

# 二三四五 (002195)

## 互联网金融业务爆发在即

投资评级 买入 评级调整 评级不变 收盘价 10.08 元

### 投资要点：

- **A股最纯正的互联网标的，坐拥优质流量入口。**公司是A股稀缺的互联网标的，主营互联网信息服务，核心产品23435网址导航用户量4700万，产品覆盖用户总量2.6亿。依托其巨大的流量资源，公司在不断提高自身变现能力的同时，积极探索新的业务领域，与中银消费金融合作推出互联网消费金融产品2345贷款王增长态势良好，2017年有望迎来爆发。
- **深挖用户价值，移动矩阵化战略初见成效，**面对中国互联网人口红利逐渐消失，互联网产业经济进入新常态的现状，公司积极转型内容导航，提供游戏、影视、小说等等细分领域的增值服务，深挖用户价值，单个用户产出不断增长。移动端公司积极抢占细分领域市场，采用矩阵化策略，获取大量用户并逐渐形成品牌效应。2016上半年公司移动端单月营收增长迅速，从2015年末的500万增长至1500万。
- **互联网消费金融模式验证完毕，爆发在即。**公司自2014年开始积极布局互联网金融业务，2015年公司与中银消费金融合作推出互联网小额消费信用贷款2345贷款王(原名随心贷)。相比同类现金贷产品，2345贷款王在成本、风控、用户获取等方面优势明显，竞争力强劲。2016年2345贷款王模式初步得到验证逐渐进入快速增长阶段，截止2016年11月，单月放款余额由2015年底的1个亿增长至11.5亿，根据我们测算2017年2345贷款王放款规模有望达到300亿，成为公司重要的利润增长点。
- **王牌联盟稀缺的线下分发渠道，2345王牌技术员联盟是国内最大的线下分发渠道，**目前已经拥有两百万注册技术员，有近600万技术员加盟。

### 盈利预测与估值分析：

我们看好公司互联网金融业务未来的发展，依托公司强大的导流能力和互联网消费金融高速发展的行业背景，公司2345贷款王业务有望在2017年迎来爆发。给予公司2016-2018年的EPS为0.31/0.37/0.60，对应PE为32/27/17倍，跟同类公司相比，估值偏低，给予“买入”评级。

### 风险分析：

2345贷款王业务推广不及预期、2345贷款王坏账风险上升、移动业务推广不及预期、网址导航业务竞争加剧、宏观经济与政策风险

发布时间：2017年2月8日

### 主要数据

52周最高/最低价(元)	38.40/11.17
上证指数/深圳成指	3199.65/10779.77
50日均成交额(百万元)	241.64
市净率(倍)	5.30
股息率	0.82%

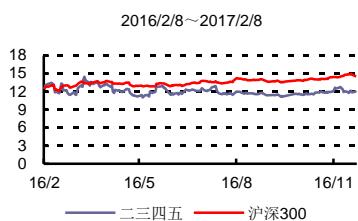
### 基础数据

流通股(百万股)	879.11
总股本(百万股)	1932.62
流通市值(百万元)	10707.55
总市值(百万元)	23539.26
每股净资产(元)	2.30
净资产负债率	8.45%

### 股东信息

大股东名称	浙富控股集团股份有限公司
持股比例	15.02%
国元持仓情况	

### 52周行情图



### 相关研究报告

- 《国元证券公司研究-公司点评：二三四五 (002195) 事件点评：互联网小贷注册完成，互金业务再下一城》，2017-1-20
- 《国元证券公司研究-二三四五 (002195)：股权激励完成，互联网金融业务快速增长，看好公司未来发展》，2016-11-16

### 联系方式

研究员:	李芬
执业证书编号:	S0020511040003
电 话:	021-51097188-1938
电 邮:	lifen@gyzq.com.cn
地 址:	中国安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券 (230000)
研究助理:	宗建树
职业证书编号	S0020116080029
电 话:	15801872106

## 目录

<b>第 1 部分 投资要点 .....</b>	5
<b>第 2 部分 公司介绍 .....</b>	6
2.1 主营业务分析及其历史沿革 .....	6
2.2 公司股权结构及其主要子公司概况 .....	6
2.3 公司财务分析 .....	7
<b>第 3 部分 互联网信息服务：流量入口+现金牛 .....</b>	9
3.1 坐拥优质流量入口，合作伙伴遍布中国主要互联网企业 .....	9
3.2 PC 端：网址导航市场格局逐渐稳定，深挖用户价值变现能力不断增强 .....	9
3.3 移动端：用户规模迅速扩张，矩阵化策略效果显著 .....	10
<b>第 4 部分 互联网金融业务爆发在即 .....</b>	12
4.1 2345 贷款王业务介绍 .....	12
4.2 产品优势明显，潜力巨大 .....	14
4.21 推荐逻辑一：自有平台+第三方渠道，获客优势明显 .....	14
4.22 推荐逻辑二：银行系资金，资金成本较低 .....	15
4.23 推荐逻辑三：产品定位精准 央行+互联网征信双重风控保障 .....	15
4.24 推荐逻辑三：产品定位精准 央行+互联网征信双重风控保障 .....	16
4.25 推荐逻辑四：消费金融风口来了 .....	16
4.26 推荐逻辑五：17 年贷款王有望迎来爆发 .....	17
4.27 上市公司互联网金融业务对比 .....	17
<b>第 5 部分 行业逻辑梳理：为什么消费金融风口来了？ .....</b>	19
5.1 为什么风口来了？政策利好不断，消费金融持续升温 .....	19
5.2 为什么风口来了？巨头入局，行业备受瞩目 .....	19
5.21 巨头入局，行业备受瞩目：京东 .....	19
5.22 巨头入局，行业备受瞩目：阿里 .....	21
5.23 巨头入局，行业备受瞩目：腾讯 .....	22
5.3 为什么风口来了？资产荒加剧，间接推动消费金融快速发展 .....	23
5.4 为什么风口来了？互联网金融 2.0 时代开启 .....	24
5.41 我国消费金融市场与发达国家成熟市场相比仍有较大提升空间 .....	24
5.42 以史为鉴，长期发展逻辑确立 .....	25
5.5 为什么风口来了？金融创新层出不穷，释放居民消费需求 .....	26
5.6 为什么风口来了？征信等基础要素逐渐完备，产业爆发条件业已成熟 .....	26
5.61 民间征信快速发展，多维数据精准勾画用户画像 .....	26
5.62 风控与催收服务方兴起，产业生态日趋完备 .....	27
5.7 为什么风口来了？城镇化大潮与消费习惯转变，用户基础快速增长 .....	28
5.8 国内消费金融市场现状分析 .....	29
5.81 消费金融行业壁垒分析 .....	29
5.82 消费金融市场参与者分析 .....	29
<b>第 6 部分 王牌技术员联盟：业内龙头 用户增长源泉 .....</b>	31
6.1 王牌技术员联盟介绍 .....	31
6.11 自营+外包双模式，助力收入稳定增长 .....	31
6.12 发包模式：第三方客观统计，拒绝扣量 .....	31
6.2 王牌联盟渠道与价值分析 .....	32
6.21 业务涉及面广 技术员基数大 .....	32
6.22 渠道竞争：护城河效应明显，市场竞争占有主动权 .....	33

6.23 渠道隐含价值分析：渠道的价值天花板与地板 .....	35
<b>第 7 部分 设立产业投资基金、股权激励落地，管理层与业绩深度绑定 .....</b>	<b>36</b>
<b>第 8 部分 盈利预测与估值分析 .....</b>	<b>37</b>
<b>第 9 部分 风险分析 .....</b>	<b>37</b>

