

评级：买入(首次)

市场价格：6.45

目标价格：8

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

联系人：陈倩卉

电话：

Email: chenqh@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,469.91	1,741.60	2,315.00	3,315.00	4,230.00
增长率 yoy%	124.73%	18.48%	32.92%	43.20%	27.60%
净利润	417.18	634.97	891.26	1,228.21	1,505.21
增长率 yoy%	252.38%	52.20%	40.36%	37.81%	22.55%
每股收益(元)	0.48	0.33	0.27	0.37	0.46
每股现金流量	0.55	0.05	0.23	0.32	0.39
净资产收益率	9.39%	9.38%	11.89%	14.08%	14.72%
P/E	77.31	34.45	22.82	16.56	13.51
PEG	0.31	0.66	0.57	0.44	0.60
P/B	7.26	3.23	2.71	2.33	1.99

投资要点

■ **基于互联网平台的一流综合服务商，坐拥优质流量入口。**公司传统主营为互联网导航与推广服务，以2345网址导航为核心产品。截至目前，其产品用户规模突破4800万，位居行业第三。2015年，2345网址导航为百度带去超180亿次搜索，是百度联盟目前最大的合作伙伴。依托巨大的平台流量优势，公司2015年底积极切入消费金融领域，推动流量变现模式再升级。目前，公司与中银消费携手推出的小额消费信贷产品“2345贷款王”发展势头迅猛，2017年有望迎来业绩爆发式增长。

■ **转型“内容导航”深挖用户价值，移动端多入口布局成效渐显。**面对互联网流量日趋饱和的新环境，公司持续助推从网址导航向内容导航转型，提供游戏、影视等基于内容的增值服务，深挖单个用户价值。同时，移动端多入口卡位布局，产品矩阵策略成效渐显。相关业务单月营收从2015年末的500万增至2016年起超1,500万元。其特色线下推广平台“王牌联盟”成为公司各产品渗透率稳步提升的竞争优势所在，目前王牌联盟注册推广技术员已达460万，日装机量15万台，将长期保障公司产品流量优势，促使公司寡头市场地位日益稳固。

■ **现金贷业务快速增长可期，布局创新金融全面打开成长空间。**公司消费金融目前以“2345贷款王”为核心产品，为面向蓝领、大学生等的短期小额消费信贷，市场空间广阔。相比同类产品，公司优势在于：1)与中银消费合作在资金规模及成本上优势明显；2)业务背靠公司传统流量分发平台，获客优势突出；3)“央行征信+互联网大数据”相结合的风控模式，成效显著，产品坏账率已持续下降至3%；4)公司未来有望与江苏银行、凯基银行及海澜之家共设消费金融公司，产品在放贷资金方面或将获得进一步补充，为业务快速扩张提供条件支持。2016年，公司贷款王产品放贷总规模为62.74亿元，实现归母净利润1.11亿元。根据测算，我们预计公司2017年贷款王产品放贷规模有望达到300亿，成为公司重要的利润增长点。目前，公司在创新金融方面布局逐步完善，设立互联网小贷及互联网信用保险公司等，未来更多创新金融产品落地有望助力公司成长空间全面打开。

■ **长尾客户需求不断发掘，利好政策不断，大数据、人工智能等技术推动消费金融行业发展正当时。**2016年，互联网消费金融交易规模达到4367亿元，同比大幅增长269%。根据智研咨询机构预计，2017年这一规模将达到9983亿元，在2016年基础上同比增长128.6%，行业发展正迎来爆发期。

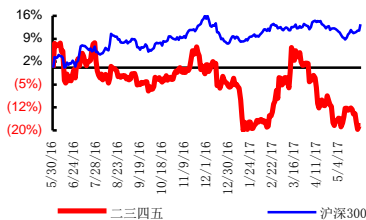
■ **盈利预测与投资建议：**预计公司2017-2019年实现归母净利润8.91、12.28、15.05亿元，同比增长40.4%、37.8%、22.6%，EPS分别为0.27、0.37、0.46。首次覆盖给予公司“买入”评级，目标价8元，对应29*2017PE。

■ **风险提示事件：**现金贷政策收紧风险、消费金融业务进展不达预期

基本状况

总股本(百万股)	3,285
流通股本(百万股)	1,838
市价(元)	5.81
市值(百万元)	19,088
流通市值(百万元)	10,677

股价与行业-市场走势对比



相关报告

内容目录

1. 公司简介.....	- 4 -
1.1 公司业务架构及历史沿革.....	- 4 -
1.2 公司财务状况分析.....	- 5 -
1.3 公司股权结构情况.....	- 8 -
2. 互联网信息服务：坐拥优质流量入口，业务持续稳定增长.....	- 9 -
2.1 PC 端：网址导航市场格局日趋稳定，转型内容导航深挖用户价值.....	- 9 -
2.2 移动端：多入口积极布局，产品矩阵策略成效渐显.....	- 12 -
2.3 特色线下推广平台“王牌联盟”推动各产品渗透率持续提升.....	- 14 -
3. 消费金融行业：产业趋势叠加政策利好，消费金融发展正当时.....	- 16 -
3.1 消费金融场景不断丰富，对比发达国家市场空间广阔.....	- 16 -
3.2 政策积极信号不断释放，多方势力加速布局.....	- 18 -
3.3 消费金融牌照的困局？——持牌机构与互联网公司合作有望实现双赢.....	- 21 -
4. 消费金融服务：业绩持续爆发，打造公司发展新引擎.....	- 24 -
4.1 消费金融业务爆发在即，互联网金融生态雏形渐显.....	- 24 -
4.2 携手持牌机构抢占蓝海市场，“贷款王”业务爆发式增长.....	- 25 -
4.3 产品优势一：目标市场空间巨大，背靠流量分发平台获客优势突出..	- 27 -
4.4 产品优势二：合作银行系金融机构，低成本资金优势突出.....	- 30 -
4.5 产品优势三：“央行征信+互联网大数据”风控模式，成效显著.....	- 31 -
盈利预测与投资建议.....	- 32 -
风险提示.....	- 32 -

图表目录

图表 1：公司主要历史沿革	- 4 -
图表 2：公司现有业务架构图	- 5 -
图表 3：2012-2016 年公司营业收入及增速	- 6 -
图表 4：2012-2016 年公司归母净利润及增速	- 6 -
图表 5：公司新业务收入占比不断提升	- 6 -
图表 6：转型后公司整体毛利率大幅提升	- 7 -
图表 7：营销及渠道费用推动费用率上升	- 7 -
图表 8：公司主要股东持股情况（截至 2016 年 12 月 31 日）	- 8 -
图表 9：国内网址导航类网站市场排名情况	- 9 -
图表 10：2345 网址导航用户数量稳步上升	- 9 -
图表 11：2017 年 1-3 月浏览器市场份额排名	- 10 -
图表 12：公司 PC 端产品布局完善	- 10 -
图表 13：公司 PC 端工具类产品用户数量庞大	- 10 -
图表 14：2345 网址导航合作伙伴	- 11 -
图表 15：主要网址导航用户满意度分布	- 11 -
图表 16：公司移动端产品布局	- 12 -

图表 17: 2345 移动端 APP2016 年月均活跃用户数	- 13 -
图表 18: 公司移动端收入快速增长	- 13 -
图表 19: 王牌联盟相关介绍	- 14 -
图表 20: 装机联盟发展历程	- 15 -
图表 21: 国内主要线下装机联盟对比	- 15 -
图表 22: 2345 王牌联盟 vs 360 有钱联盟竞争力对比	- 15 -
图表 23: 互联网消费金融定义及范围	- 16 -
图表 24: 目前国内消费信贷余额接近 20 亿元	- 17 -
图表 25: 居民消费贷款中住房贷款占比接近 27%	- 17 -
图表 26: 我国短期消费信贷规模及占比情况	- 17 -
图表 27: 我国短期消费信贷占比快速提升	- 18 -
图表 28: 国内消费金融市场政策正在逐渐放开	- 18 -
图表 29: 消费金融行业政策变化路径	- 19 -
图表 30: 国内互联网消费金融规模呈爆发式增长	- 19 -
图表 31: 国内消费金融贷款结构	- 20 -
图表 32: 消费金融持牌公司情况 (20 家)	- 20 -
图表 33: 国内主要消费金融公司信息一览	- 21 -
图表 34: 消费金融企业设立门槛极高	- 22 -
图表 35: 传统持牌机构 vs 互联网企业消费金融业务竞争力分析	- 23 -
图表 36: 公司互联网金融领域布局情况	- 24 -
图表 37: “2345 贷款王”申请流程图	- 25 -
图表 38: 2345 贷款王 vs 市场内主要现金贷产品	- 25 -
图表 39: 2345 贷款王累计放贷总额	- 26 -
图表 40: 2345 贷款王贷款余额增长情况	- 26 -
图表 41: 2345 贷款王累计放贷笔数	- 27 -
图表 42: 现金贷场景 TOP 10 企业	- 27 -
图表 43: 2016 年中国网民年龄结构分布	- 28 -
图表 44: 2016 年中国网民职业结构分布	- 28 -
图表 45: 2016 年中国网民个人月收入结构	- 29 -
图表 46: 江苏苏银凯基消费金融公司发起人出资情况	- 30 -
图表 47: 苏银凯基消费金融公司参股各方优势互补	- 30 -
图表 48: 消费信贷的资金来源方式对比	- 30 -
图表 49: 2016 年坏账率持续下降至 3%	- 31 -
图表 50: 可比上市公司估值比较	- 32 -
图表 51: 盈利预测表	- 33 -
图表 52: 公司业绩拆分表	- 33 -

1. 公司简介

1.1 公司业务架构及历史沿革

- **转型打造基于互联网平台的一流综合服务商，“两驾马车”齐头并进。**
 - 公司前身海隆软件——成立于 1989 年，主要从事单一的海外软件外包服务，客户集中于日本的银行、证券、保险等行业；2014 年 9 月，海隆软件正式收购国内领先的互联网上网入口平台商二三四五 100% 股权（次年，公司正式更名为上海二三四五网络控股集团股份有限公司），开启转型之路，从此致力于打造全新的“基于互联网平台的一流综合服务商”。目前公司依托 2345 网址导航为核心产品，形成了一个覆盖 PC 端和移动端，拥有 15 款网站和软件产品的业务体系，并在互联网入口平台领域积累到大量忠实客户，行业排名位列第三。
 - 2015 年，公司成立上海二三四五海隆金融信息服务有限公司，进军互联网金融领域。业务以互联网小额贷款服务为核心，拳头产品为“2345 贷款王”（原名“随心贷”，是与中银消费合作推出国内首个权威金融机构向个人提供网络消费贷款的创新型正规借贷平台）。目前平台业务高速增长，已逐步成为带动公司业务增长的核心动力。2016 年，公司继续深化对互联网金融领域的布局，参股和投资设立了融资租赁公司、互联网保险公司和小贷公司等，互联网金融生态加速完善中。
 - 2016 年 12 月，出于集团战略转型的需要，公司正式将低毛利率的传统软件外包业务剥离（原海隆软件业务部分），作价 4.53 亿元全部转让给了公司实际控制人包叔平先生，以集中力量发展互联网信息和互联网金融两项优势业务，最终形成两架马车齐头并进的业务新格局。

图表 1：公司主要历史沿革

时间	事件
1989.4	公司成立，当时名为上海中立计算机有限公司
2007	深圳证券交易所上市，更名为上海海隆软件股份有限公司；主要从事海外软件外包服务
2014	与中银消费联合推出“网上随心贷”，对互联网金融进行首次尝试
2015.2	设立上海二三四五海隆金融信息服务有限公司
2016.2	非公开增发募集资金 16.7 亿元，主要用于投放互联网金融项目
2016.5	与中银消费合作的“随心贷”更名为“2345 贷款王”
2016.1-12	由浅入深完善互联网金融领域布局：分别投资和发起设立上海二三四五融资租赁有限公司（1 月）、华商云信用保险股份有限公司（5 月）、广州二三四五互联网小额贷款有限公司（12 月）
2016.12	作价 4.35 亿元人民币剥离传统软件外包业务，聚焦互联网信息与互联网金融业务

来源：公开资料、中泰证券研究所

图表 2：公司现有业务架构图

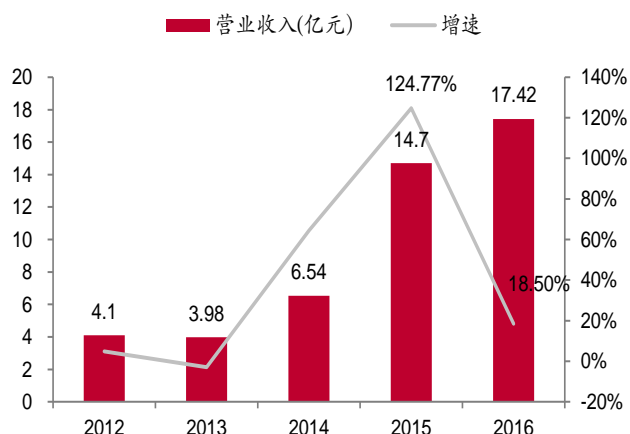
业务板块	产品类别	产品名称	产品介绍
互联网信息服务	网站产品	2345.com 网址导航	方便用户快速找到所需网站入口，并提供天气预报、实用查询、常用软件下载、电子邮箱登录入口、搜索引擎入口、在线收藏等上网常用服务。用户数已超4700万，位居行业第三
	PC 端应用软件	2345 加速浏览器	新一代2345加速浏览器采用Chrome和IE双内核，主打极速与安全特性。基于Chromium深度定制，引入网页智能预加载技术，访问网页更快速，双内核引擎可智能切换，匹配不同网页以确保兼容性。全新打造云安全中心为千万用户保驾护航。用户已超2000万，行业排名第七
		2345 好压	国内自主研发的免费压缩软件，拥有1.3亿用户，压缩率比传统软件高出10%~30%。累计装机量已达3.5亿台，是国内装机量最大的免费压缩软件。
		2345 看图王	是一款拥有4000万用户的新一代、极速看图软件。
		2345 王牌输入法	产品内无弹窗和广告，输入速度比普通输入法快5倍，准确度高，提供每周最新词库。
		2345 安全卫士	新一代的电脑安全专家，拥有全球领先的云安全技术
	移动端应用软件	2345 王牌手机浏览器	2345移动端浏览器，支持主流各大搜索引擎，内置海量新闻头条、免费小说影视、网址导航
		2345 王牌手机助手	是目前国内发展迅猛的安卓手机资源获取平台，提供数十万款的软件和游戏，聚合全网海量音乐、影视、壁纸和电子书资源，内置丰富贴心的手机管理、优化、安全功能
		2345 网址导航APP	移动端上的网址导航产品
		2345 影视大全	聚合腾讯视频、搜狐视频和百事通视频等20多家视频资源，全网15万电影视频、电视剧视频、综艺视频、动漫视频和6亿短视频，是中国最全的视频播放平台。
		2345 阅读王	隶属2345小说大全，2345小说大全日活跃用户100万，作为2345小说大全的移动客户端，2345阅读王为用户提供在线阅读、离线下载、云书架等功能。
		2345 天气王	是中国首家预报15日天气的APP应用，提供全国2583个城市天气预报，实时发布1756个城市空气质量，被超过300万用户公认为超准的天气预报
互联网金融服务	网络消费信贷	2345 贷款王	与中银消费金融有限公司联手打造的小额信贷产品，只需身份证，最高提供5000元现金信贷，最快30分钟极速到账
	投资和发起设立融资租赁公司、互联网保险和小贷公司等，构建完整互联网金融生态		

