

行业研究/深度研究

2017年11月15日

行业评级:

社会服务

增持(维持)

梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

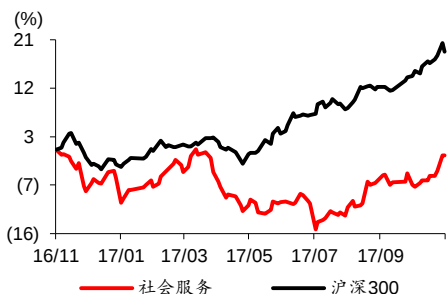
陈昊冉 0755-82368536
联系人 chenhaoran@htsc.com

孙丹阳 021-28972038
联系人 sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1《东方时尚(603377,增持): 并购扩张发力, 驾校龙头空间广阔》2017.11
- 2《锦江股份(600754,增持): Q3 业绩快速增长, 关注整合进程》2017.10
- 3《首旅酒店(600258,买入): Q3 业绩靓丽, RevPAR 增速加快》2017.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

旅游消费新势力, 产融结合促新生 旅游金融行业专题研究报告

掘金旅游金融蓝海市场, 旅游行业迎来变革机遇

消费升级、政策推动、技术发展推动旅游金融行业兴起, 产融结合新模式通过优化旅游产业链资金配置提升整体运营效率, 实现上中下游各方利益最大化, 是旅游金融快速发展的根本原因。旅游产业中的批发商、代理商以及 OTA 平台纷纷抢滩布局, 依托丰富的应用场景、雄厚的资本实力和大量的供应商、消费者资源, 迅速切入旅游金融蓝海市场。我们认为旅游金融模式正从服务闭环向资金闭环过渡, 未来掌握关键金融牌照、拥有完善风控体系的服务商将更容易脱颖而出。

旅游消费金融快速发展, 潜在需求空间广阔

旅游金融本质在于将旅游资源、资产、产权和未来收益等要素进行资本化。国内旅游金融行业起步于 2013 年, 近几年高速发展的驱动因素包括: 1) 消费升级浪潮驱动, 旅游需求持续旺盛, 8090 后“独生代”成为消费主力军, 对金融产品接受度更高, 因此旅游金融需求更易激活; 2) 旅游金融行业蓬勃发展, 多类型服务主体错位竞争, 多项政策出台为旅游金融行业保驾护航; 3) 互联网、云计算、大数据等技术发展推动征信行业迅速发展, 为旅游金融奠定坚实的基础。

旅游产业链应用场景丰富, 多种业态模式提升整体效率

旅游金融服务的应用场景丰富, 下游消费者用户和上游供应链厂商需求多样化。从产业链来看, 一方面大型批发商、零售商、代理商掌握大量客户资源、拥有完善信息和大量沉淀资金; 另一方面供应商、小代理商和部分消费者面临资金压力, 旅游金融在提升产业链效率上大有可为。从服务主体和资金来源方式划分, 旅游金融可以划分为三大类型: 1) 以批发商、零售商为上下游融资提升自身影响力; 2) 大型代理商通过对供应商提供预付模式环节其资金压力; 3) 消费者通过预付模式参与融资实现多方共赢。

从服务闭环走向资金闭环, 提升风控势在必行

当前旅游金融发展面临的三大挑战: 1) 依照每一个场景推出单一的旅游金融产品, 缺乏全局观; 2) 牌照资源紧缺; 3) 难以进行国际化推广。旅游金融行业存在两大趋势: 1) 旅游金融企业正从打造服务闭环向构建资金闭环发展, 资金闭环能够实现更高服务效率, 提升旅游金融服务商的影响力; 2) 基于征信体系的风控体系构建正成为旅游金融服务商的重要竞争力。

各类旅游金融服务商加速布局, 谋求提升产业地位

当前旅游金融服务商主要分为三类: 1) 以 OTA 为代表的代理商、批发商和零售商作为产业中游, 对接上游资源端和下游消费者, 能够提供丰富的应用场景; 2) 电商系企业依托在交易环节积累的支付、征信资源优势, 主要切入 2C 端旅游金融服务; 3) 溢美金融定位于旅游金融综合服务商, 提供 2B 和 2C 端服务; 多彩投以众筹模式将项目方与消费者直接沟通; 首付游采用类 P2P 模式主攻 8090 后消费贷; 腾邦国际从机票代理转型, 积极打造“旅游×金融×互联网”生态布局。

建议关注具有资源优势、风控完善的旅游金融企业

我们认为中游批发商/代理商/OTA 平台在旅游金融市场具有先天优势, 凭借丰富的应用场景、大量的上下游供应商和客户资源开展多样化服务, 随着行业竞争加剧, 具有相关金融牌照、风控体系完善、背景资源雄厚的参与方在长期竞争中胜率更高。建议关注途牛、去哪儿网、驴妈妈等, A 股上市公司可以关注腾邦国际。

风险提示: 行业政策风险, 企业运营风险, 竞争加剧风险。

正文目录

旅游金融：消费新势力，融合促新生.....	5
模式分类：2B/2C 紧密联动上下游.....	5
发展历程：跨界结合探索更多可能.....	6
发展环境：融资需求旺，政策来护航.....	7
旅游消费旺盛催生融资需求.....	7
旅游行业长期景气，8090 后担当消费主力军.....	7
旅游金融高速增长，渗透率有明显提升空间.....	9
政策不断完善市场趋于规范.....	10
征信体系建设助力行业发展.....	14
产业链：应用场景丰富，整体效率提升.....	16
零售/批发商：服务上下游提升影响力.....	17
大型代理商：预付缓解供应商资金压力.....	18
下游消费者：参与融资实现多方共赢.....	20
发展趋势：打造资金闭环，提升风控能力.....	22
典型案例：发挥资源优势，提升产业地位.....	24
途牛金服：行业领先的“一站式”旅游金融服务商.....	24
小驴金融：依托产业背景探索产融结合.....	28
去哪网：依托金融结构开展点状布局.....	31
阿里金融：凭借征信优势深挖支付价值.....	33
京东金融：主攻首付游与旅行保险业务.....	35
溢美金融：三大业务打造综合金融服务商.....	37
多彩投：专注在线众筹投资生活空间.....	39
腾邦国际：机票代理切入在线旅游金融平台.....	40
投资展望：跨界融合起航，掘金蓝海市场.....	43

图表目录

图表 1：旅游金融产品归纳.....	5
图表 2：旅游金融联动上下游.....	5
图表 3：针对个人消费者常见的旅游金融产品.....	6
图表 4：旅游金融发展历程.....	6
图表 5：2016 年旅游行业整体增速稳中回升.....	7
图表 6：国内旅游人数保持稳定增长.....	7
图表 7：2017 年法定节假日旅游市场情况.....	7
图表 8：单季度旅行社组织出国游人次维持较高增速.....	8
图表 9：旅行社组织出国游占出境游比例持续提升.....	8
图表 10：国内游人均消费稳定增长.....	8

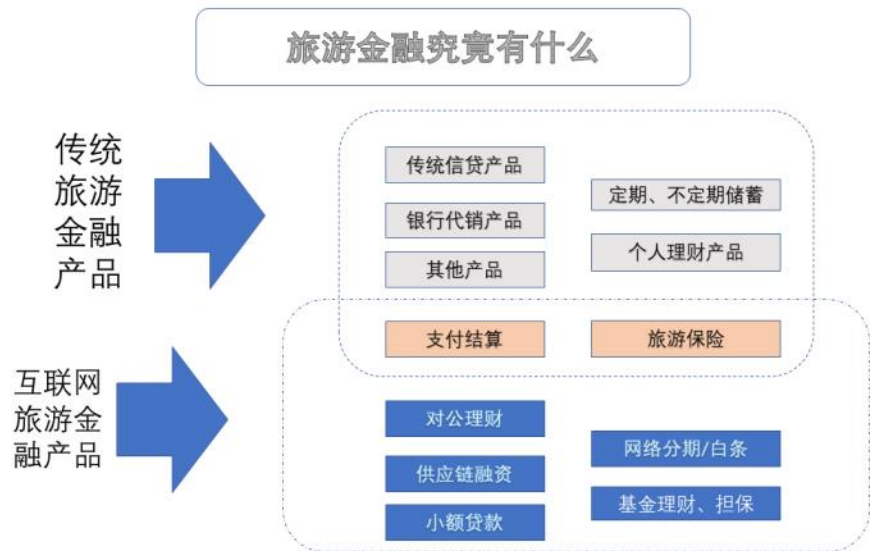
图表 11: 出境游人均消费额在 6000 元以上	8
图表 12: 2016 年出境游用户中 8090 后年青一代成为绝对主力	9
图表 13: 2016 年中国在线旅游用户月收入分布	9
图表 14: 出境游用户中有资金压力的消费者占比较高	9
图表 15: 中国旅游金融市场交易规模迅猛发展	10
图表 16: 2015 年旅游金融产品渗透率较低	10
图表 17: 2015 年一线城市旅游金融产品使用率最高	10
图表 18: 旅游金融目前处于市场规范期	11
图表 19: 旅游金融相关政策梳理	11
图表 20: 市场上各类消费金融参与者	12
图表 21: 消费金融牌照绝大多数被银行系公司获得	13
图表 22: 无牌照提供消费金融产品的公司	13
图表 23: 各类金融牌照介绍（截至 2017 年 6 月）	14
图表 24: 中国征信市场图谱	14
图表 25: 个人征信系统接入机构数量在 2014 年激增	15
图表 26: 个人征信系统接入金融机构数量 2014 年激增	15
图表 27: 全国金融信用信息数据库不断完善发展	15
图表 28: 全国金融信用信息数据库建成使用率不断提升	15
图表 29: 旅游金融市场需求和对应服务产品	16
图表 30: 产业链各个环节的典型参与者	17
图表 31: 基于出境游产业链的旅游金融要素分布	17
图表 32: 中游向上下游企业、个人用户开展多项金融服务	18
图表 33: 大型代理商对供应商提供预付模式以期获得更优质的产品	19
图表 34: 腾邦国际的“旅游×互联网×金融”生态布局	19
图表 35: 消费者成为资金来源，以零售商媒介帮助产业链每个参与者	20
图表 36: 2015 年产业链参与者开始涉足金融	20
图表 37: 零售商打包投资产品，以 P2P 模式向消费者发售融资产品	21
图表 38: 从服务闭环走向资金闭环	22
图表 39: 基于征信体系的旅游金融风控机制	23
图表 40: 主要典型旅游金融服务品牌对比	24
图表 41: 途牛金服的主要商业模式	25
图表 42: 途牛金融领域布局较广	26
图表 43: 途牛现金储备相对富裕（单位：亿元）	27
图表 44: 预收+应付-应收-应付不断增长（单位：亿元）	27
图表 45: 途牛旅游出境保购买流程	27
图表 46: 途牛基金理财产品较为丰富	28
图表 47: 小驴金融商业模式	29
图表 48: 小驴白条：无需首付，立即出发，任意分期	29
图表 49: 小驴分期：享受高品质出游体验	30
图表 50: 目前基金理财产品仅支持嘉实基金旗下薪金宝	30
图表 51: 小驴金融外币兑换支持 17 类币种	30

图表 52: 驴妈妈货币兑换合作伙伴为爱汇货币	30
图表 53: 众邦金控以产业金融、供应链金融、财富金融为三大立脚点	31
图表 54: 去哪儿旗下三大金融服务	31
图表 55: 拿去花产品方案	32
图表 56: 拿去花用户以 80 后年青消费者为主	32
图表 57: 拿去花两种主要的合作模式	32
图表 58: 去哪儿与百度双方合作共赢	33
图表 59: 阿里依托支付宝和芝麻信用资源提供旅游金融服务	33
图表 60: 阿里依托支付和征信业务优势开展“信用住”	34
图表 61: 阿里推出未来“未来景区”	34
图表 62: 支付宝与多家主流境外银行卡组织建立了合作伙伴关系	34
图表 63: 支付宝提供多项与出境游相关的国际业务	35
图表 64: 京东旅游白条覆盖京东出游全产业链	35
图表 65: 首付游产品界面	35
图表 66: 首付游通过收取每期 0-1%左右的服务费实现营收	36
图表 67: 京东旅行保险	36
图表 68: 京东旅行保险保费普遍不高	37
图表 69: 溢美金融主业包括旅游金融、旅游消费金融和旅游交易结算中心	37
图表 70: 旅游金融面向旅游行业从业机构, 溢美金融通过收取担保服务费获取收益	38
图表 71: 旅游消费金融服务在“e 游客平台”上完成闭环	38
图表 72: 旅游交易结算中心主要提供各类线下旅游企业服务	39
图表 73: 多彩投投资模式	39
图表 74: 多彩投成功的投资项目案例	40
图表 75: 腾邦国际的发展历程	41
图表 76: 欣欣旅游商业模式	41
图表 77: 八爪鱼在线分销平台	42
图表 78: 腾邦国际金融行业布局	42

旅游金融：消费新势力，融合促新生

旅游金融，指的是使旅游产业价值增加的金融路径或者金融工具，包括供应链金融市场和消费金融市场两大类，涉及理财、保险、分期和白条多种形式，其本质在于将旅游资源、资产、产权和未来收益等要素进行资本化。

图表1：旅游金融产品归纳



资料来源：劲旅咨询，华泰证券研究所

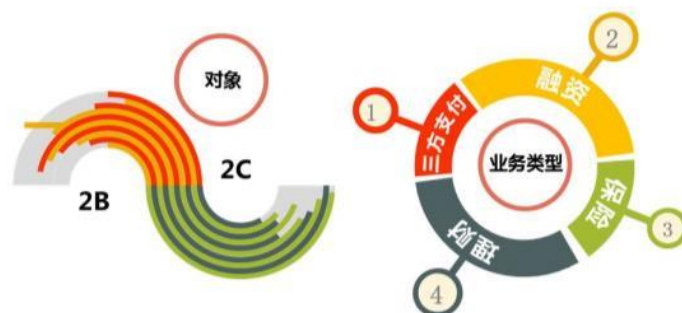
模式分类：2B/2C 紧密联动上下游

我们将旅游金融按照对象，分为 2B 和 2C 两类：按照业务类型分为三方支付、融资、保险、理财。

1) 2B 端：自建或使用第三方支付平台，向产业链上游建立线上采购平台，向下游拓展线上分销渠道。核心在于支付产生的大量信用数据，基于海量的数据分析为上下游合作伙伴提供融资、理财等服务，从而对整条产业链施展影响。2B 金融业务的资金主要来自大型批发商、零售商和代理商。

2) 2C 端：自建或用第三方支付平台，依托线上 C 端渠道，为消费者提供与旅游相关的融资、保险、理财服务。目前市面上的 2C 端旅游消费金融产品大致可以划分为三大类：旅游分期、旅游理财以及旅游保险。旅游金融已经嵌入在线旅游服务的各个交易环节，成为旅游延伸服务中的重要一环。

图表2：旅游金融联动上下游



资料来源：华泰证券研究所

图表3：针对个人消费者常见的旅游金融产品

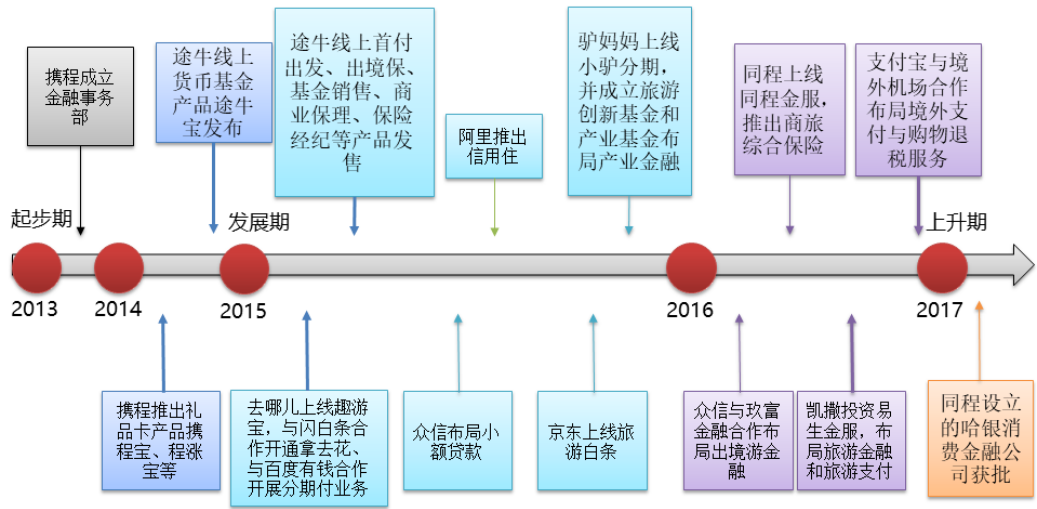
旅游金融产品	产品服务	典型案例
旅游分期	为用户提供“先消费、后付款”的预授信去哪儿、驴妈妈、途牛、同程、首付游、分期旅游网等服务	旅游平台，兴业银行、中国银行等金融机构均有涉及
旅游理财	以货币基金和固定收益类产品为主，除了淘宝旅游推出的“旅游宝”、携程的“程涨宝”、途牛能使消费者预付的旅游费用获得增值收网的“途牛宝”等均属于此类。以“途牛宝”为例，钱益，一般还可用于办理资产证明、预订旅行存入“途牛宝”，相当于投资汇添富基金公司旗下的游产品等全额宝货币基金，这笔资金不仅支持在途牛旅游网上进行旅游消费等，还可选择直接冻结，作为出境游保证金，部分线路还可享团费优惠	
旅游保险	旅游网站和保险机构合作，提供旅游意外途牛、携程、去哪儿等旅游平台都开通了此类业务，甚险、旅程取消险、航空意外险、签证保险至取得保险经纪牌照，依托自身的旅游用户大数据，深等诸多旅游类险种，为用户提供出游的后耕旅游保险，为用户定制更加专业、更好体验的碎片化盾保障。	旅游保障产品