## 图表目录

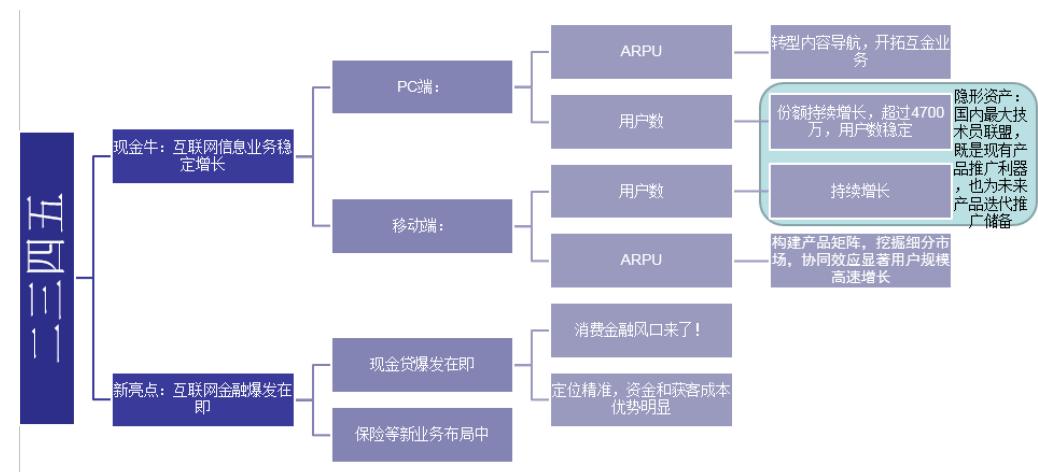
图表 1：二三四五投资逻辑.....	5
图表 2：公司历史沿革 .....	6
图表 3：二三四五股权结构及其子公司.....	7
图表 4：公司营业收入及增速 .....	7
图表 5：公司净利润及增速.....	7
图表 6：公司毛利率变化 .....	7
图表 7：二三四五公司各项业务收入及其占比.....	8
图表 8：公司 PC 端主要产品.....	9
图表 9：2345 网址导航用户规模及增速变化.....	10
图表 10：2345 浏览器市场份额变化 .....	10
图表 11：PC 端浏览器市场份额.....	10
图表 12：公司主要移动端产品 .....	11
图表 13：公司移动端收入变化 .....	11
图表 14：2345 移动端用户量变化（万） .....	11
图表 15：公司互联网金融布局 .....	12
图表 16：2345 贷款王业务特点 .....	12
图表 17：2345 贷款王累计贷款总额 .....	13
图表 18：2345 贷款王贷款余额快速增长 .....	13
图表 19：现金贷产品的核心问题 .....	13
图表 20：2345 贷款王的主要竞争者是万元以内的现金贷 .....	14
图表 21：2345 贷款王主要下载渠道下载量及排名.....	14
图表 22：消费信贷资金模式 .....	15
图表 23：未来公司资金来源结构（预计） .....	15
图表 24：2345 贷款王主要客户人群画像.....	15
图表 25：二三四五风控优势 .....	16
图表 26：2011-2019 中国互联网消费金融市场规模及增长率 .....	16
图表 27：2017 年 2345 贷款王收入敏感性分析 单位（亿） .....	17
图表 28 上市公司互联网金融业务对比 .....	18
图表 29：消费金融政策汇总 .....	19
图表 30：京东消费金融生态体系 .....	20
图表 31：白条及白条衍生品 .....	20
图表 32：京东白条 ABS .....	20
图表 33：阿里在互联网金融布局 .....	21
图表 34：阿里消费金融类产品 .....	22
图表 35：腾讯消费金融体系 .....	22
图表 36：巨头消费金融产品对比 .....	22

图表 37: 十年国债收益率 .....	23
图表 38: 互联网金融科技热度变化 .....	24
图表 39: P2P 平台消费金融产品 .....	24
图表 40: 世界部分国家人均消费信贷余额比较 .....	24
图表 41: 世界主要经济体消费信贷余额比较 .....	25
图表 42: 美国居民消费信贷余额分析 .....	25
图表 43: 中美消费金融驱动因素对比 .....	25
图表 44: 互联网金融产品概览 .....	26
图表 45: 国内主要征信数据补充方 .....	27
图表 46: 国内主要金融风控服务方 .....	27
图表 47: 国内主要催收服务方 .....	28
图表 48: 中国城镇人口变化 (单位: 万人) .....	28
图表 49: 消费场景下移 .....	28
图表 50: 消费金融年龄分布 .....	29
图表 51: 国内消费金融主要参与方对比 .....	30
图表 52: 二三四五王牌联盟业务模式 .....	31
图表 53: 王牌联盟发包模式 .....	31
图表 54: 装机联盟发展历程 .....	32
图表 55: 国内主要线下装机联盟对比 .....	32
图表 56: 互联网巨头线下布局 .....	32
图表 57: 市场竞争护城河 .....	33
图表 58: 巨头推广模式概况 .....	33
图表 59: 二三四五竞争力对比 .....	34
图表 60: 二三四五与 360 有钱联盟对比 .....	34
图表 61: 王牌联盟隐含渠道价值分析 .....	35
图表 62: 公司股权激励详情 .....	36
图表 63: 产业基金详情 .....	36

## 第1部分 投资要点

目前二三四五的业务主要由互联网信息服务与互联网金融两块构成，受制于中国互联网人口红利结束，公司互联网信息服务业务增长趋于平缓，未来深挖用户价值与向移动端拓展将是支撑公司互联网信息业务维持增长的主要手段。互联网金融业务是近年来公司大力拓展的新业务，其中公司与中银消费金融合作推出的互联网小额消费贷款产品2345贷款王模式验证完毕，逐渐进入高速增长轨道，受益于此未来公司业绩有望迎来爆发式增长。

图表 1：二三四五投资逻辑



资料来源：国元证券研究中心

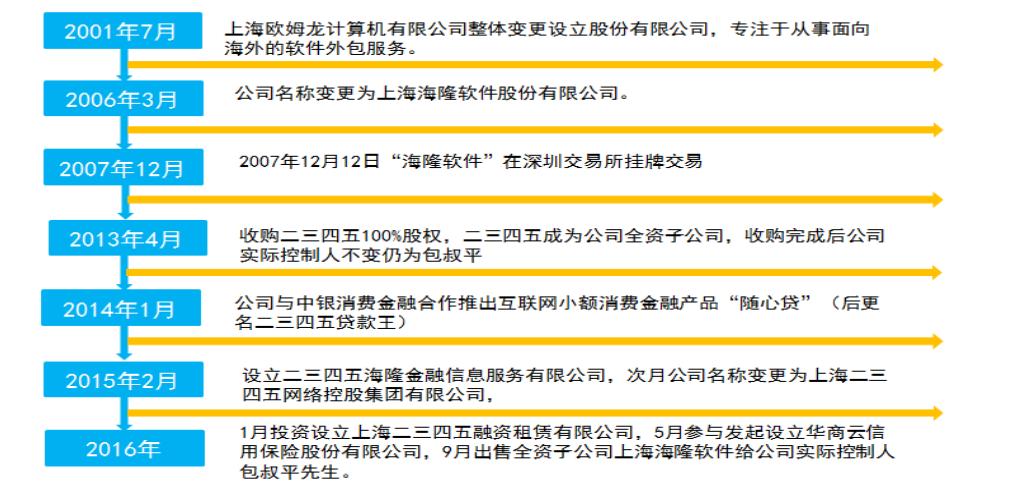
## 第2部分 公司介绍

### 2.1 主营业务分析及其历史沿革

公司前身上海欧姆龙计算机有限公司，成立于 2001 年专注从事面向海外软件外包业务，主要客户遍布银行、证券、保险、制造业、互联网、移动互联网等优质行业。2006 年公司更名为海隆软件，次年在深圳证券交易所上市。2014 年公司收购国内领先的互联网上网入口平台商二三四五 100% 的股权，从单一的软件外包服务型企业转变为基于互联网平台信息服务和软件外包服务为一体的综合服务商，实现多元化经营，并更名为二三四五网络控股有限公司。

2015 年公司成立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，与中银消费金融合作推出互联网金融消费产品“随心贷”（后更名 2345 贷款王）。2016 年公司不断深化互联网金融布局，成立融资租赁孙公司并参与设立华商云信用保险股份有限公司，9 月公司对自身原有业务进行优化，出售低毛利的软件外包业务，打造以互联网信息服务与互联网金融服务双轴驱动的全新业务架构。

图表 2：公司历史沿革



资料来源：公司公告，Wind

### 2.2 公司股权结构及其主要子公司概况

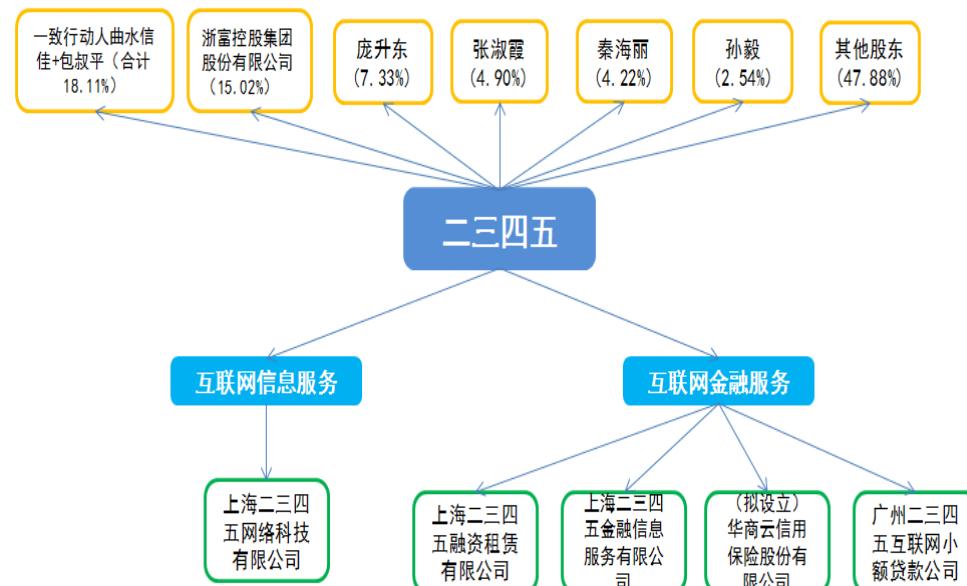
公司上市后包叔平为公司实际控制人，在收购二三四五后包叔平实际控制的股权由 47.42%降低为 30.93%，公司实际控制人身份不发生变化，交易对手庞升东、张淑霞、秦海丽、孙毅承诺将来不会基于其所持有的海隆软件股份与除包叔平外的其他股东谋求一致行动人关系。

