策措施(试行)》

江苏省	2014.7	《关于加快互联网金融产业发展的实施办法》
	2015.1	《南京市政府关于印发南京市金融创新奖励暂行办法的通知》
	2015.7	江苏省委江苏省人民政府关于加快发展互联网经济的意见
武汉市	2015.7	《关于促进互联网金融产业创新发展的实施意见》
青岛市	2014.10	《鼓励发展新业态和商业模式若干政策措施》
成都市	2014.11	《成都高新区推进“三次创业”加快金融业发展的若干政策》
浙江省	2014.11	《杭州市关于推进互联网金融创新发展的指导意见》
	2015.2	《浙江省促进互联网持续健康发展暂行办法》
河南省	2015.2	《加快郑东新区金融集聚核心功能区建设实施方案》
福建省	2015.3	《福建省人民政府关于加快互联网经济发展十条措施》
温州市	2015.3	《关于进一步深化温州金融综合改革试验区建设的意见》
海南省	2015.6	《海南省人民政府关于加快发展互联网产业的若干意见》
南宁市	2015.6	《南宁市促进互联网金融产业健康发展若干意见》

资料来源：公开信息整理，民生证券研究院

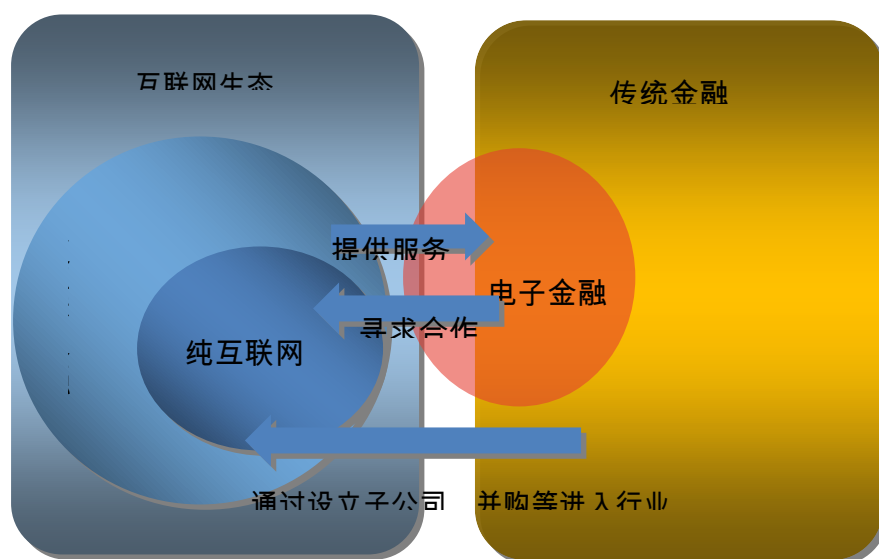
### 1.3 多数模式处于起步期，发展空间广阔

目前对于互联网金融活动的范畴划分尚存在争议，一般认为基于互联网金融活动从内涵到外延的三种不同业态认知：

- **原生业态（纯互联网金融）**：其本质特点是受益于互联网技术和精神的发展，用创新的方式满足资金供需双方的投融资需求，是最纯粹的互联网金融活动，本身是能够自循环产生内生增长动力的。代表是各类网络融资平台（如P2P、众筹等）。
- **伴生业态（泛互联网金融）**：其本质是利用互联网技术将为金融提供周边服务拓展，包括拓展市场，完善服务，技术升级，产品改造，营销推广等周边服务；它们实际充当了“卖水者”的角色，本身可以围绕传统金融机构生存，也可以基于原生互联网金融业态发展，但其个体并非内生自循环，严重依赖于用户引入。代表如网络支付，网络第三方代销等。
- **传统业务上网（伪互联网金融）**：其本质是传统金融业务的技术升级，经典金融活动的各项要件依然存在，虽然借助了互联网技术，但不含互联网精神，因此并不能完全用互联网发展模式去认知。代表如网上银行等。



图 1 互联网金融范畴分类示意图



数据来源：民生证券研究院

2014 年国内互联网金融行业规模已超 10 万亿,但包括支付、网贷平台、供应链融资、基金销售、金融机构创新、财富管理等互联网金融业务模式大部分处于起步期,未来发展空间广阔。

表 2：2014 年中国互联网金融细分领域行业状况

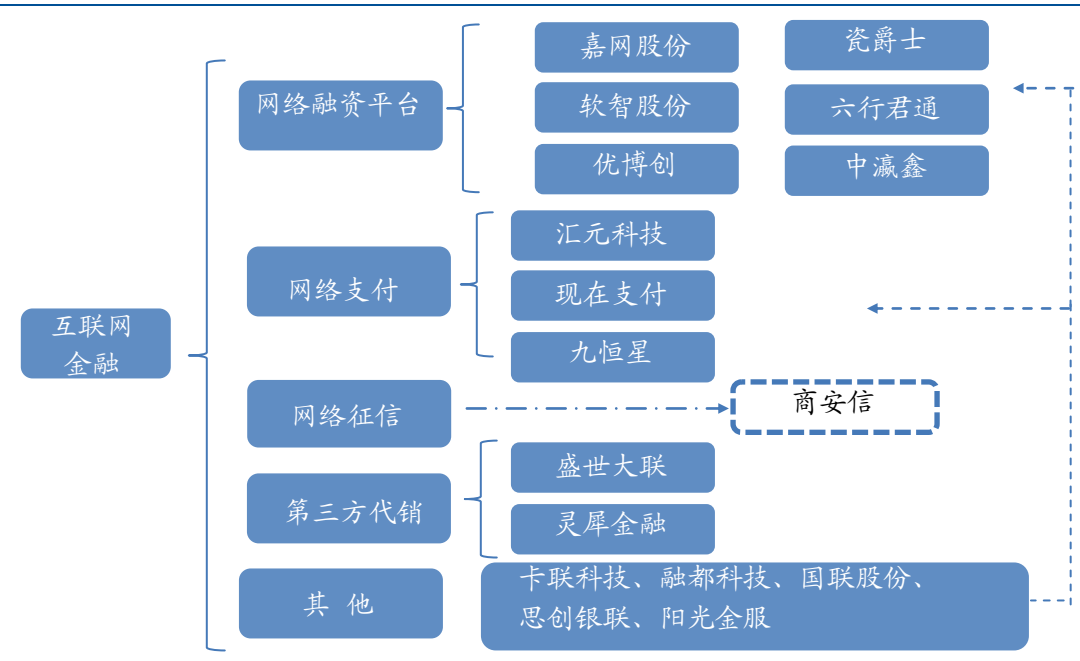
细分领域	预估市场规模	发展阶段	发展趋势
网络支付	9 万亿	成熟期	大数据云计算
网络借贷平台	6000 亿	起步期	综合理财平台, 金融资产交易平台, 垂直领域专业平台
网络基金销售	5000 亿	半成熟期	专业理财平台
网络保险销售	1000 亿	起步期	O2O
网络征信	100 亿	刚起步	大数据
传统机构创新	1000	刚起步	依托平台渠道
财富管理	100 亿	刚起步	专业化财富管理