资料来源：劲旅咨询，华泰证券研究所

发展历程：跨界结合探索更多可能

国内旅游金融市场起步于 2013 年，初始阶段的产品集中于货币基金、礼品卡等方面；2015 年国内旅游金融迎来发展期，各旅游金融企业在消费金融、产业链金融等方面布局，这一阶段以分期、保险、小额贷款等产品为主，此外旅游企业纷纷与银行、专业的金融机构等展开合作，进一步推动了旅游金融市场的快速发展。2016 年以来国内旅游金融市场的动作布局多数集中在旅游企业与银行等金融机构的合作。

图表4：旅游金融发展历程



资料来源：易观智库，华泰证券研究所

发展环境：融资需求旺，政策来护航

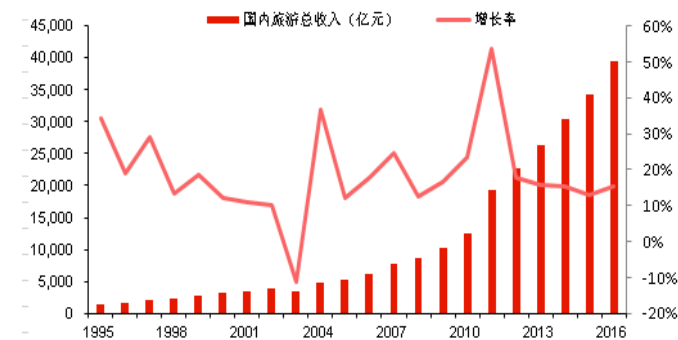
旅游消费旺盛催生融资需求

消费升级浪潮驱动，旅游需求持续旺盛，以出境游为代表的高客单价旅游消费产品增长更为突出，8090 后“独生代”成为消费主力军，他们对金融产品接受度更高，旅游金融的需求更易被激活。

旅游行业长期景气，8090 后担当消费主力军

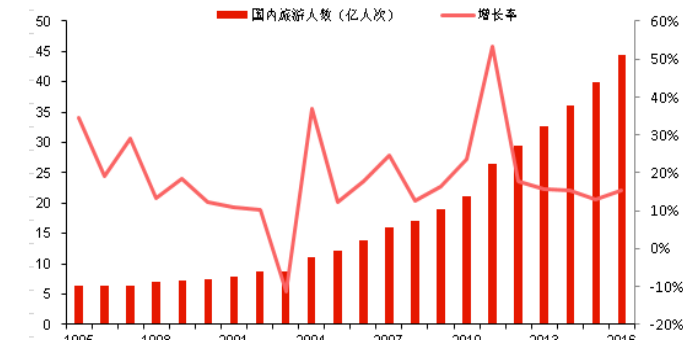
旅游行业长期景气，需求稳定上升。根据国家旅游局数据，2016 年国内旅游 44.4 亿人次，比上年同期增长 11.0%；出入境旅游 2.6 亿人次，增长 3.9%；全年实现旅游总收入 4.69 万亿元，增长 13.6%。受一系列利好政策和居民消费升级驱动，旅游产业维持高景气度。国家旅游局预计，2017 年全年国内旅游人数 48.8 亿人次，同比增长 10%；国内旅游收入达 4.4 万亿元，同比增长 12.5%。入境旅游人数 1.4 亿人次，同比增长 3.5%；国际旅游收入 1260 亿美元，同比增长 5%；出境旅游人数 1.22 亿人次，同比增长 4%（包含港澳台）。

图表5： 2016 年旅游行业整体增速稳中回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 国内旅游人数保持稳定增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

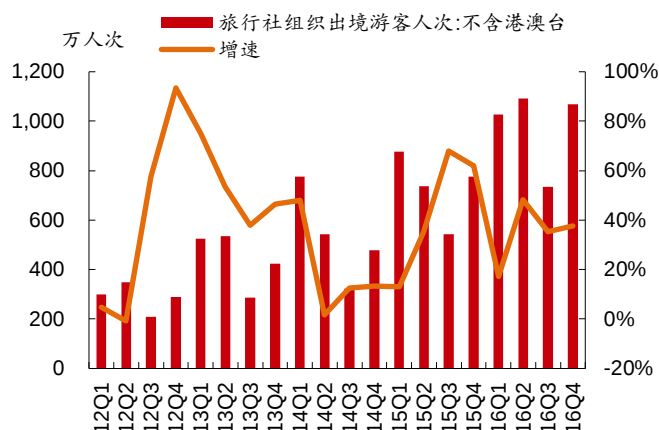
图表7： 2017 年法定节假日旅游市场情况

2017 年假期	全国接待游客 (亿人次)	同比增长	旅游总收入 (亿元)	同比增长
春节假期	3.44	13.9%	4233	15.9%
清明假期	0.93	-	390	-
五一黄金周	1.34	14.4%	791	16.2%
端午假期	0.826	-	337	-
十一黄金周	7.05	11.9%	5836	13.9%

资料来源：国家旅游局，华泰证券研究所

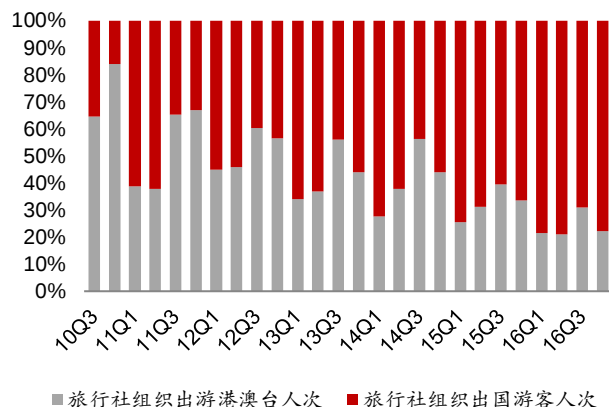
居民出国游持续火热，旅行社组织出国旅游人数保持较高增速。根据国家旅游局数据，2016 年旅行社组织出境游客人次 5587.9 万人次，同比增长 17.4%；除去目的地为港澳台游客后，出国游总体表现依然保持高景气度：2016 年旅行社组织出国游客人次 3921.49 万人次，同比增长 33.8%。

图表8: 单季度旅行社组织出境游人次维持较高增速



资料来源: 国家旅游局, 华泰证券研究所

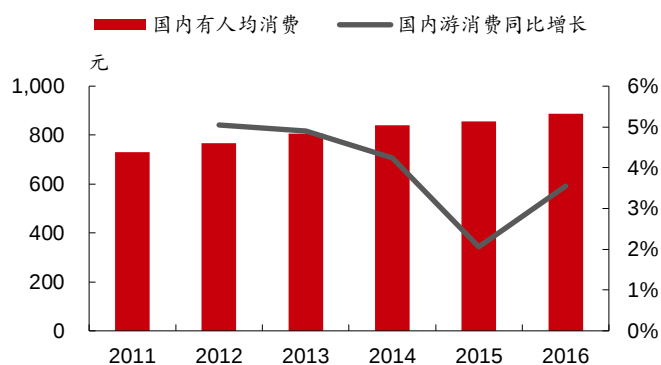
图表9: 旅行社组织出国游占出境游比例持续提升



资料来源: 国家旅游局, 华泰证券研究所

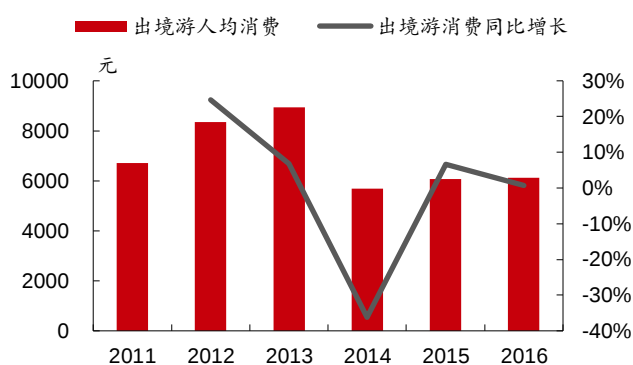
出境游客人均消费远高于国内游。根据国家旅游局数据, 2016 年我国国内游总收入 3.94 万亿元, 出游 44.4 亿人次, 人均花费 887 元; 2016 年出境游 1.22 亿人次, 消费总额 1098 亿美元, 人均花费 900 美元, 折合人民币超过 6000 元, 是国内游的 7 倍左右。如果考虑出国游(剔除低客单价的港澳台), 人均消费额更高。

图表10: 国内游人均消费稳定增长



资料来源: 国家旅游局, 华泰证券研究所

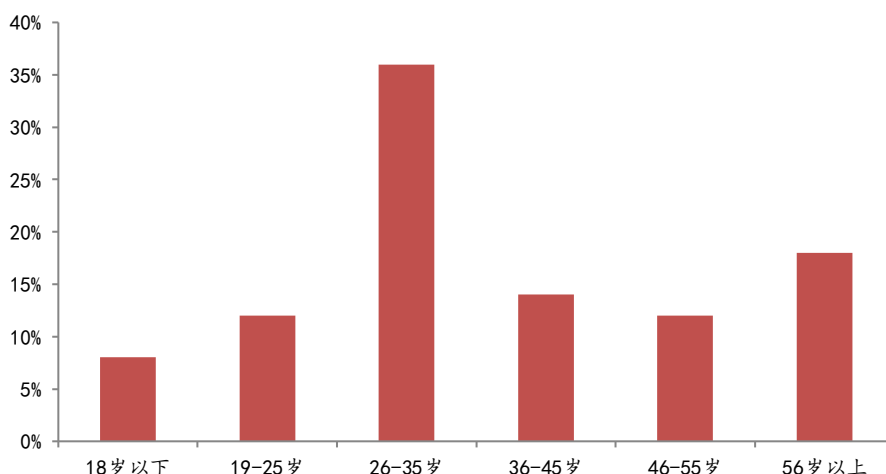
图表11: 出境游人均消费额在 6000 元以上



资料来源: 国家旅游局, 华泰证券研究所

8090 后“独生代”逐步成为社会发展的中坚力量, 领跑旅游消费市场。尼尔森发布 2016 年第四季度中国消费者信心指数显示, 全国有 2.1 亿的消费者是 80 后人群, 位列各年龄段之首, 占全国消费者总数的 16%; 90 后占 11.7%。途牛旅游网监测数据显示, 2016 年国内游用户整体呈现中青年化的趋势, 游客年龄集中在 26-35 岁, 占比约 23%, 品质游和体验游已成为 8090 后群体主要需求。从出境游、定制游、以及中档酒店的消费等方面来看, 8090 后群体已经成为旅游消费的主要群体。我们认为在未来较长一段时间内, 8090 后群体仍将牢牢占据旅游消费市场主力军的位置。

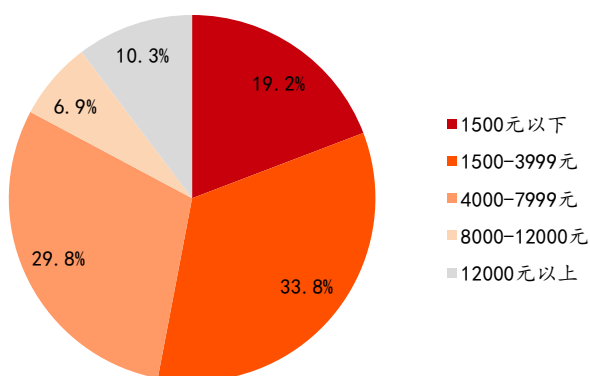
“独生代”正在改变着中国的消费趋势, 已成为中国消费升级的基本推动力量。8090 后消费者主要特点是: 1) 对新事物接受程度更高; 2) 对出游品质要求更高; 3) 有一定的资金压力(80 后车贷房贷, 部分 90 后学生经济实力不强)。由于面临高品质消费与可支配收入之间的矛盾, 独生代超前消费带来了强烈的融资需求。

图表12： 2016 年出境游用户中 8090 后年青一代成为绝对主力

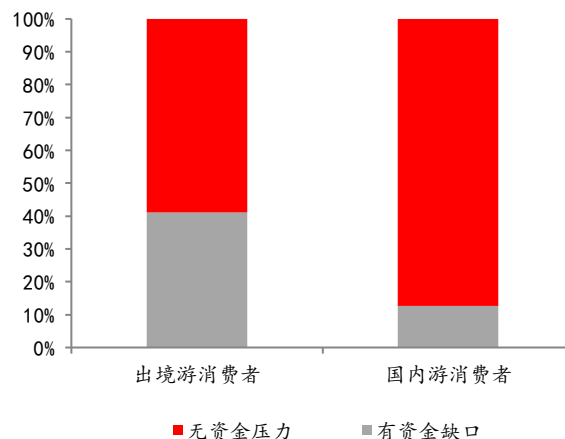
资料来源：途牛旅游网，华泰证券研究所

旅游金融高速增长，渗透率有明显提升空间

相当数量出境游消费者面临资金压力，旅游金融需求旺盛。2016 年中国实现旅游总收入 4.69 万亿元，占国民总收入的 6.3%。根据旅游局数据，2016 年中国游客出国游人均花费为 9816 元（出境游剔除前往港澳台游客）。根据易观智库测算，2016 年，在月收入 5000 元以上的中高收入群体中，约有 41.2% 的游客靠一年可支配收入完成一次出境游有一定的资金压力（一般认为居民旅游消费支出占收入比重超过 10% 则会承担一定的经济压力），旅游金融潜在需求空间广阔。

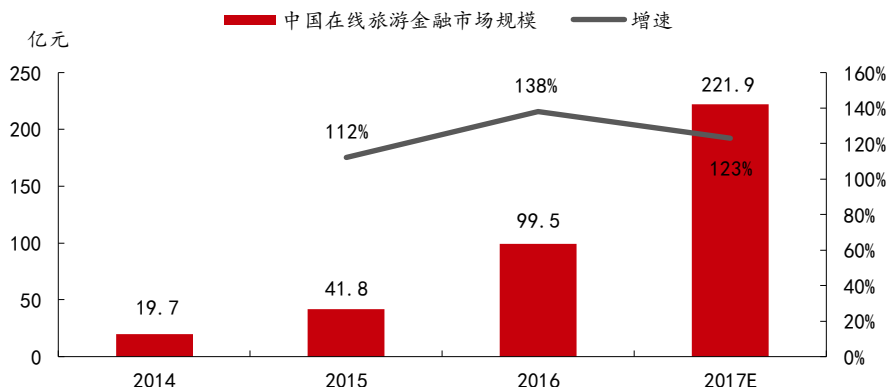
图表13： 2016 年中国在线旅游用户月收入分布

资料来源：易观智库，华泰证券研究所

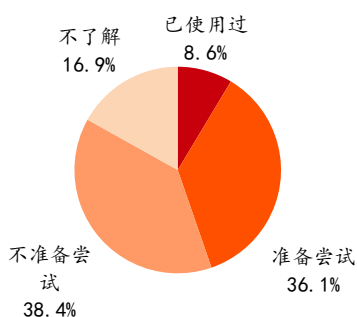
图表14： 出境游用户中有资金压力的消费者占比较高

资料来源：易观智库，华泰证券研究所

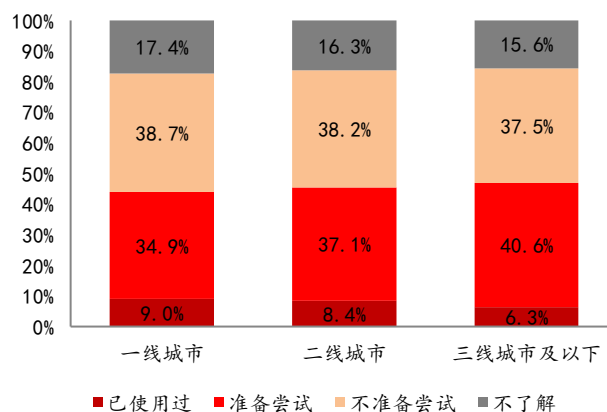
我国在线旅游金融市场规模高速增长，未来渗透率提升空间广阔。根据易观智库数据，2014 年中国在线旅游金融市场交易规模 19.7 亿元，渗透率 5.9%；预计 2017 年突破 220 亿元，复合增速达到 124%。根据易观智库调查数据显示，2015 年中国在线旅游用户中使用过旅游金融产品的用户只占到 8.6%，而准备尝试相关产品的有 36.1%，显示目前旅游金融的用户渗透率还不高，整个市场处于用户培育阶段。