截止到 2016 年半年报，公司实际控制人包叔平直接或间接掌控公司 20.41% 的股权，2016 年 11 月公司公告公司实际控制人包叔平将减持公司 2.3031% 的股权，减持后包叔平仍持有公司 18.1142% 的股权，公司实际控制人身份不变。

截止 2016 年半年报，公司下属主要子公司为二三四五网络科技有限公司、上海海隆软件有限公司、上海二三四五海隆金融信息服务有限公司。其中二三四五网络科技有限公司

主要从事互联网信息服务，是公司的现金奶牛，上海海隆软件有限公司主要从事软件外包服务，9月份公司公告将海隆软件及其软件外包服务出售给公司实际控制人包叔平。二三四五海隆金融信息服务有限公司主营互联网金融服务，营收持续保持高速增长。

图表 3：二三四五股权结构及其子公司

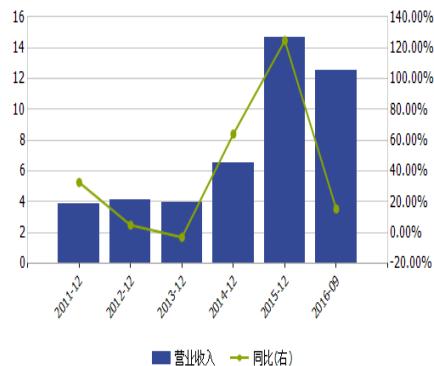


资料来源：Wind, 公司公告

## 2.3 公司财务分析

从公司近五年的营收来看，2014 年收购二三四五网络科技公司之后，公司营收和净利润逐渐进入高速增长轨道，2014 和 2015 年净利润增长率分别达 302% 和 253%。今年前三季度实现营收 12.51 亿，同比增长 15.5%，净利润同比增长 25.6%，增速逐渐放缓，未来随着互联网小额消费金融业务的放量，公司有望重新步入高速增长轨道。

图表 4：公司营业收入及增速



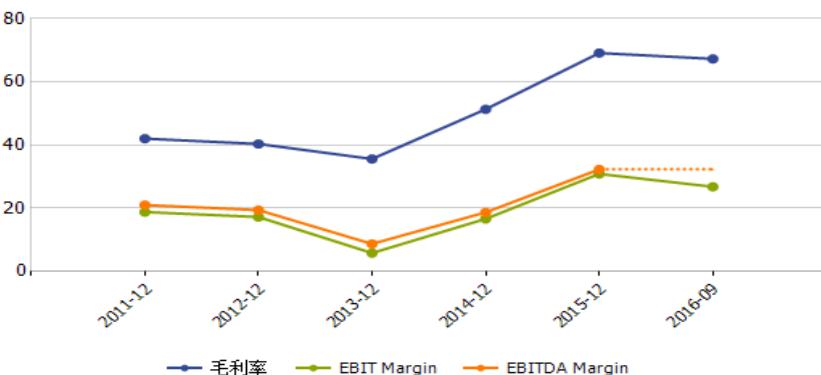
图表 5：公司净利润及增速



资料来源：wind, 国元证券研究中心

收购二三四五后，公司整体毛利率大幅提升，未来随着公司软件外包业务的剥离以及互联网金融等高毛利业务占比的提升，公司毛利率还将持续增长。

图表 6：公司毛利率变化



资料来源: wind、国元证券研究中心

收购二三四五后公司营收更加多元化，公司硬件软件相关业务占比缩减，以网站推广与营销业务、搜索引擎分流业务为主的互联网信息服务增势明显。从近五年主营业务构成来看，公司转型效果显著。

图表 7: 二三四五公司各项业务收入及其占比



资料来源: 公司公告、国元证券研究中心

## 第3部分 互联网信息服务：流量入口+现金牛

### 3.1 坐拥优质流量入口，合作伙伴遍布中国主要互联网企业

2345网址导航是公司的核心产品，截止到2016年6月公司网址导航用户已经超过4700万，是国内排名第三的网址导航网站，公司2345网址导航已经成为百度、谷歌、淘宝、京东、腾讯、携程等互联网主要知名网站的重要推广与营销合作平台，每年为百度带去超过180亿次搜索，国内排名前50万的网站中70%以上都在公司2345网址导航上进行付费推广。

网址导航为主的互联网信息业务具有轻资产高毛利的特性，平均毛利率在81%左右，互联网信息业务每年会为公司带来大量现金流，因此公司流动性状况良好，外延并购能力强。

### 3.2 PC端：网址导航市场格局逐渐稳定，深挖用户价值变现能力不断增强

依托网址导航的流量优势，公司陆续在PC端推出了王牌输入法、好压、浏览器等一系列产品，形成了多元化多层次的产品体系，充分满足客户的多元需求，增强其粘性。

图表 8：公司PC端主要产品



资料来源：2345官网、国元证券研究中心

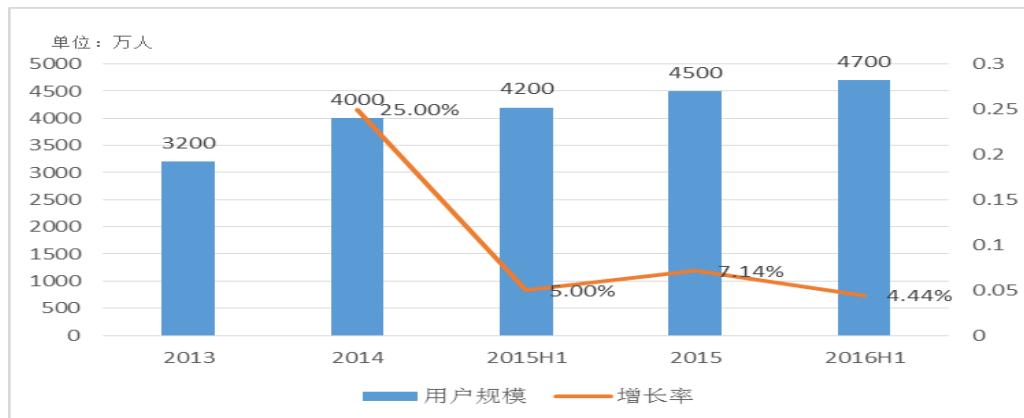
网址导航业务的本质是营销与导流，其主要收入由用户规模和单个用户产出（ARPU）决定

- 用户规模：PC端网址导航市场格局逐渐稳定，并开始转向存量市场的竞争，虽然公司依靠自身强大的运营能力不断提升自身产品市场占有率，但是用户增速仍不断下滑。
- ARPU：为了抵消用户增速下滑带来的压力，公司开始通过游戏、小说、影视、旅游等细分领域提供增值服务，并对用户进行个性化内容推送，大力推进“网址导航”向“内容导航”转移，深度挖掘用户价值，用户黏性进一步增强的同时ARPU也在不断增长。其中2345影视导航、2345游戏导航、2345分类导航、2345电商项目等多个细分领域年收入均达到数千万元，并持续保持高速增长。

在游戏领域公司与三七互娱达成战略合作，依托各自优势实现“流量与内容互补”，商业模式也逐渐由流量分成转变为游戏深度运营，合作6个月后收入增长2倍以上，转型策略效果显著。在金融领域，近期公司积极拓展互联网金融业务，以互联网小