资料来源：公开信息整理、民生证券研究院

## 二、新三板互联网金融图谱

基于对于互联网金融概念范畴的认知基础,结合我国现有互联网金融发展现实和新三板挂牌企业状况,我们将互联网金融企业划分为五类模式,即网络融资平台、网络支付结算、网络第三方征信、网络第三方代销、其他(如软硬件技术支持),按照主要业务划分涉及的新三板公司共计 17 家左右。

图 2: 新三板互联网金融产业链图谱



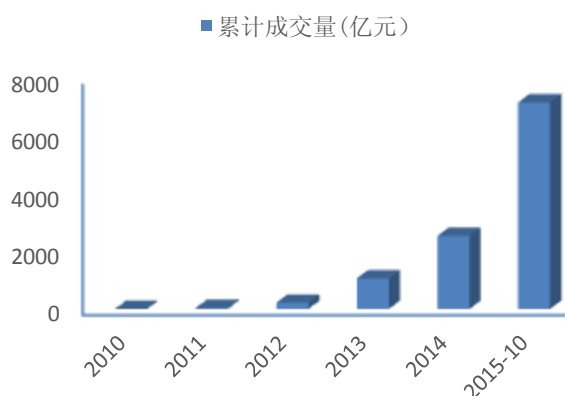
数据来源: 民生证券研究院

### 2.1 网络融资平台: 曲线上市, 各有特点

网络融资平台目前主要 P2P 和众筹两种经营模式,这也是互联网金融最纯粹的业务形态。

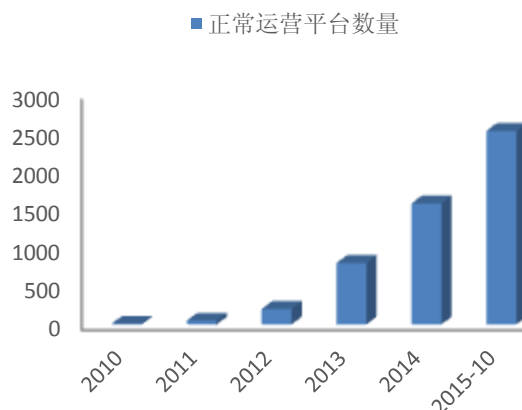
P2P (Peer to Peer)是近年来颇为流行的互联网小额借贷模式,2005 年 3 月,在英国建立的 Zopa 是世界第一家 P2P 网络借贷平台,目前美国市场主要由 Lending Club 和 Prosper 两家形成寡头垄断,占据 80%的市场份额。国内最早的 P2P 是 2007 年成立的拍拍贷,此后取得了较快速度的发展,截止 2015 年 10 月,正常运营的 P2P 平台数量超过 2000 家,贷款余额高达 3515.49 亿元。

图 3: 我国 P2P 平台累计成交量 (截至 2015 年 10 月底)



数据来源: 网贷之家、民生证券研究院

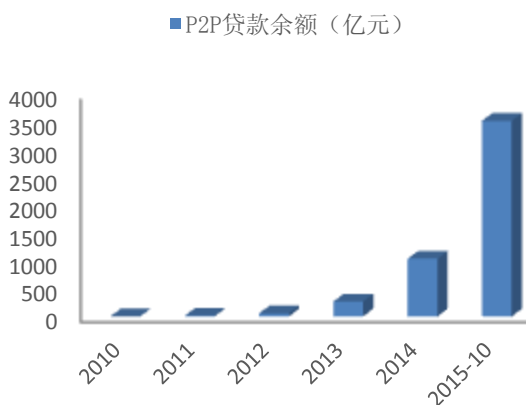
图 4: 我国 P2P 平台正常运营数量 (截至 2015 年 10 月底)



数据来源: 网贷之家、民生证券研究院

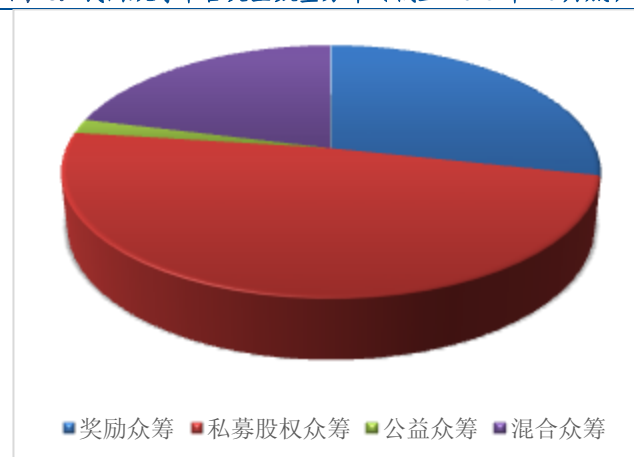
众筹 (Crowdfunding) 是指通过互联网平台连接起发起人与投资人, 在一定时间内完成项目发起者预先设定的募资金额目标的互联网金融模式。目前众筹主要有 4 种发展模式: 股权众筹、债权众筹、奖励众筹和公益众筹, 与 P2P 类似, 众筹也是一种去中介化的创新金融模式, 和 P2P 相较, 现阶段众筹在我国的群众基础还十分薄弱, 根据艾瑞咨询和网贷之家的数据显示, 2014 年全年众筹交易规模 4.4 亿元, 截至 2015 年 10 月底, 正常运营众筹的平台仅有 218 家, 交易规模也远小于 P2P, 真正发挥作用还有待时日。

图 5: 我国 P2P 平台贷款余额 (截至 2015 年 10 月底)



数据来源: 网贷之家、民生证券研究院

图 6: 我国众筹平台类型数量分布 (截至 2015 年 10 月底)



数据来源: 网贷之家、民生证券研究院

目前, 在新三板挂牌公司中, 企业本身或子公司为网络借贷平台 (均为 P2P 平台) 的企业主要有六家, 均为通过参股形式实现“曲线上市”的。目前尚没有从事众筹业务的新三板公司。



