

强烈推荐-A (维持)

二三四五 002195.SZ

当前股价: 7.25 元
2017年10月24日

三季度继续高走，需求端保证长线空间

基础数据

上证综指	3388
总股本(万股)	328545
已上市流通股(万股)	299651
总市值(亿元)	238
流通市值(亿元)	217
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	13.4
资产负债率	12.0%
主要股东	浙富控股集团股份有
主要股东持股比例	14.85%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《二三四五(002195)——成长性卓越，机会来自预期差》2017-08-17
- 2、《二三四五(002195)——蛟龙水中游，不改英雄本色》2017-07-24
- 3、《二三四五(002195)——继续走强，逆势爆发逻辑得以验证》2017-04-23

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

研究助理

宋兴未
songxingwei@cmschina.com.cn

研究助理

刘玉萍
liuyuping@cmschina.com.cn

公司三季报业绩继续高走，年度业绩预告超预期。需求端保证了长线空间，但行业尚需经历一段整治出清过程，公司拥抱监管的姿态有利其受益。继续强烈推荐。

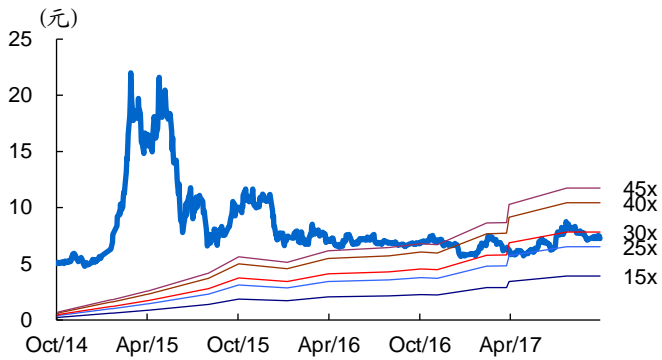
- **事件:** 公司发布 2017 年三季报, 实现营业收入 19.65 亿元, 同比增长 57.02%, 净利润 7.12 亿元, 同比增长 94.38%。公司另发布 2017 年度业绩预告, 预计净利润 9.5 亿—11.4 亿元, 同比增长 50%-80%。
- **三季报业绩继续高走, 年度业绩预告再超预期:** 公司三季度业绩实现接近翻倍的快速增长, 年度业绩预告也再次超出市场预期, 并且由于公司去年转让海隆软件 100% 股权引入了 9,076.52 万元的税后投资收益, 抬高了 2016 年的净利润基数, 若剔除该项影响, 公司 2017 年业绩预告的净利润增速区间将更高, 约为 75%—110%。公司近 1 年的快速增长主要得益于消费金融业务的扩张, 虽然近期现金贷正受到舆论的关注, 市场不免有所担忧。但目前舆论的焦点更多地在校园贷市场, 政策监管方面亦是如此。由于学生群体的特殊性(无稳定收入+缺乏风险意识), 更易出现“逾期拖欠”甚至“以贷还贷”的情况, 因此校园贷当前最容易成为监管“头阵”, 而公司的消费金融业务对标的群体主要为蓝领、应届毕业生或工薪阶层, 并不涉足校园市场, 因此来自监管的压力会相对较小。
- **需求端保证长线空间, 但行业尚需经历一段整治出清过程:** 站在需求端看, 我国的信用卡覆盖群体不到劳动人口的 1/4, 尤其对于年轻群体和工薪阶层, 有明显的消费贷刚需, 这一需求为消金的空间提供了长线支撑。但在当前舆论的压力及互金行业监管收紧的背景下, 我们认为消金行业还会经历一段整治出清的过程, 市场集中度将逐步提升。公司从规范性上看一直有着主动拥抱监管的姿态, 先前公告拟合作发起设立消费金融持牌公司。并且目前公司已积累了一批信用良好的老用户, 同时也在逐步尝试其它互金创新业务, 这有利于风险的控制和分散并最终受益于互金监管出清后更加有序的市场。
- **维持“强烈推荐-A”评级:** 考虑公司 Q3 业绩的良好表现及年度业绩预告, 我们上调 2017-18 年的业绩预测为 10.5/14 亿元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险提示:** (1) 政策风险 (2) 互联网消费金融业务增速不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1470	1742	2630	3637	4572
同比增长	125%	18%	51%	38%	26%
营业利润(百万元)	431	646	1156	1548	1940
同比增长	295%	50%	79%	34%	25%
净利润(百万元)	417	635	1050	1400	1750
同比增长	252%	52%	65%	33%	25%
每股收益(元)	0.48	0.33	0.32	0.43	0.53
PE	15.1	22.1	22.7	17.0	13.6
PB	1.4	2.1	2.7	2.4	2.1