图表15： 中国旅游金融市场交易规模迅猛发展

资料来源：易观智库，华泰证券研究所

图表16： 2015 年旅游金融产品渗透率较低

资料来源：易观智库，华泰证券研究所

图表17： 2015 年一线城市旅游金融产品使用率最高

资料来源：易观智库，华泰证券研究所

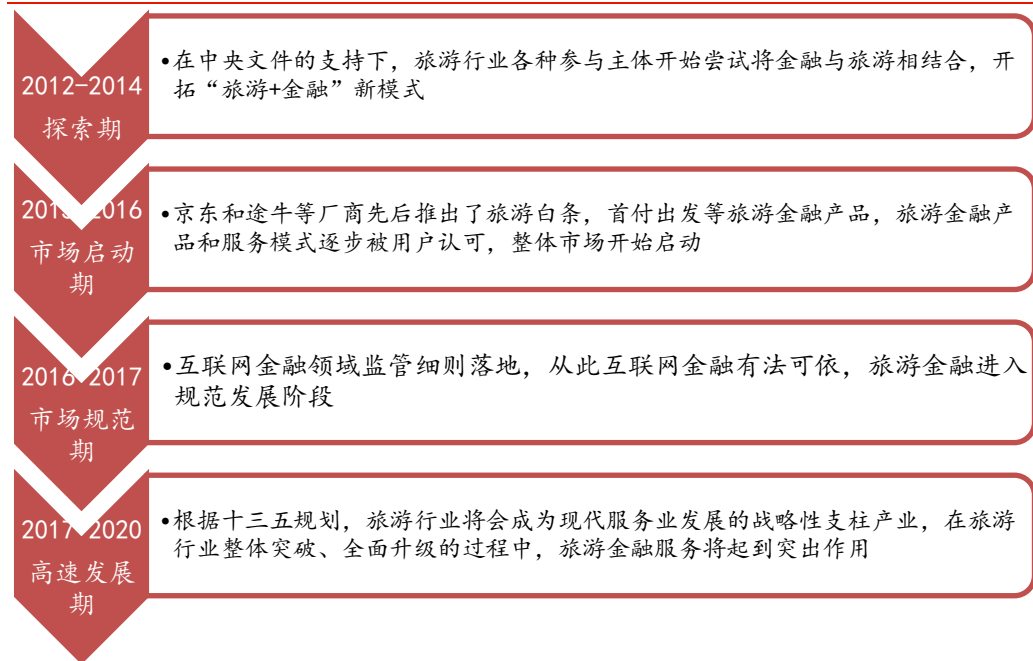
一线城市的使用率最高，非一线城市用户使用意愿更强。大城市的用户在消费观念上比中小城市的用户更为超前。根据易观智库 2015 年调查数据，非一线城市的用户虽然使用率相对一线城市消费者较低，但对互联网旅游金融服务感兴趣的比率均较一线城市更高，特别是三线城市及以下地区，感兴趣的比率超过 40%。因此三四线城市在旅游金融服务市场具备较大的发展潜力。

政策不断完善市场趋于规范

旅游金融行业蓬勃发展，多类型服务主体错位竞争，随着行业走向成熟，我们认为监管层将在业务主体资质上审核趋于严格，持有相关金融牌照的运营机构将凭借规范的风控体系走得更远，在长期行业竞争中脱颖而出。

在国家政策的引导下，市场走向规范化。2012 年 2 月，央行印发《金融支持旅游业加快发展的若干意见》，鼓励多种方式发展旅游消费信贷，鼓励金融机构和旅游产业整合资源，探索开发满足旅游消费的金融产品。2015 年 8 月，国务院发布《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》，支持旅游企业进行互联网金融探索，打造在线旅游企业第三方支付平台，拓宽移动支付在旅游业的应用。2016 年 8 月 24 日下午，银监会正式发布四部委联合起草的《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》。至此互联网金融的行业监管体系初步建立。

图表18: 旅游金融目前处于市场规范期



资料来源：央行、国务院、银监会等，华泰证券研究所

图表19: 旅游金融相关政策梳理

年份	部门	政策	要点
2009.12	国务院	《国务院关于加强发展旅游业的意见》	积极开展旅游在线服务、网络营销、网络预订和网上支付，充分利用社会资源构建旅游数据中心、呼叫中心，全面提升旅游企业、景区和重点旅游城市的旅游信息化服务水平。
2012.2	中国人民银行、发展改革委、旅游局、银监会、证监会、保监会、外汇局	《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》	要充分认识到金融支持旅游业加快发展的重要意义， 加强和改进旅游业金融服务
2012.7	国家旅游局	《关于鼓励和引导民间资本投资旅游业的实施意见》	进一步 完善旅游企业融资担保等信用体系 ，加大各类信用担保机构对旅游企业和旅游项目的担保力度。
2014.8	国务院	《关于促进旅游业改革发展的若干意见》	鼓励特色商品购物区建设，提供金融、物流等便利服务，发展购物旅游。
2015.1	国家旅游局	《2015年全国旅游工作会议报告》	1.推进旅游业转型升级、提质增效，加快旅游业现代化、信息化、国际化进程。 2.发行“中国旅游卡”。我们将与农业银行联合发行“中国旅游卡”， 推动金融机构推出涵盖旅游各领域的特色支付产品 。通过整合全国及境外旅游消费资源，为持卡人提供景区购票折扣、网上和电话预订优惠以及酒店、保险、购物等各类专属优惠和服务。鼓励各地先行先试，积极整合旅游卡，最终实现全国旅游“一卡通”。
2015.8	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》	积极发展“互联网+旅游”。积极推动在线旅游平台企业发展壮大，整合上下游及平行企业的资源、要素和技术，形成旅游业新生态圈，推动“互联网+旅游”跨产业融合。 支持有条件的旅游企业进行互联网金融探索 ，打造在线旅游企业第三方支付平台，拓宽移动支付在旅游业的普及应用，推动境外消费退税便捷化。加强与互联网公司、金融企业合作，发行实名制国民旅游卡，落实法定优惠政策，实行特惠商户折扣。放宽在线度假租赁、旅游网络购物、在线旅游租车平台等新业态的准入许可和经营许可制度。到2020年，全国4A级以上景区和智慧乡村旅游试点单位实现免费Wi-Fi（无线局域网）、智能导游、电子讲解、在线预订、信息推送等功能全覆盖，在全国打造1万家智慧景区和智慧旅游乡村。
2015.1	青海省	《关于金融支持文化旅游产业加快发展的意见》	从金融支持文化旅游产业发展的方向路径、融资结构、重点领域、服务模式 等方面进行了综合布局 and 安排。
2016.8	银监会、工信部、公安部、网信办四部委联合发布	《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》	详细规范了互联网金融行业
2016.12	国务院	《“十三五”旅游业发展规划》	对“十三五”旅游业发展作出战略部署，提出旅游业发展要实现旅游经济稳步增长、综合效益显著提升、人民群众更加满意、国际影响力大幅提升等四

年份	部门	政策	要点
			大目标。

资料来源：国务院等政府部门，华泰证券研究所

消费金融服务商的供给使得市场得以错位竞争，充分互补发展。消费金融服务的提供方包括消费金融公司、银行信用卡中心、电商消费金融业务、分期购物平台、P2P 平台等。这些企业通过细化金融服务，满足各类型消费人群的金融需求，有效弥补市场空白。同时，在政策积极信号的引导下，消费金融成为众多资本追逐的焦点。BAT 互联网巨头高调进入更是加快产业变革。消费金融隐性的进入门槛较高，需要强大的融资能力、场景拓展能力、获客能力和风控效率等。

图表20： 市场上各类消费金融参与者

主体	银行	消费金融公司	电商	P2P 公司	分期购物平台	第三方支付机构	小额贷款公司
金融业务牌照	商业银行牌照，发展信用卡业务需向银监会报批	消费金融公司牌照	暂无金融牌照	暂无金融牌照，银监会对 P2P 实施备案制管理	暂无金融牌照	第三方支付牌照	小贷牌照
企业性质	银行业金融机构	非银行金融机构	非金融机构	类金融机构，互联网金融	非金融机构	非银行金融机构	类金融机构
监管机构	银监会	银监会	暂无明确的金融监管部门	银监会、工信部、公安部、网信办和地方金融办共同监管	暂无明确的金融监管部门	央行	省金融办
经营范围	消费贷款通常为购买耐用消费品如房贷、车贷等大额支出或支付其他消费如旅游度假、求学深造等；信用卡多为高频低额度的日常消费	个人消费贷款，与消费金融相关的咨询、代理业务，不得用于生产经营及投资活动	个人消费贷款，商户消费贷款。以电商平台销售的实物产品为主。	基于场景的消费需求，核心品类为汽车、装修、电子产品等大额支出	个人消费贷款，商户消费贷款。核心品类为3C、轻奢及品牌产品	个人消费贷款，高频额度低的日常消费	小额贷款业务，不得从事企业经营业务，不得对外投资
服务对象	客户群体庞大，在拓展市场上定位中高收入人群	中低收入人群	网购用户群、商户等	客户多为白领等中等收入群体，有稳定的工作收入阶层	针对性的用户覆盖，垂直化深耕。当前的分期客户平台多面向大学生群体	从支付切入，客户覆盖广	中低收入人群、个体工商户、中小企业
贷款金额	单笔消费贷款金额集中在1万-100万，单笔信用卡贷款金额多在5万以下	不得超过借款人月收入的5倍，上限是20万元，实际中消费金融贷款平均金额远低于监管上限	无明确规定，多取决于电商平台实物产品价格，金额较小	坚持小额分散的原则，一般不超过50万元以下。无抵押担保的上限为月收入的5-8倍，房产抵押上限为房产估值的5-7成，车辆抵押上限为抵押车估值的8成左右。	无明确规定，多取决于商品价格，金额较小	无明确规定，多取决于商品价格，金额较小	同一借款人的贷款额度不超过资本净额的3%-20%。单笔消费贷款金额一般不超过5万
审批流程和效率	消费贷款逐笔授信，信用卡针对个人的综合授信，不需要对客户的每笔消费进行审核。消费贷款1个月左右，流程复杂，手续繁琐	逐笔授信，1-3个工作日	根据客户行为数据产生消费额度，实时审批授信	逐笔授信，1-3个工作日	根据客户行为数据产生消费额度，实时审批授信	根据客户行为数据产生消费额度，实时审批授信	逐笔授信，无抵押贷款1-3工作日；抵押贷款1周左右
征信	央行征信系统，成熟的征信及审批模式	初级的征信模式，暂无统一的征信平台，部分消费金融公司已纳入央行征信系统	利用大数据积累探索征信业务，审核授信过程在线上	当前 P2P 近 5000 家，其中 400-500 家 P2P 已纳入央行征信系统，审核授信过程在线上	初级的征信模式，利用大数据探索征信业务	计划批量接入央行征信系统	

主体	银行	消费金融公司	电商	P2P 公司	分期购物平台	第三方支付机构	小额贷款公司
贷款资金来源	各项存款、债券筹资、向央行的借款、同业拆借等	不得吸收公众存款，其资金来源主要包括自身资本、发行金融债券、境内同业拆借、境内金融机构借款、信贷资产转让等	自有资金，资产证券化	自有资金，公众存款	自有资金，资产证券化	自有资金	不得吸收公众存款，主要是自有资金；此外还有从银行业金融机构获得融入资金的余额，但不得超过资本净额的50%

资料来源：中国人民银行、银监会等部门，华泰证券研究所

目前消费金融公司以银行系背景为主。截至 2017 年 4 月，获得银监会批复的消费金融公司已有 22 家，其中银行系占据 20 家成为绝对主力。从这 20 家银行系持牌公司来看，提出申请的银行以中小银行为主。绝大部分的金融消费公司注册资金为 3 到 5 亿元，只有 5 家消费金融公司的注册资金达到 10 亿元及以上。消费金融牌照的优势在于获得牌照的机构可在银行间市场拆借，融资成本更低。

图表21：消费金融牌照绝大多数被银行系公司获得

公司名称	发起公司	注册资本	获牌时间	所在城市	盈利状况
中银消费金融	中国银行、百联集团、陆家嘴金融、中银信用卡...	5亿	2010/1/6	上海	5.12亿
北银消费金融	北京银行、磊坦德消费金融、利时集团...	3亿	2010/1/6	北京	未披露
锦程消费金融	成都银行、Hong Leong Bank Berhad	3.2亿	2010/1/6	四川成都	未披露
捷信消费金融	捷信集团	44亿	2010/2/12	天津	9.3亿
招联消费金融	永隆银行（招商银行旗下）、中国联通	20亿	2014/8/28	广东深圳	3.24亿
兴业消费金融	兴业银行、泉州市商业总公司、福诚、特步	3亿	2014/10/14	福建泉州	未披露
海尔消费金融	海尔集团、红星美凯龙、海尔集团财务...	5亿	2014/12/3	山东青岛	未披露
苏宁消费金融	苏宁云商、南京银行、BNP Paribas Personal Finance...	3亿	2014/12/11	江苏南京	-1.89亿
湖北消费金融	湖北银行、TCL集团、武商集团、商联集团	3亿	2014/12/16	湖北武汉	未披露
马上消费金融	重庆百货大楼、中关村科金技术、重庆银行...	3亿	2014/12/30	重庆	652.2万
中邮消费金融	邮储银行、DBS BANK LTD.、渤海国际...	10亿	2015/1/6	广东广州	未披露
杭银消费金融	杭州银行、BBVA、海亮集团...	5亿	2015/7/7	浙江杭州	未披露
华融消费金融	华融资产、合肥百货大楼集团、深圳华强资产、安徽新安资产	6亿	2015/10/23	安徽合肥	-3680万
晋商消费金融	晋商银行、奇飞翔艺、天津宇信易诚...	5亿	2016/2/24	山西太原	未披露
盛银消费金融	盛京银行、顺峰投资实业、大连德旭经贸	3亿	2016/2/24	辽宁沈阳	未披露
长安消费金融	长安银行、汇通诚信租赁、北京意德辰翔	3.6亿	2016/6/16	陕西西安	未披露
哈银消费金融	哈尔滨银行、苏州同程软件、北京博升优势...	5亿	2016/9/13	黑龙江哈尔滨	未披露
尚诚消费金融	上海银行、携程...	10亿	2016/11/25	上海	未披露
中原消费金融	中原银行、上海伊千网络信息技术有限公司	5亿	2016/12/19	河南郑州	未披露
包商消费金融	包商银行、深圳萨摩耶互联网、百中恒投资	3亿	2016/12/21	内蒙古包头	未披露
长银五八消费金融	长沙银行、城市网邻、通程控股	3亿	2016/12/27	湖南长沙	未披露
易生华通消费金融	吴江银行、海航旅游、珠海锦创、亨通集团、明珠集团	10亿	2017/1/9	广东珠海	未披露

注：盈利状况为 2015 年度盈利数据

资料来源：网贷天眼，华泰证券研究所

消费金融牌照数量增长较慢。2009 年经国务院同意，北京、天津、上海、成都开展消费金融公司试点；2013 年 9 月新增 12 个试点城市；2015 年 6 月国务院召开常务会议，决定将消费金融公司试点扩大至全国。从 2010 年到 2015 年共批准 14 家，平均每年不到 3 家，持牌公司数量增长很慢。