来源：公司官网、公司公告、中泰证券研究所

1.2 公司财务状况分析

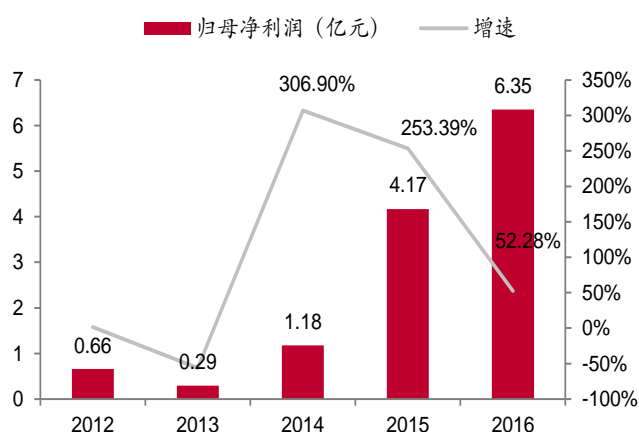
- 消费金融战略转型拓展顺利，业绩增长换挡提速。**从近五年公司营收状况来看，2014年收购2345.com完成后，公司在新业务转型上发展顺利，带动业绩增长迈入高成长轨道。2015-2016年，公司分别实现营业收入14.7亿和17.4亿元，同比增长125.3%、18.5%；实现归属母公司净利润分别为4.2亿和6.3亿元，同比大幅增长255.4%和52.2%。其中，2016年消费金融业务共实现归母利润1.13亿元（2015年亏损731.81万元），业务呈现放量式增长。与此同时，网站导航业务和搜索引擎分流等互联网信息业务2016年贡献归母净利润3.93亿元，呈现稳步增长趋势。可以看到，随着消费金融业务的持续放量，公司正逐步进入高速增长轨道，并未来有望受益于此业绩迎来爆发式增长。

图表 3: 2012-2016 年公司营业收入及增速



来源: Wind、中泰证券研究所

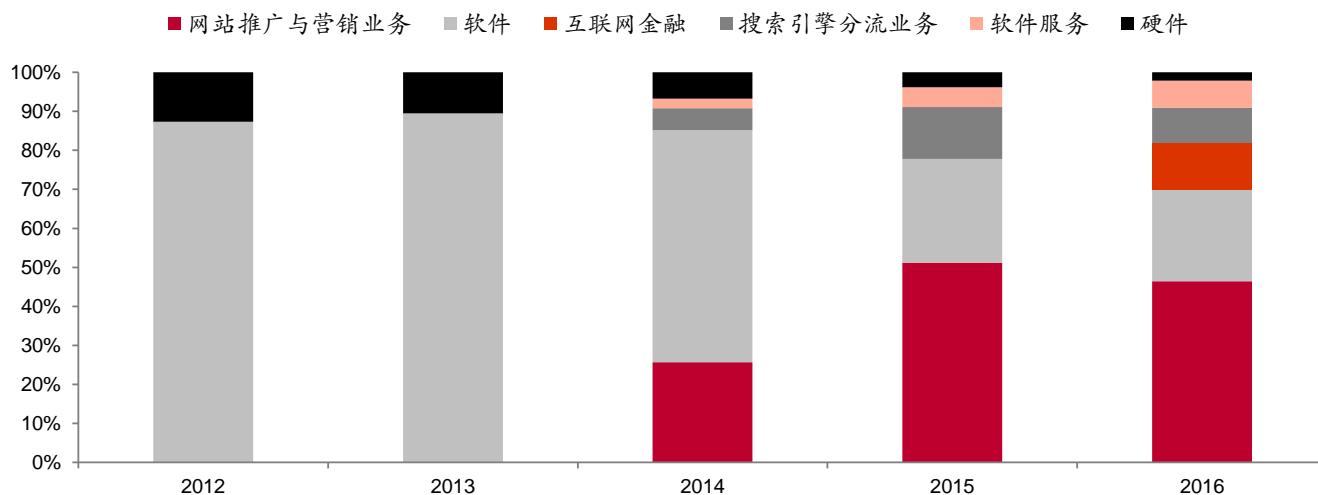
图表 4: 2012-2016 年公司归母净利润及增速



来源: Wind、中泰证券研究所

- 营收结构上**, 公司的传统硬件和软件(外包)业务占比逐步缩减, 网站推广与营销、搜索引擎分流和互联网金融等新业务比例不断提升。公司自转型后, 业务经营呈现多元化趋势, 转型效果显著。2016 年年报显示, 公司的新业务网站推广与营销业务收入占总营收的 46.01%, 搜索引擎分流、软件服务和互联网金融业务分别占到了 8.96%、6.87%和 11.84%。

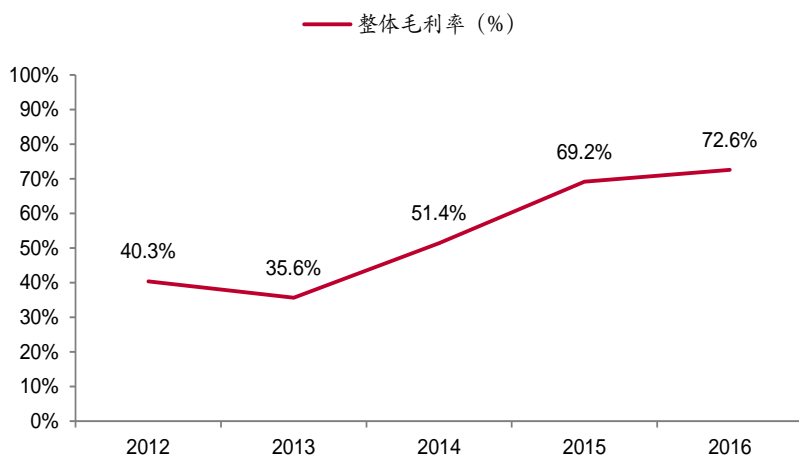
图表 5: 公司新业务收入占比不断提升



来源: Wind、中泰证券研究所

- 受益于公司软件外包服务的剥离及互联网金融等高毛利业务占比的逐步增加**, 公司毛利率未来仍有望不断提升。转型后, 互联网信息服务和互联网金融等高毛利业务在公司的营收占比中不断增加, 使得公司整体毛利率从原先 35%左右水平大幅攀升至 2016 年的 72.59%。未来我们预计随着传统软件外包业务的转出, 以及高毛利互联网金融业务的进一步快速增长, 公司的毛利率水平有望持续抬升。

图表 6：转型后公司整体毛利率大幅提升

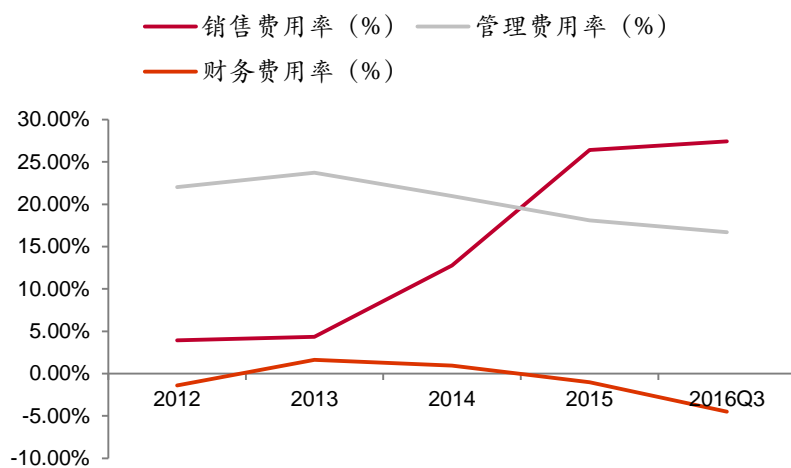


已被剥离

	网站推广与营销业务	软件	硬件	搜索引擎分流业务	软件服务	互联网金融
2016各业务毛利率	81.04%	39.51%	23.37%	81.76%	81.05%	98.51%

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 7：营销及渠道费用推动费用率上升



来源：中泰证券研究所

1.3 公司股权结构情况

- **公司股权结构清晰：**截至 2016 年 12 月 31 日，公司前董事长包叔平先生共直接和间接控制公司股份的表决权股数 346,064,976 股，占公司总股本的 17.91%，为公司实际控制人。其次，孙毅先生直接和间接控制公司股份的表决权股数为 335,587,330 股，占公司总股本的 17.36%。
- 虽然孙毅先生控制的表决权比例与包叔平先生较为接近，但孙毅先生未来并不会成为公司的实际控制人。2014 年 7 月 29 日，公司披露了《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，第 27 页披露：“孙毅承诺本次重组完成后其不会通过直接和间接持有的海隆软件股份对应的股东权益谋求海隆软件实际控制人地位。”与此同时，第 26 页还披露：“庞升东、张淑霞、秦海丽、孙毅承也诺将来不会基于其所持有的海隆软件股份与除包叔平外的其他股东谋求一致行动人关系”（“海隆软件”为公司原证券简称）；相关承诺长期有效。

图表 8：公司主要股东持股情况（截至 2016 年 12 月 31 日）

股东名称	持股	占公司总股本比例	一致行动人合计持股比例	备注
包叔平	74,340,382	3.85%	17.91%	包叔平与曲水信佳科技有限公司为一致行动人
曲水信佳科技有限公司	271,724,594	14.06%		
孙毅	48,559,484	2.51%	17.36%	孙毅与浙富控股集团股份有限公司为一致行动人
浙富控股集团股份有限公司	287,027,846	14.85%		
庞升东	140,104,274	7.25%	8.11%	庞升东与上海瑞度投资有限公司为一致行动人
上海瑞度投资有限公司	16,646,040	0.86%		
其他5%以下中小股东	1,094,212,820	56.62%	—	—
总股本	1,932,615,440	100%	—	—

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **股权激励绑定核心骨干利益，助力公司长期快速发展。**2016 年 11 月 14 日，公司公告授予包括公司董事、高级管理人员、公司中层管理人员以及核心技术或业务人员共计 56 名核心骨干首期 2215 万股限制性股票，授予价格 5.81 元/股。本次激励通过绑定核心公司成员利益，将有助于公司未来长期稳定快速发展。

2. 互联网信息服务：坐拥优质流量入口，业务持续稳定增长

- 公司互联网信息服务以 2345 网址导航为核心产品，定位打造“网民首选的上网入口”平台，已形成了一个覆盖 PC 端和移动端，拥有 15 款网站和软件产品的丰富业务体系。经过多年深耕细作，公司产品已覆盖互联网用户超过 2.6 亿人，日活用户超 2500 万，行业排名第三，国内排名前 50 的网站超 70% 在公司平台付费推广。当下，网址导航 PC 端市场格局日趋稳定，移动端逐步兴起使得行业进入新的竞争阶段。生态、内容、移动、个性化成为支撑网址导航产品快速发展的核心竞争力。公司全力推进“网址导航”向“内容导航”转型，同时在移动端积极拓展渗透，逐步形成了多入口、多领域“内容-流量-变现”的良性循环，推动互联网信息业务实现持续稳定增长。

2.1 PC 端：网址导航市场格局日趋稳定，转型内容导航深挖用户价值

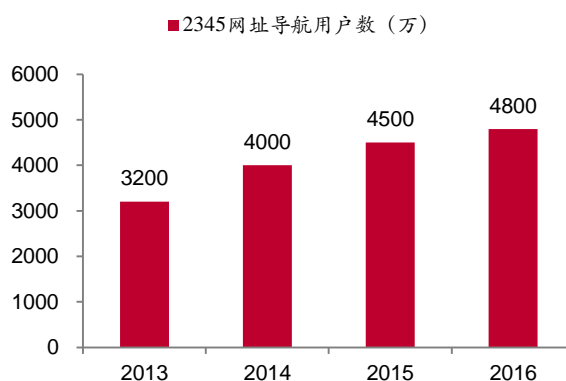
- PC 端网址导航产品用户规模及流量行业内持续领先，公司寡头市场地位逐渐形成。2005 年，公司正式创建 2345 网址导航，借助早期市场的先发优势及多年来深耕细作，目前公司产品已积累了一大批忠实的用户。截止 2016 年底，2345 网址导航用户量已突破 4800 万，日访问用户超 2500 万，位居行业第三，仅次于 360 安全网址导航和 Hao123。随着目前互联网流量接近饱和，网址导航市场竞争格局日趋稳定，公司的寡头市场地位已逐步确立起来。

图表 9：国内网址导航类网站市场排名情况

排名	导航网站
1	360 导航
2	Hao123
3	2345 网址导航
4	搜狗网址导航
5	QQ 导航
6	瑞星安全网址导航
7	114 啦

来源：易观国际、中泰证券研究所

图表 10：2345 网址导航用户数量稳步上升



来源：中泰证券研究所

- 产品群落构建强大生态圈，公司网址导航产品流量入口优势明显。公司拥有 2345 系列浏览器，并辅以战略产品——2345 软件大全、好压、看图王等，形成了一个“以工具推导航，以导航促工具开发”的完整的上网入口生态圈，为公司网址导航产品奠定了富有竞争力的流量入口优势。百度流量统计研究院数据显示，截止 2016 年底，2345 浏览器的市场份额占比已达 5.16%，仅次于 Chrome、IE 和 QQ 浏览器，为公司 PC 端流量、品牌带来极大增值作用。