表 3: 新三板 P2P 概念挂牌公司及其相关平台

代码	挂牌简称	交易方式	网络平台	业务模式简介
430498	嘉网股份	协议转让	安心贷	国内首家纯房产抵押贷款平台，项目多以实物抵押借款为主并详细公布抵押物情况，风控方面相对较严格，主要以 6 月以上长标为主。
832144	软智科技	协议转让	金蛋理财	非传统 P2P 模式，接近 P2F，专注于趣分期大学生分期消费贷款债权业务。
831400	优博创	协议转让	九信金融	股东方实力较强，私募系（九鼎投资）第一家 P2P 平台，主要以月标为主，标的金额集中于 10-100 万元。
831441	瓷爵士	协议转让	温商贷	平台交易量较大。业务主要集中于温州中小企业，标的基本上均有房产抵押，期限以 6 月以上长标为主，标的金额较大（100-1000 万大标占三分之一）。
833306	六行君通	协议转让	钱呗多	属于 P2F 模式，产品全部投向金融机构发行的信托、非标债权。
831061	中瀛鑫	做市转让	恒富在线	业务分布较广泛，涵盖 P2P，P2B，P2F 等多种形式，项目投向主要以房地产贷款为主，项目期限较短，60 天以内的高达 97%。

资料来源：wind，民生证券研究院。

## 2.2 网络支付：巨无霸垄断市场，新三板深耕细分领域

网络支付（包括移动支付）是第三方支付业务的重要组成部分，主要指在收付款人之间作为中介机构提供网络支付。实质上网络支付结算并非严格意义上的互联网金融活动，但是，网络支付是实现资金流信息化的重要途径，能够有效提升资金流动的效率并降低资金流动的成本；而互联网金融平台和产品的实现也离不开网络支付的支撑。因此，网络支付也就成为了互联网金融服务的重要业态之一。

网络支付的服务商主要盈利来源于两部分：

- 交易佣金：费率与银行卡收单业务水平类似。
- 备付金利息收入：客户使用支付账户消费转账时，会在服务商在银行开立的备付金账户中产生沉淀资金，其利息收入归支付机构所有。但支付机构并不能对备付金账户中的资金随意处置，通常是活期或一年以内存款。

得益于近年来网络购物和电子商务的蓬勃发展，网络支付结算成为了整个互联网金融生态圈交易规模最大和增长最快的业务之一。2014 年中国互联网第三方支付交易规模达 8 万亿元人民币，同比增长超过 50%。目前在新三板中挂牌互联网支付企业有九恒星（430051）、现在支付（832086）、汇元科技（832028）等。与目前国内主要的互联网支付服务商有支付宝、财付通，拉卡拉（移动支付）等相比，新三板挂牌的互联网支付企业主要专注于细分领域，并占据了一定比较优势。

表 4: 新三板互联网支付公司及其相关平台

代码	挂牌简称	交易方式	总股本 (亿股)	市值 (亿元)	网络平台	业务模式简介
430051	九恒星	做市转让	1.19	12.36	中网支付	基于公司在企业资金管理软件开发方面优势，推出企业版“余额宝”，获得支付牌照试图为互联网金融接驳。其产品在大企业集团的专业资金管理软件市场份额接近 48%，为行业龙头。
832028	汇元科技	协议转让	0.391	2.27	汇付宝	公司深耕细分领域，专注于网络游戏、移动游戏充值支付业务，拥有全国销量第一的线上通用型预付卡——骏卡，并涉足为 P2P 网贷平台提供定制化互联网支付解决方案。是新三板第一家挂牌的第三方支付公司。
832086	现在支付	协议转让	0.1155	10.14	现在支付	提供聚合支付服务——将多种支付方式聚合，为商户提供统一支付入口和统一对账平台的解决方案。公司在深圳设有保理业务公司，提供线下业务来源。值得注意的是，由于目前公司尚未取得《支付业务许可证》，公司需与已取得第三方支付的机构进行合作提供支付服务，现与公司合作的第三方支付机构主要包括中国银联、盛付通等。

资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.3 网络第三方征信：仅有 1 家概念股，但未开展互联网征信业务

我国信用体系建设目前还处于起步阶段，数据来源比较单一，在过去社会融资需求并不旺盛，且经济基础并不稳定时，严格且固定的征信体系能够最大限度的保障信贷安全，最大程度的确经济稳定发展。但是在互联网金融时代，信息来源增多，金融服务形式也大为丰富，因此固定单一的征信体系在新环境下适用范围骤然缩小。所以无论从征信行业自身来看，还是从社会信贷总需求来看，都对征信行业提出了更新的要求。

和传统征信数据来源于借贷领域有所不同，脱胎于互联网的信用数据来源更广、种类更丰富、时效性也更强。随着用户对网络的依赖程度俱增，也因此用户在互联网上留下了大量实时、易跟踪的个人数据，数据挖掘技术和计算能力的提升为挖掘这些沉睡的数据提供了坚实的技术基础。

目前我国已有各类征信机构达 150 多家，其中包括政府背景的信用信息服务机构、社会征信机构和信用评级机构等三类。其中，涉及互联网金融生态的征信模式主要分为：

- 互联网金融同业数据库模式

表 5: 同业数据库模式代表企业

名称	创立企业	业务简介
网络金融征信系统 (NFCS)	上海资信有限公司(人行征信中心控股)	收集并整理了 P2P 平台借贷两端客户的个人基本信息、贷款申请信息、贷款开立信息、贷款还款信息和特殊交易信息,通过有效的信息共享,帮助 P2P 平台机构全面了解授信对象,防范借款人恶意欺诈、过度负债等信用风险。
小额信贷行业信用信息共享服务平台 (MSP)	北京安融惠众征信有限公司 (民营)	采用“信用信息查询与报送并行”的共享方式,为各类小额信贷机构提供全面、综合的借款人信用信息共享查询服务。同时还设有独立的“借款人不良信息共享查询”服务功能。
中关村互联网金融信用信息平台	北京国政通科技有限公司	整合权威数据源提供的基本信用信息核查服务;整合其它行业信用信息,逐步建立完善信用信息库,提供包括良性信用记录和失信记录等信用信息查询服务;引入信用评分技术,提供针对不同业务特点和用户需求的个性化的评分评级服务。

资料来源:民生证券研究院整理

#### ● 电商平台、P2P 网贷的“准征信机构”模式

代表性企业包括阿里巴巴利用其电商平台大数据创建的芝麻信用,以及网信金融集团基于其下属 P2P 平台数据建立的网信征信。

目前在新三板挂牌只有商安信(832754)一家涉及征信的企业,但并未开展互联网征信业务。

## 2.4 网络第三方代销: 保险基金代销平台

网络第三方销售是借助互联网作为理财产品或保险代销渠道的重要业务,网络平台在其中发挥了原有银行等传统金融机构在公募基金、保险等销售中的第三方中介通道作用。例如,阿里巴巴推出的余额宝实质就是把网络支付结算和货币基金销售创新性地结合起来。在这种代销模式中参与方较传统方式更为广泛,第三方专业中介平台将发挥重要的作用,而且互联网渠道的数据积累可以正向反馈给销售方,进而对产品的设计、保险的商业模式都产生重要影响。