图表22：无牌照提供消费金融产品的公司

消费金融产品	所属公司	推出时间
京东白条	京东集团	2014.02
蚂蚁花呗	阿里巴巴集团	2014.12
百度有钱	百度集团	2015.04
国美消费金融	国美控股集团	2015
万达消费金融	万达集团	2015
平安消费金融	平安普惠金融	2015.07

资料来源：网贷天眼，华泰证券研究所

金融牌照的价值日益提高。总体来看，以银行、信托、证券、保险、公募基金、第三方支付等 25 类金融牌照成为各路资本追逐热点，近年来随着金融监管趋严，牌照价值凸显，其市场价格也随之水涨船高。

图表23： 各类金融牌照介绍（截至 2017 年 6 月）

牌照	数量	监管部门	主营业务	现状
银行	773	银监会	存、汇、贷款	民营银行开放
信托	71	银监会	各类信托业务、投资基金业务	冻结发放
金融租赁	56	银监会	融资租赁	开放
消费金融	22	银监会	吸收公众存款，以小额、分散为原则，为中国境内居民个人提供	开放
金融资产管理公司	39	银监会	专门处理金融结构不良资产	开放
货币经纪	5	银监会	在金融市场上通过电子或声讯手段，为金融产品交易提供信息，促成交易达成	—
贷款公司	14	银监会	由银行在农村地区设立的专门提供贷款服务的非银行金融机构	—
第三方支付	267	央行	网络支付、预付卡发放和受理、银行卡收单等	冻结发放
征信	8	央行	个人/企业征信	仍待核查
证券	111	证监会	各类证券业务	CEPA 通道开放
期货	161	证监会	期货交易	冻结发放
公募基金	35	证监会	公募基金、机构业务	开放
基金子公司	67	证监会	类信托业务	收紧
基金销售	248	证监会	发放基金份额	收紧
基金销售支付	22	证监会	基金销售支付结算业务	开放
私募基金	上万家	基金业协会	私募业务	开放
股权众筹		证券业协会		公募尚未开放，私募版开放
保险	135	保监会	各类保险业务	收紧
保险代理、保险经纪	数百家	保监会	保险代理	开放
融资租赁	1324	商务部	外商内资融资租赁	开放
典当	数千家	商务部及地方金融办	典当	开放
保理	数千家	商务部	托收保付	开放
小额贷款公司	约 4000 家	省级金融办	无抵押贷款、抵押贷款、质押贷款	节奏放缓
融资性担保公司	约 3000 家	省级金融办	融资性担保业务	节奏放缓
金融资产交易所	数十家	省级金融办	营销/公告/咨询/开发/设计/交易/服务	节奏放缓

资料来源：银监会、保监会、证监会、商务部等政府部门，华泰证券研究所

征信体系建设助力行业发展

征信体系的完善对发展新型金融业务意义重大。个人消费者和企业信用数据的覆盖率大幅提升，为各个产业开展消费金融和供应链金融业务奠定了坚实的基础。征信业是社会信用体系建设的重要组成部分，可以降低交易参与各方的信息不对称，解决制约信用交易的瓶颈问题，避免因信息不对称而带来的交易风险与损失。根据征信对象的不同，一般分为“企业征信”和“个人征信”两大类。

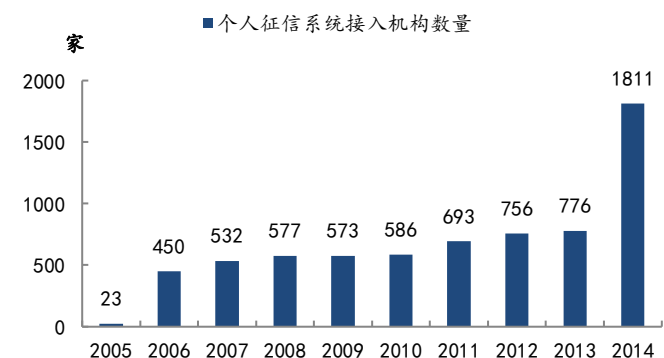
图表24： 中国征信市场图谱



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

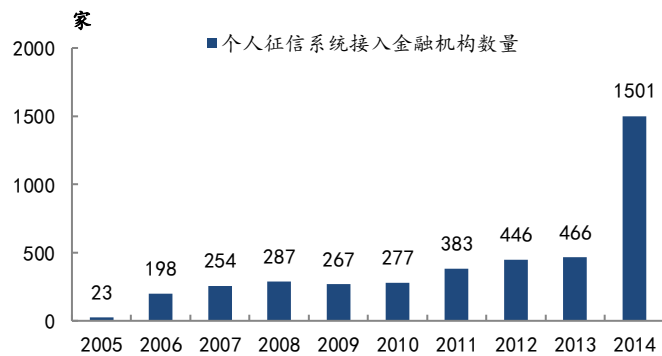
2014 年全国征信体系迈入高速发展的新阶段。全国金融信用信息数据库包括个人信用信息数据库和企业信用信息数据库。根据人民银行征信中心数据，截至 2014 年底，个人征信系统接入机构数量 1811 家，相比 2013 年增长 133%；接入金融机构数量 1501 家，比上年增长 224%。企业信用信息数据库覆盖了 1969 万家机构，其中 600 多万户有信贷记录，有贷款信息的机构数有 1009 万家。个人信用信息数据库覆盖了 8.6 亿自然人，有贷款记录人数 3.5 亿。企业信用信息基础数据库开通查询用户 14.8 万户，2014 年全年查询共计 9,950.4 万次，个人信用信息基础数据库开通查询用户 13.3 万个，2014 年全年共查询 4.05 亿次。

图表25： 个人征信系统接入机构数量在 2014 年激增



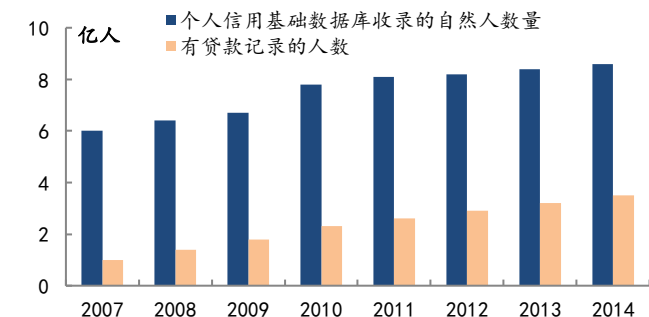
资料来源：中国人民银行征信中心，华泰证券研究所

图表26： 个人征信系统接入金融机构数量 2014 年激增



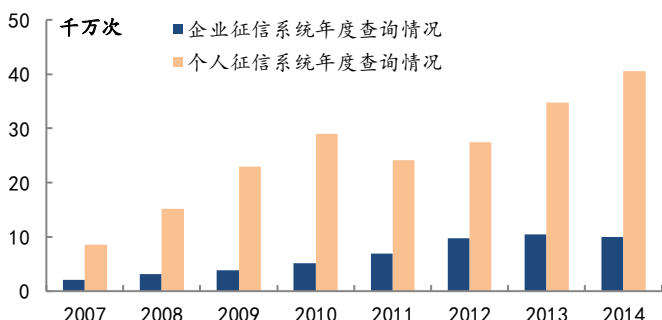
资料来源：中国人民银行征信中心，华泰证券研究所

图表27： 全国金融信用信息数据库不断完善发展



资料来源：中国人民银行征信中心，华泰证券研究所

图表28： 全国金融信用信息数据库建成使用率不断提升



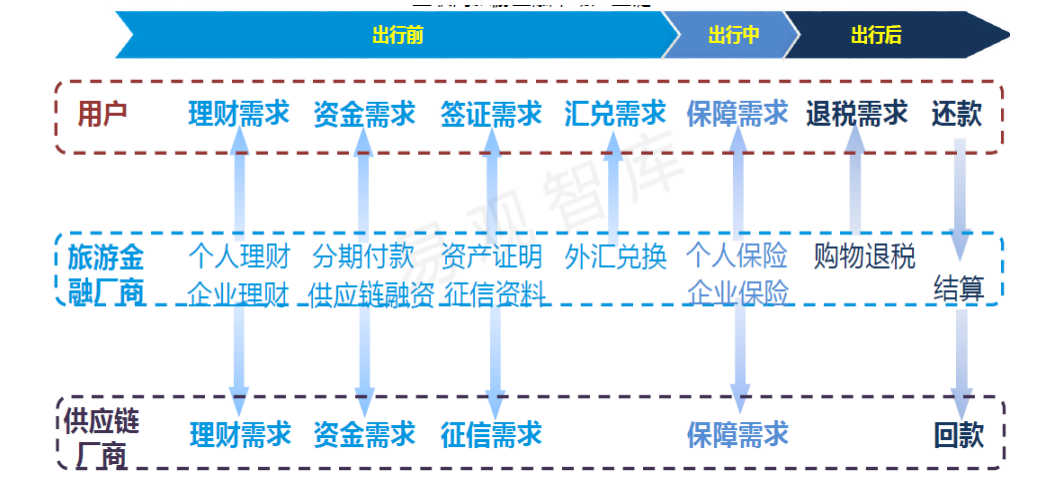
资料来源：中国人民银行征信中心，华泰证券研究所

产业链：应用场景丰富，整体效率提升

旅游金融服务的应用场景非常丰富，针对下游消费者用户和上游供应链厂商不同类型的需
求，按照行前、行中和行后可以开发相应的金融产品。

- 1) 对于消费者用户：出行前的个人理财（理财需求）、分期付款（资金需求）、资产证明（签证需求）、外汇兑换（汇兑需求），行程中的个人保险（保障需求），以及行程结束后的购物退税（退税需求）和结算服务（还款需求）。
- 2) 对于供应链厂商：企业理财（理财需求）、供应链融资（资金需求）、征信资料（征信需求）、企业保险（保障需求）和结算服务（回款需求）。

图表29： 旅游金融市场需求和对应服务产品



资料来源：易观智库，华泰证券研究所

从旅游产业链的各个环节来看，发展旅游金融业务的核心要素有以下四个方面：

- 1) 大型批发商、零售商、代理商通过横向并购整合，规模提升，这些企业掌握大量客户资源，拥有完善的信息，和大量沉淀资金；
- 2) 产业链上游供应商轻资产运营，融资需求大、成本高，下游小代理商面对账期压力，亦有较大的融资需求；
- 3) 以出境游为代表的下游消费客单价较高，相当比例的个人消费者面临较大的资金压力，旅游消费金融需求比较强烈；
- 4) 产业链整体效率存在提升空间。

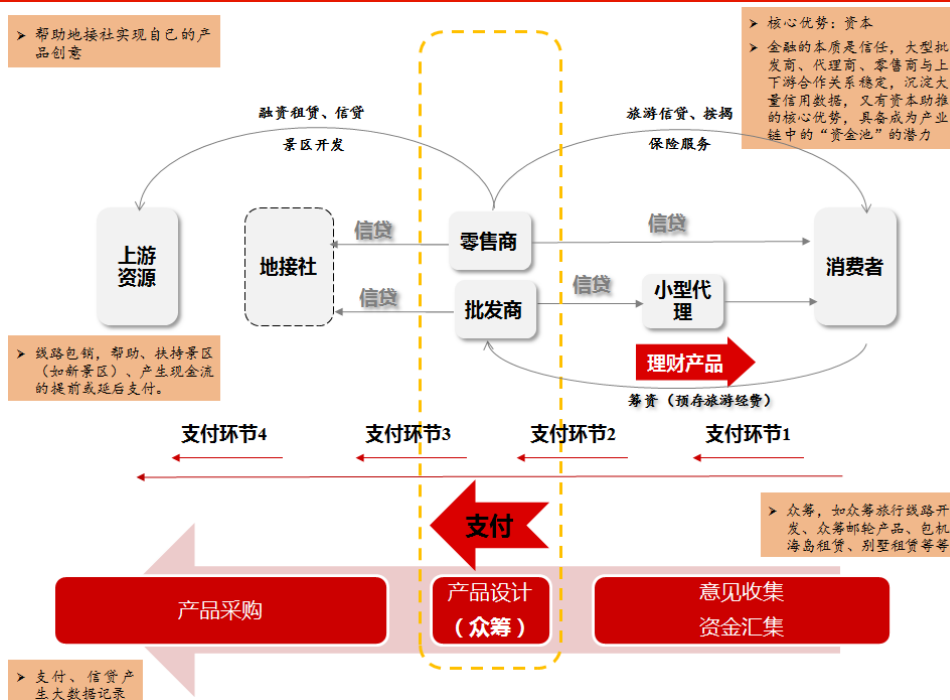
图表30: 产业链各个环节的典型参与者



资料来源：劲旅咨询，华泰证券研究所

考虑到出境游作为消费者和供应商资金压力最大、旅游金融服务应用场景最丰富的子行业，我们分别从三个角度介绍旅游金融的业态模式：1) 零售/批发商服务上下游提升产业影响力；2) 大型代理商通过预付缓解供应商资金压力；3) 下游消费者参与融资实现多方共赢。

图表31: 基于出境游产业链的旅游金融要素分布



资料来源：华泰证券研究所

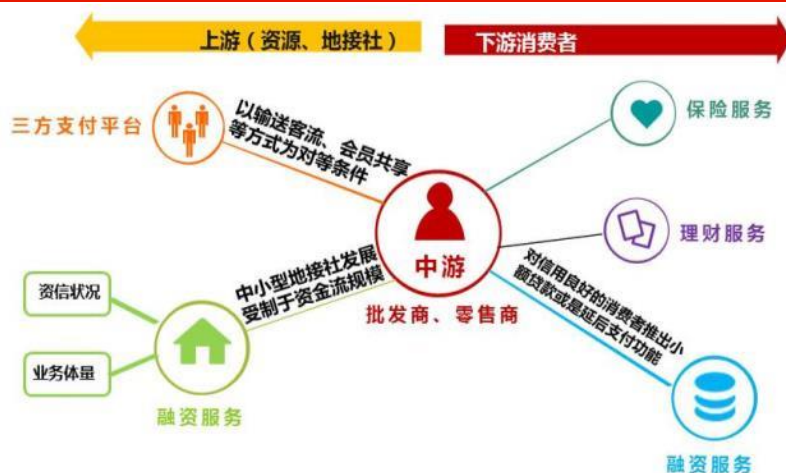
零售/批发商：服务上下游提升影响力

批发商、零售商可以通过第三方支付平台采购资源扩大产业链影响力。中游（批发商或是大型零售商）具有强大的渠道力，并且能以输送客流、会员共享等方式为条件，进一步提高自己对上游资源（景区、酒店、餐饮、交通）的议价能力，在向上游资源采购机票、酒店、专车、地界服务等产品时推广自己的支付系统，形成完整的资源采购和支付闭环平台，丰富产品类别，在产业链上游建立影响力。

批发商、零售商为资源端提供融资等服务可以促进创新产品落地。上游连接着大量中小型地接社公司，这些地接社在运营过程中需要大量的现金流来完成资金滚动，但是由于利润较低，轻资产运营，融资能力不足，业务的发展受制于资金规模的限制。批发商和零售商通过长期频繁的业务合作往来，能够对其资信状况、业务体量有相对客观和真实的了解，基于这些信息提供资金支持、融资租赁服务，帮助开发优秀的旅游产品、实现产品创意，成为整条产业链的资金入口。

零售商向消费者提供后付产品有助于挖掘潜在需求。零售商依托于 C 端渠道力，还可以展开面向消费者的各类金融业务。比如途牛分期等“先游后付”的产品，主要是为了解决消费者在出境游中面临的资金紧缺问题。类似的对信用良好的消费者推出小额贷款或是延后支付的产品，将会吸引更多消费者积极购买旅游商品。

