



本期焦点 - 深度剖析先买后付市场

图表 1: BNPL 两大收入模式: B 端收费模式和 C 端利息模式



数据来源: 公司披露, 尚乘研究

先买后付: 最热门的金融科技细分市场之一

2020年, 先买后付 (BNPL) 席卷全球。这是一种销售点 (POS) 贷款, 允许消费者在购买商品时分期付款。BNPL 公司 Affirm 已在纳斯达克以每股 49 美元的价格上市, 首日股价飙升 98%, 市值达到 236 亿美元——该公司刚于 2020 年 9 月完成了 5 亿美元的 G 轮融资, 该轮融资估值约 50 亿美元; 澳大利亚 BNPL 领导者 Afterpay 的股价自疫情爆发以来飙升了 12 倍; 瑞典公司 Klarna 于 2021 年 3 月完成 10 亿美元融资, 在 6 个月内估值增长两倍, 达到 310 亿美元, 成为欧洲最大的金融科技独角兽。PayPal、Mastercard、Chase、Fiserv、Razer 等金融科技巨头和传统金融机构也纷纷入局, 推出 BNPL 产品。

疫情推动 BNPL 发展: 从线上到线下, 从年轻一代到中老年

疫情爆发后, BNPL 服务日益流行。疫情给人们带来财务压力, 但同时银行不断收紧信贷以控制风险, 因此 BNPL 信用服务凭借其简单、即时和纯线上的体验杀出重围。Pymnts 11 月的调查显示, 48% 的 BNPL 用户在没有 BNPL 选项时会放弃购买。Afterpay 的全球交易量从 2020 年第一季度的 26 亿澳元攀升至 2020 年第三季度的 41 亿澳元, 年度活跃用户数从 2020 年第一季度的 510 万翻倍到 2020 年第三季度的 1,120 万。

我们观察到 BNPL 领域有两大重要趋势：

- 1) **BNPL 走进线下。**2020 年，Afterpay 和 Sezzle 等线上 BNPL 服务商纷纷加强线下布局。截至 2020 年 9 月 30 日，澳大利亚、新西兰的 Afterpay 商户有 36% 提供线下 BNPL 服务。
- 2) **年龄层的变化。**BNPL 用户群体正在朝着更高年龄层扩张。根据 Afterpay 的数据，婴儿潮一代（57-75 岁人群）的 BNPL 交易量在 2020 年 7 月录得了超过 75% 的强劲增长，快于其他各年龄层。不过，据 Affirm 和蚂蚁集团等主要 BNPL 服务商报告，千禧一代（25-40 岁人群）仍然是 BNPL 服务的最大受众。

根据 Coresight Research 在 2020 年 10 月的调查，目前，Afterpay、Affirm 和 QuadPay 是在美国最受欢迎的三个 BNPL 品牌。

为什么消费者和商家都青睐 BNPL：额外消费信用额度、成本控制、现金流管理

消费者使用 BNPL 服务的原因主要有如下三种：

- 1) **额外消费信用额度——补充或替代银行信用卡额度：**2020 年，超过一半的 BNPL 用户信用卡额度下降——银行有严格的信用审查机制。而 BNPL 服务使消费者在购买商品时能迅速获得所需的信贷额度；
- 2) **成本控制——避免信用卡的高利率：**根据 2020 年 2 月美联储报告，信用卡账户的平均利率为 16.61%，而 BNPL 服务通常利率较低，甚至是免息；
- 3) **现金流管理——分期付款以平滑消费曲线、符合月度预算：**根据 Cornerstone 的研究，80% 的 BNPL 用户表示自己总是按时全额支付 BNPL 账单，他们使用 BNPL 服务是为了更好地管理现金流。

对商家而言，提供 BNPL 选项是**提高客户转化率、激发引导冲动购买**的手段。BNPL 服务有助于提高平均订单金额、增加整体销售。

两种典型的 BNPL 收入模式：B 端收费模式和 C 端利息模式

- **B 端收费模式：**在这种模式下，BNPL 服务商的收入主要来自商家端，即消费者支付的订单价值与 BNPL 服务商交付给商家的金额之间的差异。例如：Afterpay、Klarna、PayPal、Sezzle 等。