目前,在新三板挂牌企业中涉及这一业务的主要有盛世大联(831566)和灵犀金融(833109)。其中盛世大联的主要业务是借助移动互联网 APP 端车管家结合 o2o 服务销售车险,灵犀金融也是利用其开发的 app“喂小保”销售车险。在网络第三方理财销售方面,暂时没有挂牌企业,不过包括好买财富等第三方基金销售机构都在申请挂牌。

表 6: 新三板网络保险代销公司主要情况

代码	挂牌简称	交易方式	总股本 (亿股)	市值 (亿元)	网络平台	业务模式简介
831566	盛世大联	做市	0.606	13.10	盛大汽车	公司主营从事依托呼叫中心以及移动互联网平台代销车险产品,同时为机动车车主提供包括汽车保养、美容、救援等在内的综合“车管家”服务。独创车险代理 O2O 模式。
833109	灵犀金融	协议	0.42	11.76	汇付宝	主要从事提供互联网保险电商平台代运营服务,致力于成为中国最大的第三方车险聚合平台。

资料来源: wind, 民生证券研究院

## 2.5 其他: 互联网金融软件服务商

目前在新三板挂牌企业中,还有一些被认为属于互联网金融概念股,例如从事软硬件等技术服务支持业务,或从事 P2P 平台线下合作的小额贷款公司等,其本质并非互联网金融,而只是其泛生态圈的一部分。主要的代表包括融都科技、国联股份,思创银联,卡联科技,阳光金服等,不再做详细介绍。

表 7: 新三板网络保险代销公司主要情况

代码	简称	转 让 方 式	总股本 (亿股)	市值 (亿元)	业务模式简介
430130	卡联科技	做 市	1.35	10.35	B2B2C 模式的电子金融和移动支付服务平台
430152	思创银联	做 市	0.8014	2.92	为互联网金融平台提供软件服务

832340	国联股份	做市	0.2875	5.66	互联网金融电子解决方案
833027	阳光金服	协议	0.0854	-	互联网金融营销推广服务
833102	融都科技	协议	0.678	-	P2P 网贷系统开发

资料来源：wind，民生证券研究院



### 三、新三板互联网金融企业的尴尬和挑战

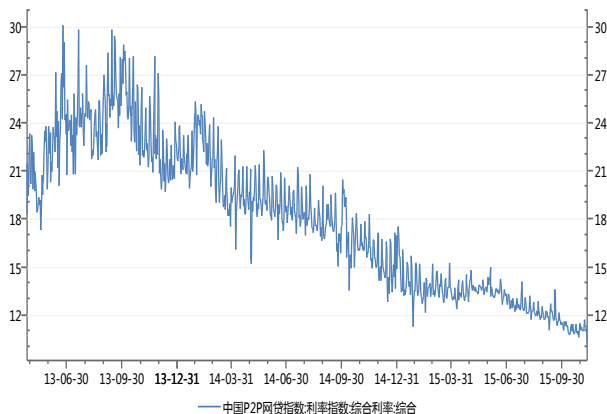
目前,在新三板挂牌企业中,互联网金融概念板块尚属小众,并且多集中于近一年来挂牌或以其他方式曲线上市,其中数量最多的为网络融资平台,其次为网络支付和网络第三方代销。虽然互联网金融产业发展方兴未艾,但随着市场竞争逐步激烈和各项监管措施的出台,现有新三板互联网金融企业在未来将面临诸多挑战。

#### 3.1 网络借贷平台——竞争激烈, P2P 进入 2.0 时代

##### 3.1.1 竞争趋向激烈, 行业或将整合

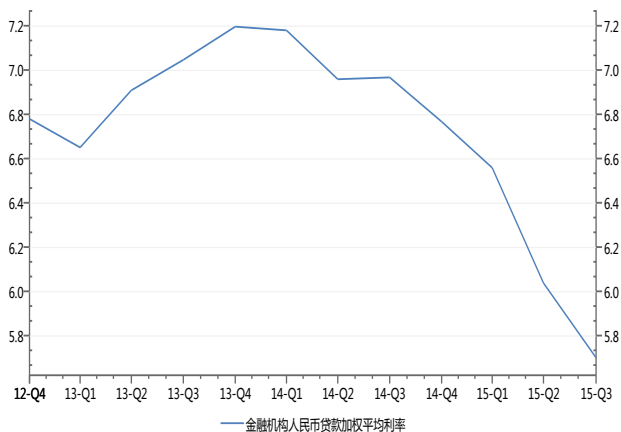
P2P 行业自 2013 年之后经历了爆发式增长,进入 2015 年以来,运营平台数量以平均每月近 100 家的速度增加,虽然整个网贷市场还有较大发展潜力,但不可避免各平台间竞争将日趋激烈。2014 年 12 月,武汉曾发生平安和宜信信贷经理为争抢客户发生械斗,造成一死两伤的惨剧,震惊了整个 P2P 圈,行业竞争激烈之刺刀见红可见一斑。事实上,由于 P2P 的利息比较高,而可承担此高息的优质资产却并不太多,导致 P2P 对优质资产的抢夺比资金端更加激烈。随着国内实体经济下行压力增大,借贷不良率上升,平台对借款人审核趋严,而由于保增长压力下货币政策趋向宽松,资金收益率水平,资产荒可能愈加恶化。

图 7: 中国 P2P 网贷利率综合指数



数据来源: 网贷之家, 民生证券研究院

图 8: 金融机构加权平均贷款利率



数据来源: 网贷之家, 民生证券研究院

##### 3.1.2 行业龙头强势初显, 新三板公司尚存差距

从国际经验看,经过行业产生之初的野蛮生长后,美国 P2P 市场已经形成了 Lending Club 和 Prosper 的双寡头垄断格局,而英国目前也主要由三家企业占据市场大部分份额。虽然中国 P2P 市场潜力要比欧美国家更为广阔,但未来行业整合或也将到来。

目前 P2P 行业龙头企业已经一定程度显示了先行优势,而目前新三板涉足 P2P 公司相对成立较晚,新三板挂牌公司涉足的平台中,除安心贷(2011)、温商贷(2013)年成

立较早外，其余几家平台均是在近一年内成立的新平台，在成交规模上和行业先发龙头还存在差距。

(1) 从体量上看，新三板目前有数据统计的三家温商贷、安心贷和九信金融的成交量相较陆金所、人人贷、宜人贷等国内主流平台还有较大差距。

(2) 从平台发展指数和排名看，新三板几家企业排名都相对靠后。根据国家金融与发展实验室(中国社会科学院)网贷评价课题组发布的《中国网络借贷平台风险评级与分析(2015年上半年)报告》显示，只有安心贷和温商贷进入前100名，其他三板平台未进入，其中安心贷排名为第15，温商贷为62位。