图表 32： 中游向上下游企业、个人用户开展多项金融服务



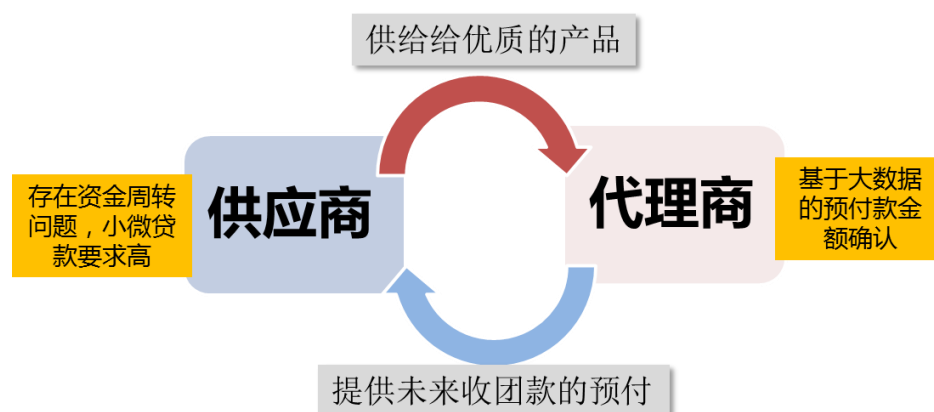
资料来源：华泰证券研究所

大型代理商：预付缓解供应商资金压力

资金垫付和账期问题导致供应商面临比较沉重的资金压力。供应商一边面对上游资源需要垫付的保证金，另一边要面对代理商结算周期较长，资金压力上升。在这样的情况下，实力较强的代理商可以向供应商提供账期优惠，缓解供应商短期资金周转难题。

大型代理商通过对供应商提供预付模式，谋求获得更优质的产品。比如旅游百事通对上游供应商提供的“预付宝”，预付一定的未来团款从而缓解供应商短期的资金短缺。“预付宝”的最终目的并不是为了获得投资收益，而是通过这样的“合作”，把更优质的产品纳入自己的代理体系中。大数据技术为代理商提供了有效的风险控制：基于平台商产生的大量历史交易数据，旅游百事通可以大概测算出该供应商未来几个月在旅游百事通的交易量，从而实现预付款不会超出未来的预期交易额。

图表33： 大型代理商对供应商提供预付模式以期获得更优质的产品

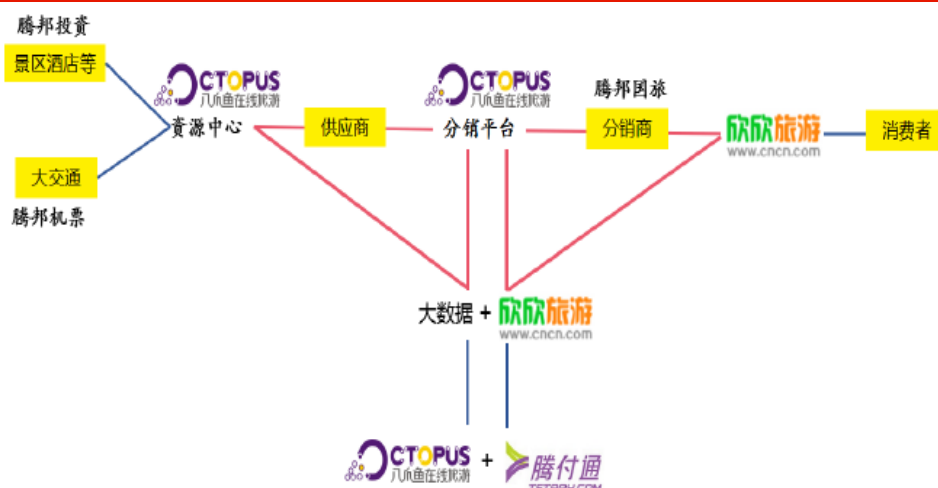


资料来源：华泰证券研究所

机票代理产业链同样具有提供旅游金融服务的潜质。机票的大型代理商不同于出境游产业链中的代理商：1) 其下游存在着更为分散，规模更小的小型代理商（类似消费者之于零售商的地位）；2) 上游资源相对标准稳定，对中游可提供的金融类业务需求不高。因此其金融环节主要向下延伸。通过建立在线代理商数据库，从而产生大量的支付信息，有利于帮助大型代理商判断下游小代理商的偿付能力、业务状况、经营规模，向资信状况良好的小代理商推出延后支付，收取利息。甚至，可以以业务合作的方式向优秀的小代理提供现金流的支持，为它们持续发展提供后续发展资金，以自己丰富的经验，在战略规划，运营管理，团队建设，产业资源整合及品牌建设等方面提供协助。

腾邦国际在旅游金融服务领域走在行业前列。大型票务代理商腾邦国际在 2014 年收购欣欣旅游，以欣欣为平台载体，导入机票资源、商旅客户资源，并在此基础上叠加了第三方支付、小额贷款、互联网理财等金融支持，腾邦国际实现自身金融业务与欣欣旅游在线旅游业务的融合，推动金融业务发展，另一方面，利用“腾付通”第三方支付工具以及其他金融工具实现平台交易闭环，最大限度挖掘现有业务的盈利潜能，形成了值得借鉴的业务模式。腾邦国际运用金融平台，为自己打造了一个产业链信用大数据库，为发展对外风控打下了良好的数据基础。

图表34： 腾邦国际的“旅游×互联网×金融”生态布局



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

下游消费者：参与融资实现多方共赢

随着 B2B 旅游产品平台的兴起，大型零售商向上整合目的地资源，实现目的地直面 C 端的格局。由此，目的地资源借助线上平台打通 C 端，零售商可以发挥产品数量和种类的优势，在线上平台提供行前预订和行中消费的预付/支付功能，给消费者更多支付时间点和支付方式的选择，并以支付业务为入口，大力向上拓展旅游金融业务。我们认为未来消费者有望成为资金的来源，以零售商平台为媒介，帮助整个产业链中的每个参与者实现自己的战略目标：上游资源和地接社的产品开发、零售商的规模扩张和消费者先玩后付的预支旅行，都可以通过旅游零售商这个平台来进行自由活跃的融资。

图表35： 消费者成为资金来源，以零售商媒介帮助产业链每个参与者



资料来源：华泰证券研究所

以消费者为资金来源可以实现两种商业模式：

1) 消费者以预付、购买保险或其他金融产品的方式，通过支付平台，将资金汇集到零售商。2015 年以来已有许多旅游产品零售商、代理商开始涉足金融，携程、去哪儿、途牛、凯撒旅游等在 2015 年上半年发售近 10 款旅游金融产品。旅游行业具有很分明的季节性周期变化，预约淡季消费可以平滑批发零售商乃至上游地接、景区酒店的淡旺季收入差，减少整个产业链的收入波动性。

图表36： 2015 年产业链参与者开始涉足金融

携程程涨宝——与自身股价挂钩



以携程推出的“程涨宝”为例，是一款预付产品，其运作模式类似基金，消费者在线上平台申购产品，其收益不封顶，与携程股价挂钩，保本6%年化收益。不过“程涨宝”既合作没有基金公司，也没有其他金融机构，实际上是携程涉足金融领域的一步。

中信信托与凯撒旅游合作推出的“海岛游”消费信托，也是以预售的方式，使用户能以 5 折的价格购买旅游路线，前提是需要两年内的淡季预约消费。消费信托实际上是通过认购信托产品，在有保障的前提下，获取高性价比且优质的消费权益。

旅游信托——获取高性价比的消费权益



资料来源：易观智库，华泰证券研究所

2) 零售商将上游资源、地接社的开发项目打包为投资产品，以 P2P 的模式向消费者发售理财产品。优秀的地接社项目往往缺乏开发资金，出色的零售商也可能面临规模扩张的资金约束，除了可以将自有资金或是消费者购买旅游金融产品所募得的资金，投放于这些收益前景良好的项目中，还可以搭建一个类似 P2P 平台的媒介，让融资和投资需求在线上自由匹配，让消费者变成投资人。这类产品可以包括：众筹旅游线路开发、众筹邮轮、海岛租赁、包机、别墅包租等等。

让消费者从产品的启动期参与整个环节对产品设计好处明显。除了能汇集项目开发资金外，还可以以意见众筹和开放式的消费者头脑风暴来完成旅游产品的设计开发环节，提高消费者在过程中的参与感，在这之后还可以协助上游景区、酒店或者地接社进行具体操作，满足和实现消费者对于一款旅游产品的想象。在建立了详实的信用备案后，零售商甚至可以鼓励消费者之间交互式的个人旅游贷款，最终实现整条产业链上资金的自由流动。

图表37： 零售商打包投资产品，以 P2P 模式向消费者发售融资产品



资料来源：劲旅咨询，华泰证券研究所

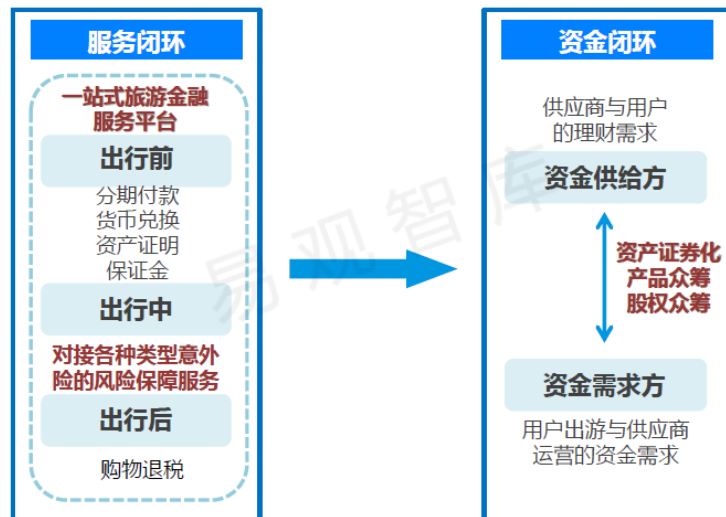
发展趋势：打造资金闭环，提升风控能力

结合旅游金融行业发展现状，我们认为两大趋势值得关注：

1) 旅游金融企业将从打造服务闭环向构建资金闭环发展。所谓服务闭环，例如互联网保险成为了各大厂商打造一站式旅游金融服务平台的热点领域。例如途牛金服就已经获得保险经纪牌照，并推出了包含旅游意外险、旅程取消险，以及万能险等产品，充分满足旅游用户在风险保障方面的各种需求。

资金闭环则能够实现更高服务效率，提升旅游金融服务商的平台影响力。目前，旅游金融服务厂商所提供的服务大多基于自有资金；产品则多是代销其他金融机构的相关产品。我们预计未来各家厂商可以通过资产证券化、众筹等创新金融手段，直接对接旅游用户及供应商在资金与理财方面的需求，形成自身体系内的资金闭环，典型如多彩投的众筹模式。

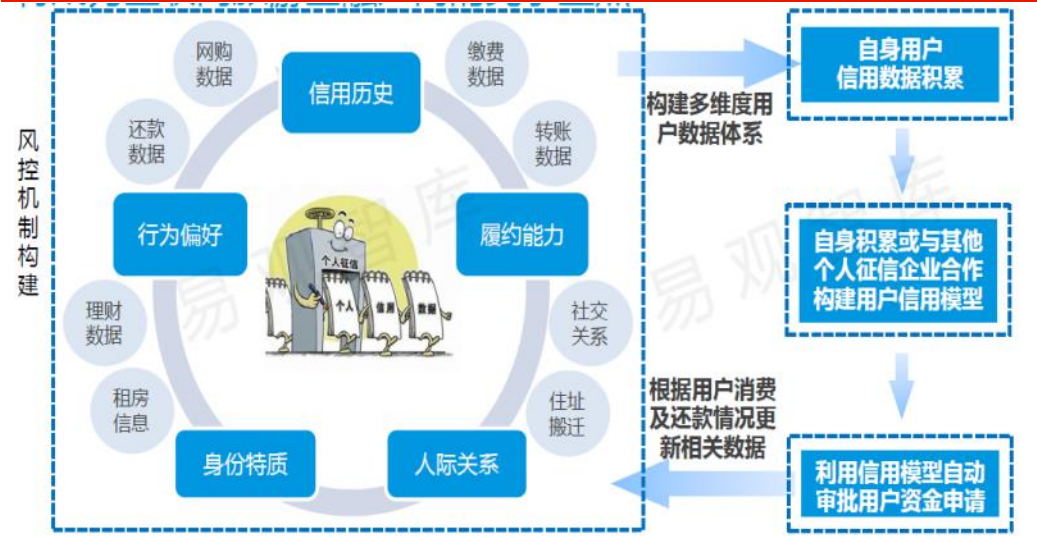
图表38： 从服务闭环走向资金闭环



资料来源：易观智库，华泰证券研究所

2) 基于征信体系的风控体系构建将成为旅游金融服务商的重要竞争力。无论是拥有雄厚实力的传统旅游集团，还是新晋崛起的在线旅游巨头，抑或是自有生态体系的互联网公司，金融产品背后的风险控制，是制约互联网旅游金融发展的关键。随着我国互联网金融行业整体的快速发展，支付、消费金融、保险、征信等细分领域日趋成熟，为互联网旅游金融服务的发展提供了必备的业务支撑和良好的发展环境。而云计算及大数据等技术的进步，带动个人征信体系不断发展，为旅游金融服务厂商规避相应风险，提供了技术保障。伴随征信系统的逐渐完善，旅游金融的发展也将更加规范，发展步伐也更快。

图表39： 基于征信体系的旅游金融风控机制



资料来源：易观智库，华泰证券研究所

典型案例：发挥资源优势，提升产业地位

按照旅游金融企业的资源禀赋和背景，我们可以将他们分成三种类型：

- 1) 以 OTA 为代表的代理商、批发商和零售商作为产业中游，对接上游资源端和下游消费者，能够提供丰富的应用场景，其资金来源包括自身平台（如途牛）、产业资本（如小驴金融）和金融机构（如去哪儿金融）等；
- 2) 电商系的阿里和京东依托在交易环节积累的支付、征信资源优势，主要切入 2C 端旅游金融服务，提升在旅游产业链中的话语权。
- 3) 其他类：溢美金融定位于旅游金融综合服务商，提供 2B 和 2C 端的各类服务；多彩投以众筹模式将项目方与消费者直接沟通，实现消费和投资深度融合；首付游采用类 P2P 模式主攻 8090 后消费贷，赚取批发零售差价利润等；腾邦国际从机票代理转型，借助牌照、旅游资源、OTA 平台、产业资本等多方位打造“旅游×金融×互联网”的生态布局。

图表40：主要典型旅游金融服务品牌对比

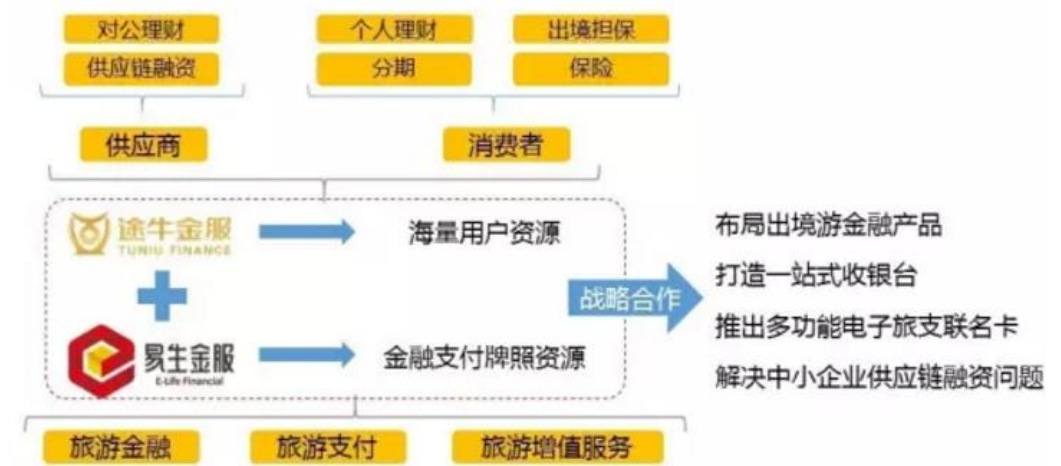
分类	旅游金融服务平台	背景	特点	牌照	2B 业务	2C 业务
OTA 系	途牛金服	途牛网 (海航集团)	一站式服务	保理、保险、基金	中小旅行社贷款，酒店景区保理，对公理财、供应链融资等	个人理财：途牛宝、基金理财 个人担保：保证金、首付出发 个人出境金融：出境保、购物退税
	小驴金融	驴妈妈 (景域集团)	产融结合	无	景域集团与产业资本合作谋求产融结合	个人担保：无需首付出发 个人理财：金驴宝（与嘉实合作，基金销售） 个人出境金融：外汇兑换（与易兑行合作）
	去哪儿金融	去哪儿网	点状布局	无	—	个人理财：趣游宝（与两个基金公司合作，基金销售） 个人担保：小额贷款（与闪白条合作，2 万额度） 个人出境金融：存款证明（与中信银行合作）
电商系	蚂蚁金服	阿里巴巴集团	支付+征信 银行、基金、保险、证券、第三方支付、股权众筹、小额贷款、企业征信	—	—	个人担保：信用住 个人出境金融：境外支付、购物退税
	京东金融	京东集团	首付游合作 第三方支付、基金、保理、小额贷款、支付许可	—	—	首付游、旅游保险
其他类	溢美金融	—	综合服务商	保理	酒店景区旅行社提供融资、保理服务 给企业提供线下工商服务	为个人消费者提供消费担保、交易
	多彩投	—	众筹平台	无	—	P2P 众筹
	腾邦国际	—	机票代理转型 第三方支付、小额贷款、P2P、保险兼业代理、保险经纪	提供贷款、白条、分期、保理、应收账款质押；借贷撮合及咨询、对账、增信服务	—	—