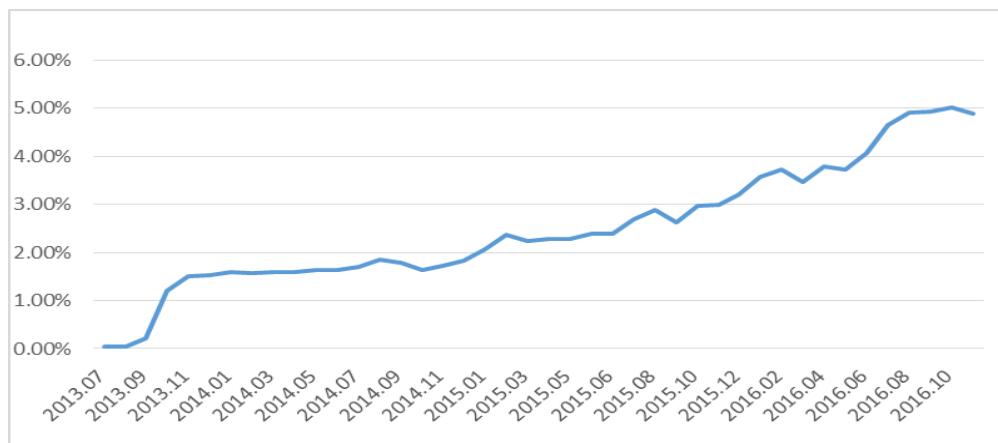
额消费贷款业务增长迅速，大大提升公司流量变现能力，未来公司还将持续在互金业务发力，进一步丰富产品种类，未来公司金融领域的变现能力有望持续增强。

图表 9: 2345 网址导航用户规模及增速变化



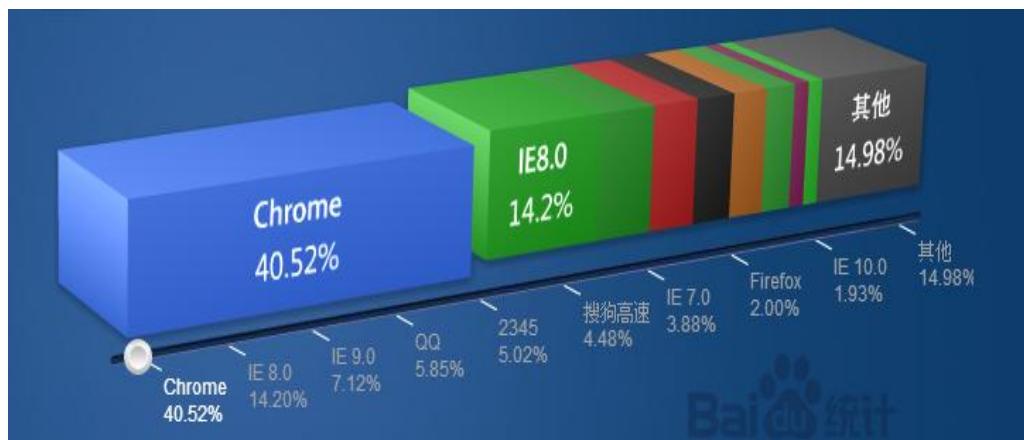
资料来源：公司公告、百度流量统计研究院、国元证券研究中心

图表 10: 2345 浏览器市场份额变化



资料来源：公司公告、百度流量统计研究院、国元证券研究中心

图表 11: PC 端浏览器市场份额



资料来源：百度流量统计研究院、国元证券研究中心

### 3.3 移动端：用户规模迅速扩张，矩阵化策略效果显著

互联网用户逐渐向移动端迁移已成必然，为此近年来公司不断加大对移动端的投入力度，

以图打开新的用户增长空间。相较于 PC 端，移动端的需求更加多样化，因此流量的分布也更加分散，虽然每个细分领域的用户数量有限，但是多个 App 的用户累计在一起数量就相当可观。

公司在移动端的策略主要分为两步 1) PC 端原有产品向移动端迁移，如 2345 手机助手和 2345 浏览器 2) 尽可能抢占细分市场，构建产品矩阵，依托数量优势带动整体用户规模快速增长。

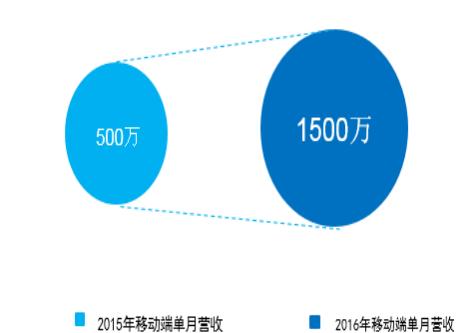
图表 12: 公司主要移动端产品



资料来源: 2345 官网、国元证券研究中心

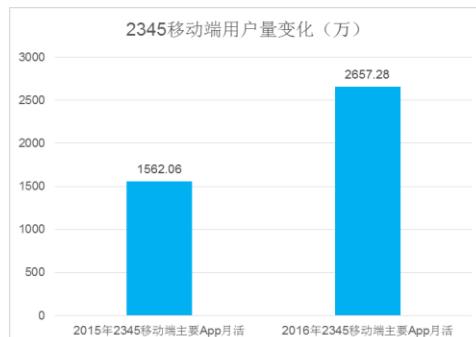
2016 年公司加大在移动端的投入，一方面增加 App 的数量加强矩阵效应，另一方面加强头部 App 的宣发，打造标杆产品，目前公司在移动端已经形成较为完善的布局，主要细分市场均有产品覆盖，市场占有率和用户规模稳步上升。

图表 13: 公司移动端收入变化



资料来源: 公司公告，易观千帆、国元证券研究中心

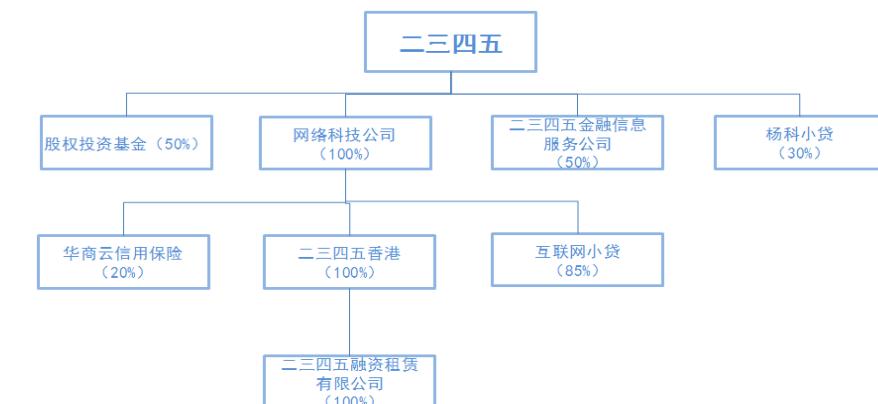
图表 14: 2345 移动端用户量变化 (万)



## 第4部分 互联网金融业务爆发在即

公司依靠自身互联网信息平台的流量优势进军互联网金融领域，2015年2月投资设立互联网金融全资子公司——上海二三四五海隆金融信息服务有限公司（后更名“上海二三四五金融科技有限公司”），同年与中银消费金融合作推出消费金融类产品随心贷（后更名2345贷款王），2016年公司不断深化互联网金融布局，先后设立融资租赁孙公司并参与设立互联网保险公司及小贷公司，目前公司2345贷款王业务模式已经初显成效，放贷规模快速增长，爆发在即。

图表 15：公司互联网金融布局



### 4.1 2345 贷款王业务介绍

2345贷款王”是公司与中银消费金融联合推出网络小额信用贷款业务，主要面向个人用户提供500-5000元的小额贷款服务，只需手机和身份证件信息即可申请，具有操作简便、无担保、放款迅速、贷款时间短等特点。

图表 16：2345贷款王业务特点

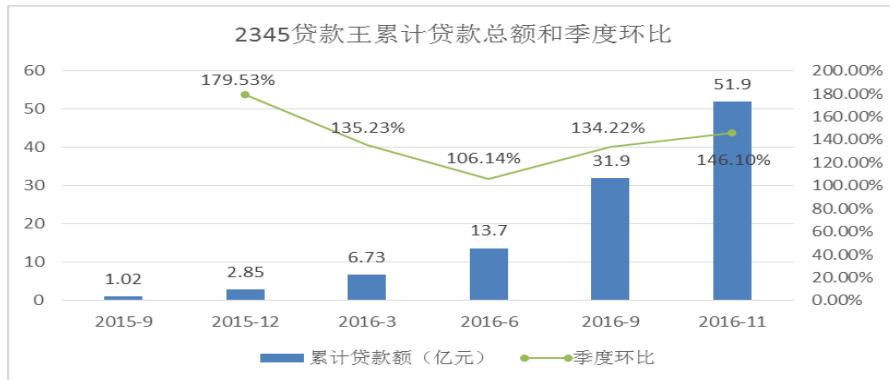


资料来源：2345贷款王官网，国元证券研究中心

我们推测“2345贷款王”业务坏账率持续改善，目前坏账率估计在4%左右，业务模式可行性验证完毕，逐渐进入快速放量阶段，截止到2016年11月30日，“2345贷款王”平台累计发放贷款超过332万笔，较2015年末增长22.7倍；单月发放金额超过11.5亿，