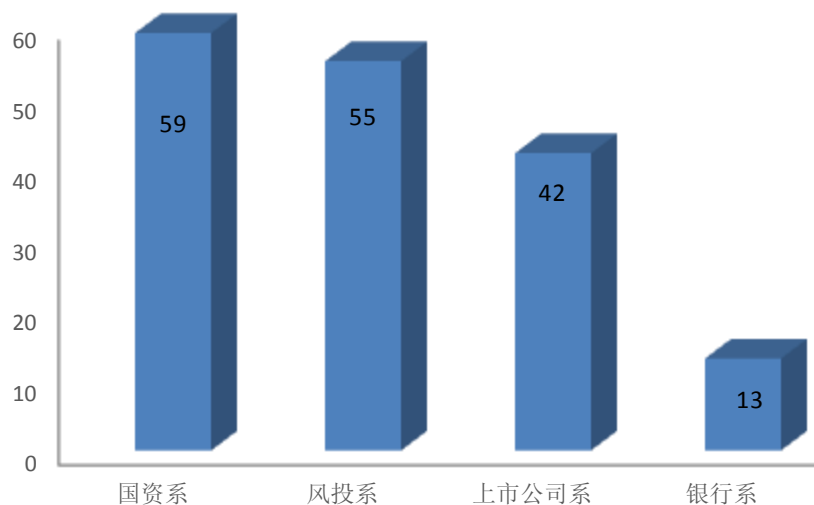
**表 8: 2015 年上半年中国主要 P2P 平台金融风险评级结果截录**

排名	平台名称	综合评分	评级	信用风险评级
1	陆金所	84	AA	A
2	玖富	76	A	A
3	拍拍贷	76	A	BBB
15	安心贷	67	BBB	B-
62	温商贷	59	BB	B

资料来源：《中国网络借贷平台风险评级与分析(2015年上半年)报告》

(3) 从股东背景看，目前新三板 P2P 平台除九信金融为风投系外其余均为民营背景，较陆金所(平安)，民生易贷(民生银行)等特殊背景平台在发展上缺乏股东支持。

**图 11: 2015 年各特殊背景平台数量**



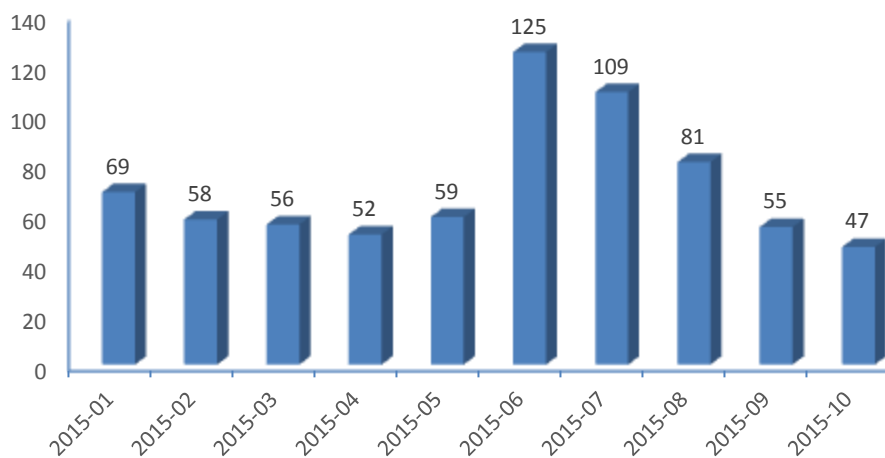
数据来源：网贷之家，民生证券研究院。

### 3.1.3 监管政策面临落地，粗放时代即将告终

目前国内对于 P2P 模式具有针对性的监管制度尚未出台，市场准入没有特殊要求，行业仍处于监管套利的阶段，《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》的出台意味着 P2P 监管细则落地或将不远，监管冲击是 P2P 行业未来发展可能面临的重要风险因素。

另外，伴随着行业爆发性的增长，部分规模较小，技术差、风控偏弱的 P2P 公司出现问题，甚至出现了一些平台以欺诈为目的，欺骗引诱客户投资后携款潜逃的现象。行业快速繁荣与风险频发双重叠加必然会加速 P2P 监管政策的出台，包括债权转让、本息保障等现有 P2P 运营模式有可能受到限制。

图 12: 2015 年 1-10 月新增问题平台数量



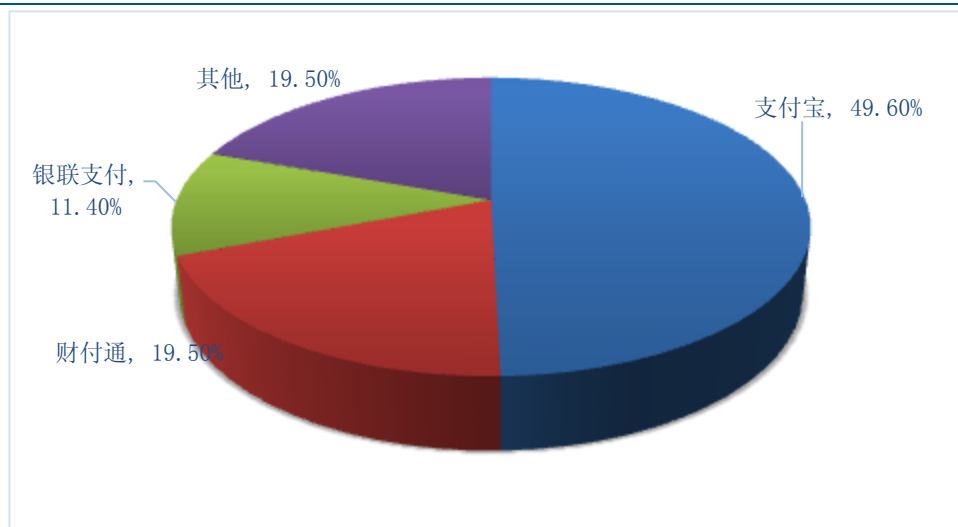
数据来源：网贷之家，民生证券研究院。

## 3.2 网络支付——夹缝生存，突围艰难

### 3.2.1 行业份额确定，双寡头格局定型

虽然网络支付市场是目前泛互联网金融产业圈规模最大的一类业态，但目前行业整体格局已经基本确定，阿里巴巴——支付宝和腾讯——财付通（微信支付）已经占据了高达 70% 以上的市场份额。相较于巨头，目前新三板挂牌公司普遍规模较小，知名度差，市场份额占比很低，部分企业甚至尚未获得第三方支付牌照，尚需依靠和关联方合作开拓业务。