图表 11: 2017 年 1-3 月浏览器市场份额排名



来源: 百度流量统计研究院、中泰证券研究所

图表 12: 公司 PC 端产品布局完善

电脑版下载

2345看图王 大小: 14.1M / 版本: 看图王带给人们惊叹的超高清 画质画质早知 红卷书知 挂 更新日期: 下载 2017/04/12	2345王牌浏览器 大小: 52.9M / 版本: 2345浏览器是一款强大的多 功能网际浏览器 目前官网的 更新日期: 下载 2017/04/06	好压(HaoZip) 大小: 12.2M / 版本: 2345好压是完全免费压缩软 件 相比别的压缩软件上更易 更新日期: 下载 2017/04/05
2345加速浏览器 大小: 54.4M / 版本: 2345加速浏览器是一款2345 网络八星最新推出的浏览器 更新日期: 下载 2017/03/31	2345软件管家 大小: 4.3M / 版本: 2345软件管家是2345官方推 出的一款全新产品 2345软 更新日期: 下载 2016/05/22	2345王牌输入法 大小: 28.3M / 版本: 2345王牌输入法是2345公司 于2014年7月推出的一款PC端 更新日期: 下载 2017/03/28
2345一键签到 大小: 452KB / 版本: 2345是很多从事网赚行业的 人最喜爱的签到网站 在网 更新日期: 下载 2014/07/04	2345一键重装系统 大小: 8.3M / 版本: v1.0 2345一键重装系统是梦幻软 件公司推出的一款在线下 更新日期: 下载 2016/05/13	2345答题助手 大小: 406KB / 版本: 2345答题助手是一款2345管 理网络答题网站的辅助工具 更新日期: 下载 2014/07/04
2345批量文件改名王 大小: 715KB / 版本: 2345批量文件改名王可以用 来批量重命名多个文件 您可 更新日期: 下载 2014/01/09	2345批量字符替换王 大小: 754KB / 版本: 2345批量字符替换王支 持 txt html等多种常用文本格 更新日期: 下载 2014/01/09	2345图片格式转换王 大小: 1.3M / 版本: v2.8 2345图片格式转换王提供多 种图片的压缩裁剪编辑功能 更新日期: 下载 2014/01/09
2345虚拟光驱王 大小: 284KB / 版本: 2345虚拟光驱王以前为好压 的附属程序 现在为独立程序 更新日期: 下载 2013/11/20	2345手机助手 大小: 24.8M / 版本: 2345手机助手由2345软件大 全推出的安卓手机同步工具 更新日期: 下载 2015/10/16	2345图片查看器 大小: 2.9M / 版本: 好压内置的看图工具表现还 不错 支持常用的BMP 更新日期: 下载 2012/10/07

来源: 公开资料、中泰证券研究所

图表 13: 公司 PC 端工具类产品用户数量庞大

产品名称	用户数量	行业排名
2345网址导航	4700万	行业位居第三, 仅次于奇虎360旗下的360网址导航和百度旗下的Hao123网址导航
2345王牌浏览器	2000万	位列行业前十
2345好压压缩软件	用户累积装机量已达3.5亿台	国内装机量最大的免费压缩软件
2345软件大全	—	国内排名前三的软件下载站

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 依托海量用户基础, 2345 网址导航对各类网站的流量入口价值及企业营销价值凸显。目前, 国内排名前 50 的网站中, 有 70% 以上的公司均在 2345 网址导航付费推广, 包括百度、腾讯、新浪、京东商城、汽车之家、唯品会、亚马逊、携程、苏宁易购、世纪佳缘等知名网站。2015 年, 2345 网址导航为百度带去超过 180 亿次搜索, 成为百度联盟目前最大的合作伙伴。

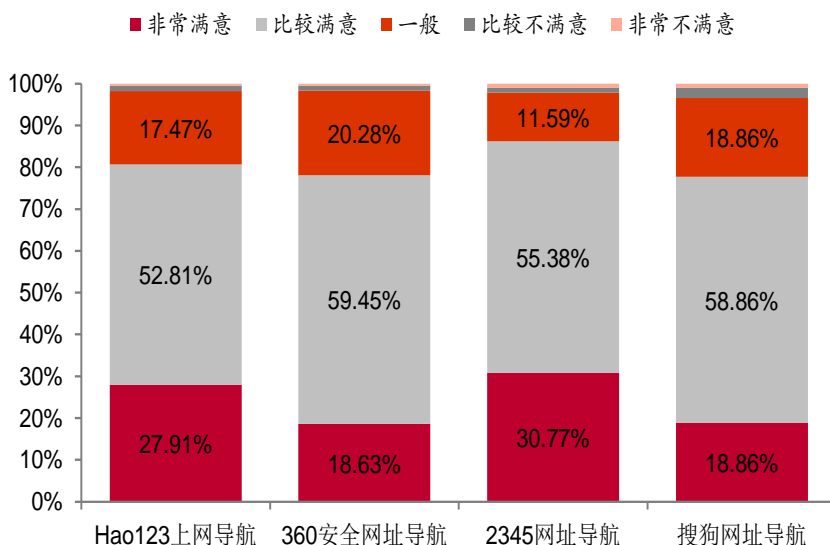
图表 14: 2345 网址导航合作伙伴

合作伙伴					

来源：公司官网、中泰证券研究所

- **转型“内容导航”深挖单个用户产出，互联网信息业务持续稳定增长。**随着 PC 端网址导航市场格局趋于稳定，行业逐渐转向存量市场竞争。同时用户对导航类产品的需求也已不再局限于网址导航，开始向内容化过渡，实现内容板块和客户的精准匹配是竞争的核心所在。公司目前积极推动产品由“网址导航”向“内容导航”转型，基于游戏、影视、小说、资讯等细分领域向客户提供增值服务，并推送个性化内容，努力缩短用户到内容的距离，深度挖掘用户价值，提升用户粘性。
- **商业模式由传统流量分成逐步向内容深度运营方式转变。**目前公司在游戏方面与三七娱乐进行深度合作，以实现“流量与内容”间互补，采用游戏深度运营的模式深度挖掘用户更高价值，合作 6 个月后收入增长 2 倍以上，转型效果显著。在平台用户增速日趋平缓的背景下，提高单个用户产出价值，有望助力公司互联网信息服务业务持续稳定增长。

图表 15: 主要网址导航用户满意度分布



来源：EnfoDesk 易观国际、中泰证券研究所

2.2 移动端：多入口积极布局，产品矩阵策略成效渐显

- 顺应 PC 端流量不断向移动端迁移的趋势，公司业务逐步向移动端倾斜。随着移动互联网和智能手机的快速普及，用户流量和时间分配正加速向移动互联网过渡。启汇数据显示，截止 2016 年底，PC 端与移动端的流量比例已从 2014 年的 3:7 变为当前的 1:9。相较 PC 端，移动端在流量分布上呈现为更加分散，入口多元化。因此，公司在移动端的策略主要为：1) 将 PC 端原有产品向移动端迁移，如 2345 手机助手和 2345 浏览器 2) 抢占尽可能多的细分市场，构建产品矩阵，依托数量优势带动整体用户规模的快速增长。目前，公司在移动端的产品线较为全面，重要细分领域基本覆盖，产品目前主要包括 2345 手机助手、2345 王牌手机浏览器、2345 网址导航 APP、2345 天气王等、2345 影视大全、2345 直播大全等等。

图表 16：公司移动端产品布局



来源：公开资料、中泰证券研究所

- 产品矩阵策略成效渐显，业务渐入佳境。随着公司在移动端各入口产品布局日趋完善，用户规模稳步增长，客户基数从几十万发展到百万千万，从而使得产品渠道价值和广告价值逐步体现。根据公司 2016 年年报显示，报告期内，公司移动端业务增长迅速，单月营业收入从 2015 年末的 500 余万元增加到超过 1500 万元，移动战略布局初见成效。

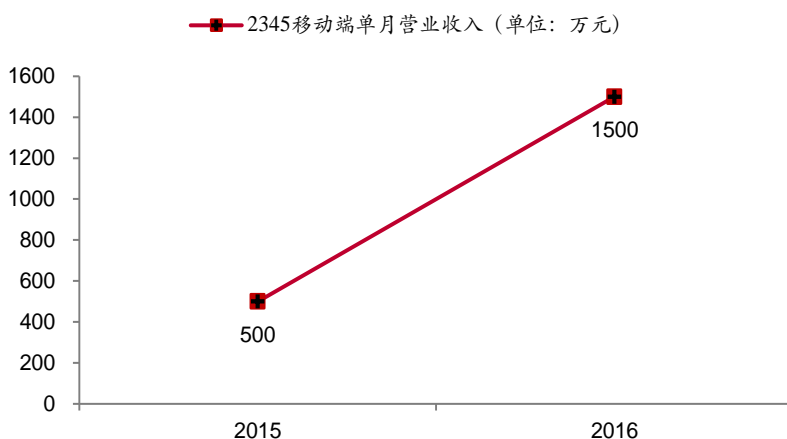
图表 17: 2345 移动端 APP2016 年月均活跃用户数

2345王牌手机助手	活跃用户 (万)	起动次数 (万次)	使用时长 (万小时)	2345天气王	活跃用户 (万)	起动次数 (万次)	使用时长 (万小时)
2016年4月	272.12	2637.98	279.2	2016年4月	767.46	16300.9	1337.04
2016年5月	245.04	2845.48	312.59	2016年5月	949.98	16963.4	1387.62
2016年6月	300.86	2353.76	267.7	2016年6月	768.45	14701.7	1318.9
2016年7月	281.84	2136.91	232.02	2016年7月	720.4	21113.3	2115.85
2016年8月	291.97	2877.41	497.56	2016年8月	763.26	19856.6	2729.37
2016年9月	297.42	2650.68	497.4	2016年9月	886.25	18127.7	3540.34

2345影视大全	活跃用户 (万)	起动次数 (万次)	使用时长 (万小时)	2345锁屏王	活跃用户 (万)	起动次数 (万次)	使用时长 (万小时)
2016年4月	745.24	17821	5367.3	2016年4月	19.85	12970	531.62
2016年5月	661.69	18667.7	5574.83	2016年5月	26.95	15119.4	635.08
2016年6月	730.96	17997.8	5328.1	2016年6月	21.17	14024.7	545.02
2016年7月	683.18	16077.6	5273.08	2016年7月	13.52	5276.11	203.31
2016年8月	643.06	13796.4	3384.76	2016年8月	14.2	3199.61	419.81
2016年9月	511.3	12506.8	3609.72	2016年9月	0.68	295.68	38.07

2345阅读王	活跃用户 (万)	起动次数 (万次)	使用时长 (万小时)	2345浏览器	活跃用户 (万)	起动次数 (万次)	使用时长 (万小时)
2016年4月	216.29	4989.08	1304.59	2016年4月	337.52	14898.8	2465.35
2016年5月	242.23	5120.67	1291.32	2016年5月	341.21	16154.2	2808.52
2016年6月	328.43	4426.53	998.93	2016年6月	384.1	14030.7	2392.51
2016年7月	355.76	7138.79	1588.01	2016年7月	383.89	17026.2	2783
2016年8月	429.37	18878.5	3783	2016年8月	397.18	21352.4	3676.23
2016年9月	415.63	24551.6	4834.66	2016年9月	393.08	19232.6	3695.89

来源: Wind、中泰证券研究所

图表 18: 公司移动端收入快速增长


来源: 公司公告、中泰证券研究所

2.3 特色线下推广平台“王牌联盟”推动各产品渗透率持续提升

- 凭借特色线下推广渠道“王牌联盟”，公司 PC 端和移动端产品渗透率获得有效提升。目前，公司特有的“王牌联盟”推广平台（包括王牌技术人员联盟和王牌手机联盟）是目前国内最大的线下推广平台之一。电脑及手机技术人员可在线上免费注册成为“王牌联盟”成员、通过线下推广公司及合作伙伴的产品，从而获得相应的推广收入。截至 2016 年底，公司已累计发展电脑业务注册推广技术人员 460 万，日装机量 15 万台；安卓业务注册推广技术人员达 120 万，日活跃推广技术员 1.5 万，日装机量约为 6 万台。

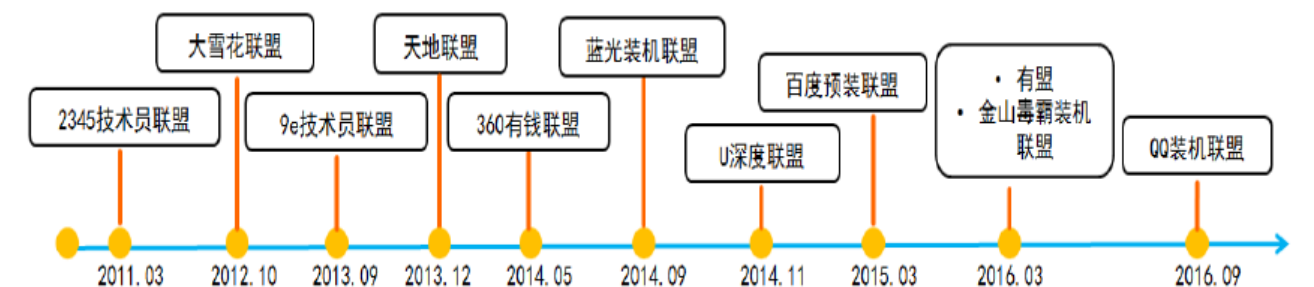
图表 19：王牌联盟相关介绍

I 软件计费规则				
软件名称	单价（元）	计费规则	有效安装率	详情
 2345 网址导航	0.05-0.06元/访问用户 最高：0.064元/访问用户，我要涨价	通过2345浏览器访问：0.06元 通过其他浏览器访问：0.05元 累计计费，每日结算 使用一键安装合集推广，自动锁定主页	获取推广链接	
 2345 加速浏览器	1元/台 最高：1.06元/台，我要涨价	新装：0.03元 累计使用三天：0.97元	高	版本： v8.4 (54.5M) 更新：2017-03-09
 2345 安全卫士	0.6元/台 最高：0.636元/台，我要涨价	新装：0.03元 累计使用三天：0.57元	高	版本： v2.10 (22.73M) 更新：2017-03-09
 2345 王牌输入法	0.1元/台 最高：0.106元/台，我要涨价	新装：0.02元 累计使用三天：0.08元	高	版本： v4.4 (33M) 更新：2017-01-12
 2345 看图王	0.22元/台 最高：0.234元/台，我要涨价	新装：0.02元 累计使用三天：0.2元	高	版本： v7.1 (14.1M) 更新：2016-11-18
 腾讯电脑管家	0.8元/台 最高：0.848元/台，我要涨价	有效安装：0.8元	高	版本： v12.2 (54.3M) 更新：2016-12-16
 酷我音乐	0.4元/台 最高：0.424元/台，我要涨价	有效安装：0.4元	高	版本： v8.5 (39.5M) 更新：2016-11-18