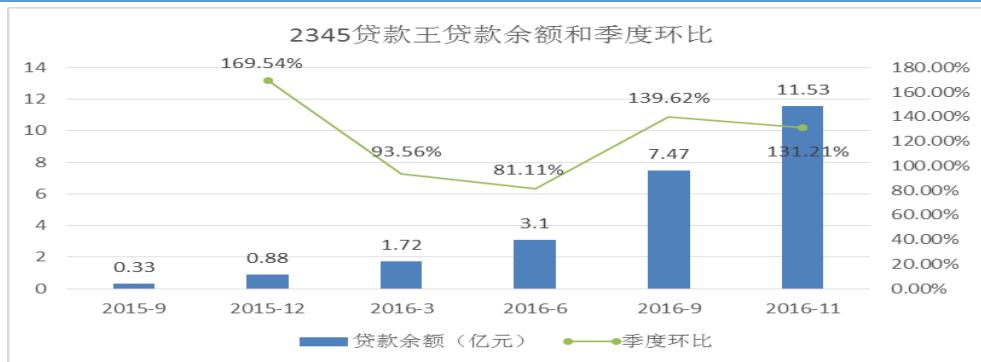
累计放款额 51.9 亿元，较 2015 年末增长 16.9 倍，未来公司还将与其它金融机构合作拓宽资金渠道，2017 年公司 2345 贷款王放贷规模有望增至 200–300 亿。

图表 17：2345 贷款王累计贷款总额



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

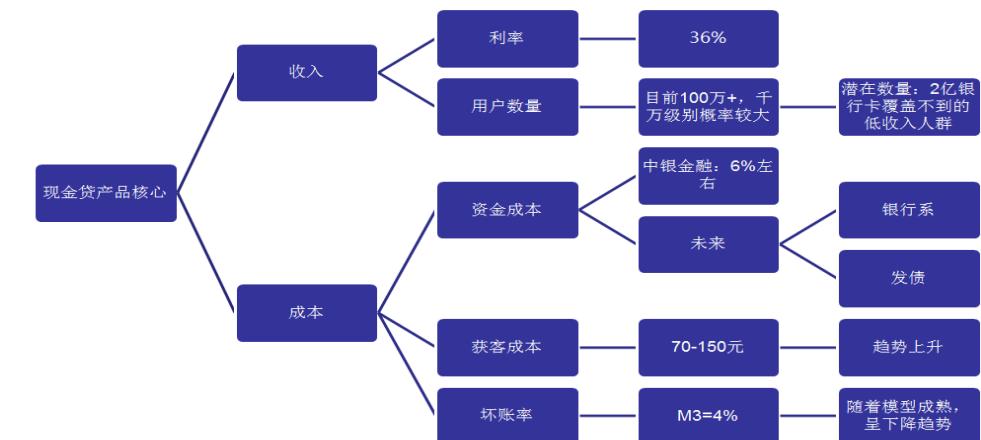
图表 18：2345 贷款王贷款余额快速增长



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

目前公司 2345 贷款王业务用户量为 100 万，我们测算仅网址导航可供导流的潜在客户就达到 433 万，未来增长潜力巨大。2345 贷款王主要资金来自中银消费金融，未来随着公司发债和其它银行系资金逐渐到位，资金成本有望进一步降低。2345 贷款王三个月未还的坏账率约为 4% 在同行业处于较低水平，获客成本由于公司网址导航流量优势，也大大低于行业普遍水平，优势明显。

图表 19：现金贷产品的核心问题



资料来源：国元证券研究中心

相比同类型产品 2345 贷款王放款额度较低和期限也较短（一个月）可以有效降低恶意诈骗和逾期事件的发生，较高的利率也在覆盖坏账成本之外，也大大保障了公司盈利能力。

与京东金条和手机贷产品相比，2345 贷款王申请较为简便、审查程序适中，在保证必要信息收集的同时确保了用户的借款体验，吸引客户多次借款。2345 贷款王采取线上快速放款的模式，相比捷信、北银消费等线下线上贷款在成本和运营商有着极大的优势，代表着未来小额信用消费贷款发展的方向。

图表 20：2345 贷款王的主要竞争者是万元以内的现金贷

产品	公司	放款额度	借款期限	还款方式	利率	审核标准
2345贷款王	中银消费金融及 2345网络科技公司	500-5000元	一个月	一个月到期偿还	36%	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
手机贷	手机贷	1000-10000元	7-40天	到期偿还	(出借人0.03%一天,管理费 0.27%一天,滞纳金10元, 逾期0.5%一天,超过15天 0.75%一天)	1.身份证信息 2.银行卡信息 3.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
捷信金融	捷信金融	5000-25000元	12、18、24、36个 月	每月分期偿还	30.72%-37%	1.身份证件 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
轻松e贷	北银消费金融	600—50000元	12、24、36个月	每月分期偿还	11.97-14%	1.身份证信息 2.工作和居住信息 3.北京银行借记卡 4.银行征信报告
京东金条	京东金融	最高1万	1/3/6/12分期	分期偿还	18.25%	线上激活--绑定银行卡--填写资料--获得贷款。借款申请提交成功后,资金一般会在30分钟内到账。若需要等待电话确认,则电话确认通过后到账。具体到账时间请以收款银行卡到账通知为准
工薪贷	拍拍贷	0.3-9999万	12个月	到期偿还	视贷款产品而定	(撮合贷款不审核信息) 1.个人信息

资料来源：国元证券研究中心

## 4.2 产品优势明显，潜力巨大

### 4.21 推荐逻辑一：自有平台+第三方渠道，获客优势明显

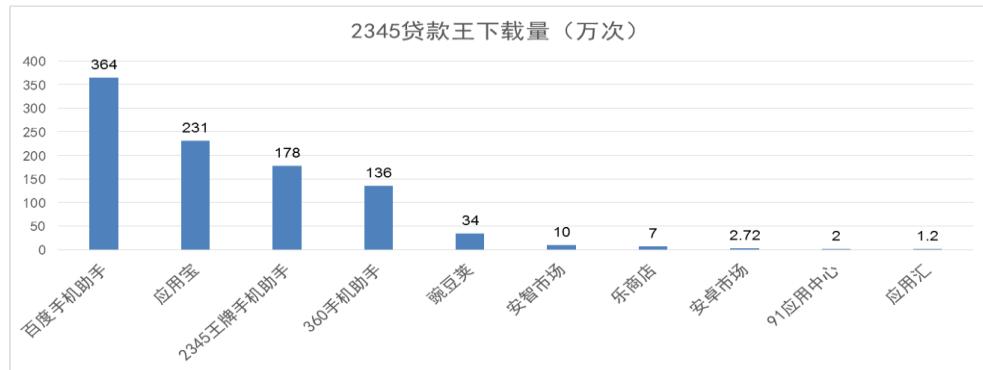
公司获客主要是依靠：

- 1) 传统网址导航用户转化
- 2) 各大主流下载渠道宣发。

截止 2016 年中，公司网址导航用户规模达到 4700 万，2016 年中国网民 20-29 岁网民数量占比 30.4% (互联网小额贷款的主要群体)，艾瑞咨询测算中国网民线上贷款渗透率为 30.3%，未来网址导航业务有望为 2345 贷款王输送 433 万的用户，这些客户主要来自内部转化，不需要公司耗费资源获取，大大降低了公司的获客成本。

公司早在 2014 年就推出了 2345 贷款王业务，具有一定的先发优势，加上公司多年互联网渠道经验，获客经验丰富，宣发运营能力强。目前公司在各大下载渠道同类应用排名均在前五。

图表 21：2345 贷款王主要下载渠道下载量及排名



资料来源：互联网、国元证券研究中心

#### 4.22 推荐逻辑二：银行系资金，资金成本较低

银行信贷资金成本相对较低。跟 P2P 等互联网金融平台相比，目前 2345 贷款王的资金主要来自中银消费金融，属于银行系资金，资金成本在 6%-8% 远低于 P2P 的 10%-12%，公司资金成本优势明显。跟同类互联网公司相比，公司具第三方优势，是银行极佳的线上消费信贷合作方。目前公司在网址导航领域时候市场占比排名第三，前两名分别是百度和 360，百度与 360 都各自建立了自己的综合金融公司，与传统银行存在竞争。