图 13: 2014 年我国网络支付市场行业格局



数据来源：网贷之家，民生证券研究院。

### 3.2.2 支付新规出台限制逆袭 龙头或将赢家通吃

2015 年 7 月 31 日，央行对外发布了《非银行支付机构网络支付业务管理办法》征求意见稿，其中指出支付机构不得为从事金融业务的机构开立支付账户；同时对于支付机构虚拟账户模式设定了限额，很明显，意见稿对第三方支付机构影响首当其冲，第三方支付被定位为银行支付渠道的补充，表明其右做账户回归做通道的本质，这在一定程度上限制了网络支付机构进行创新的可能。

网络支付通道的发展离不开基础流量导入，强大的电商和社交平台在以往网络支付的普及和发展中发挥了重要的作用，目前市场两大巨头阿里巴巴和腾讯依托淘宝和微信强势依旧。

未来，随着央行对于第三方支付牌照的限制有增大趋势，小型平台的看点或只剩牌照价值。如专注游戏行业支付领域的新三板挂牌公司汇元科技或可能成为尚未拥有支付牌照游戏巨头收购标的。

## 3.3 网络第三方代销——品牌服务和基础引流成小平台难题

目前网络第三方代销金融产品主要是代销基金和保险,这两类产品的互联网接口主要分为自建平台、电商平台、第三方平台三类。

自建平台主要优势表现在:1)排他性、独占性的特点,是集中展示公司品牌最好的手段;2)而自建平台能够对自己公司产品有足够的容纳程度,便于对产品进行分类管理;3)自建平台能够支持销售之后的一系列后续服务;4)自建平台能够将流量牢牢地掌握在自己手里。目前,多数大中型基金公司和保险都非常重视自建平台的建设,而众安保险也成为了国内首家互联网保险公司。

电商平台最大的优势在于基础流量,多数中小型基金和保险公司都在尝试和电商平台合作,并取得了较好的效果。如天弘基金和支付宝合作推出的余额宝,生命人寿和淘宝合作销售保险理财产品都是较为成功的案例。

第三方平台,也是目前新三板相关挂牌公司的主要形式,虽然这些平台集合了产品咨询、比价、购买、代理人社区等一系列功能,流程也与电商平台基本一致,但就该类平台的发展现状来看,在流量方面还远远无法达到电商平台的水平,在品牌服务上面,也难以和自建平台进行抗衡,因此未来发展前景尚未明朗。

## 四、新三板互联网金融企业路在何方：小而美才是王道

### 4.1 未来互联网金融的四大看点

互联网金融并不等于互联网+金融，我们认为市场化的力量将带来新的行业巨头，而不是现有互联网巨头和金融机构。我们将互联网金融产业链分为四部分，分别是流量端、运营服务、征信和资产端。未来互联网金融的看点主要是围绕上述四个部分的产业链变革产生：

#### 1、流量端用户之争是核心，垂直细分形式的专业金融入口或是主要形态。

作为专业化的金融入口，BAT 为代表的互联网巨头并不占优。以腾讯为例，腾讯网的财经频道在多年经营下并未带来实质流量和转化，目前也转向与好买财富这样的专业机构合作运营。垂直细分形式的专业金融入口是互联网金融产业链的主要形态。目前流量端企业主要分为三类，分别是（1）以东方财富、同花顺为代表的财经门户、（2）新一站保险（焦点科技）为代表的保险门户以及（3）不同行业衍生出来的众多 P2P 平台。

#### 2、征信市场空间巨大，关注个人征信牌照发放进度

征信是现代金融体系的基础设施，更是互联网金融下一站风口，如果没有征信就无法深入挖掘金融资产的价值。国内企业征信牌照已经发放，关键是个人征信牌照发放进度。今年年初央行首发 8 张个人征信牌照，但相关企业尽管已经按照央行的吩咐准备了大半年，却仍未如期发放牌照。

#### 3、资产证券化潮涌，首推细分行业资产整合

2014 年来国务院和央行密集出台政策，支持鼓励资产证券化，通过资产证券化来盘活存量，有力支持实体经济。在政策背景下，基于互联网的产品模式，将细分行业中融资租赁、营收账款、保理、票据、信托等产品，进行标准化，还可以结合以大打小，做成标准化、或结构化的产品来卖。

#### 4、细分行业电商，通过“平台+数据”整合资产

国内电商经过多年爆发增长后，已经成为所处产业链的核心，能够整合平台衍生出来的金融资产，打包为标准化的产品。而数据也是电商平台的独有优势，国内众多 B2B 电商企业已经拥有大量产业链内核心数据，如上海钢联、生意宝、广联达等，除此以外，通过产业链合作形成一定的数据池，结合数据挖掘，也能够为互联网金融产业链提供所需数据支持。

### 4.2 现有新三板互联网金融公司何处掘金：短期 P2P 亮点相对较多

在新三板互联网金融的细分子类中，我们认为现有格局的亮点和潜力挖掘所在或是网络融资平台，逻辑如下：

第一，目前网络支付市场份额划分已经相对确定，且市场龙头多为互联网巨头（如网络支付中阿里巴巴的支付宝、腾讯的财付通），它们本身拥有强大的电商平台（淘宝）或



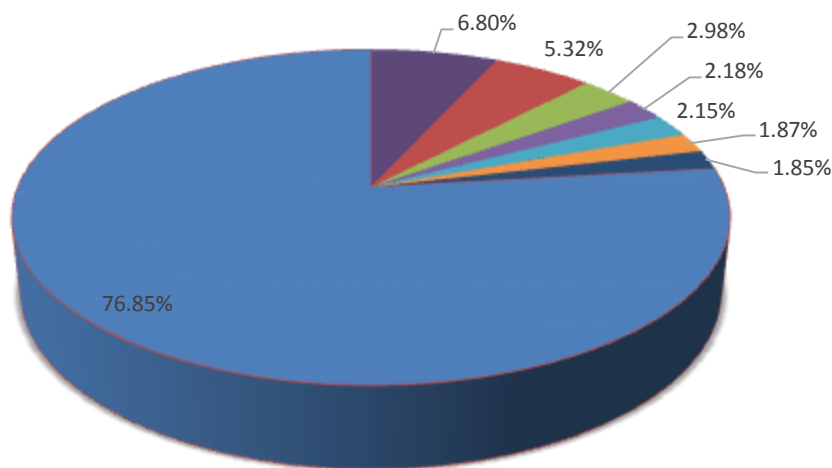
社交平台（微信），因而掌握了海量的具有较高粘性的用户流量资源，以及海量用户交易信息所包含的大数据基础。目前新三板挂牌公司普遍规模较小，甚至有的还未拥有第三方支付牌照，本身自循环发展难度较大，未来出路或在与大型支付机构或目前尚未拥有支付业务的互联网行业巨头（如网络游戏巨头）的整合。