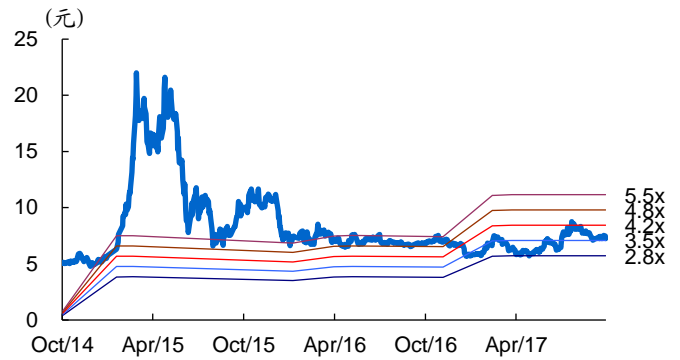
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 二三四五历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 二三四五历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 《二三四五: 消费金融剑指长空》, 2016/12
- 《二三四五: 超预期, 消费金融全面爆发》, 2017/02
- 《二三四五: 消金龙头, 强势亮剑》, 2017/03
- 《二三四五: 逆境炼真金》, 2017/04
- 《二三四五: 继续走强, 逆势爆发逻辑得以验证》, 2017/04
- 《二三四五: 蛟龙水中游, 不改英雄本色》, 2017/08
- 《二三四五: 成长性卓越, 机会来自预期差》, 2017/08

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2118	4636	6931	8261	9801
现金	1085	3554	5332	6047	7017
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	123	366	525	726	912
其它应收款	7	12	19	26	33
存货	2	0	0	0	0
其他	902	703	1055	1463	1839
非流动资产	2703	2725	2641	2565	2496
长期股权投资	27	20	20	20	20
固定资产	176	64	(20)	(96)	(165)
无形资产	17	1	1	1	1
其他	2484	2639	2639	2639	2639
资产总计	4822	7361	9571	10826	12296
流动负债	369	600	505	675	816
短期借款	3	150	0	0	0
应付账款	104	141	195	280	351
预收账款	41	33	45	65	82
其他	221	275	265	330	384
长期负债	6	114	114	114	114
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	114	114	114	114
负债合计	375	714	619	789	930
股本	872	1933	3285	3285	3285
资本公积金	2820	3416	3416	3416	3416
留存收益	751	1290	2244	3329	4658
少数股东权益	3	8	7	7	7
归属于母公司所有者权益	4443	6640	8945	10030	11359
负债及权益合计	4822	7361	9571	10826	12296

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	484	89	585	875	1229
净利润	417	635	1050	1400	1750
折旧摊销	21	20	8	(2)	(11)
财务费用	(1)	(7)	(29)	(46)	(52)
投资收益	(64)	(155)	(11)	(11)	(11)
营运资金变动	117	(406)	(411)	(457)	(438)
其它	(6)	3	(22)	(9)	(8)
投资活动现金流	267	194	98	98	98
资本支出	(16)	(14)	98	98	98
其他投资	283	208	0	0	0
筹资活动现金流	(51)	1854	1095	(258)	(356)
借款变动	(122)	(118)	(201)	0	0
普通股增加	523	1061	1352	0	0
资本公积增加	(523)	596	0	0	0
股利分配	(12)	(37)	(97)	(315)	(420)
其他	84	352	41	57	64
现金净增加额	700	2137	1778	715	970

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1470	1742	2630	3637	4572
营业成本	454	477	657	946	1184
营业税金及附加	3	4	7	9	12
营业费用	388	501	372	526	654
管理费用	266	325	479	666	846
财务费用	(15)	(82)	(29)	(46)	(52)
资产减值损失	7	32	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	7	7	7	7
投资收益	64	155	4	4	4
营业利润	431	646	1156	1548	1940
营业外收入	36	50	23	23	23
营业外支出	0	2	2	2	2
利润总额	466	693	1176	1568	1961
所得税	48	58	127	169	211
净利润	418	635	1050	1399	1749
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	417	635	1050	1400	1750
EPS (元)	0.48	0.33	0.32	0.43	0.53

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	125%	18%	51%	38%	26%
营业利润	295%	50%	79%	34%	25%
净利润	252%	52%	65%	33%	25%
获利能力					
毛利率	69.1%	72.6%	75.0%	74.0%	74.1%
净利率	28.4%	36.5%	39.9%	38.5%	38.3%
ROE	9.4%	9.6%	11.7%	14.0%	15.4%
ROIC	8.2%	7.3%	11.2%	13.4%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	7.8%	9.7%	6.5%	7.3%	7.6%
净负债比率	0.1%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.7	7.7	13.7	12.2	12.0
速动比率	5.7	7.7	13.7	12.2	12.0
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
存货周转率	148.5	418.8			
应收帐款周转率	14.0	7.1	5.9	5.8	5.6
应付帐款周转率	4.3	3.9	3.9	4.0	3.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.48	0.33	0.32	0.43	0.53
每股经营现金	0.55	0.05	0.18	0.27	0.37
每股净资产	5.10	3.44	2.72	3.05	3.46
每股股利	0.04	0.05	0.10	0.13	0.16
估值比率					
PE	15.1	22.1	22.7	17.0	13.6
PB	1.4	2.1	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	25.9	19.3	9.8	7.4	5.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘泽晶：2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

张陈乾：招商证券计算机行业高级分析师，北京邮电大学学士、硕士，4 年公募基金，保险资管从业经验。

宋兴未：招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

刘玉萍：招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

范昶蕊：招商证券计算机行业分析师，美国本特利大学商业分析专业硕士，中央财经大学管理科学学士，2017 年 8 月加入招商证券研究所。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。