资料来源：各公司官网，华泰证券研究所

途牛金服：行业领先的“一站式”旅游金融服务商

探索多元化盈利模式，成立途牛金服。2015 年途牛宣布执行“旅游+互联网+金融”布局战略，成立途牛金服，为消费者和供应商提供“一站式”互联网金融服务平台；同年途牛金服先后获得保理经纪、保险销售及基金销售三块金融服务牌照。2016 年 11 月 8 日，途牛召开十周年战略发布会，宣布成为集团化公司，并将业务拆分为旅游度假子公司和金融科技子公司两大板块。

图表41： 途牛金服的主要商业模式



资料来源：劲旅咨询，华泰证券研究所

途牛金服依托自身的旅游资源，向消费者和供应商提供“一站式”互联网金融服务。途牛提供的金融服务包括：1) 面向个人理财服务：途牛宝、基金理财、定期理财、预约理财；2) 面向个人的担保及分期付款服务：保证金、途牛宝担保金、牛分期、首付出发；3) 面向个人出境金融服务：出境保、购物退税；4) 面向供应商投融资服务包括：对公理财、供应链融资。

图表42： 途牛金融领域布局较广

业务种类	产品名称	产品简介	合作现状
理财	途牛宝现金理财产品	存入途牛宝的资金不仅能得到超额收益，还能随时转出至绑定的银行卡，方便灵活。	支持银行卡：招商、工商、农业、民生、浦发、建设、广发、平安、中银、中信、交通、光大
	基金理财		2015 年 10 月已获得基金销售资格；2016 年 8 月到 2017 年 9 月陆续增加招商、前海、南方、工银瑞信等基金公司部分旗下基金
	定期理财	由途牛金服平台联合其他各类金融机构或已获得金融监管机构认可	支持银行卡：农业、工商、招商、中银、建的机构推出的理财项目品牌。设、光大、华夏、中信、兴业、邮储、平安、浦发、广发、民生
消费金融	首付出发旅游消费新玩法	用户支付首付款即可出发看世界，余款享受分拆还款服务。目前支持部分出境线路、国内线路（包含跟团游、自助游等），邮轮：日韩、欧洲、美洲、澳新、极地环球；也支持部分机票、酒店的预订；最高可获 2.5 万信用额度	出境长线：欧洲、美洲、中东非洲、澳洲；海岛：巴厘岛、帕劳群岛、塞班岛、毛里求斯、马尔代夫；出境短线：日本、韩国、东南亚、南亚
出境金融	保证金	产品分为出境保、第三方保证金	
	资产证明（牛资金）	途牛宝账户可用于办理资金证明、出境游保证金,保证金冻结期间有收益	
	购物退税		
	外币兑换（牛兑换）		支持的城市：北上广深、杭州、苏州、天津、大连、乌鲁木齐、珠海、昆明等城市；支持的外币：美元、欧元、英镑、泰铢、港币、日元、韩元等
小额信贷平台	小黑鱼		2017 年 4 月收购三声域名，原因可能是品牌升级，或者旗下新项目
其他产品	江苏银行串串盈平台拥有趣味游戏、营销活动展示、赚豆任务发布、苏银豆商城等功能和	2017 年 10 月与江苏银行串串盈打造“金融+旅游”线上分享式金融服务平台。	
信用卡与借记卡	工银途牛牛人信用卡	第一款面向年轻客户群体的“互联网+”信用卡产品	2017 年 1 月 12 日与中国工商银行发布工银途牛牛人信用卡，金融和旅游行业首次互联网化跨界合作
	招银-途牛”联名借记卡	主要针对招行新老客户群体、途牛用户和自主开卡的用户。	2017 年 7 月与招商银行上海分行推出“招银-途牛”联名借记卡系列，分设 M+卡、金卡、金葵花系列卡；
APP	你好世界	金融旅游服务品牌	2016 年 12 月与南京银行携手打造“你好世界”
跨界汽车金融			2017 年 3 月与金丰金融、玖富、亚租所和银之杰等一系列重量级机构共同推进汽车金融发展

资料来源：途牛旅游，华泰证券研究所

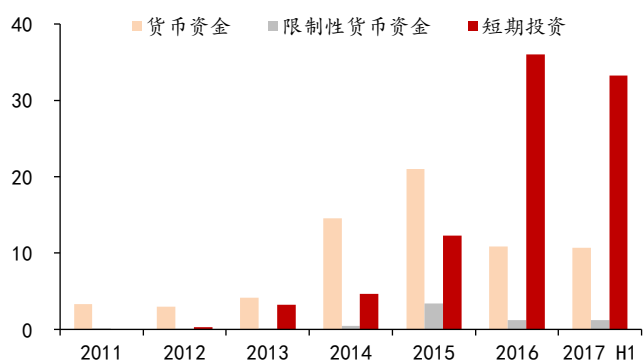
途牛个人信贷业务依托丰富旅游场景提供金融服务。2015 年 8 月，途牛推出自营个人旅游分期付款业务“首付出发”，助力用户轻松出游。途牛会员可在线申请获得“首付出发”信用额度，购买旅游产品时体验“首付款+额度内分期”的支付方式。根据途牛网数据，截至 2016 年一季度，首付出发覆盖线路 126 万多条，超过 138 万的途牛网用户获得了授信，授信总额度超过 82 亿元。

途牛供应链金融服务全面涵盖产业链上下游。1) 面向中小旅社的资金支持。为解决中小旅行社发展中的资金问题，带动产业链上下游共同发展，途牛于 2015 年建立 50 亿元资金储备，大幅增加对合作伙伴尤其是中小旅行社的资金支持。截至 2015 年 9 月底，途牛已累计向合作伙伴提供资金支持 17 亿元。2) 面向包含酒店、景区等其他旅游产业链的保

理服务。2015 年 9 月，途牛旗下两个商业保理公司已获批，注册资金共计 13 亿元人民币。设立商业保理公司之后，途牛不仅可以服务目前逾 8000 家的合作伙伴，还可以为包含酒店、景区等在内的其他旅游产业链相关企业提供保理服务，满足更多旅游行业中小企业的融资需求。

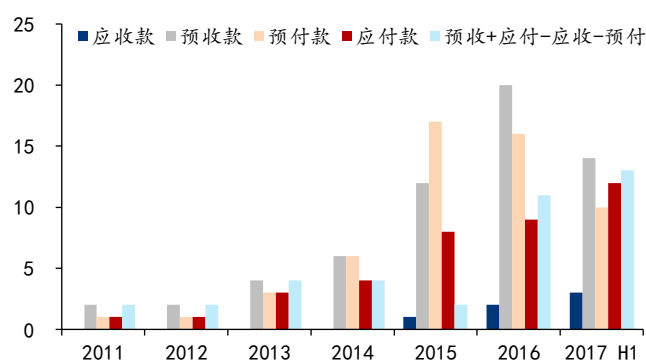
良好现金储备及相对较强的议价能力奠定途牛供应链金融发展基础。截至 2017 年 6 月底，途牛账面现金+限制性现金+短期投资合计 45 亿元，尚未出现在线旅游行业最为担心的现金短缺问题。从财务指标看，途牛预收款+应付款-应收款-预付款由 2011 年的 2 亿元增长至 2017 H1 的 13 亿元，彰显相对较强的上下游议价能力。

图表43： 途牛现金储备相对富裕（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表44： 预收+应付-应收-应付不断增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

针对出境金融服务市场，途牛为用户提供了“出境保”、“购物退税”等产品。1) **出境保：**2015 年 8 月初途牛上线出境保业务，用户在途牛旅游网预订指定旅游线路，在出发 7 个工作日之前使用途牛宝账户购买出境保产品，资产即可充当出境保证金，无需再到线下网点进行操作。客户在途牛预订指定旅游线路，选择“出境保”办理出境保证金业务，在获得银行利息的同时，更可享受最高立减 3000 元/人的优惠。途牛金服监测数据显示，截至 2015 年 10 月，“出境保”用户平均购买金额为 8.5 万元，用户前往的主要目的地有法瑞意、韩国、日本、泰国、希腊、德国、迪拜、美国等，以长线游为主。2) **购物退税：**途牛为首家推出“购物退税”服务的 OTA 企业，范围涵盖欧洲、美洲、亚洲等多个热门旅游国家及地区，可受理 8 家退税公司退税业务。

图表45： 途牛旅游出境保购买流程



资料来源：途牛旅游，华泰证券研究所

途牛取得保险经纪牌照，提供多样化保险业务。1) 途牛已与多家大型保险机构合作，为用户提供“旅游意外险”、“旅程取消险”、“航空意外险”、“签证保险”等 70 多个保险产品。保险在旅游中发挥的保障、服务功能日渐凸显。途牛金服监测数据显示，伴随着旅游业务规模和用户数量的快速增长，2015 年 1-9 月途牛用户的保险理赔件数较 2014 年增长 112%，保险理赔金额增长 108%，其中旅游意外险获得用户特别青睐。2) 途牛还将推出

“供应链旅游保险解决方案”，致力于与合作旅行社解决旅游保险经营中遇到的难题。旅行社通过与途牛保险经纪合作开展旅游保险业务，可直接嫁接途牛成熟的旅游保险平台，享受与途牛同等的保险政策。

理财业务与旅游消费场景融合，增强途牛用户粘性。2014 年 12 月，途牛联合汇添富推出活期理财产品“途牛宝”，迈出理财服务第一步。2015 年二季度，途牛相继上线定期理财产品“牛稳赚”和“月月赢”、预约理财等产品。2015 年 9 月宣布获批基金销售牌照之后，途牛着手打造“基金理财”频道，旨在为用户提供丰富、优质的公募基金产品。在一系列的布局之后，途牛理财平台已拥有途牛宝、基金理财、定期理财、预约理财等产品系列，能够一站式满足用户资产配置的基本需求。与其他理财产品不同在于：途牛依托已有的旅游服务，将理财产品与旅游消费进行了场景化融合，如用户“途牛宝”账户资金便可以“一金四用”：现金活期理财、支付旅游消费、充当出境保证金和出境存款证明。因此，途牛理财用户分布城市基本都属于出游人气客源地。

图表46：途牛基金理财产品较为丰富

基金类型：	全部	货币型	债券型	股票型	混合型	指数型	理财型	QDII	其它		
风险等级：	全部	低	较低	中	较高	高					
基金品牌：	全部	前海联合	金鹰	招商	中海	华泰柏瑞	华安	鹏华长城	南方	工银瑞信	易方达
基金代码	基金名称	最新净值（元）	万份收益（元）	风险等级	近一个月涨幅	近三个月涨幅	近一年涨幅	操作			
260108	鹏华新兴产业	1.2790	--	中	8.67%	11.51%	33.09%	购买			
110022	易方达消费行业股票	2.0940	--	中	8.61%	11.56%	53.07%	购买			
000878	中银医药健康产业A	1.3410	--	中	8.41%	8.85%	15.9%	购买			
000879	中银医药健康产业C	1.3030	--	中	8.31%	8.58%	14.8%	购买			
000063	长盛电子信息主题混合	1.9190	--	中	8.06%	4.52%	-6.14%	购买			
001076	易方达改革红利混合	0.8950	--	中	7.96%	15.78%	26.06%	购买			
110023	易方达医疗保健行业	1.5390	--	中	7.25%	11.6%	15.98%	购买			
460007	华泰柏瑞行业领先	1.5280	--	中	7.23%	14.8%	19.54%	购买			

资料来源：途牛旅游，华泰证券研究所

途牛的主要竞争优势来自于四个方面：

- 1) 凭借丰富牌照资源开展多项业务。**目前途牛已经拥有基金销售、保险经纪、商业保理、融资租赁等多张牌照，可以为产业链伙伴提供供应链金融、保险经纪服务，为个人提供差异化的综合金融产品。
- 2) 依托消费场景推广金融产品。**一方面，途牛包含了跟团、酒店预订、机票火车票预订、购买保险产品等消费环节，可以比较顺畅地链接消费信贷、分期支付、保险销售等金融服务，为这些金融服务进行引流。另一方面旅游一般是用户提前计划，用户会为此预支一笔资金作为预算，这些资金在旅游之前可以用来理财，也是比较直接的场景。
- 3) 平台积累大数据提供风控信息。**用户下单过程中会产生有价值的数据，如购买旅行社服务、酒店预订信息、交通费用信息、保险信息、银行卡信用卡信息等，这些数据与用户的收入状况、消费偏好等高度相关，有利于判断用户信用状况，为做大数据风控奠定基础。
- 4) 自身产业资源丰富。**途牛背靠海航集团，能够提供丰富的航空、旅行社、地接社、景区等旅游资源，进行充分的导流。

小驴金融：依托产业背景探索产融结合

2015 年，驴妈妈推出了金融频道小驴金融，拥有“小驴白条”、“小驴分期”等旅游分期产品以及理财、外币兑换服务。

图表47： 小驴金融商业模式



资料来源：劲旅咨询，华泰证券研究所

驴妈妈与金融公司合作打造小驴白条。由唯品金融与驴妈妈合作为有消费贷款需求并提出贷款申请的驴妈妈用户在购买旅游产品时提供的消费贷款产品，2015 年底，驴妈妈携手“闪白条”推出小驴白条服务，2016 年 8 月，小驴白条与中银消费金融公司推出了“小驴白条”2.0 版本，用户激活后可以获得一定的信用额度，额度可购买出境游、国内游、周边游等驴妈妈推出的旅游产品。用户还款时可以选择“小驴白条”分期还款，最多可分 12 期，月手续费为 1%。目前支持借记卡包括：中国银行、上海银行、建设银行、光大银行、兴业银行、招商银行、中信银行、工商银行，可支持 3、6、9、12 期的分期，手续费按照月费率 1%进行收取。

图表48： 小驴白条：无需首付，立即出发，任意分期



资料来源：驴妈妈旅游网，华泰证券研究所

小驴分期推广前期优惠力度较大。2015 年 8 月，驴妈妈旅游网和中银消费金融有限公司共同研发推出一款互联网消费金融产品，专为年轻人打造“先旅游，后付款”的旅游新玩法。上线初期，小驴分期采用“0 首付、0 利息、0 手续费”（第一期优惠活动限 2015 年 9 月 30 日前下单享受），其中产生的全部利息和手续费，全部由驴妈妈承担，驴妈妈为此补贴千万元让利于用户。

图表49： 小驴分期：享受高品质出游体验



资料来源：驴妈妈旅游网，华泰证券研究所

驴妈妈还提供理财和外币兑换服务。金驴宝为驴妈妈联合嘉实基金打造的一款现金理财产品，钱存入金驴宝，相当于投资嘉实基金公司旗下的嘉实基金薪金宝。驴妈妈携手易兑行（个人外币兑换特许机构），提供在线兑换美元、日元、韩元等 17 种主要货币服务。

图表50： 目前基金理财产品仅支持嘉实基金旗下薪金宝



资料来源：驴妈妈旅游网，华泰证券研究所

图表51： 小驴金融外币兑换支持 17 类币种



资料来源：小驴金融官网，华泰证券研究所

图表52： 驴妈妈货币兑换合作伙伴为爱汇货币



资料来源：小驴金融官网，华泰证券研究所

大股东景域集团积极布局探索产融结合。2016 年 6 月，驴妈妈所属景域集团与深圳大通成立 20 亿元旅游创新基金；同年 11 月，与广西旅游发展集团、丰盛集团、国海证券联合成立 100 亿广西旅游产业基金。2016 年 12 月，景域集团联合丰盛控股、卓尔集团等发起的众邦金控，则是一个创新的产融结合的投融资服务平台。2017 年 9 月，丰盛控股与景域文化就开拓文化旅游度假市场订立战略合作协议，双方拟计划总投入约 50 亿元人民币，首期拟投入金额为 10 亿元。驴妈妈大股东景域集团偏重产业资本端布局，背靠丰盛控股、卓尔集团等资源丰富的资本力量，不断探索产融结合。