第二，在网络第三方代销金融产品分类中，目前发展较好的案例或是基于强大的基础流量导入，如阿里巴巴的余额宝，或是类似东方财富或同花顺等进行的基金代销，基于其在证券行情软件方面的专业优势；而未来传统金融机构如果自建平台加大涉入该领域的力度，必定在这一领域显示出较强的品牌优势。因此，新三板该领域公司未来发展也将面临诸多困难。

第三，网络征信目前在我国刚刚起步，新三板暂无挂牌公司，未来行业优势企业同样离不开强大的用户交易数据基础，因此可能集中于互联网巨头或未来潜在网贷行业龙头的自建平台。

第四，目前虽然新三板网络融资平台代表性企业规模尚小，但由于我国网贷行业发展空间还十分巨大，市场份额格局也没有确定，龙头企业虽然有一定优势但差距并未像美国、英国等国那样拉开，垂直领域也有较多机会，所以新三板公司仍有较多“弯道超车”的机会。

图 14: 2014 年 P2P 平台市场份额



资料来源：易观咨询、民生证券研究院

### 4.3 基于业务模式深挖新三板 P2P 潜力的思考

网络借贷平台作为中介方将资金供需双方联系起来，因此平台运营、资产端、投资端这三个主体是挖掘 P2P 行业潜力模式的关键所在。

#### 1、从平台运营看复合模式是主流，风险准备金+抵押模式更适合新三板

目前 P2P 平台搭建可以简单分为纯线上简单平台和线上线下复合平台，而复合平台又可细分为风险准备金模式、担保模式、抵押模式、债权转让模式。

我们认为，在平台建设上，**风控审核**是未来 P2P 发展的核心因素，因此通过线下渠道获取资产端项目和信用审核将愈加重要，所以复合平台模式将继续成为未来网贷行业主流。在具体的风控措施上，风险准备金加抵押模式或将成为未来最具潜力的模式，同时也是目前新三板相关企业普遍采取的模式——既保证了最大限度规避政策风险，又结合我国理财市场实际，提升了产品吸引力，有助于平台在规模不大的情况下实现稳健经营。

表 9：国内网贷平台主要模式

模式	模式简介	代表性企业	优势	劣势
简单平台模式	P2P 诞生之初的基本模式，平台在其中只发挥信息中介的业务。目前在欧美国家主流的就是简单平台模式，美国著名的 Prosper 等主流平台就采用此模式运营	拍拍贷	平台主要交易手续费和贷款服务费为收入来源；发生违约时，平台不承担偿付责任。	由于国内的征信体系很不完善，P2P 平台也未接入商业银行主导的征信系统，所以目前这种平台模式在国内并不普及。拍拍贷后来也开始建立起风险准备金。
复合平台	风险准备金模式	人人贷	在平台不承担违约偿付责任的同时全部和部分实现了投资人本金的保障，提升了产品的吸引力和用户粘性，同时风险准备金第三方托管又一定程度上避免了政策风险	这一模式并不能完全覆盖可能发生的违约风险，当发生较大规模违约时候，可能面临准备金耗尽投资人发生损失的情况，这种情形会严重影响平台的声誉和客户忠诚度
	担保模式	红岭创投（平台担保）	对降低投资人风险和增强投资具有很强吸引力	这种垫付模式会给平台造成较大压力，且政策对于平台兜底持否定态度，自 2014 年 3 月起红岭创投也推出了类似于人人贷的风险准备金制度
	抵押模式	陆金所（第三方担保）	在发生违约时也能通过抵押物处置来进行偿付，因此在不增加平台偿付负担的同时，又能通过本金保障提高产品吸引力	受制于融资性担保公司和关联担保的双重限制，一般需要大型金融集团作为后盾
	债权转让模式	安心贷/温商贷	宜信	更好地连接借款者的资金需求和出借人的投资需求，主动地批量化开展业务，而不是被动等待各自匹配，从而实现了规模化的快速扩展，很多 2012 年以后成立的

金额拆分和期限错配，将其打包成类似于理财产品的债权包，供出借人选择	网贷平台都采取了这种债权转让模式。	逐步采用担保/第三方代偿+本金/本息保障的形式进行点对点的借贷
-----------------------------------	-------------------	---------------------------------

资料来源：民生证券研究院根据公开资料整理

## 2、从资产端看资源为王，垂直领域+供应链金融成为有望觅得蓝海

未来资产端项目资源的获取将越来越重要，我们认为未来基础资产获取优势主要来源于两点。（1）对于拥有较强母公司背景或规模较大的平台，关键在于如何通过利用母公司的优势，获取更多项目资源，并充分利用其品牌优势和用户流量基础，打造综合理财平台。（2）对于多数相对缺乏基础或初创的民营中小型平台，难以直接在各方面同大型平台展开全面竞争，所以未来应力图发挥比较优势，力求在垂直领域范围内成为龙头。而后者更适合于新三板中小型互联网金融公司。

按照风控角度，我们将细分垂直领域分为三类：风险程度较低资产类、风险程度中等资产类、风险程度较大资产类。由于未来随着宏观经济产业升级过程加快，各种面向耐用消费领域和供应链金融领域拥有较大发展空间，而新三板中深耕上述两个领域，拥有较好项目资源和风险控制经验的平台有望实现“弯道超车”。

- 房地产抵押贷款和汽车抵押贷款由于具有实物抵押品，国民收入的不断提高和未來消费升级力度，市场容量进一步扩大，是未来垂直领域的重大看点。相对来说房地产较汽车保值能力更强，单件抵押品价值达，所以能够适应较大额度的借款。另外，项目主要集中于一线城市的房地产由于成交数量和价格相对稳定，因此资产质量相对更高。
- 供应链金融由于直接接触核心企业的经营与生产，对接实体经济，因此是相对安全稳健的项目来源，同时大多又是短期资金周转的融资，适用于 P2P 短期借贷的特性。尽管在利率回报上并不具备很大优势，但由于供应链金融是围绕核心大企业，有核心企业承付，同时平台又可以直接接触到贸易数据、资金流动等信息，风控成本以及风险均被大幅降低。