来源：2345 王牌联盟网页、中泰证券研究所

- 对比市场上其他装机联盟，2345“王牌联盟”具有三大明显优势：①成立时间最早（2011年），先发优势明显；②2345作为第三方流量分发商，其主要产品与其他软件无太多直接竞争关系，因此“王牌联盟”支持的装机软件品种数量更大，可与软件企业实现共赢；③“王牌联盟”上注册技术员提现速度更快，目前为不超过72小时，相比其他装机联盟，如360有钱联盟不超过15日的提现周期，对注册技术员吸引力更大。同时，发包采用第三方客观统计，相比百度、腾讯、360等巨头的装机联盟，不存在扣量行为。目前，公司“王牌联盟”技术员数量为460万，日活15万，相比行内其他装机联盟技术员仅为几万到十几万人，日均活跃量不超过1万的水平，公司“王牌联盟”竞争优势极为明显。
- “王牌联盟”线下推广平台在用户规模、用户流量转化能力、产品认知度、团队建设等方面为公司形成显著优势。公司凭借此特色线下营销平台“王牌联盟”，与其他主要竞争对手形成特有竞争力，为传统业务稳健增长提供有力保障，有效推动PC端以及移动端产品渗透率的持续提升。而传统业务的稳健发展也将为公司开拓互联网金融创新业务提供了极强安全边际和竞争优势。

图表 20: 装机联盟发展历程



来源: 公开资料整理、中泰证券研究所

图表 21: 国内主要线下装机联盟对比

软件联盟	是否上市	联盟名称		业务涉及	技术员数量
		联盟名称	业务涉及		
软件联盟	上市系	二三四五技术员联盟	P+M	近460万	
		360有钱联盟	P+M	日活跃1.3万	
		QQ装机部落	P+M	/	
		蓝光联盟	P+M	合作店铺20万	
		有盟装机	P+M	9.7万	
		天地联盟	P+M	/	
		金山毒霸装机联盟	P	420万	
		百度预装联盟	P+M	/	
		7654技术员联盟	P+M	17多万	
	非上市系	9e技术员家园	P	/	
		大雪花联盟	P	合作店铺10万	
		乐盟	M	合作商家20万	
		总裁联盟	P	日活跃300多	
		5186装机联盟	M	3.6万	
		蘑菇分发平台	M	近2万	
		18助手	M	近13万	
		114啦	M	不到1万	
		海贝壳装机联盟	M	/	
		U深度技术员联盟	P	近20万	

来源: 公开资料、中泰证券研究所

图表 22: 2345 王牌联盟 vs 360 有钱联盟竞争力对比



来源: 公开资料整理、中泰证券研究所

3. 消费金融行业：产业趋势叠加政策利好，消费金融发展正当时

3.1 消费金融场景不断丰富，对比发达国家市场空间广阔

- 随着产业发展与技术创新，消费金融正在从传统的高收入人群和大额低频消费场景向中低收入人群及小额高频消费场景迅速拓展。传统消费金融主要专注于买房、购车等大额低频消费场景，且用户大部分为净值较高人群，对学生、农民、蓝领等收入较低人群则覆盖较少。随着近年移动互联网的快速发展以及大数据征信技术的创新，消费金融正在向大众的日常生活快速渗透，目前正在向大学生、蓝领群体等以及 3C 数码产品、旅游、餐饮等小额高频消费场景迅速拓展。

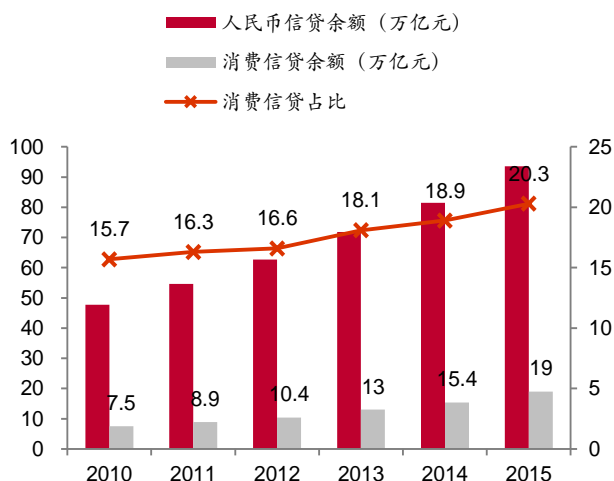
图表 23：互联网消费金融定义及范围

传统消费金融	互联网消费金融
<p>覆盖人群范围： 有大额消费需求的人群 以及进行信用卡消费的人群</p> <p>覆盖商品范围： 大额消费信贷 信用卡消费信贷</p> <p>使用频率： 随消费的商品数量的增加而增加</p> <p>与用户互动深度： 用户对服务的感受更多是对资金整体的处理方式更为模式化，用户参与感较少</p> <p>扩张潜力： 依托对传统金融商品或线下消费场景中的营销能力</p> <p>实质： 以延迟支付来充分利用货币的时间价值，银行作为资金及资金信息的持有、管理方，是传统业态中资金流通的必经渠道。</p>	<p>覆盖人群范围： 80/90后为主 以及其他年龄段进行网购的人群</p> <p>覆盖商品范围： 大额信贷：车贷、房贷 电商平台上的所有可消费信贷</p> <p>使用频率： 随消费的商品数量的增加而增加</p> <p>与用户互动深度： 用户对服务的感受随每一次消费商品数量的增加而加深，方式更为灵活多样</p> <p>扩张潜力： 依托互联网平台及在年轻人中高普及率的社交网络</p> <p>实质： 敲碎商品的价值和使用价值，使之高频率、低额度的进行交换，架空了银行渠道，让市场来影响作为消费品价值一部分的资金价值的定价</p>

来源：《2016 年中国互联网消费市场研究报告》、中泰证券研究所

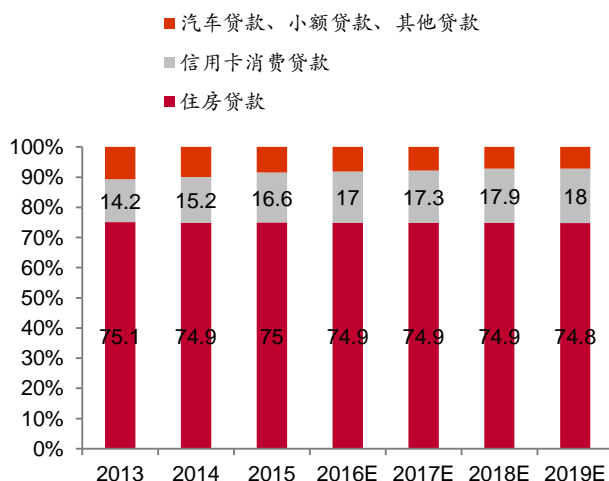
- 我国住房贷款占消费性贷款之比为 75%，居民消费信贷占比远低于国外平均水平。根据中国人民银行数据显示，2014 年我国消费性贷款规模达到 15.38 万亿，2015 年达到约 18.96 万亿，基本维持 20% 以上的年复合增速。国内居民消费信贷占总的全国信贷之比为 20%，其中有将近 75% 是住房贷款，除去房贷和车贷后居民消费信贷占比仅 5%，远低于国外成熟市场平均 30% 的比例。我们预计未来随着人群代际的变迁、居民收入的持续增长下、消费观念转变、消费金融产品及服务不断丰富下，国内居民消费信贷（除房屋贷款）具备较大提升空间。

图表 24：目前国内消费信贷余额接近 20 亿元



来源：中央人民银行数据、中泰证券研究所

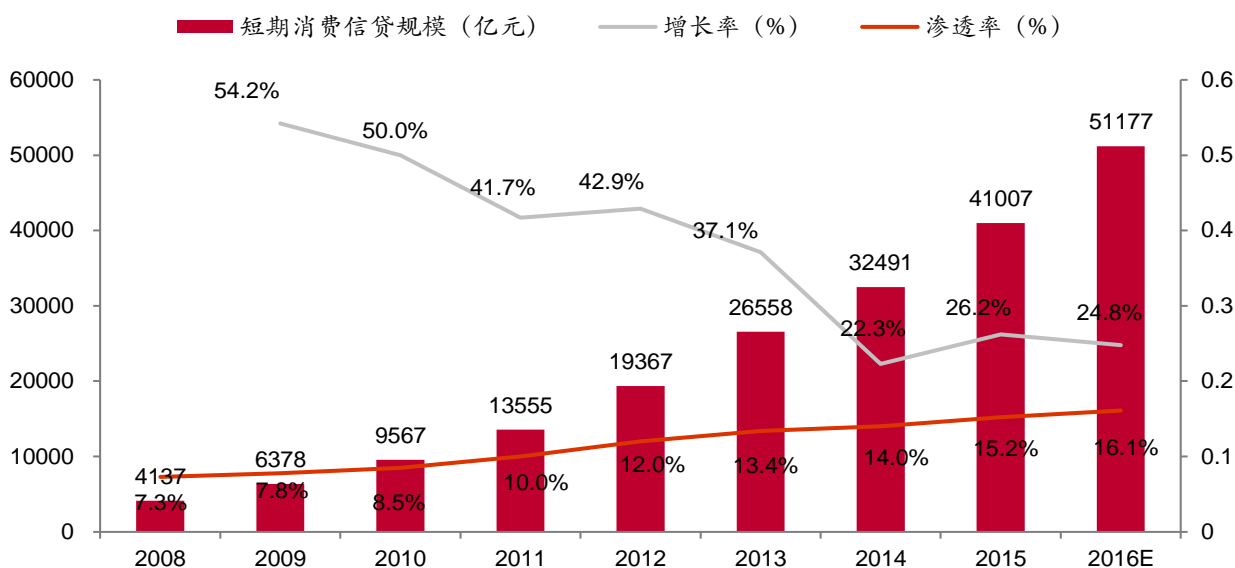
图表 25：居民消费贷款中住房贷款占比接近 27%



来源：中央人民银行数据、中泰证券研究所

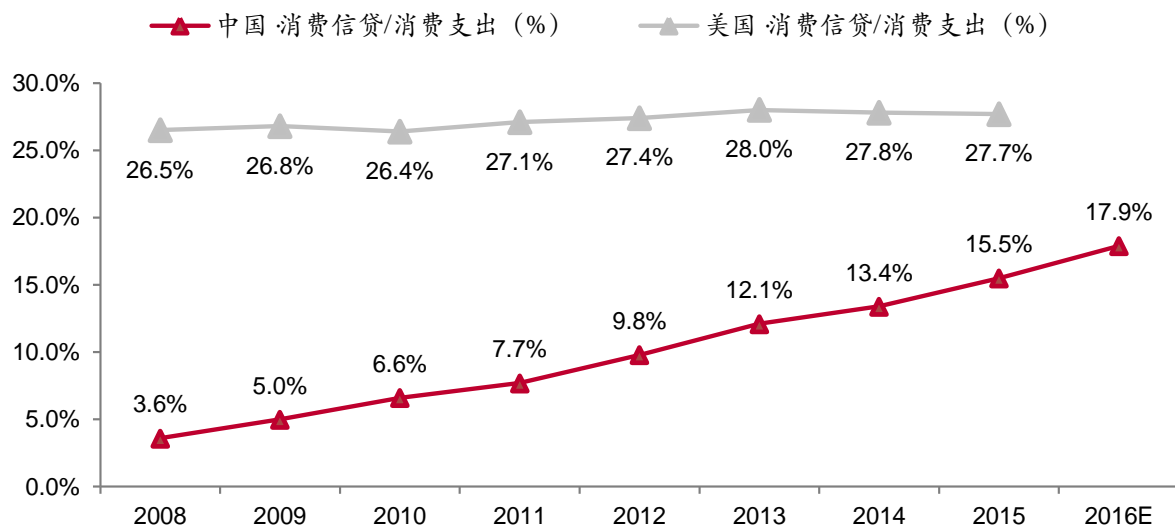
- 从我国短期消费信贷情况来看，2015 年我国个人短期消费贷款约为 4.1 亿元，同比增长 26.2%，占总消费支出之比达到 15.5%。而美国的消费信贷占消费支出之比远超我国水平，近年稳定在 27% 左右。智研咨询在《2017-2022 年中国消费金融市场前景预测研究报告》中认为，在过去几年内，无论是信贷结构还是消费模式上，我国消费信贷渗透率都以线性方式快速上涨（在 2008 年我国短期消费信贷仅占 7.3%），预计在未来 5 年左右有望达到美国的水平，总体来看我国的短期消费信贷市场仍存在巨大的提升空间。

图表 26：我国短期消费信贷规模及占比情况



来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

图表 27: 我国短期消费信贷占比快速提升

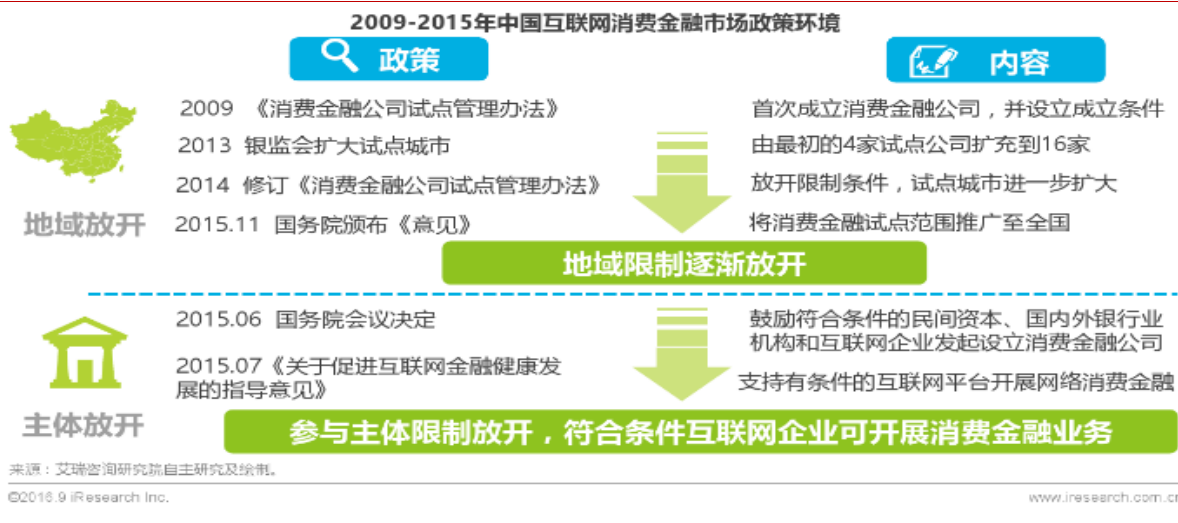


来源: 艾瑞咨询、中泰证券研究所

3.2 政策积极信号不断释放, 多方势力加速布局

- 市场逐渐放开, 消费金融政策积极信号不断释放。**从政策层面来看, 2016 年将成为互联网金融监管元年, 尤其是 2015 年以来 P2P 爆发出来的重大风险使得监管已经迫在眉睫。与 2015 年两会中提出“大力发展普惠金融”相比, 2016 年两会提议更多趋向行业立法和政策监管。在互联网金融加强监管的同时, 大力鼓励消费金融的发展则成为另一个主旋律。在 2015 年 6 月, 国务院常务会议决定放开消费金融的市场准入, 2015 年 11 月, 国务院发布《关于积极发挥新消费引领作用加快培育新供给动力指导意见》, 将消费金融公司试点范围推广到全国, 从最高层面为消费金融释放出了巨大的积极信号与政策红利。