未来公司还计划采取与其它银行合作；发行公司债；关联小额贷款公司募集资金等方式，拓展资金获取渠道（上海银行等其它银行系资金）。

图表 22：消费信贷资金模式

资金种类	资金成本	资金来源
银行信贷	6%-10%	银行
P2P	10.25%	P2P 投资者

资料来源：国元证券研究中心

图表 23：未来公司资金来源结构（预计）

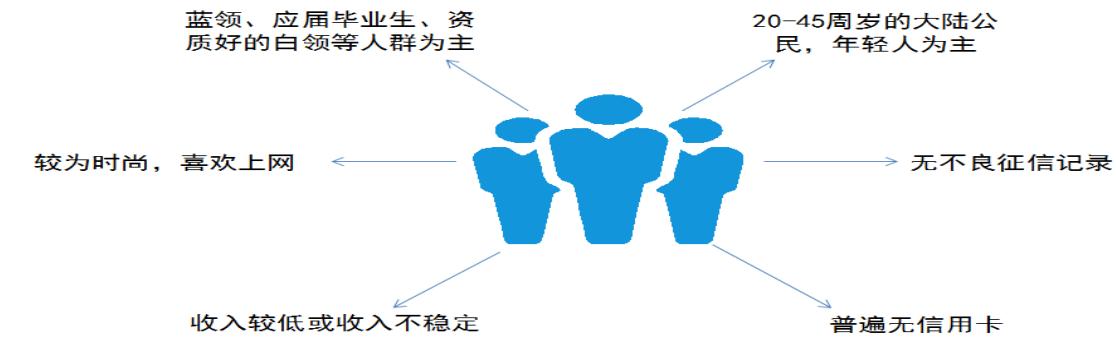


资料来源：国元证券研究中心

#### 4.23 推荐逻辑三：产品定位精准 央行+互联网征信双重风控保障

2345 贷款王主要针对是没有被银行信用卡覆盖的蓝领人群，用户定位精准，这部分用户主要是一些外来务工人员以及年轻人，虽然收入较低但借款频次高，这些客户尚未或很难被传统银行机构覆盖，长尾属性明显。公司向其提供 500-5000 元的小额信贷。既可以满足其借贷需求又可以避免其过度消费带来的坏账风险。

图表 24：2345 贷款王主要客户人群画像

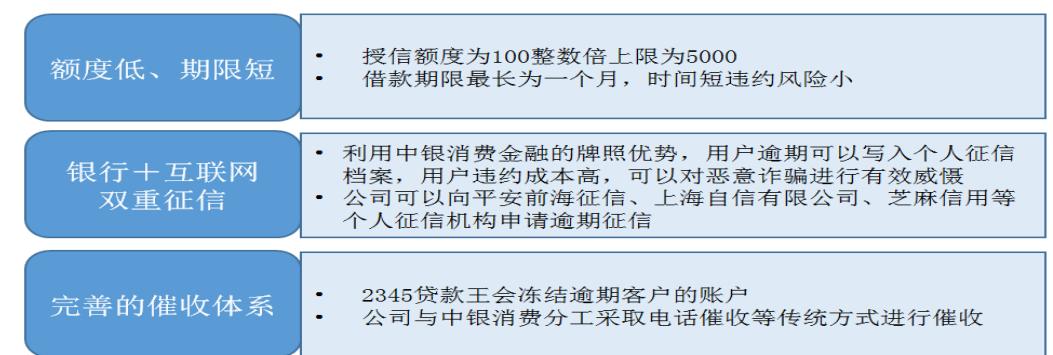


资料来源：国元证券研究中心

#### 4.24 推荐逻辑三：产品定位精准 央行+互联网征信双重风控保障

2345 贷款王放贷额度较低，可以有效避免恶意诈骗与过度消费的风险；与中银消费金融合作，用户逾期将被写入央行征信，形成央行+互联网征信的双重威慑，可以有效防止恶意坏账的产生；目前 2345 已经构建小额贷款+综合征信+完善催收系统的综合风险防范机制。

图表 25：二三四五风控优势

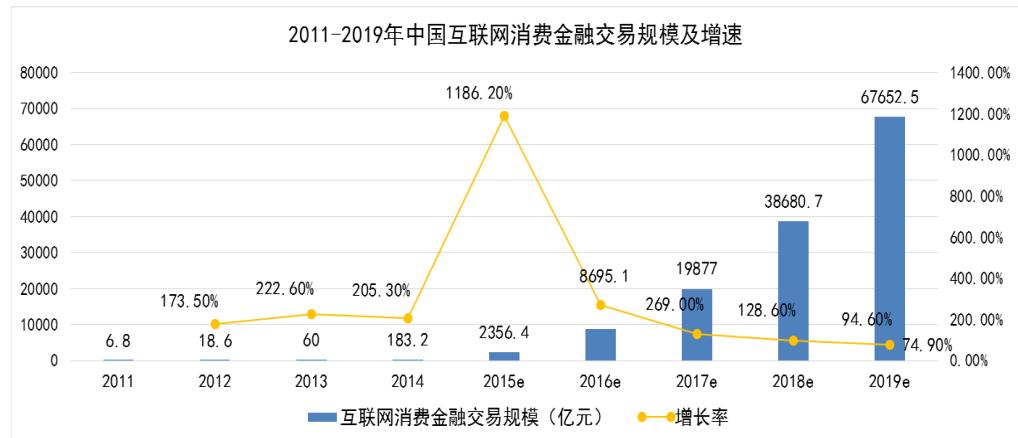


资料来源：国元证券研究中心

#### 4.25 推荐逻辑四：消费金融风口来了

2013 年-2014 年中国互联网消费金融市场才刚刚起步，直到 2015 年国家政策支持力度加大，逐渐开放征信等牌照，互联网消费金融才开始井喷式发展，据艾瑞咨询的数据显示 2013 年中国互联网消费市场规模仅为 60 亿元，但是到了 2015 年中国消费金融整体市场规模就超过 2356 亿元，复合年化增长率高达 627%，预计 2019 年中国消费金融规模将达到 67652.5 亿元，市场空间巨大。

图表 26：2011-2019 中国互联网消费金融市场规模及增长率

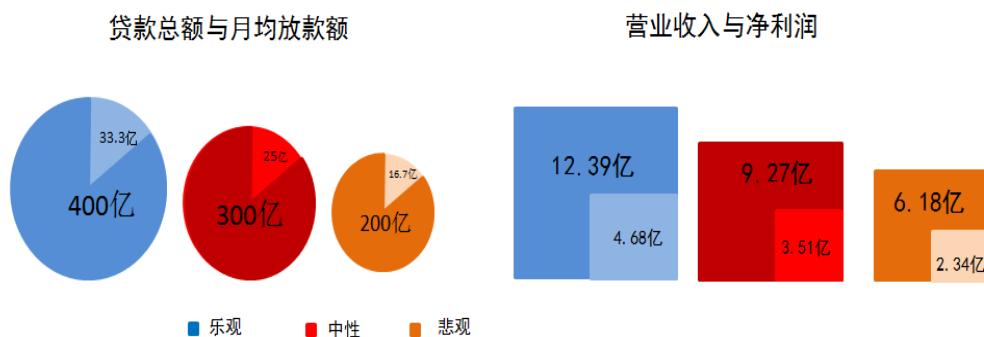


资料来源：艾瑞咨询、国元证券研究中心

#### 4.26 推荐逻辑五：17 年贷款王有望迎来爆发

截止到 2016 年 9 月 30 日，2345 贷款王业务实现营业收入 8962.08 万元，净利润 3396.41 万元，净利率 37.9%。2016 年 1—9 月公司累计贷款总额 29.05 亿元，营业收入 8962.08 万，因此推断利差约为 3.09%。通过以上数据，我们根据公司贷款资金来源充裕度进行了敏感性分析，结果如下

图表 27：2017 年 2345 贷款王收入敏感性分析 单位（亿）



资料来源：国元证券研究中心

#### 4.27 上市公司互联网金融业务对比

图表 28 上市公司互联网金融业务对比

公司	互联网消费金融业务	特点
二三四五	二三四五贷款王业务	1. 互联网小额现金贷款 2. 互联网、银行双重征信 3. 坐拥优质流量入口，获客成本低
生意宝	联合杭州银行设立杭银消费金融，占股10%	1. 线下消费金融产品 2. 信用贷款最高可达20万 3. 银行系风控、资金优势。
奥马电器	自营互联网借贷平台“好贷宝”和中融金下属钱包金服	1. 大量的消费数据资源 2. 互联网借贷撮合 3. 牌照优势（中小银行、 <b>巨安保险、信泽基金</b> ） 4. 面向的客
银之杰	征信	1. 牌照优势（华道征信40%、易安保险15%、东亚前海证券、上海保险交易所、安科人寿、票联金
海立美达	征信	1. 依靠银信通业务优势，精准卡位大量线下金融数据 2. 支付牌照优势（互联网支付、移动电话支付、
苏宁云商	消费类信贷、理财、众筹	1. 依托自身线下消费场景和客户数据 2. 牌照优势（苏宁银行、消费金融、小贷保理等11张牌照）
汉鼎宇佑	微贷网、消费分期及信用贷款产品	1. <b>百店百Mall计划掌握线下优质消费场景</b> 2. 牌照优势（银行、 <b>保险、基金</b> ） 3. 极光和智慧城市卡掌握
重庆百货	马上消费金融30%股权（未并表）	1. 线上线下相结合 2. 股东背景强大 3. 央行征信体系
康耐特	旗计智能，银行卡商品邮购分期、信用卡账单分期、其它衍生权益消费产品	1. 基于银行卡、信用卡客户营销分期类产品 2. 用户质量高、信息完善