表 10：不同细分垂直领域平台风险类型

风险程度	贷款类型	主要优势	主要劣势
较低	房地产抵押	抵押品价值大，保值能力较强	存在房屋二次抵押的可能。
	车辆抵押贷款	变现较快	二手车抵押现象
中等	票据抵押	若有金融机构支持质量较好。	存在假票、背书错误、兑付违约风险。
	消费类	就有未来分期偿还现金流作为还款来源，相关平台提供二次风控保障	存在违约不确定性，相对来说学生分期贷款风险更高
	供应链融资	通常有抵押	经济下行，企业经营恶化
较大	融资租赁		违约现象严重
	配资		受到严格监管限制

资料来源：民生证券研究院。

### 3、用户端关注品牌和流量引入

P2P 作为一种互联网理财方式，其平台发展（特别是在初期）同样依赖流量引入，但品牌和专业性同样是做大的关键。品牌优势未来可能来自于三点。

- 强大的股东背景：如果股东方拥有较强的股东背景，特别是金融机构背景，有助于提升客户认知，吸引流量增长。
- 长期运营的品牌效应：长期经营的平台保持较好的口碑同一
- 细分领域拥有较强的经营能力并得到共识。

## 4.4 新三板重点关注公司

目前新三板互联网金融挂牌企业中，6 家网贷平台概念挂牌公司都是本年内通过重大资产重组实现参股或借壳的，因此尚未公布涉足互联网金融后的有关财务数据，其他分类公司挂牌或参股互联网金融也基本在一年内，因此暂不重点推荐，建议现阶段跟踪关注以下公司：

#### 1) 嘉网股份：

公司原主营业务是增值电信业务和服务器等网络设备生产。2015 年 8 月，P2P 平台安心贷母公司君安信(北京)科技有限公司股东全面收购嘉网股份，并将安心贷平台 30% 股权注入公司。安心贷是一家成立于 2011 年的网络借贷平台，深耕房地产抵押类借贷垂直领域，在细分行业风控经验和资产端项目资源方面具有一定优势。

#### 2) 盛世大联：

公司的传统核心业务是以电销中心为渠道的汽车保险代理，以及与银行、保险公司等机构合作为 VIP 客户打包提供车管家服务。自 2014 年起，公司逐渐转型移动互联网车险代理客户端平台和车管家业务，其移动车险 O2O 模式未来有望打造成为特色第三方网络车险代理平台。

#### 3) 九恒星：

公司是企业资金管理软件的开发和销售领域龙头，主要客户群为大型央企和财务公司，在大型企业集团的专业资金管理软件市场份额接近 48%。公司设立金在平台为集团客户的上下游中小企业提供保理服务；推出互联网金融“星计划”，针对集团企业归集账户中的闲置资金提供理财服务。公司在 2015 年收购中网支付，力求获取第三方支付牌照，加快互联网金融布局。

#### 4) 卡联科技：

卡联科技从事线下电子商务行业，采用特有的 B2B2C 商业模式，通过“易淘客电子商务平台”，以移动智能终端为载体整合各行业服及线下社区商业网点（包括小卖铺、社区便利店等），实现线上线下融合的 O2O 社区平台服务。公司目前布局的创新金融类业

务将建立基于卡联社区的金融服务平台，并整合基金公司、P2P 平台、众筹平台和保理公司，为供应链上的各个环节提供投融资服务。

## 五、风险提示

1、P2P 行业相关监管细则尚未落地，如果较为严格的细则出台，可能复合类平台发展形成政策风险。

2、宏观经济下行，可能增大借款企业违约概率。

3、房地产和汽车行业未来发展可能不确定，对专注该细分领域的平台可能造成影响。



## 插图目录

图 0: 新三板互联网金融产业链图谱 .....	3
图 1 互联网金融范畴分类示意图 .....	6
图 2: 新三板互联网金融产业链图谱 .....	7
图 3: 我国 P2P 平台累计成交量 (截至 2015 年 10 月底) —— ) .....	8
图 4: 我国 P2P 平台正常运营数量 (截至 2015 年 10 月底) .....	8
图 5: 我国 P2P 平台贷款余额 (截至 2015 年 10 月底) .....	8
图 6: 我国众筹平台类型数量分布 (截至 2015 年 10 月底) .....	8
图 7: 中国 P2P 网贷利率综合指数 .....	15
图 8: 金融机构加权平均贷款利率 .....	15
图 9: 2015 年下半年以来主要平台累计成交量对比 .....	错误!未定义书签。
图 11: 2015 年各特殊背景平台数量 .....	16
图 12: 2015 年 1-10 月新增问题平台数量 .....	17
图 13: 2014 年我国网络支付市场行业格局 .....	18
图 14: 2014 年 P2P 平台市场份额 .....	21

## 表格目录

表 1: 部分地区支持鼓励互联网金融发展政策汇总 .....	4
表 2 : 2014 年中国互联网金融细分领域行业状况 .....	6
表 3: 新三板 P2P 概念挂牌公司及其相关平台 .....	9
表 4: 新三板互联网支付公司及其相关平台 .....	10
表 5: 同业数据库模式代表企业 .....	12
表 6: 新三板网络保险代销公司主要情况 .....	13
表 7: 新三板网络保险代销公司主要情况 .....	13
表 8: 2015 年上半年中国主要 P2P 平台金融风险评级结果截录 .....	16
表 9: 国内网贷平台主要模式 .....	22
表 10: 不同细分垂直领域平台风险类型 .....	23



## 作者简介

**张媛**，民生证券宏观研究员。中南大学管理学博士，中国泛海与中国社科院联合培养博士后研究员。国家公派瑞士苏黎世大学金融学访问学者。专长于区域经济分析和宏观策略化研究。原民生证券策略研究员。

**伍艳艳**，民生证券策略研究员，中国人民大学经济学博士。2011年加盟民生证券研究院，擅长大类资产配置和行业比较分析。2013年度“金牛奖”策略团队入围。

**田铭**，民生证券咨询研究员，首席经济学家助理。理学硕士，英国南安普顿大学优秀毕业生，主修国际银行与金融研究。

**乔誌东**，民生研究院新三板研究员。清华大学双学士，公共管理学硕士。曾在证券日报担任编辑记者，跑口证监会，负责资本市场和宏观政策报道，被评为十佳记者。加盟民生证券研究院后专注新三板政策制度研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证研究参考所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

## 免责声明

本研究参考仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究参考而视其为客户。

本研究参考是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本研究参考所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本研究参考当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本研究参考所刊载的意见、推测不一致的研究参考，但本公司没有义务和责任及时更新本研究参考所涉及的内容并通知客户。

本研究参考所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本研究参考所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本研究参考而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本研究参考充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本研究参考的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本研究参考涉及的证券或参与本研究参考所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本研究参考所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本研究参考涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本研究参考涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本研究参考，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本研究参考提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本研究参考。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本研究参考中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。