图表 2：B 端收费模式：一笔订单通常被分为四期支付，偿还期为 6 周

	Afterpay	QuadPay	Klarna Pay Later in 4	PayPal Pay in 4	Sezzle
利率	0%	0%	0%	0%	0%
首付款	≥ 25%	25%	25%	25%	≥ 25%
分期付款频率	每 2 周	每 2 周	每 2 周	每 15 天	每 2 周
偿还期	6 周	6 周	6 周	45 天	6 周
滞纳金 (US\$)	\$10 (超期 7 天 额外缴纳\$7)	\$7	最多\$7	各地不同	\$10
订单金额 (US\$)	\$0-1,500	\$35-1,500	\$35-1,000	\$30-600	\$50-2,500
商家端费率	3.90%	未披露	\$0.30 + 最多 5.99% (平均 2.1%)	\$0.30 + 2.90%	5.60%
支付处理商	Afterpay	QuadPay	Klarna	PayPal	Sezzle

数据来源：公司披露，尚乘研究

- **C 端利息模式：**在这种模式下，BNPL 服务商除了向商家收取手续费外，还向消费者收取利息。低息产品的商家费率将更高。BNPL 服务商对表内贷款确认利息收入，对转移给银行合作伙伴的贷款确认服务收入。例如：Affirm、蚂蚁花呗、京东白条等。

两种模式下都有滞纳金、改期费等其他交易相关费用。C 端利息模式通常有更长的偿还期和更高的购买金额上限，通常不需要首付款。

图表 3：C 端利息模式：偿还期更长、购买金额上限更高、通常不需要首付款

	Affirm	蚂蚁集团 花呗	京东数科 京东白条	美团 美团月付	微信支付 分付
利率	0-30%	14.94%-15.86%	6%-14.4%	12%	14.6%
首付款	0	0	0	0	0
分期付款频率	每月	每月	每月	每月	每月
偿还期	3/6/12 月	3/6/9/12 月	3/6/12/24 月	3/6/12 月	≤10 月
滞纳金 (US\$; RMB)	\$0	18.25%	10.95%	18.25%	21.90%
订单金额 (US\$; RMB)	\$0-17,500	¥500-50,000	¥10-15,000	¥300-3,000	¥0-20,000
商家端费率	5.50%	未披露			
支付处理商	第三方处理商	支付宝	京东支付	美团支付	微信支付

数据来源：公司披露，尚乘研究

技术：POS 集成和虚拟卡是 BNPL 的两大关键技术

针对两种不同场景，BNPL 领域有两大关键技术：

- 1) **POS 集成**，为合作商家提供的技术支持：
 - 线上结账系统整合：1) 平台插件，与高流量电商平台整合；2) 直接 API，集成到商家自己的基础设施中，为前、后端系统全控制而设计；3) 手机应用集成软件开发工具包，专为手机网页浏览器或应用程序设计。
 - 线下结账系统整合：对于店内支付，BNPL 服务商必须支持多种支付机制，包括移动钱包、条形码、虚拟卡等，并兼容退货、线上订单等场景。
- 2) **虚拟卡技术**，消费者可以通过此技术在任何商店使用 BNPL 服务。

BNPL 服务商通常使用机器学习和人工智能技术来评估用户信用和风险，使用云技术和区块链等来提高安全性。大多数 BNPL 服务商拥有先进的支付处理技术，但他们仍然会与支付处理商合作，以实现稳定而全面的支付处理。