资料来源：公开资料、国元证券研究中心（红色代表尚未完成）

## 第 5 部分 行业逻辑梳理：为什么消费金融风口来了？

### 5.1 为什么风口来了？政策利好不断，消费金融持续升温

随着我国经济增速换挡，产业进入深入调整期，消费成为拉动 GDP 增长的重要一环，再加上国际整体经济环境不佳，国内外贸出口近年来持续承压，扩大内需势在必行，为此近年来国家不断出台消费刺激政策，鼓励民众增加消费支出

图表 29：消费金融政策汇总

时间	指引部门	政策
2009.08	银监会	《消费金融公司试点管理办法》发布，之后经国务院批准，第一批四家消费金融公司陆续成立。
2013.11	银监会	《消费金融公司试点管理办法（修订稿）》发布，扩大了消费金融公司的试点城市范围，第二批7家消费金融公司陆续成立。
2015.06	国务院常务会议	将消费金融公司试点扩大至全国，审批权限下放，设立条件放宽。成熟一家，批准一家。截至2016年3月，全国共设立了15家持牌的消费金融公司。
2015.07	人民银行等十部门	《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，确立了互联网支付、网络借贷、股权众筹融资、互联网基金销售、互联网保险、互联网信托和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。
2016.03	两会	《2016年政府工作报告》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。
2016.03	人民银行和银监会	《关于加大对新消费金融领域金融支持的指导意见》从积极培育发展消费金融组织体系、加快推进消费信贷管理模式和产品创新、加大对新消费重点领域金融支持、改善优化消费金融发展环境等方面提出了一系列金融支持新消费领域的细化政策措施。
2016.04	发改委	《关于促进消费带动转型升级的行动方案》，围绕流通、农村、住房、汽车、旅游、家政、教育、体育、绿色、消费环境等十个领域部署了“十大扩消费行动”。
2016.04	人民银行	《中国人民银行关于信用卡业务有关事项的通知》发布，引导发卡机构建立健全多样化、差异化、个性化的信用卡产品与服务体系，促进信用卡产业转型升级。
2016.09	G20峰会	G20峰会通过并发布了第一份普惠金融国际性指引文件《G20 数字普惠金融高级原则》，将普惠金融提升至国家战略合作层面。

资料来源：互联网、国元证券研究中心

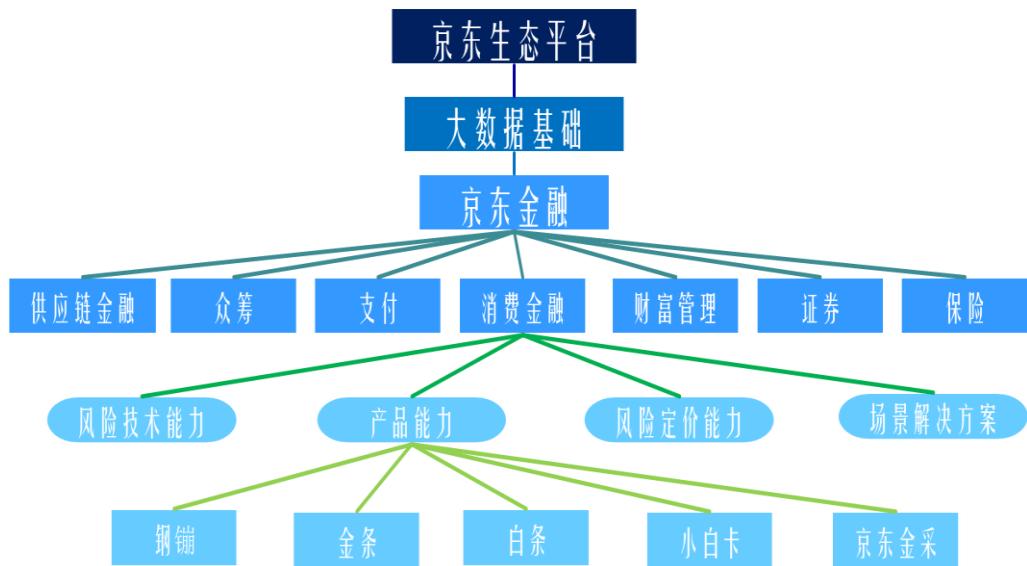
### 5.2 为什么风口来了？巨头入局，行业备受瞩目

#### 5.2.1 巨头入局，行业备受瞩目：京东

消费金融市场空间广大，随着近年来消费金融相关政策不断放开，各路人马纷纷涌入，意图在这个万亿级别的市场中占据一席之地。除了传统的金融公司外，各大传统零售公司和互联网系巨头已经成为消费金融市场的重要玩家。2014年京东推出消费金融首款产品“京东白条”成为互联网巨头中第一个吃螃蟹的人；同年7月阿里推出天猫分期并取得征信牌照，11月苏宁消费金融成立；2015年4月腾讯跟进“微粒贷”，腾讯征信成立；平安推出“平安普惠”；7月万达推出消费金融产品“万达 Cash”。

依托京东商城良好的消费场景和渠道优势，京东成立了京东金融，下设供应链金融、消费金融、众筹、财富管理、保险、证券七大业务板块，并逐渐向线下消费场景蔓延：

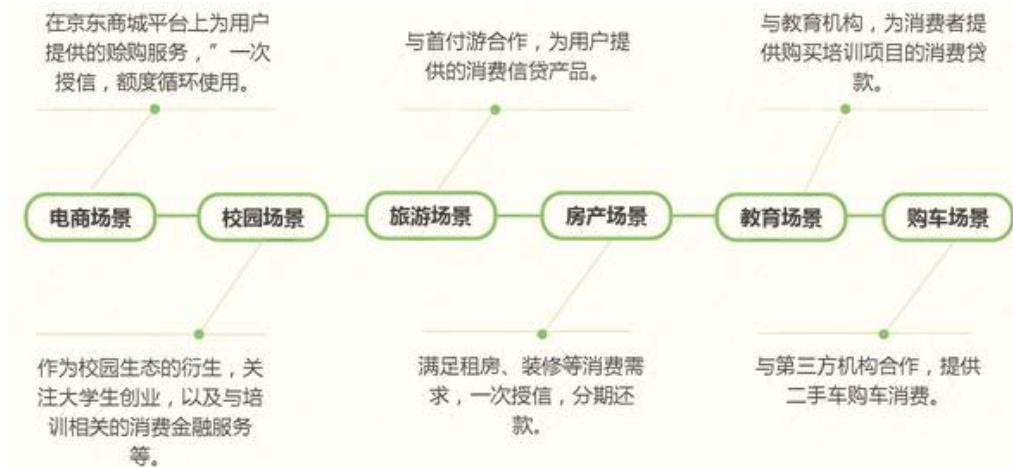
图表 30：京东消费金融生态体系



资料来源：国元证券研究中心

2014年2月京东的首个消费金融产品“白条”推出，“白条”贯穿了京东的各种场景消费，涵盖了O2O、海淘及产品众筹等，在线下的延伸主要有租房、旅游、教育、装修等。

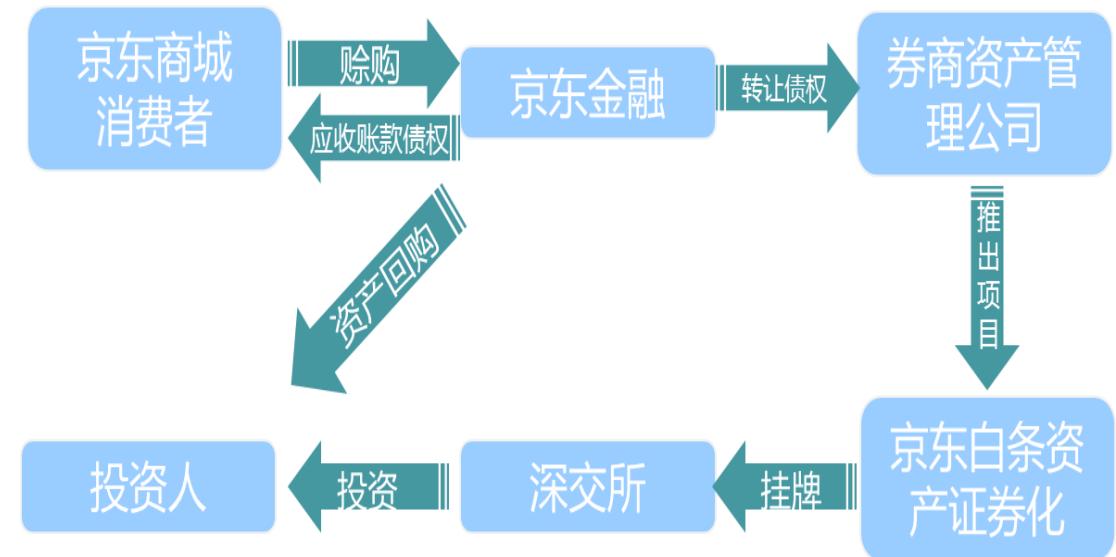
图表 31：白条及白条衍生品



资料来源：互联网、国元证券研究中心

2015年9月，“京东白条一期应收账款债权资产支持专项计划”在深交所挂牌交易，成为国内首个互联网消费金融资产证券化产品，以此开始，消费金融ABS成为常态，拓宽了消费金融企业的融资渠道，有利于降低成本提高利润。