图表53： 众邦金控以产业金融、供应链金融、财富金融为三大立脚点



资料来源：众邦金控官网，华泰证券研究所

去哪儿网：依托金融结构开展点状布局

去哪儿网在互联网旅游金融服务领域通过与银行和相关专业机构的合作形成了点状布局，主要提供理财、分期消费、存款证明方面的服务。

图表54： 去哪儿旗下三大金融服务



资料来源：易观智库，华泰证券研究所

拿去花是去哪儿分期付款业务标杆产品。拿去花是去哪儿网与闪白条合作，2015 年 7 月推出的基于用户出行消费场景的消费信贷产品，主要客户为 80 后年轻化客户群体。根据去哪儿网信息，2016 年用户数量达到 1000 万人，放贷规模 200 亿元，公司预计 2017 年可达 500 亿元。拿去花与客户合作模式分为两类：1) **平台模式**：去哪儿提供应用场景和优质商旅客户，而合作方负责主导风控模型和提供资金，对接机构主要包括银行、消费金融公司、小贷、信托等；2) **资金模式**：去哪儿不仅提供优质商旅客户，还主导整个风控流程，而合作方仅提供资金并获得稳定收益，对接机构主要是银行。

图表55： 拿去花产品方案

项目	具体内容
使用平台	去哪儿和携程APP
借款次数	循环额度内，不限借款次数
退/还款	支持提前还款、部分退款/全部退款
年化利率	15%--20%
借款期限	30天免息，3、6、9、12期
还款方式	等本等息，按月计息
结算方式	资金方放款为受托支付，贷款资金由去哪儿跟代理商直接做结算 默认签自动还款协议，到期日执行自动代扣流程

资料来源：去哪儿网，华泰证券研究所

图表56： 拿去花用户以 80 后年青消费者为主



资料来源：去哪儿网，华泰证券研究所

图表57： 拿去花两种主要的合作模式



资料来源：去哪儿网，华泰证券研究所

接入百度钱包，互利互惠共同发展。通过百度钱包强大的互联网金融背景，用户在去哪儿网上选择拿去花产品后，支付时选择百度即可以先消费，后付款。百度有钱接入去哪网后，能获得去哪网的大量旅游分期用户，且能培养用户使用百度支付习惯，便于后期开展其他业务。去哪儿网的拿去花分期业务可以从百度方获得优惠贷款，还可以获得百度提供的资金风控管理服务。

图表58：去哪儿与百度双方合作共赢



资料来源：易观智库，华泰证券研究所

阿里金融：凭借征信优势深挖支付价值

依托国内领先的第三方支付和征信系统，阿里巴巴推出旅游金融产品。阿里旗下的旅游金融相关服务主要集中在两个平台：1) 飞猪网（即阿里旅行）提供的“信用住”优惠措施；2) 支付宝国际业务中的旅游相关支付服务（包括境外支付、国际退税、境外交通卡等）。

图表59：阿里依托支付宝和芝麻信用资源提供旅游金融服务



资料来源：易观智库，华泰证券研究所

发挥独有征信优势，“信用住”有望建立酒店支付体验新标准。“信用住”由阿里旅行（现称“飞猪”）于2015年3月针对酒店行业推出，以支付宝“芝麻信用分”为基础（“芝麻信用”是阿里旗下蚂蚁金服的独立第三方征信机构），用户可以免押金入住、离店免查房、先离店后支付等。据飞猪官网信息，“信用住”已与首旅酒店、开元酒店、君澜酒店等中端和高端酒店集团建立了合作关系，主要面向受益于收入增加、消费升级的中产阶层。通过信用住，阿里巴巴有效利用了自身独有的支付和征信优势，在为酒店客户提供便利化的同时，试图建立酒店行业支付体验的新标准，未来一旦“信用住”成为常态，阿里有望赢取其他OTA望尘莫及的垄断性关键行业标准。

支付+征信“再起功效”，阿里旅行推出“未来景区”。游客到未来景区游玩，只需携带手机即可完成吃、喝游购全程自助式在线操作。从在线预订到景区消费，通过移动终端实现无缝对接。在“未来景区”游玩时，只要芝麻信用分达600分，即可提前一天在阿里旅行客户端进行预约，成功后会获得一个二维码，到景区门口可以直接扫码入园，不需再另外

排队买票或换，而门票钱会在游客刷码入园后 24 小时自动从支付宝账户中扣除，无需再另外执行任何操作。

图表60： 阿里依托支付和征信业务优势开展“信用住”



资料来源：易观智库，华泰证券研究所

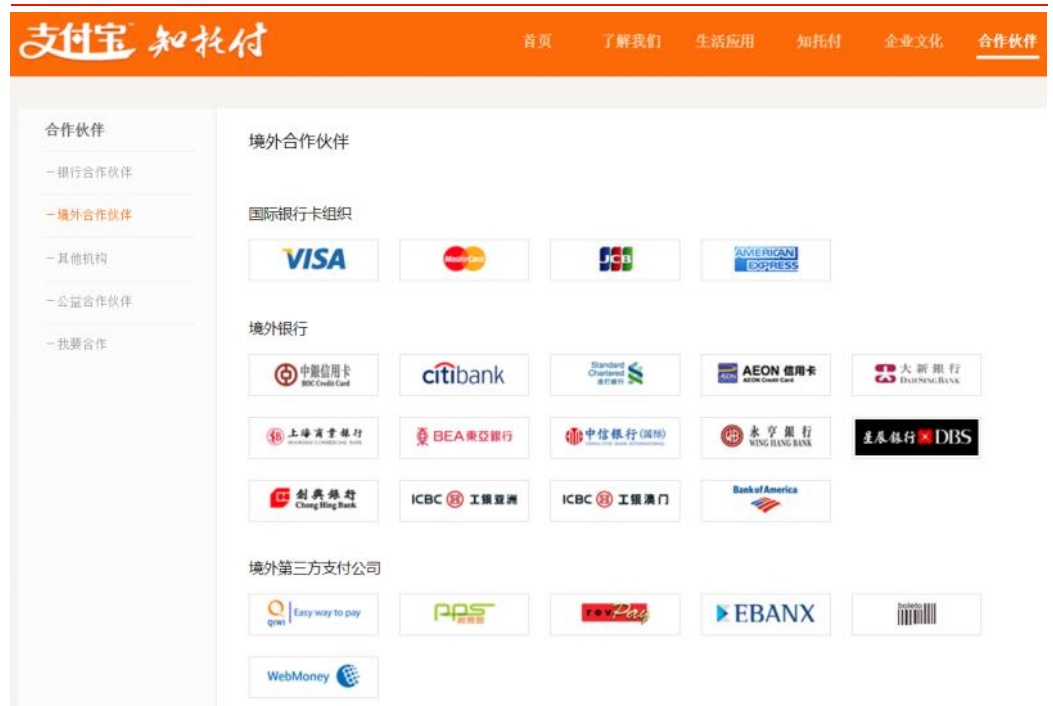
图表61： 阿里推出未来“未来景区”



资料来源：易观智库，华泰证券研究所

阿里通过建立境外支付合作伙伴，提供出境旅游相关金融服务。根据支付宝官网信息，国际信用卡组织 VISA（威士）、MasterCard（万事达）、JCB（日本国际信用卡）、America Express（美国运通）都是支付宝的境外合作伙伴，并与 20 所境外银行和境外第三方支付公司建立了合作关系。在支付宝境外支付的基础上，阿里巴巴推出境外极简支付、国际退税、购买境外交通卡等多项出境游相关便利服务。

图表62： 支付宝与多家主流境外银行卡组织建立了合作伙伴关系



资料来源：支付宝官网，华泰证券研究所

图表63： 支付宝提供多项与出境游相关的国际业务



注：截至 2017 年 10 月 15 日，海外直购、海外转运业务暂时无法办理

资料来源：支付宝官网，华泰证券研究所

京东金融：主攻首付游与旅行保险业务

京东金融是京东金融集团打造的“一站式”在线投融资平台，依托京东集团强大的资源，发挥整合和协同效应，将传统金融业务与互联网技术相结合，为个人和企业用户提供安全、高收益、定制化的金融服务。公司提供与旅游相关的金融产品主要包括：1) 旅游白条；2) 旅行保险。

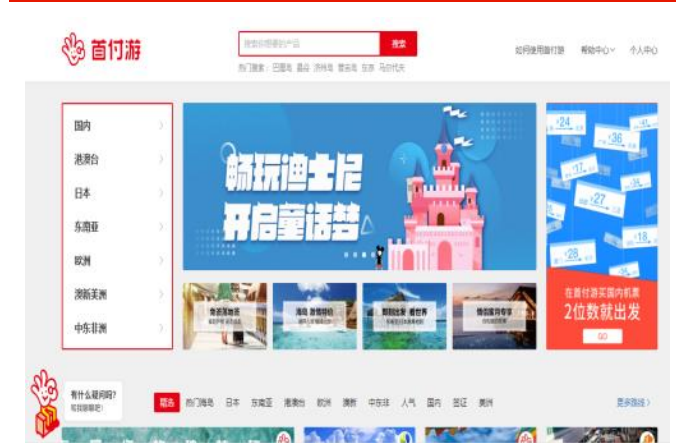
京东金融战投首付游，前者带来基础风控体系和稳定优质资金，后者主要提供金融产品。据新华社和品橙旅游的相关报道，2016 年 3 月京东金融集团对“首付游”进行战略投资，具体合作内容包括：1) 京东金融旅游白条的入口由首付游运营；2) 京东金融与首付游共享征信模型和用户数据，共同建立风控体系；3) 首付游接入京东金融资金链，京东金融每月提供 3 亿元、年化 6% 利息的垫付资金，成交额与用户底层共享。

图表64： 京东旅游白条覆盖京东出游全产业链



资料来源：易观智库，华泰证券研究所

图表65： 首付游产品界面



资料来源：首付游官网，华泰证券研究所

首付游降低了旅游消费门槛，进一步挖掘旅游消费潜力。通过首付游，用户可以分 12 期月付，首付游主要通过收取每期 0-1% 左右的服务费实现收入。根据首付游官网信息，公司已与包括同程、驴妈妈、凯撒等 20 家在线旅游平台达成合作，用户可以 1) 在首付游官网或 APP 上挑选商品并下单支付，或是 2) 在合作 OTA 网站上选择首付游支付。据中证网 2016 年 2 月的报道，首付游的对外接入模式让 OTA 平台订单支付转化率达到了市场平均水准的 8 倍以上。

图表66： 首付游通过收取每期 0-1%左右的服务费实现营收

订单信息	【与国庆 双人立减600元】多情云南 秀色可餐 上海/北京/杭州/南京/广...
订单金额	¥6116
优惠方式	
选择分期方式 ? 分期计算规则	
☒ 12期	首付¥509.67 月付¥554.53 x 11个月 (含服务费¥44.86/月)
☐ 6期	首付¥1019.34 月付¥1065.22 x 5个月 (含服务费¥45.88/月)
☐ 3期	首付¥2038.67 月付¥2038.67 x 2个月 (含服务费¥40.78 ¥0.00/月)

资料来源：首付游官网，华泰证券研究所

京东保险平台提供境内外旅行相关保险产品，未来有望与首付游相关产品加深捆绑。京东保险频道所售卖的旅行保险产品，保费价格相对亲民（大多处于 100 元以内）。截至 2017 年 10 月 14 日，京东金融的旅行保险产品和“首付游”分别属于京东保险和京东白条两个“频道”，内部尚没有打通，首付游产品支付界面没有京东旅行保险的相关介绍，也没有叠加保险消费的相关选项。我们认为，未来随着京东内部体系的管理优化，京东旅行保险相关产品有可能“植入”首付游之中，在更好维护消费者权益的同时，推动建立内部互联互通的生态圈。

图表67： 京东旅行保险


京东金融 JD Finance 首页 理财 众筹 保险 白条 企业金融 股票 东家财富 73元大礼包 我的资产

保险 车险 意外 旅行 健康 财产 人寿

旅行 是针对旅行途中可能发生各种意外所导致的一切意外伤亡事故所做的保障，一般皆可获得保险公司理赔，其特点是保障旅游安全，责任全面，保障高。

出行无忧 本图推荐

德华境内短线旅游险 成年人

- ☆ 意外身故、残疾25
- ☆ 意外医疗2
- ☆ 急性病医疗2

德华保险提供

¥19.00 元起

立即购买

资料来源：京东金融官网，华泰证券研究所

图表68： 京东旅行保险保费普遍不高

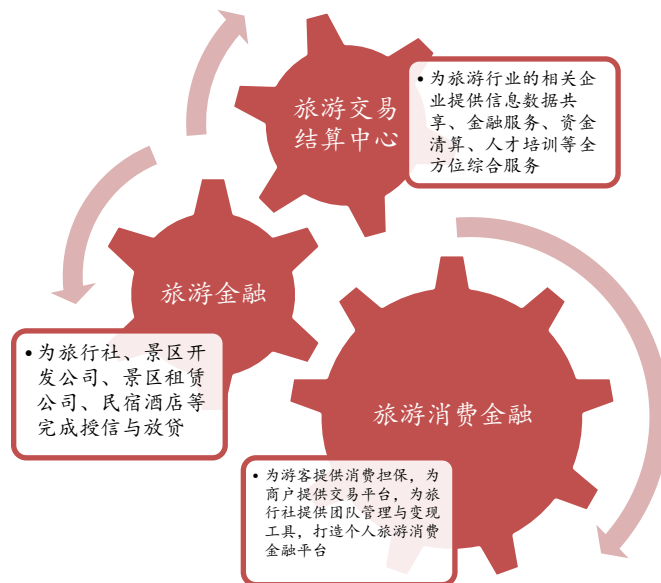
保险名称	京东保费	保险公司官网保费
境内游保险产品		
境内自驾游保障	11 元起	意外身故、残疾 10 万元；意外医疗 1 万元；白金十分钟咨询
德华境内短线旅游险	12 元起	意外身故、残疾 10 万元；意外医疗 2 万元；急性病医疗 2 万元
德华境内长线旅行险	16 元起	意外身故、残疾 10 万元；意外医疗 2 万元；急性病医疗 2 万元
德华境内高原旅游旅行险	19 元起	意外身故、残疾 10 万元；意外医疗 2 万元；急性病医疗 2 万元
乐悠游亚洲旅行险	30 元起	意外身故及伤残保障（成年人）20 万元；意外身故（未成年人）20 万元；急性病身故 3 万元
宝岛游踪台湾旅行险	55 元	意外身故及伤残保障 50 万元；医疗费用补偿 12.5 万元；每日住院津贴 100 元
境外游保险产品		
人保寿险旅游保险	15 元起	意外伤害 10 万元；意外伤害医疗 1 万元；丧葬费用 5000 元
德华亚洲畅游旅行险	67 元起	意外身故及伤残保险金 10 万元；意外伤害或急性病医疗 10 万元；紧急医疗运送和送返回国 10 万元
德华申根签证境外旅行险	74 元起	意外身故及伤残保险金 10 万元；意外伤害或急性病医疗 35 万元；紧急医疗运送和送返回国 30 万元
美亚全球境外旅行险	85 元起	意外身故及伤残保障 20 万元；公交意外双倍给付（成年人）20 万元；急性病身故 3 万元
德华全球畅游旅行险	96 元起	意外身故及伤残保险金 10 万元；意外伤害或急性病医疗 20 万元；紧急医疗运送和送返回国 50 万元
美亚申根无忧境外旅行险	115 元起	意外身故及伤残保障 30 万元；公交意外双倍给付（成年人）30 万元；急性病身故 3 万元

资料来源：京东金融官网，华泰证券研究所

溢美金融：三大业务打造综合金融服务商

旅游产业链综合金融服务商串联消费者、旅游从业机构、传统金融机构之间的纽带。溢美创建于 2011 年 10 月，主要业务分为旅游金融、旅游消费金融和旅游交易结算中心三大板块。溢美在北京、上海、广州、深圳、重庆设有分公司，已获得来自险峰华兴、挚信资本、UMC 和元泰基金的四轮融资，与主流商业银行、财务公司、财险公司达成深度战略合作。

图表69： 溢美金融主业包括旅游金融、旅游消费金融和旅游交易结算中心



资料来源：溢美金融官网，华泰证券研究所

旅游金融业务实质即小微企业贷款，通过收取担保服务费获得风险收益。溢美金融面向旅游行业小微企业提供的旅游金融服务，根据企业资源类型主要分为四类：景区景点、酒店客栈、旅游服务（包括地接社、批发社等）、旅游交通。其中，前三类贷款无需抵押，溢