本周新闻

2021年1月13日

Affirm 于纳斯达克上市，首日股价几乎翻倍

先买后付

Affirm

Affirm 股票首日交易收盘价为 97.24 美元，较 49 美元的 IPO 价格上涨了 98%，市值达到 236 亿美元。该公司在此次发行中筹集了 12 亿美元，定价高于原本 41-44 美元的目标区间。该公司于 1 月 13 日在纳斯达克全球精选市场上市，股票代码为 AFRM。Affirm 最近于 2020 年 9 月进行了由 Durable 和 GIC 牵头的 5 亿美元 G 轮融资。（来源：[TechCrunch](#)）

2021年1月11日

沃尔玛将与 Ribbit Capital 共同成立金融科技初创公司

借贷

沃尔玛

沃尔玛将与 Ribbit Capital 合作成立一家金融科技初创公司，目标客户是金融需求未被充分满足的人群。沃尔玛计划为其员工和客户开发独特且可负担的金融产品。这家初创公司将由沃尔玛持有多数股权，沃尔玛可能会收购或与其他金融科技公司合作。沃尔玛已在为客户提供包括沃尔玛信用卡、沃尔玛 MoneyCard、支票兑现、转账、分期付款等金融服务。Ribbit Capital 拥有丰富的金融科技投资经验，其投资案例包括 Affirm、Robinhood、Credit Karma 等。（来源：[Bloomberg](#)）

2021年1月10日

Revolut 申请英国银行牌照

数字银行

Revolut

Revolut 已申请英国银行牌照，为客户提供受金融服务补偿计划保护的存款和贷款服务。Revolut 于 2018 年获得了立陶宛银行颁发的欧洲银行牌照，但在英国以电子货币许可证运营。英国银行牌照将允许 Revolut 为活期账户提供全面服务，包括透支、贷款和存款账户等基本产品。银行牌照将使 Revolut 的英国客户受金融服务补偿计划保护，可获得最高 8.5 万英镑的补偿。（来源：[The Times](#)）

2021年1月8日

SoFi 拟借壳上市

借贷

SoFi

线上借贷公司 SoFi 即将通过与特殊目的收购公司 Social Capital Hedosophia Holdings Corp V 的合并实现曲线上市，该公司是一家由风投投资者 Chamath Palihapitiya 领导的空白支票公司。交易完成后，SoFi 的估值将达到 86.5 亿美元，有望获得 24 亿美元的现金，包括已确认的 12 亿美元私人配售资金，收购公司资产负债表中的 8.05 亿美元资金，及上月由 T. Rowe Price 牵头对 SoFi 的投资获得的资金。在上一轮 2019 年 5 月由卡塔尔投资局牵头的 5 亿美元 PE 融资中，SoFi 的投前估值为 43 亿美元。（来源：[Reuters](#)）

2021年1月8日

数字银行 Simple 将被关闭

数字银行

Simple

数字银行 Simple 将被关闭，客户账户将被转移到母公司 BBVA（美国）。2020 年 11 月，PNC 宣布斥资 116 亿美元收购西班牙银行业巨头 BBVA 的美国业务。Simple 成立于 2009 年，2014 年被 BBVA 以 1.17 亿美元收购，并保持独立品牌运营，当时它拥有约 10 万用户。（来源：[TechCrunch](#)）

2021年1月7日

Mambu 完成 D 轮融资 1.1 亿欧元，估值超 17 亿欧元

银行即服务

Mambu

银行即服务平台 Mambu 在 D 轮融资中融资 1.1 亿欧元，估值超 17 亿欧元。本轮融资由 TCV 牵头，Tiger Global 和 Arena Holdings 参与，现有投资者 Bessemer Venture Partners、Runa Capital 和 Acton Capital Partners 均加入。新筹集的资金将用于向巴西、日本和墨西哥等新市场扩张，并将员工数量增加一倍至 1000 人。Mambu 于 2011 年成立，帮助金融科技及传统金融机构更好地搭建现代化的银行和贷款平台。（来源：[Pymnts](#)）