图表 28: 国内消费金融市场政策正在逐渐放开



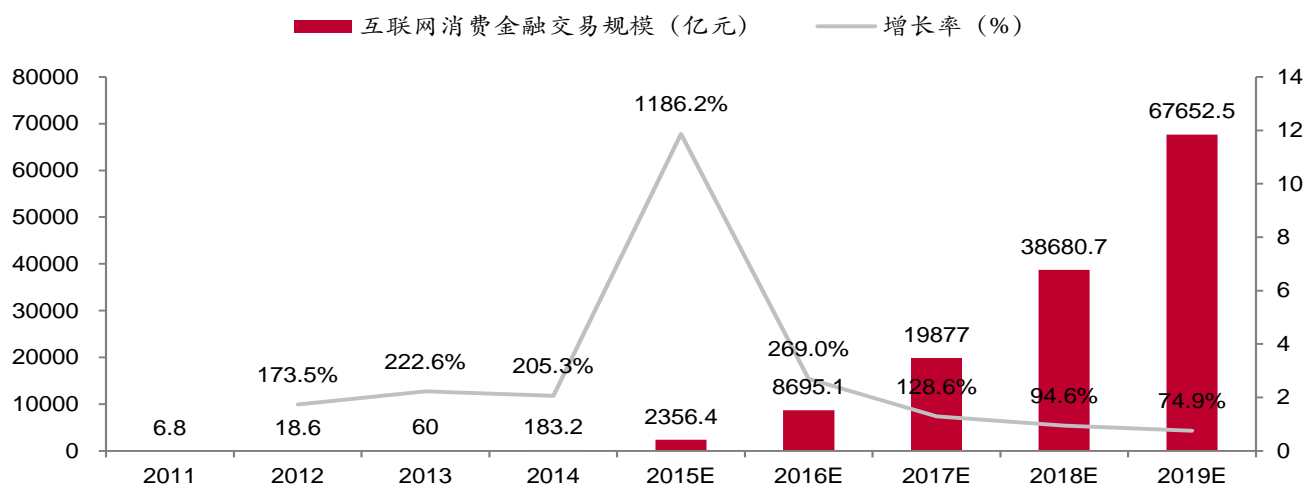
来源: 艾瑞咨询、中泰证券研究所

图表 29：消费金融行业政策变化路径

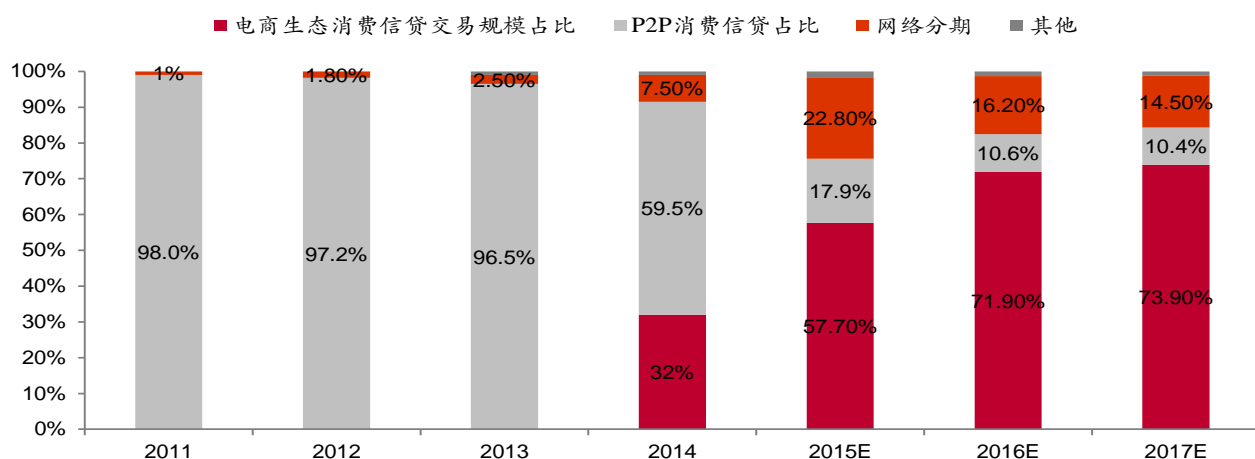
	政策	产业发展
试点期	2009年8月13日：中国银监会正式发布《消费金融公司试点管理办法》，为试点消费金融公司的转入、监管和规范经营提供了保障，	经国务院批准，北京、天津、上海、成都各设立一家消费金融公司进行试点，首批成立了北银消费、中银消费、锦城消费和捷信消费4家消费金融公司。
修订期	2013年11月14日：银监会发布《消费金融公司试点管理办法（修订稿）》，并宣布扩大消费金融公司试点城市范围，新增沈阳、南京、杭州、合肥、泉州、武汉、广州、重庆、西安、青岛等10个城市参与试点工作。	除老4家外，相继成立了招联消费金融公司、兴业消费金融公司、海尔消费金融公司、苏宁消费金融公司、湖北消费金融公司、马上消费金融公司、中邮消费金融公司7家消费金融公司
全国推广期	2015年6月10日：国务院召开常务会议，决定放开市场准入，将原在16个城市开展的消费金融公司试点扩大至全国。审批权下放到省级部门，鼓励符合条件的民间资本，国内外银行业机构和互联网企业发起设立消费金融公司，成熟一家批准一家。向消费者提供无抵押、无担保小额信贷，规范经营、防范风险，使消费金融公司与商业银行错位竞争、互补发展。更好发挥消费对经济增长的拉动作用。会议指出，发展消费金融，重点服务中低收入人群，有利于释放消费潜力、促进消费升级。	相继成立了杭银消费金融公司、华融资产管理公司、晋商消费金融公司、盛银消费金融公司，截至2016年3月6日，共有15家消费金融公司。
	2015年7月18日：《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》确立了互联网消费金融等互联网金融主要业态的监管职责分工，落实了监管责任，明确了业务边界。	
	2016年3月5日：《2016年政府工作报告》，再次提及消费金融，“在全国开展消费金融公司试点，鼓励金融机构创新消费信贷产品。”	

来源：公开资料整理、中泰证券研究所

- 互联网消费金融已进入爆发式增长阶段。**2013-2014年，中国互联网消费金融市场规模正处于发展的起步阶段，进入2015年，政策试点扩大范围、央行开放征信牌照、从互联网巨头到新兴创业公司都开始布局消费金融。市场也延续过去两年的强进发展势头，进入爆发式增长阶段。根据艾瑞咨询数据，2013年，中国互联网消费金融市场规模交易规模仅为60.0亿元，2014年交易规模则突破183.2亿元，增速超过200%，2015年，整体市场或突破两千亿元。

图表 30：国内互联网消费金融规模呈爆发式增长


来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

图表 31：国内消费金融贷款结构


来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

- 与国内蓬勃发展的消费金融市场对应得是，目前牌照资源主要掌握在银行相关的消费金融公司手中。截至 2017 年 2 月，有 20 家消费金融公司获得正式牌照，由银行主导的有 16 家，参股 2 家。此外，正在筹备中的消费金融公司有 13 家，银行系占 12 家。同时，目前包括京东、宜信、钱包金服、拉卡拉、万达、唯品会等在内的公司均在积极申请消费金融牌照。消费金融持牌机构具有两大优势：1) 可享受同业拆借，资金获取成本更低；2) 消费金融公司纳入央行和银监会监管体系，享受直连人行征信系统优惠政策，降低风险，增加催收回款。3) 相比小贷企业，经营范围不受地域限制。

图表 32：消费金融持牌公司情况 (20 家)

公司	地区	公司类型	股东背景
北银消费金融	北京	有限责任公司(中外合资)	北京银行、桑坦德消费金融、利时集团、万达集团、联想控股等
中银消费金融	上海	有限责任公司(台港澳与境内合资)	中国银行、百联集团、陆家嘴金融发展有限公司、中银信用卡等
锦程消费金融	成都	有限责任公司(中外合资)	成都银行、Hong Leong Bank Berhad
捷信消费金融	天津	有限责任公司(外国法人独资)	Home Credit B.V.
招联消费金融	深圳	有限责任公司(台港澳与境内合资)	永隆银行(招商银行旗下)、中国联通
兴业消费金融	泉州	股份有限公司	兴业银行、福建泉州市商业总公司、特步、福诚
海尔消费金融	青岛	其他有限责任公司	红星美凯龙、海尔集团等
苏宁消费金融	南京	有限责任公司(中外合资)	苏宁云商集团、南京银行、BNP Paribas、洋河酒厂、先声再康
湖北消费金融	武汉	其他股份有限公司(非上市)	湖北银行、武商集团、TCL集团、武汉商联
马上消费金融	重庆	股份有限公司	重庆百货、秭润商贸、重庆银行、阳光财险、小商品城集团、物美控股
中邮消费金融	广州	有限责任公司(中外合资)	中国邮政储蓄银行、星展银行、渤海国际信托、拉卡拉、广百股份等
杭银消费金融	杭州	股份有限公司	杭州银行、BBVA、生意宝、海亮集团等
华融消费金融	合肥	其他股份有限公司(非上市)	华融资产管理、合肥百货、新安资产管理、华强资产管理
晋商消费金融	太原	其他股份有限公司(非上市)	晋商银行、美特好连锁超市等
盛银消费金融	沈阳	其他有限责任公司	盛京银行、德旭经贸、巅峰投资
长银消费金融	长沙	有限责任公司	长安银行、汇通信诚融资租赁有限公司、北京意德辰翔投资有限公司
哈银消费金融	哈尔滨	其他有限责任公司	哈尔滨银行
尚诚消费金融	上海	其他有限责任公司	上海银行、携程旅游、深圳市德远益信投资有限公司、无锡长盈
中原消费金融	郑州	其他有限责任公司	中原银行、上海伊千网络信息技术
包银消费金融	包头	其他有限责任公司	包商银行、深圳萨摩耶互联网科技、百中恒投资

来源：南方财富网、中泰证券研究所

- 除了传统银行成立消费金融公司布局市场以外,互联网巨头、互联网金融公司也在积极介入。阿里巴巴蚂蚁金服为方便消费者的在线购物,相继推出蚂蚁“花呗”“借呗”等产品;京东金融推出了覆盖多个门类的“白条业务”,中国电信甜橙金融推出了“甜橙小贷”“甜橙白条”等服务。同时针对不同细分人群和不同应用场景的创新产品不断推出,面向大学生、蓝领以及针对旅游、教育、3C 领域的包括现金贷款、消费分期付款等企业不断涌现。

图表 33: 国内主要消费金融公司信息一览

公司名称	成立年份	主要领域	轮次	投资方/股东方
北银消费金融	2010	3C、教育、装修、现金贷、虚拟信用卡	/	北京银行
马上金融	2014	现金贷、3C分期	/	重庆百货、阳光保险集团、重庆银行、物美集团、浙江中国小商品集团
京东金融	2013	现金贷、电商、旅游、租房、装修及教育分期等	A轮	红杉资本、丰实资本、中国太平
微众银行	2014	现金贷	A轮	腾讯、华平投资、淡马锡
即科金融	2014	线下服务场景分期、医疗、教育分期等	A轮	钮信资本、红杉资本
米么金服	2014	线下服务场景分期、医疗、教育分期等	A轮	小米科技、熊猫资本
萨摩耶金融	2015	信用卡代偿	天使轮	人人贷
捷信	2007	3C分期	/	PPF集团
买单侠	2014	3C分期	C轮	顺为资本、京东金融、晨兴资本、人人公司等
美利金融	2015	3C、租房、二手车分期等	B轮	贝达斯曼、光信资本、挖财、晨兴资本、京东
趣分期	2014	学生3C分期、现金贷	E轮	阿里巴巴、蓝驰创投、源码资本、昆仑万维、梅花天使
分期乐	2014	学生3C分期、现金贷	C轮	经纬中国、险峰华兴、贝达斯曼
优分期	2014	学生3C分期、现金贷	B轮	真格基金
课栈	2015	教育分期	天使	春晓资本
美分期	2015	医美分期	未获投	
家分期	2015	装修分期	天使	好贷网
房司令	2015	租房分期	C轮	我爱我家、玖富集团、梅花天使等
会分期	2014	租房分期	A轮	源码资本
斑马王国	2015	租房分期	A轮	分期乐、险峰华兴、五岳天下
手机贷	2014	小额短期现金贷	B轮	太冠资本、恩惟资本、红杉资本、蓝湖资本、华晨资本
现金巴士	2014	小额短期现金贷	A轮	启明创投、华创资本
农分期	2015	农机分期贷	A轮	梅花资本、源码资本
什马金融	2015	农村电动车分期	A轮	顺为资本、峰瑞资本

来源：熊猫资本、中泰证券研究所

3.3 消费金融牌照的困局? ——持牌机构与互联网公司合作有望实现双赢

- 国内消费金融企业发展现状:** 消费金融行业当下增长迅速,前景远大。但发展过程中面临的一个较大制约是牌照问题。一方面,牌照数量总体偏少,大量需求尚未得到满足;另一方面,牌照配置效率有待提高,一些传统金融机构拿到了稀缺的牌照但业务开展缓慢,一些没有牌照的金融科技公司则通过创造条件做得风生水起。若二者能够相互合作,互补短处,则未来有望实现双赢。

- 消费金融公司设立门槛高，牌照总量较少，基本遵循“一省一家”原则。**根据《消费金融公司试点管理办法》要求，消费金融公司的注册资本应当为一次性实缴货币资本，最低限额为3亿元人民币或等值的可自由兑换货币。对于出资人条件也有明确要求，比如金融机构作为主要出资人需具有5年以上消费金融领域的从业经验，最近1年年末总资产不低于600亿元人民币或等值的可自由兑换货币等，申请条件较高，获取牌照难度大；目前消费金融牌照稀缺性明显，仅20余家，其设立基本遵循“一省一家”原则。虽反映了监管部门促进区域平衡发展的考虑，具有一定合理性，但对于北京、上海等聚集大量资源的一线城市及金融中心来说，牌照数量明显不足。