美收取年利率 10-18%的担保服务费用；针对旅游交通的金融服务“客车帮”实质是金融租赁业务，由于有车辆抵押，费用相对贷款业务较低。

图表70： 旅游金融面向旅游行业从业机构，溢美金融通过收取担保服务费获取收益

服务名称	服务对象	抵押物	融资费率
景易融	景区景点	无	银行利息+溢美担保服务费综合费用年利率 10%-14%
宿度贷	酒店客栈	无	银行利息+溢美担保服务费综合费用年利率 12%-15%
旅易贷	旅游服务	无	银行利息+溢美担保服务费综合费用年利率 12%-18%
客车帮	旅游交通	车辆	低保证金及服务费率

资料来源：溢美金融官网，华泰证券研究所

旅游消费金融通过 e 游客，围绕游客、地接社、目的地商户形成消费场景闭环。溢美金融打造的“e 游客平台”为游客提供了消费担保，为商户提供了交易平台，为旅行社提供了团队管理与变现工具；盈利模式主要是向商家和旅行社抽取一定比例的佣金收入。

图表71： 旅游消费金融服务在“e 游客平台”上完成闭环



资料来源：溢美金融官网，华泰证券研究所

旅游交易结算中心为旅游从业机构提供线下综合服务。2017 年徐州市政府与溢美集团联手打造了“中国·旅游交易结算中心”，落户徐州经济开发区软件园，分为旅游及配套企业孵化、服务外包、文化创意、研发中心、人才培训中心等五大功能区。旅游交易结算中心通过产业集群获取政府大力度补贴等政策支持，为中小企业提供工商注册、银行开户、税务登记、代理记账、财税规划、创业培训到物业管理的综合一体化服务。

图表72： 旅游交易结算中心主要提供各类线下旅游企业服务

工商注册	银行开户	财税服务	申请补贴
• 专人全程办理 • 3个工作日证照到手 • 足不出户快速开公司 • 可工商注册无地域属性企业名称	• 专人负责对公公户开户 • 3个工作日完成开户	• 代理小规模记账、一般纳税人记账 • 税控代办+票种核定、税控机托管、代开发票、申办一般纳税人、报税系统解锁	• 帮助企业核定完税金额 • 申请税收补贴额度 • 落实补贴政策兑现

资料来源：溢美金融官网，华泰证券研究所

多彩投：专注在线众筹投资生活空间

多彩投是一家专注住宿业众筹模型的在线平台。北京多彩投网络科技有限公司由赵耕乾和张森华两位资深地产基金投资人联合创立，先后获得顺为资本、DCM、分享投资、英诺天使、云起资本、火橙资本等风险投资。作为众筹合投机构，多彩投专注于精品酒店、民宿、公寓的创始投资服务，根据不同类型资产的不同属性，采用**私募股权众筹、收益权众筹、消费众筹**3种的众筹方式，以及**基金直投**的新融资解决方案。

住宿项目众筹能够实现项目融资方和消费者双赢。酒店民宿等经营者在平台上申请众筹，用户向看好的项目投资，成为该项目的股东，之后会持续从酒店民宿的运营中获取投资回报。融资金额在 5000 元~50 万元，投资者每年预期回报是 10-20%现金分红叠加 5-25%的消费权益回馈。项目融资方则通过这种新兴的互联网融资渠道，降低了融资成本并直接获客，用户与项目方实现双赢格局。

图表73： 多彩投投资模式

生活方式 + 资产配置
= 关于未来的理财方式

股权投资

项目发起人通过向合格投资人出让一定比例的股份，使其成为项目股东。是当项目公司盈利、上市、被收购或自然到期时，获得相应收益的一种众筹投资方式。



收益权投资

项目发起人出让一定比例股份的未来收益权，但不实际转让股份。且在约定回购时间时，项目发起人以约定的价格回购该权益。



除分红以外，投资项目通常都配备一定比例的消费权益，让投资人分享收益的同时可亲身去体验作为股东VIP体验。

资料来源：多彩投官网，华泰证券研究所

图表74： 多彩投成功的投资项目案例



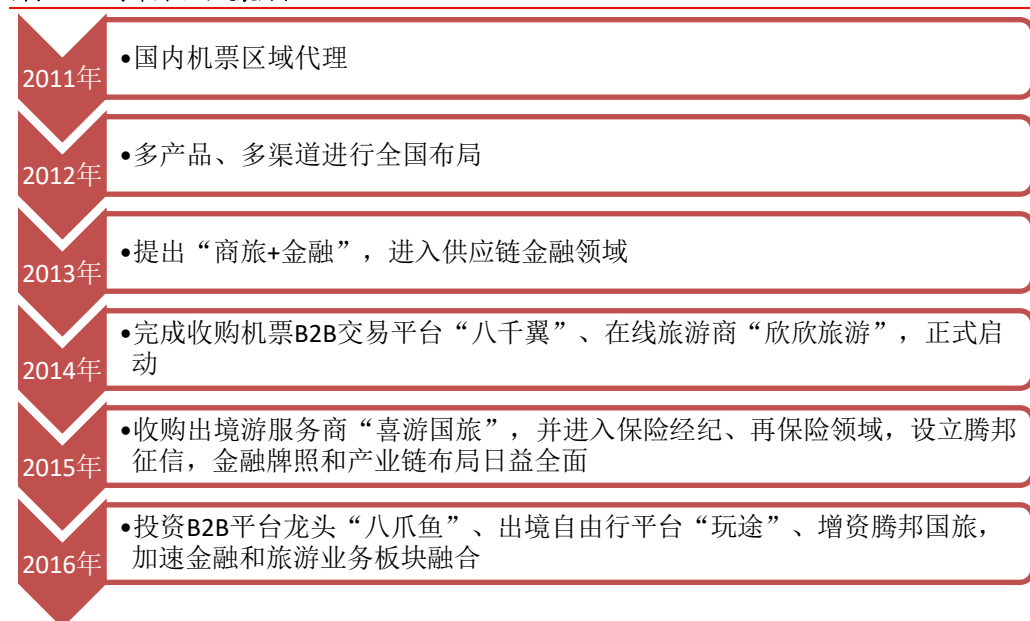
资料来源：多彩投官网，华泰证券研究所

我们认为多彩投成功的优势包括以下几点：1) **重视风控**：根据公司官网披露，多彩投的项目筛选过程，需要经过大约一个月左右甚至更长时间的6重严格审核和实地考察，对不合规和预期收益不佳的项目进行剔除和调整之后，具有稀缺性的优质项目才能完成上线，而整个项目的通过率仅为5%；此外，与智慧空间管理系统云掌柜联盟，确保资金安全流转及项目妥善运营，可随时查看收益动态。2) **重视用户体验**：在为项目方提供解决方案的服务中，多彩投加强CRM和SAAS方面的投入，从而更好地和外部合作伙伴进行酒店管理。同时，建立自己的积分系统，通过和小米生态链企业如智米等合作来打造积分商城，提供给用户更多选择，更好的来为用户服务。

腾邦国际：机票代理切入在线旅游金融平台

公司从单一机票代理商逐步升级为全产业链行业解决方案供应商，再到建设大旅游生态圈。公司成立于1998年，以航空客运机票分销业务起家，已发展成为机票B2B龙头企业。2011年公司在创业板上市，开始提出从传统批发供销模式转向“商旅衍生金融，金融驱动商旅”的商业模式，2015年公司战略定位为“旅游×互联网×金融”的“大旅游生态圈”，分别搭建了“大旅游平台”、“互联网金融平台”、“大数据平台”，以旅游行业作为流量入口、互联网金融作为变现手段、大数据平台提供营销决策支持。

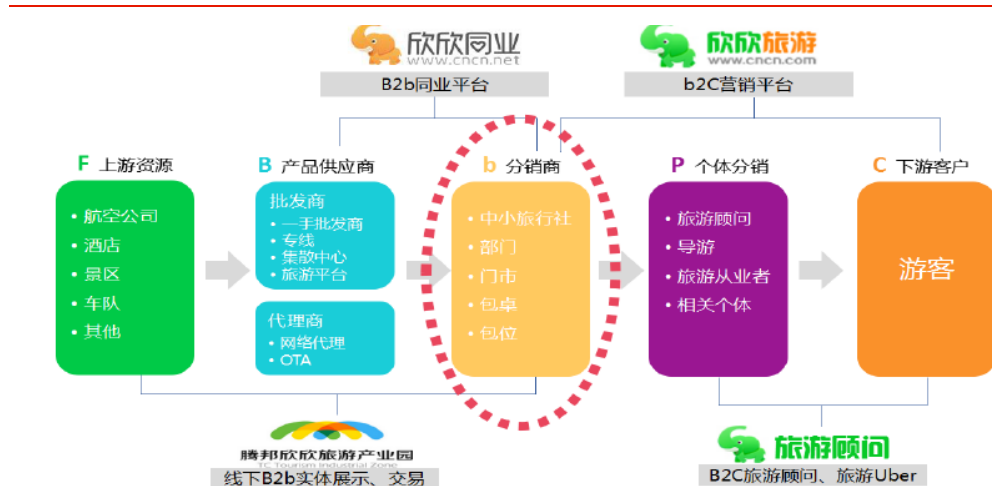
图表75： 腾邦国际的发展历程



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2014 年被腾邦收购的欣欣旅游是国内旅游产品 B2B2C 一体化 OTA 平台，信息化技术优势明显。根据腾邦国际 2016 年年报，欣欣旅游通过打造 B2C 平台“欣欣旅游网”以及 B2B 平台“欣旅通”成为国内首家实现集网上商铺、在线收客、同业采购分销于一体的 B2B2C 模式，为旅行社提供信息化整体解决方案，拥有 65 套成熟系统以及优秀的技术研发能力，400 万日访问量以及低成本营销能力，专注旅游 B2B 市场 8 年。

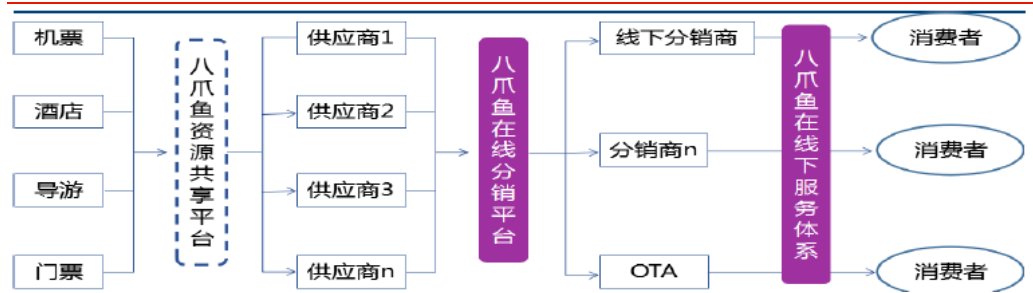
图表76： 欣欣旅游商业模式



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司 2016 年战略投资的八爪鱼作为综合性旅游 B2B 平台，为公司提供丰富的业务资源。根据上市公司公告，八爪鱼成立于 2011 年，国内领先的综合性旅游 B2B 平台，同时也是一家同时具备国内短线、国内长线、出境游、自由行、机票预订、租车、门票等全线旅游产品的在线同业分销平台。2015 年销售额达到 42 亿元，旅游产品数量 7.2 万条，平台拥有 2500 家供销商以及 1.6 万家分销商，每年能够为 330 万人次提供旅游服务。

图表77： 八爪鱼在线分销平台



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司在供应链金融业务上具有明显优势，金融已成重要收入来源。腾邦国际 2013 年切入供应链金融行业，在互联网旅游行业中拥有第三方支付、小额贷款、P2P、保险兼业代理、保险经纪等金融牌照。我们认为腾邦国际在开展旅游金融方面具有四大优势：

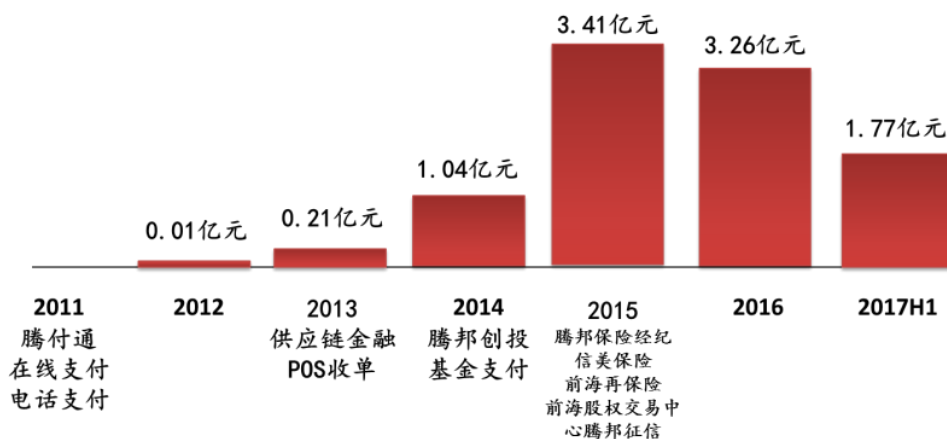
1) **自建第三方支付平台**：腾付通作为公司为用户提供安全便捷支付环节的第三方支付平台，是供应链金融的基础设施，拥有银行卡收单、互联网支付、手机支付三项牌照。腾付通能够为公司小额贷款及 P2P 网贷业务导流，其产生的大量交易数据还能为公司金融产品提供风控数据支持。2016 年欣欣旅游借助腾付通支付牌照，建立旅游行业清结算平台，实现旅游产业资金闭环。

2) **各平台 2B 端资金需求旺盛**：一方面，八爪鱼+欣欣旅游提供高频旅游业务场景。公司凭借旅游 B2B2C 平台，C 端方面平台先在客户端收取现金，后与供应商结算，从用户购买到消费结算有较大资金沉淀；而 B 端下游地接社和上游供应商具有高频次交易需求和融资需求，因此公司可以凭借金融牌照和资金优势提供贷款、白条、分期、保理、应收账款质押等服务。另一方面，机票代售采用月结形式，代理商要先向上一级代理及航空公司支付大额的机票费用，还要承受下游客户一个月结算资金压力，对资金周转需求非常高。

3) **P2P 业务突破融资杠杆上限**：腾邦创投 P2P 平台 2014 年 9 月上线，不参与资金交易，仅仅提供借贷撮合及咨询、对账、增信服务。P2P 业务产生是为了解决小贷可放贷金额有限问题，突破融资杠杆上限，解决客户小贷公司之外融资需求。

4) **借力产业投资基金提升产业链整合能力**：公司先后发起设立“腾邦梧桐在线旅游产业投资基金”和“腾邦梧桐第二期在线旅游产业投资基金”，聚焦于在线旅游、互联网金融、大数据相关企业的并购重组投资，利用资本杠杆进行产业布局，一方面能够解决扩张过程总的资金需求问题，另一方面提升市场占有率和品牌辐射力。

图表78： 腾邦国际金融行业布局



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

投资展望：跨界融合起航，掘金蓝海市场

旅游金融的核心在于通过资金流通提升产业整体运营效率，实现各方共赢。由于旅游产业链比较复杂，从上游资源端（景区、酒店、餐厅、航空、轮船等）到中游批发商、代理商、零售商以及 OTA 平台，再到下游的消费者，受制于传统商业模式下较低的资金效率，对旅游产业与金融相结合、提升产业运营效率具有强烈的需求。互联网、大数据、征信技术手段的革命性进步为产融结合创造了条件。我们认为中游批发商/代理商/OTA 平台在旅游金融市场具有先天优势，凭借丰富的应用场景、大量的上下游供应商和客户资源开展多样化服务，建议关注携程、途牛、去哪儿网、驴妈妈等，A 股上市公司可以关注腾邦国际。

风险提示

- 1) 行业政策风险：**目前国内旅游金融市场监管相对比较宽松，除了少数获得牌照的消费金融公司以外，还有许多其它企业也在开展相关旅游消费金融业务；此外，一些旅游产业 P2P 项目也处于监管空白范围。未来随着市场规模壮大、金融风险累积，监管趋严的可能性较高，需要警惕行业监管政策变化风险。
- 2) 企业运营风险：**由于旅游金融属于旅游和金融跨界融合的行业，当前各旅游金融服务商背景比较多样化，来自金融行业、电商平台、旅游产业的参与方可能对其它行业相对陌生，在实际业务开展过程中面临一定的跨行业经营风险。
- 3) 竞争加剧风险：**国内旅游金融行业起步较晚但发展速度较快，由于进入门槛相对较低、市场关注度较高，旅游金融服务供给高速扩张将带来行业竞争加剧风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com