2021年1月7日

Green Dot 推出移动银行 GO2bank

数字银行

Green Dot

Green Dot 推出了一款名为 GO2bank 的移动银行，针对的是在美国总人口中占比三分之二的没有银行账户或使用支票出纳、汇票和账单支付等昂贵方式获取所需现金的美国人。GO2bank 没有透支费，没有罚金，没有最低余额要求，也不收取月费。GO2bank 的客户将获得高达 200 美元的透支保护，可以及早获得工资或政府补助，享受较高储蓄利率，并有机会免信用检查办理信用卡。（来源：[Green Dot](#)）

2021年1月6日

Grab 的金融科技子公司融资 3 亿美元

支付

Grab

东南亚网约车服务巨头 Grab 旗下金融科技部门 Grab Financial Group 在最新一轮融资中获得了逾 3 亿美元的投资，由韩国韩华资产管理公司领投。该金融子公司成立于 2018 年，为商户、消费者和司机提供小额投资、支付、保险和贷款等服务。这是 Grab 首次为该部门从外部投资者处筹集资金。Grab 仍持有 Grab Financial Group 的多数股权。此举表明，该金融部门可能会脱离母公司单独上市。（来源：[The Information](#)）

2021年1月6日

费用管理公司 Divvy 融资 1.65 亿美元

费用管理

Divvy

为企业提供免费费用管理软件和企业信用卡的美国公司 Divvy 以 16 亿美元的估值融资 1.65 亿美元。D 轮投资者包括新投资者 Hanaco、PayPal Ventures、Whale Rock、Schonfeld，以及之前的投资者 NEA、Insight Venture Partners、Acrew 和 Pelion。Divvy 的中心化平台帮助企业通过实时可见性管理支出，并控制预算。Divvy 表示自 2020 年 3 月以来，每月的签约量增加了 500%。（来源：[TechCrunch](#)）

2021年1月5日

Gojek 和 Tokopedia 计划合并，估值 180 亿美元

支付

Gojek/Tokopedia

印尼网约车和支付公司 Gojek 和电子商务巨头 Tokopedia 正就价值 180 亿美元的合并进行深入谈判，合并后的公司有可能在雅加达和美国两地上市。这将是印尼迄今为止最大的一笔交易。两家公司目前正在讨论合并比率。这两家印尼本土科技先驱拥有共同的投资者，包括谷歌、淡马锡和红杉资本，Tokopedia 还获阿里巴巴投资。金融服务将是特别焦点，因为 Tokopedia 是数字支付服务平台 OVO 的主要股东，且拥有数百万购物者，而 Gojek 经营 GoPay。（来源：[Bloomberg](#)）

重要声明

分析师声明

我们，李蕾和吴若滢在此证明，(i) 本市场评论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市场评论中所表达的具体建议或观点相联系，也不与尚乘环球市场有限公司的交易相联系。

尚乘环球市场有限公司

地址：香港中环干诺道中 41 号盈置大厦 23 楼 - 25 楼

电话：(852) 3163-3288 传真：(852) 3163-3289

一般性声明

市场评论由尚乘环球市场有限公司（“尚乘”）编制，仅供尚乘的客户参考使用，尚乘不会因接收人收到本市场评论而视其为客户。

本市场评论仅提供一般信息，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请。本评论内提到的证券可能在某些地区不能出售。本评论 (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。本市场评论不应被视为替代客户行使的判断。客户应考虑本市场评论中的任何信息，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。

本市场评论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。对于本市场评论提及的任何证券，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评论当日的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改。如果本研究报告所述或提出的任何观点、预测，预报或估计发生任何变化或随后变得不准确、或尚乘撤消对该公司的研究，尚乘并无责任更新、修改或更正本研究报告的任何部分，或以其他方式通知接收方。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。

本市场评论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，对本评论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市场评论中提及的证券发行人融资交易，或提供其他服务或承销；(iii) 尚乘可以对在市场评论中提到的发行人提供做市；(iv) 尚乘可能曾担任本评论提及证券公开发行的经办人或联合经办人，或者可能会在本评论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。

本市场评论所载内容的版权为尚乘所有，未经尚乘环球市场有限公司事先书面授权，本市场评论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。