图表 34：消费金融企业设立门槛极高

消费金融公司设立主要条件：	
注册资本为一次性实缴货币资本，最低限额为3亿元人民币或者等值的可自由兑换货币；	
消费金融公司主要出资人*部分重要条件： (*主要出资人指出资额最多并且出资额不低于拟设消费金融公司全部股本30%的出资人)	
金融机构	· 具有5年以上消费金融领域的从业经验；
	· 最近1年年末总资产不低于600亿元人民币或等值的可自由兑换货币；
	· 财务状况良好，最近2个会计年度连续盈利
	· 入股资金为自有资金，不得以委托资金、债务资金等非自有资金入股；
非金融机构	· 承诺5年内不转让所持有的消费金融公司股权（银监会依法责令转让的除外），并在拟设公司章程中载明；
	· 最近1年营业收入不低于300亿元人民币或等值的可自由兑换货币；
	· 最近1个会计年度末净资产不低于资产总额的30%；
	· 财务状况良好，最近2个会计年度连续盈利；
	· 入股资金为自有资金，不得以委托资金、债务资金等非自有资金入股；
· 承诺5年内不转让所持有的消费金融公司股权（银监会依法责令转让的除外），并在拟设公司章程中载明；	

来源：《消费金融公司试点管理办法》、中泰证券研究所

- 持牌机构业务发展缓慢，客户数量有限且区域分布集中、线上推广渠道匮乏是主要原因。**虽然牌照机构在资金成本和风控体系（央行征信）上竞争优势明显，但在消费金融业务上整体仍表现欠佳。自2010年试点以来，行业累计发放贷款2084亿元，服务客户2414万人，行业平均单笔贷款金额8600元。截至2016年三季度末，行业资产总额1077亿元，贷款余额970亿元。与信用卡的万亿级规模相比，消费金融公司的贷款规模几乎可以忽略不计。平均每家消费金融公司的贷款规模不到70亿元。
业务困局主要原因在于：目前消费金融企业形成了以城商行为主的股东群体。与全国性银行相比，城商行在网点和客户方面要少得多；与普通工商企业相比，城商行虽然资产规模较大，但个人客户数量有限，区域分布集中。加之没有较好线上渠道，拓客方面困难重重。
- 金融科技公司具备开展消费金融业务三大天然优势，相关业务发展迅猛：1) 获客方便：**科技金融公司，如蚂蚁金服和京东金融等，可依托电商等传统业务拥有的海量用户，开展消费金融服务。如京东商城的活跃用户两亿，淘宝和天猫的活跃用户规模更大。其中京东商城的优势产品

是 3C，单品价值较高，适合消费金融业务的开展；2) 客户体验更佳：与银行信用卡相比，互联网公司的产品具有两大优势。一是随时申请、实时审批，极大地减少了用户等待时间。二是门槛低、覆盖广，额度最低 1000 元左右，特别适合收入较少的年轻人，具有明显的普惠特征；3) 强大的风控系统：互联网企业的风控以线上数据为主，数据维度广且更新快，基于风控模型，可实现自动化实时决策、实时审批、实时监控，能够妥善应对欺诈、撞库等风险，是互联网企业的核心竞争力。

- **缺少牌照是科技金融公司目前开展消费金融的最大短板，未来与传统金融机构合作将成为大势所趋。**目前，多数互联网企业不具有消费金融牌照，为了合规经营，互联网公司多采用三种方法变通：①**赊销**：如京东金融下的“白条”服务，就是依托国内最大的自营电商京东商城进行的赊销。属于商业信用服务，无需金融牌照。②**借助小贷公司牌照**：通过小贷公司发放消费贷款并不违规，但局限在于小贷公司面临着比消费金融公司更加严格的杠杆限制，而且难以享受消费金融公司可以享受的待遇，如进入银行间同业拆借市场和央行征信等；③**传统金融机构合作**：资金可来自传统金融机构，互联网企业可提供客源及风控数据等。通过这种方式，传统金融机构与互联网企业互补短板，最终实现行业竞争中的共赢。

图表 35：传统持牌机构 vs 互联网企业消费金融业务竞争力分析

	持消费金融牌照的传统金融机构	互联网企业（消费金融新锐，无牌照）
有无牌照	有消费金融牌照	无消费牌照，存在经营合规性问题。目前主要依靠赊销、小贷公司等方式开展消费金融业务
	①消费金融牌照获取难度大，目前数量较少，仅20余家消费金融企业成立，基本遵循“一省一家。可享受同业拆借和接入央行征信系统优惠政策；②小贷牌照获取门槛低，但经营范围局限于所注册地，无法开展互联网消费金融业务；且不受同业拆借，资金杠杆较低。	
资金成本	低，可享受同业拆借，资金成本优势明显	较高，多数依靠自有资金、P2P或者资产证券化ABS获取资金，成本相对较高
	消费信贷的资金模式：	
	消费信贷资金模式	资金成本
	自有资金	无风险收益率
	银行信贷	6%-10%
	P2P	10.25%
	同业拆借	2%-3%
	资产证券化ABS	3.6%-5%
		场内ABS、场外ABS
征信系统	享受接入央行征信系统优惠政策	依托自身互联网数据
获客成本	高	低
	多数持牌机构主要股东为城商银行，客户分布地域集中，数量有限，缺乏线上推广渠道	多依托互联网积累的海量用户和消费场景等开展，获客方便
产品客户体验	一般	高
	借贷审核时间相对较长，流程复杂，客户体验不足；同时额度一般较高，针对白领等优质客户，与传统银行信用卡业务差异性小，没有很好互补借贷场景	①随时申请、实时审批，用户等待时间短；②门槛低、覆盖广，额度最低1000元左右，适合收入较少的年轻人，具有明显普惠特征

来源：中泰证券研究所

4. 消费金融服务：业绩持续爆发，打造公司发展新引擎

4.1 消费金融业务爆发在即，互联网金融生态雏形渐显

- **积极进军消费金融领域，打造公司流量及数据变现新渠道。**二三四五网络作为一家具备互联网思维和基因的企业，拥有庞大的用户资源和丰富的互联网运营经验，但其传统盈利方式仅局限为客户流量的导入收入，因此各领域深挖用户价值，构建丰富、立体、完整的互联网服务体系是公司打开成长空间的方向所在。
- **2015年，公司设立上海二三四五海隆金融信息公司切入互联网金融领域，为自身互联网信息业务所带来的流量和海量用户数据寻求新的变现渠道。**同年，公司率先落子消费金融领域，携手中银消费打造消费金融产品“2345贷款王”，目前该产品业务模式已获市场验证，放贷规模增长迅速，2017年业绩有望全面爆发。此外，2016年公司还在互联网金融方面继续深入布局，随着一个包含消费金融、保险、融资租赁和网络小贷等在内的完整互联网金融生态闭环逐步落成，公司互联网金融下各业务将互为促进、互为保障，形成健康可持续的发展状态，同时更多创新金融产品落地也有望助力公司成长空间全面打开。

图表 36：公司互联网金融领域布局情况

	消费金融	分析
2014年	二三四五全资子公司上海二三四五网络科技有限公司（2345.com）与中银消费金融推出“网上随心贷”，对互联网金融进行了首次尝试。	公司在互联网金融的核心环节，2014年率先落子
2015年	二三四五全资子公司上海二三四五海隆金融信息服务有限公司成立，旨在将金融软件经验和互联网基因进行重组和结合，并助力互联网金融的布局。	
2016年2月3日	公司公告表示已非公开发行募集资金16.7亿元，其主要用于投放互联网金融项目。	
2016年5月23日	与中银消费合作的“随心贷”正式更名为“2345贷款王”。	
2017年4月13日	公司公告称拟以自有资金出资人民币5,400万元与江苏银行、凯基银行及海澜之家共同发起设立江苏苏银凯基消费金融有限公司。江苏银行、凯基银行、二三四五和海澜之家的出资比例分别为50.1%、33.4%、9%和7.5%。	
金融大数据		
2015年8月20日	顺荣三七控股子公司三七互娱宣布与二三四五签署全面战略合作协议，双方将进行网络游戏联合运营，并在互联网用户大数据分析及互联网金融等领域进行合作。	数据分析，为风控系统提供帮助
融资租赁		
2016年1月	二三四五全资子公司上海二三四五网络科技有限公司（2345.com）与其全资子公司二三四五（香港）有限公司以各自自有资金投资设立上海二三四五融资租赁有限公司，融资租赁业务开始。	与消费金融形成客户群体（B端）及产品（房屋租赁、汽车租赁等等）上的互补
保险		
2016年5月18日	二三四五发布公告称全资子公司上海二三四五网络科技有限公司（简2345.com）拟出资金额不超过人民币40000万元参与发起设立华商云信用保险股份有限公司。本次投资完成后，预计占被投资标的总股本的比例不超过20%。	①可为消费金融提供征信数据； ②可提供信用保险服务，满足消费金融风险转移和化解的需求
网络小贷		
2016年12月3日	公司全资子公司上海二三四五网络科技有限公司拟出资人民币42500万元参与发起设立广州二三四五互联网小额贷款有限公司，占小贷公司注册资本的比例为85%；中颐财务咨询股份有限公司拟出资人民币7500万元，占小贷公司注册资本15%。本次投资完成后，小贷公司将纳入公司合并报表范围。	①可使用自有资金放贷；②可面向中小企业等放贷，与消费金融的C端客户形成互补
2017年1月	互联网小额贷款公司已获得广州市金融工作局的核准，预计3月10日前完成开业筹建工作，而这有望进一步加快其消费金融业务的发展。	
2017年4月	公司完成对上海杨浦杨科小额贷款服务有限公司股权收购事宜，以自有资金共计人民币3,261万元购买杨科小贷10%股权。	

来源：公司公告、中泰证券研究所

4.2 携手持牌机构抢占蓝海市场，“贷款王”业务爆发式增长

- 公司携手中银消费打造“2345贷款王”产品，抢占消费金融蓝海市场。**2014年8月，公司联合中银消费共同推出消费金融产品“2345贷款王”，它是一款纯移动端APP，为国内首创的对接持牌金融机构与个人的创新型信贷技术服务平台，非P2P，只贷不储，面向个人用户提供500-5000元小额现金贷款产品，以便个人用户进行现金周转。主要客户群体包括中国规模巨大的年轻蓝领阶层、应届毕业生和信用良好的城市白领等。相比市场上其他现金贷产品，“2345贷款王”平台具有借还款更便捷灵活、产品额度小、借贷周期短（1个月以内）、申请简便、审核程序适中、放款迅速等显著特点。

图表 37：“2345 贷款王”申请流程图



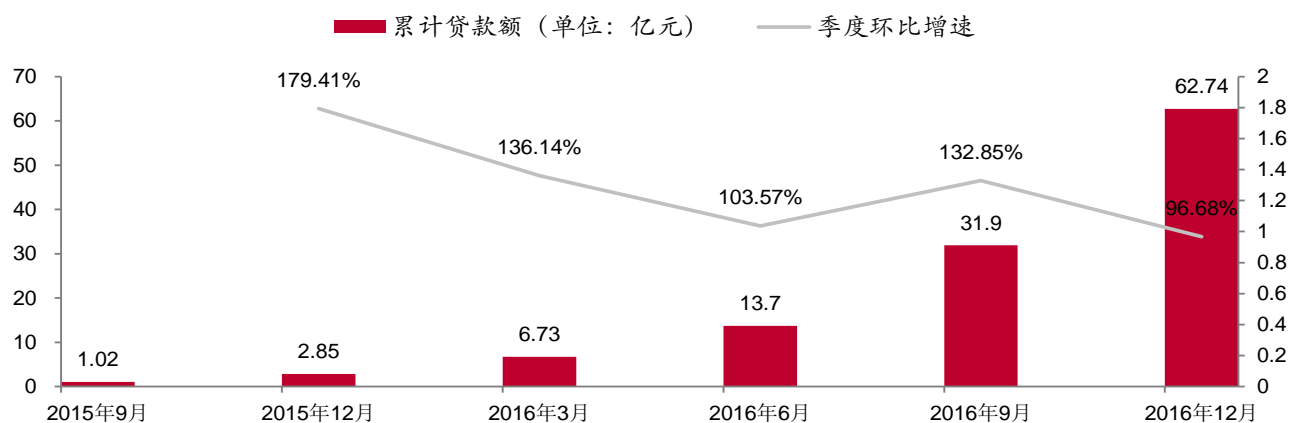
来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 38：2345 贷款王 vs 市场内主要现金贷产品

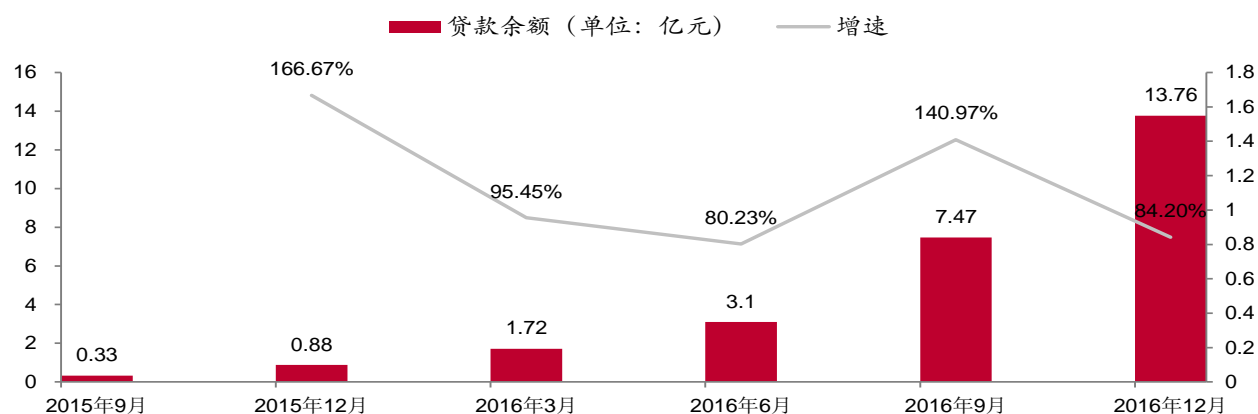
产品名称	推出机构	贷款额度	贷款期限	利率（费率）	到账时间	还款方式	审核标准
宜人贷借款极速模式/公积金模式/精英/寿险模式	宜人贷	精英、公积金模式最高20万，极速模式最高50万	1-18个月	月费率最低0.78%	最快30分钟	分期偿还	1.极速模式提供信用卡信息 2.公积金模式提供公积金记录 3.精英模式提供工资流水 4.寿险模式提供寿险保单
闪银	Wecash闪银	最高50万	1-18个月	月费率0.5%	10分钟	分期偿还	1.身份信息+手机号 2.工作证明； 3.收入证明-工资流水 4.社保卡、工牌 5.电商认证（京东、淘宝、微博、邮箱等任意一项账号）
京东金条	京东金融	最高1万	1/3/6/12分期	日息0.05%	最快30分钟	分期偿还或者随借随还两种都有	1.绑定银行卡； 2.个人基本信息； 3.开通京东白条，且提供良好的京东白条消费信用记录
信用钱包	量化派	1000-10000元	1-3个月	月费率0.9%	最快30分钟	分期偿还	1.绑定手机号； 2.支付宝账号
轻松e贷	北银消费金融	600-50000元	12/24/36个月	11.97%-14%	最快30分钟	每月分期偿还	1.身份证信息 2.工作和居住信息 3.北京银行借记卡 4.人行征信报告
用钱宝	智融时代	500-5000元	7-30天	日费率0.25%-0.3%	最快30分钟	到期偿还	1.身份证信息； 2.工作信息； 3.紧急联系人； 4.绑定银行卡； 5.绑定手机或者淘宝账户
2345贷款王	2345	500-5000元	最高30天	日费率0.1%	2分钟	到期偿还	1.身份证信息； 2.银行卡征信 3.手机通讯录； 4.语音信息 5.个人照片
捷信福袋	捷信	500-1500元	6/8/11个月	日费率约0.11%	5分钟	分期偿还	1.身份证 2.第二证明文件（社保卡、驾照、银行卡、户口本、工牌） 3.收入证明； 4.工作证明
现金巴士	微额速达	500-1000元	7-14天	日费率0.2%	千元20分钟	到期偿还	1.手机号； 2.身份证信息及其他个人信息； 3.职业信息； 4.社会关系信息
手机贷	前隆金融	300-10000元	7-30天（现金分期最长6个月）	日费率0.3%	最快30分钟	到期偿还	1.身份证信息； 2.银行卡征信 3.手机通讯录； 4.工作信息（无法验证） 5.信用卡、京东、手机号认证 6.学历证明

来源：公开资料整理、中泰证券研究所

- “贷款王”业务模式已获市场验证，业务逐渐步入放量阶段。**2016年，公司互联网消费金融业务实现营业收入2.06亿元，同比增长2075.93%，实现归母净利润1.11亿元，去年同期为亏损731.81万元，消费金融业务全面进入放量阶段。截至去年底，“2345贷款王”平台累计注册用户已超过780万人，累计借款用户人数超380万；2016年平台发放贷款总笔数411.75万笔，较2015年度增长29.37倍；发放贷款总金额62.74亿元，同比增长21.6倍。2016年12月单月看，“贷款王”发放贷款金额已达14.02亿元，实现平均每月20%左右稳定增长。根据网贷之家、盈灿咨询2017年1月发布的《消费金融行业新场景排行榜》，“2345贷款王”在现金贷场景中已排名第四位，发展势头迅猛。预计未来随着公司与其他金融机构展开进一步合作拓宽资金渠道后，按照每月平均10%的贷款发放额增速保守估计，2017年“2345贷款王”放贷规模有望增至300亿元左右。

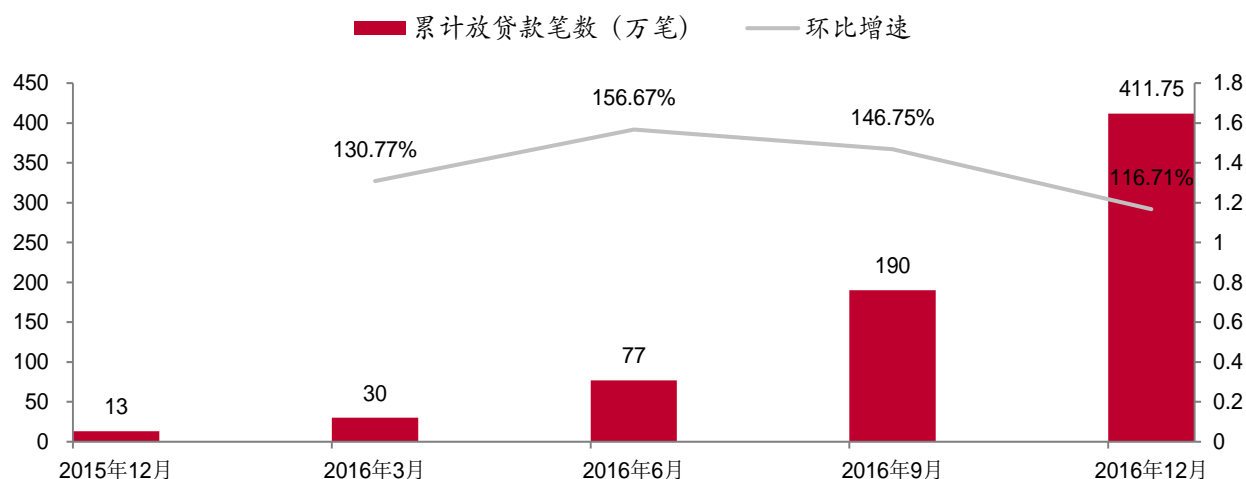
图表 39：2345 贷款王累计放贷总额


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 40：2345 贷款王贷款余额增长情况


来源：中泰证券研究所

图表 41: 2345 贷款王累计放贷笔数



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 42: 现金贷场景 TOP 10 企业

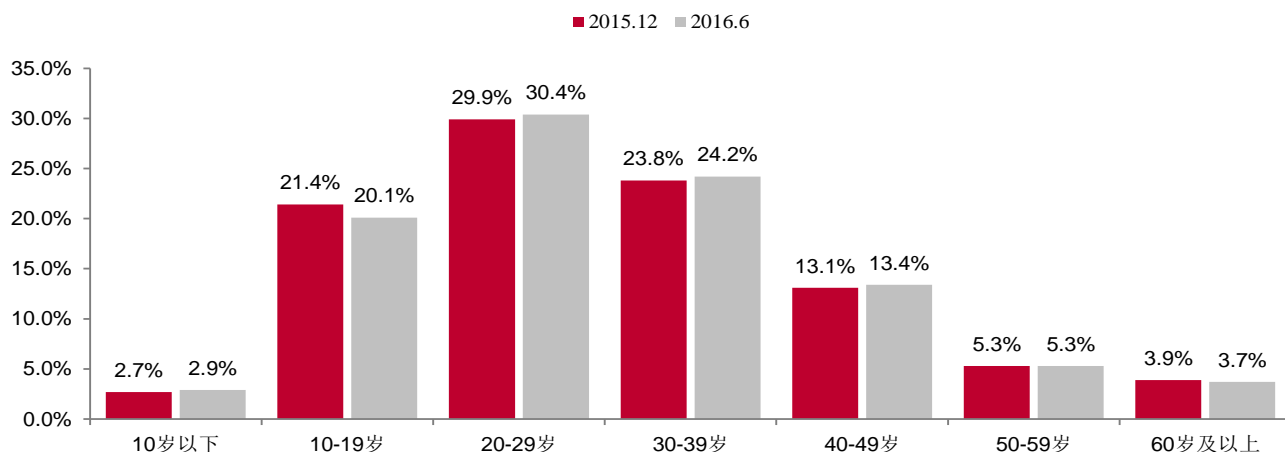
排名	机构名称	稳定性	盈利性	发展性	效率性	市场规模	口碑	综合分数
1	宜人贷	7.67	9.89	9.31	7.91	9.59	7.97	8.60
2	平安普惠	9.82	9.88	9.09	2.46	10.00	6.45	7.73
3	信而富	7.06	4.41	5.98	9.29	5.79	7.35	6.88
4	2345贷款王	6.61	4.70	5.01	8.24	5.21	7.36	6.33
5	掌众金融	7.07	4.22	6.14	4.08	5.91	6.67	5.77
6	量化派	6.15	4.37	5.79	5.00	5.90	6.45	5.68
7	现金白卡	4.15	5.60	7.06	5.43	4.75	4.48	5.27
8	手机贷	5.77	4.79	5.84	3.32	5.36	4.20	4.90
9	闪银	5.29	3.50	4.76	3.97	4.85	6.68	4.88
10	用钱宝	5.31	5.11	4.61	3.12	4.46	2.76	4.20

来源: 盈灿咨询 2017 年 1 月《消费金融行业新场景排行榜》、中泰证券研究所

4.3 产品优势一: 目标市场空间巨大, 背靠流量分发平台获客优势突出

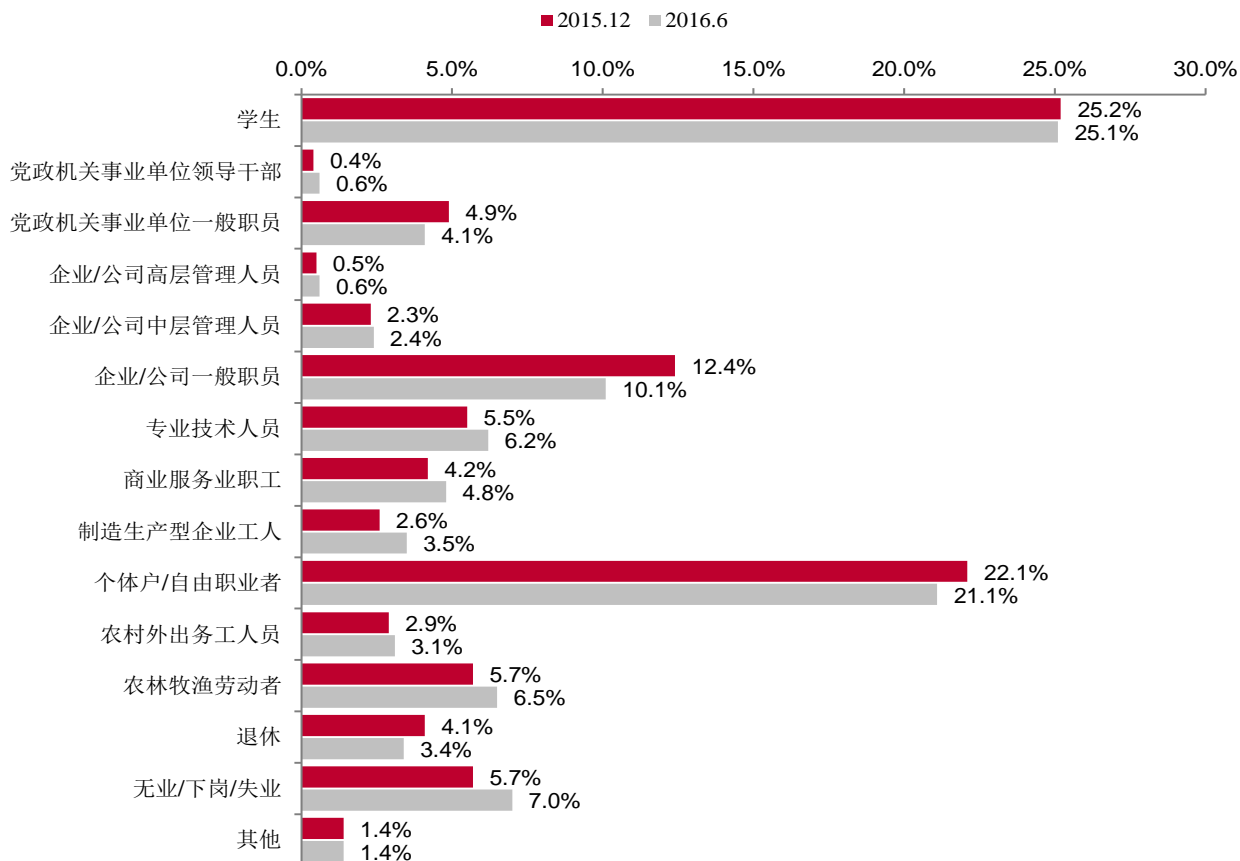
- 我国网民数量庞大, 月收入 2000-5000 元群体占大多数。截至 2016 年 6 月, 我国网民规模已达到 7.1 亿, 其中手机网民规模达 6.56 亿。年龄段分布上, 20-29 岁的网民比重最高, 达 30.4%; 其次为 30-39、10-29 岁群体。从职业及收入角度看, 学生及自由职业者比重最高, 分别占 25.1%、21.1%, 其次为企业管理人员及职工, 这三类群体比重较为稳定。网民收入中占比最高的群体为 2001-3000 元及 3001-5000 元, 分别占比 16.2%和 22.7%, 较 2015 年底, 收入在 5000 元以上的网民群体占比提高了 3.8%, 网民整体收入水平逐年增长。

图表 43: 2016 年中国网民年龄结构分布



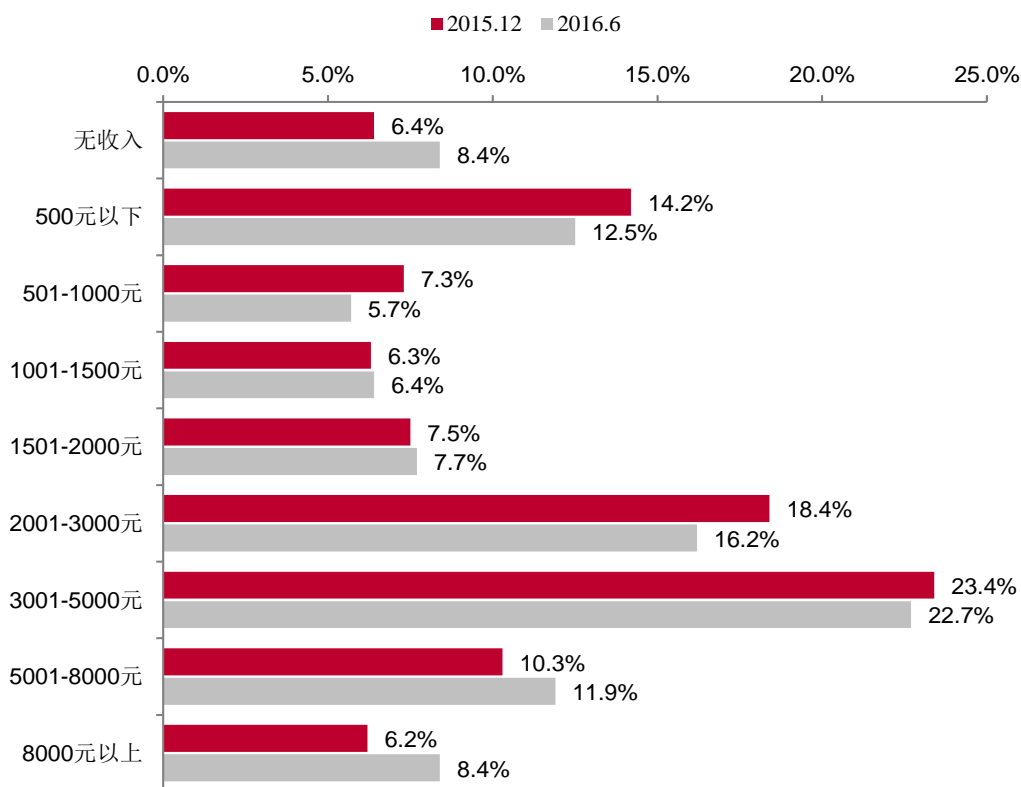
来源: CNNIC 中国互联网络发展状况统计调查、中泰证券研究所

图表 44: 2016 年中国网民职业结构分布



来源: CNNIC 中国互联网络发展状况统计调查、中泰证券研究所

图表 45：2016 年中国网民个人月收入结构



来源：CNNIC 中国互联网络发展状况统计调查、中泰证券研究所

- **“2345 贷款王”差异化竞争瞄准小额高频细分市场，未来空间广阔。**

目前，“2345 贷款王”提供的为 500-5000 元小额信贷，相比其他互联网巨头的相关产品，如蚂蚁花呗、京东白条和微粒贷等，目标客户更加聚焦，瞄准小额但高频的消费信贷蓝海市场，主要针对人群为蓝领、应届毕业生、小白领等来自人口密集比较高的地区，大多数没有信用卡或者小白领的信用卡额度不够，短期有资金拆借需求的月光族等，适龄人群总体可达到约 3 亿人（占我国总人口的 22%-25%），目标市场未来空间广阔。
- **背靠强大互联网流量平台，获客优势行业内领先。**公司消费金融产品获客方式主要为自有平台流量转化+与第三方渠道合作宣发模式。目前，公司传统业务网址导航平台用户规模累积已超 4700 万，按照 CNNIC 机构预测的中国网民 20-29 岁群体约占总网民数量的 30.4% 计算，则公司自有平台上的贷款王产品适龄人群为 1400 万人左右。假设去掉金领等资产较好人群后剩余 20%-30% 部分为“2345”贷款王产品目标客户，则平台未来有望向“2345 贷款王”产品转化贷款用户 300 万-400 万人。由于平台内部转化，资源耗用少，获客成本极低。另一方面，作为流量分发平台领军企业，公司在推广渠道的获取与筛选、成本控制及运营经验方面竞争优势明显，目前公司总体获客成本控制在 70-150 元区间内，行业内优势显著，是公司消费金融产品核心竞争力之一。

4.4 产品优势二：合作银行系金融机构，低成本资金优势突出

- 资金方面，公司目前通过和中银消费、上海银行等金融持牌机构合作，将放贷资金成本控制在远低于行业内 P2P 模式水平（中银、上银向公司提供年化利率 6%-7% 的信贷资金）。此外，公司拟联合江苏银行、凯基银行和海澜之家共同发起设立江苏苏银凯基消费金融有限公司。目前国内获批消费金融牌照仅 22 张，若未来消费金融公司成功获批，则受到允许同业拆借方式获取资金等牌照优惠，则“2345 贷款王”产品资金成本方面将仍有较大向下空间。
- 目前参与设立苏银凯基消费金融公司的 4 家股东背景多元化，除江苏银行、凯基银行可在资金成本上带来竞争优势外，所合作的海澜之家也将有望弥补公司缺乏消费场景的短板，未来四家公司有望形成协同优势，通过整合各方优势，强化公司在消费金融业务上的竞争力。

图表 46：江苏苏银凯基消费金融公司发起人出资情况

股东名称	认缴及实缴出资 (人民币/万元)	出资比例
江苏银行	30,060	50.10%
凯基银行	20,040	33.40%
二三四五	5,400	9.0%
海澜之家	4,500	7.5%
合计	60,000	100.0%

来源：中泰证券研究所

图表 47：苏银凯基消费金融公司参股各方优势互补



来源：中泰证券研究所

图表 48：消费信贷的资金来源方式对比

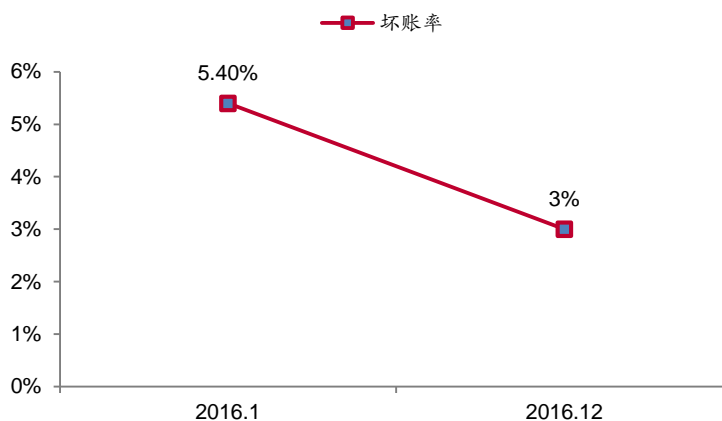
消费信贷的资金模式：		
消费信贷资金模式	资金成本	资金来源
自有资金	无风险收益率	非常有限
银行信贷	6%-10%	委托业务
P2P	10.25%	P2P 投资者
同业拆借	2%-3%	同业拆借
资产证券化ABS	3.6%-5%	场内ABS、场外ABS

来源：《2016 中国消费金融行业报告》、中泰证券研究所

4.5 产品优势三：“央行征信+互联网大数据”风控模式，成效显著

■ 风控方面，公司通过借用合作持牌机构的央行征信系统以及依靠公司特有的互联网大数据征信相结合的双重风控模式，有效将坏账比率控制在可控水平，并最终实现与金融机构的收益共享和风险共担。一方面，公司消费金融产品放贷额度较小，有效防止了用户因过度消费超越还款能力而带来的违约风险。另一方面，“央行+互联网大数据”的模式，一则对用户可形成有效威慑，逾期者将被写入央行征信系统，系统将始终存有用户违约记录直至还款完成后5年消除，对其后续银行借贷活动产生阻碍；二则，互联网大数据则可以有效防范贷款者恶意欺诈行为，公司此前大举投入2亿元成立大数据公司，严格控制业务风险，效果显著。根据公司年报披露，贷款王 M4 坏账率（逾期 3-4 个月占比）已从 2016 年初的 5.4% 下降到 2016 年末的 3.0%。贷款王 M4 坏账率的显著下降体现了公司强大的风控水准，为后期消金业务的稳定增长提供了保障。

图表 49：2016 年坏账率持续下降至 3%



来源：公司公告、中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司未来三年实现归属母公司净利润分别为 8.91、12.28、15.05 亿元，同比分别增长 40.4%、37.8%、22.6%，2017-2019 年 EPS 分别为 0.27、0.37、0.46。一方面，消费金融领域在政策和需求的双重推动下，行业景气度正快速提升，市场空间广阔；另一方面，公司依托传统互联网业务积累的庞大用户资源和丰富的互联网数据、运营经验等将助力公司消费金融业务未来持续快速发展。未来，公司有望联合江苏银行、凯基银行和海澜之家共同拿到稀缺性明显的消费金融牌照，消费金融业务竞争力将进一步增强。故我们看好公司消费金融业务未来的发展，首次覆盖给予公司“买入”评级，目标价 8 元，对应 29*2017PE。

图表 50：可比上市公司估值比较

证券代码	公司名称	股价	EPS			P/E			市值 (亿元)
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	
002195.SZ	二三四五	6.45	0.27	0.37	0.46	23.89	17.43	14.02	212
002668.SZ	奥马电器	19.36	0.76	0.99	1.32	25.47	19.56	14.67	123
000997.SZ	新大陆	22.61	0.70	0.88	1.13	32.30	25.69	20.01	212
300061.SZ	康耐特	17.5	0.65	0.86	1.04	26.92	20.35	16.83	92.1
600729.SH	重庆百货	26.84	1.20	1.41	1.64	22.37	19.04	16.37	109

来源：Wind、中泰证券研究所

风险提示

- 现金贷政策收紧风险、消费金融业务进展不达预期风险：**2017 年 4 月 16 号，P2P 网络借贷风险专项整治工作领导小组办公室向各省（区、市、计划单列市）P2P 网络借贷风险专项整治联合工作办公室下发《关于开展“现金贷”业务活动清理整顿工作的通知》，其中现金贷整顿的对象主要是：1.平台利率畸高，年化利率超过 36%；2.实际放款金额与借款合同金额不符；3.无抵押，期限短；4.依靠暴利覆盖风险，暴力催收。目前银监会尚未采取整顿措施，对公司消费金融业务的影响程度尚不明朗。

图表 51: 盈利预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	654	1,470	1,742	2,315	3,315	4,230
增长率	64.14%	124.7%	18.5%	32.9%	43.2%	27.6%
营业成本	-318	-454	-477	-379	-492	-606
% 销售收入	48.6%	30.9%	27.4%	16.4%	14.8%	14.3%
毛利	336	1,016	1,264	1,936	2,823	3,624
% 销售收入	51.4%	69.1%	72.6%	83.6%	85.2%	85.7%
营业税金及附加	-1	-3	-4	-7	-9	-11
% 销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-84	-388	-501	-766	-1,117	-1,451
% 销售收入	12.8%	26.4%	28.8%	33.1%	33.7%	34.3%
管理费用	-137	-266	-325	-486	-706	-909
% 销售收入	21.0%	18.1%	18.6%	21.0%	21.3%	21.5%
息税前利润 (EBIT)	115	359	434	677	991	1,253
% 销售收入	17.5%	24.5%	24.9%	29.3%	29.9%	29.6%
财务费用	-6	15	82	135	177	224
% 销售收入	0.9%	-1.0%	-4.7%	-5.8%	-5.3%	-5.3%
资产减值损失	0	-7	-32	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	7	0	0	0
投资收益	3	64	155	125	135	131
% 税前利润	2.2%	13.7%	22.3%	12.7%	10.0%	7.9%
营业利润	109	431	646	937	1,303	1,608
营业利润率	16.7%	29.3%	37.1%	40.5%	39.3%	38.0%
营业外收支	8	35	47	43	45	44
税前利润	117	466	693	980	1,347	1,653
利润率	17.9%	31.7%	39.8%	42.3%	40.6%	39.1%
所得税	-3	-48	-58	-89	-119	-147
所得税率	2.8%	10.4%	8.4%	9.1%	8.8%	8.9%
净利润	114	418	635	892	1,228	1,505
少数股东损益	-5	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	118	417	635	891	1,228	1,505
净利率	18.1%	28.4%	36.5%	38.5%	37.1%	35.6%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	378	1,085	3,554	4,426	5,603	7,147
应收款项	92	130	379	284	432	540
存货	4	2	0	1	2	2
其他流动资产	1,171	902	703	690	703	714
流动资产	1,646	2,118	4,636	5,401	6,739	8,403
% 总资产	38.4%	43.9%	63.0%	66.9%	72.4%	76.9%
长期投资	29	90	242	242	242	242
固定资产	181	176	64	-14	-96	-166
% 总资产	4.2%	3.6%	0.9%	-0.2%	-1.0%	-1.5%
无形资产	2,420	2,418	2,402	2,427	2,400	2,437
非流动资产	2,644	2,703	2,725	2,672	2,563	2,531
% 总资产	61.6%	56.1%	37.0%	33.1%	27.6%	23.1%
资产总计	4,289	4,822	7,361	8,073	9,302	10,934
短期借款	8	3	201	51	51	51
应付款项	147	216	286	227	304	378
其他流动负债	61	150	113	305	185	238
流动负债	216	369	600	584	541	667
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	5	114	114	114	114
负债	216	375	714	698	655	781
普通股股东权益	4,061	4,444	6,640	7,367	8,639	10,144
少数股东权益	12	3	8	8	8	8
负债股东权益合计	4,289	4,822	7,361	8,073	9,302	10,934

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.340	0.479	0.329	0.271	0.374	0.458
每股净资产 (元)	11.652	5.099	3.502	2.281	2.655	3.113
每股经营现金流 (元)	0.337	0.555	0.046	0.235	0.323	0.387
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.91%	9.39%	9.38%	11.89%	14.08%	14.72%
总资产收益率	2.76%	8.65%	8.48%	10.87%	13.09%	13.66%
投入资本收益率	3.03%	9.83%	12.49%	21.33%	30.75%	39.35%
增长率						
营业总收入增长率	64.14%	124.73%	18.48%	32.92%	43.20%	27.60%
EBIT 增长率	284.12%	213.70%	20.66%	56.13%	46.39%	26.38%
净利润增长率	301.70%	252.38%	52.20%	40.36%	37.81%	22.55%
总资产增长率	775.08%	12.40%	55.30%	9.67%	15.23%	17.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.1	26.2	51.3	42.9	45.7	44.8
存货周转天数	2.9	2.5	0.9	1.4	1.2	1.3
应付账款周转天数	62.4	84.6	93.8	90.7	91.7	91.4
总资产周转天数	83.8	44.2	25.1	3.9	-6.1	-11.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.05%	-24.26%	-49.48%	-58.31%	-63.58%	-69.31%
EBIT 利息保障倍数	18.7	-24.3	-5.3	-5.0	-5.6	-5.6
资产负债率	5.03%	7.77%	9.53%	8.51%	6.98%	7.09%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	114	418	635	892	1,228	1,505
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	14	28	52	-34	52	-63
非经营收益	0	-74	-168	-163	-179	-176
营运资金变动	-10	112	-429	77	-40	6
经营活动现金净流	117	484	89	772	1,061	1,273
资本开支	11	9	13	-130	-145	-140
投资	65	-66	210	0	0	0
其他	-899	341	-3	125	135	131
投资活动现金净流	-844	267	194	255	280	271
股权筹资	883	0	1,795	0	0	0
债权筹资	-20	-4	160	-150	0	0
其他	-56	-42	-103	-5	-164	0
筹资活动现金净流	807	-47	1,852	-155	-164	0
现金净流量	80	704	2,135	872	1,177	1,545

来源: 中泰证券研究所

图表 52: 公司业绩拆分表

单位: 百万元		2015	2016	2017E	2018E	2019E
互联网金融服务	收入	9.1273	206.2535	1150	2080	2930
	增速		2159.74%	457.57%	80.87%	40.87%
	毛利率	76.00%	98.51%	87.00%	88.00%	88.00%
互联网信息服务	收入	1012.89	1077.05	1145	1210	1270
	增速		6.33%	6.31%	5.68%	4.96%
	毛利率	85.24%	81.41%	80.00%	80.00%	80.00%
软件外包服务	收入	446.68	443.025	0	0	0
	增速		-0.82%	-100.00%		
	毛利率	32.41%	38.14%	0.00%	0.00%	0.00%
其他	收入	1.21	15.27	20	25	30
	增速		1161.98%	30.98%	25.00%	20.00%
	毛利率	0.99	0.9931	0.99	0.99	0.99
合计	总收入	1469.9073	1741.5985	2315	3315	4230
	增速	---	18.48%	32.92%	43.20%	27.60%
	平均毛利率	69.14%	72.59%	83.64%	85.16%	85.68%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。