图表 32：京东白条 ABS

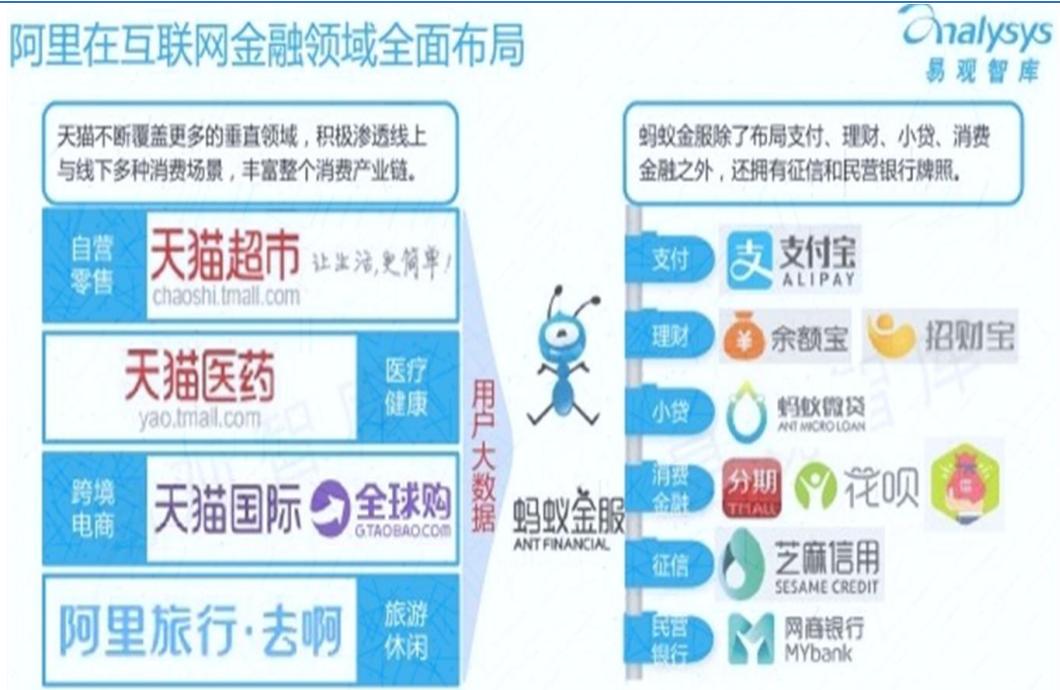


资料来源：互联网、国元证券研究中心

### 5.22 巨头入局，行业备受瞩目：阿里

在消费金融领域阿里系布局更为广泛，基于丰富的消费场景，阿里系旗下有小贷公司-蚂蚁信贷，有消费金融产品-分期、花呗、借呗，还有一个庞大的数据征信系统-芝麻信用，芝麻信用除了服务于体系内的产品之外，也已经扩张到其他领域及线下。

图表 33：阿里在互联网金融布局



资料来源：公开资料、国元证券研究中心

消费金融产品方面，阿里主要有三个产品，分别是基于淘宝及天猫平台的分期和花呗，这两个产品只能在这两个购物平台上使用，而借呗是基于芝麻信用的现金贷，资金可以用于线下场景。

阿里依托自身丰富的消费场景，先后推出了天猫分期购、花呗、借呗等互联网消费金融产品。其中，花呗只能用于淘宝和天猫网购，而借呗申请到的借款直接打入支付宝并允

许转入银行卡，资金可用于线下消费。借呗完全以芝麻信用分作为判断用户信用水平的依据，这是芝麻信用首次接入消费金融的具体应用场景。

图表 34:阿里消费金融类产品

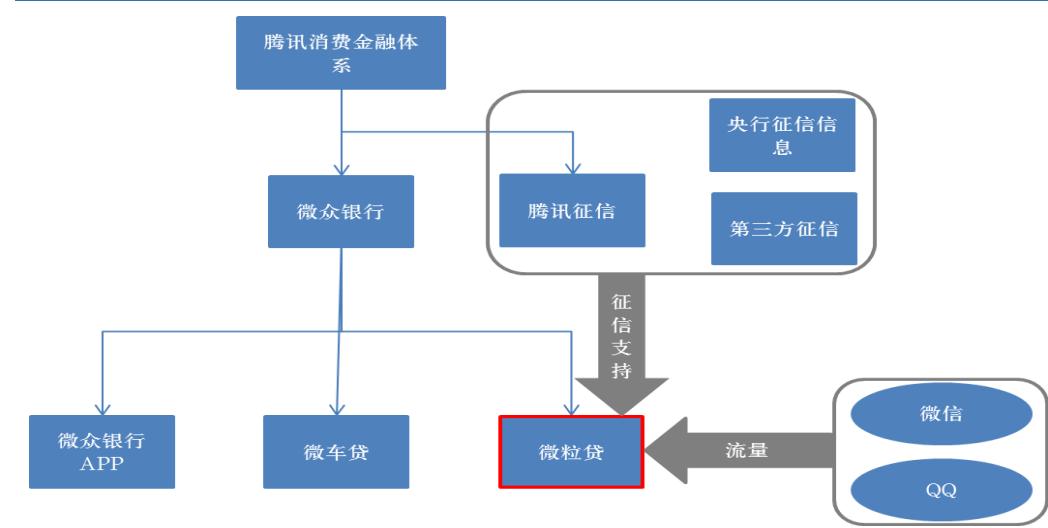


资料来源：互联网、国元证券研究中心

### 5.23 巨头入局，行业备受瞩目：腾讯

腾讯在消费金融的布局主要依托其强大的流量入口—QQ 及微信，由于缺少像京东和阿里那样的消费平台，腾讯推出的消费金融产品来至于其微众银行，产品“微粒贷”；腾讯的另一个重要支持是旗下的征信机构。

图表 35: 腾讯消费金融体系



资料来源：国元证券研究中心

图表 36: 巨头消费金融产品对比

	京东白条	蚂蚁花呗	借呗	微粒贷
额度		1元-5万	1元-20万, 1元起支用	2-20万, 500起支用, 单笔最高不超过4万

还款	借记卡还款；不可当日还款；提前还款无手续费，需全额还款。	通过支付宝、借记卡等；可当日还款；提前还款无手续费；可部分提前还款。	通过支付宝；还款日，可分次扣除；可以当然还款；提前还款无手续费；可部分提前还款。	支持多种银行卡还款；还款日一次扣除；不可当日还款；提前还款没有手续费，但需全额还款。
利率	0.5%-1%/月	3期 0.8%/月、12期 0.7%/月	万 4/天	万 5/天、万 4/天、万 3/天（万 2/天，内部员工）
期限	3-24个月分期	3、6、9、12个月	12个月，随借随还	5、10、20个月等
场景及渠道	京东商城等	淘宝、天猫、口碑等	支付宝	手机QQ、微信

资料来源：国元证券研究中心

### 5.3 为什么风口来了？资产荒加剧，间接推动消费金融快速发展

近年来由于中国经济增速持续下滑，企业效益不断下降，优质资产的供给大幅减少，市场整体资产回报率不断下降，再加上货币超发，大量资金无处可投，中国资产荒的现象进一步加剧，市场对高收益资产的渴求不断增长。

资产荒对消费金融带来的利好主要集中在两个方面

- 1) 资产荒导致资金成本处于历史低位，消费金融的主要利润源自利差，资金成本的下降大大拓宽了消费金融公司的盈利空间
- 2) 消费金融可以创造较优质的资产，普遍受到追捧。

图表 37：十年国债收益率



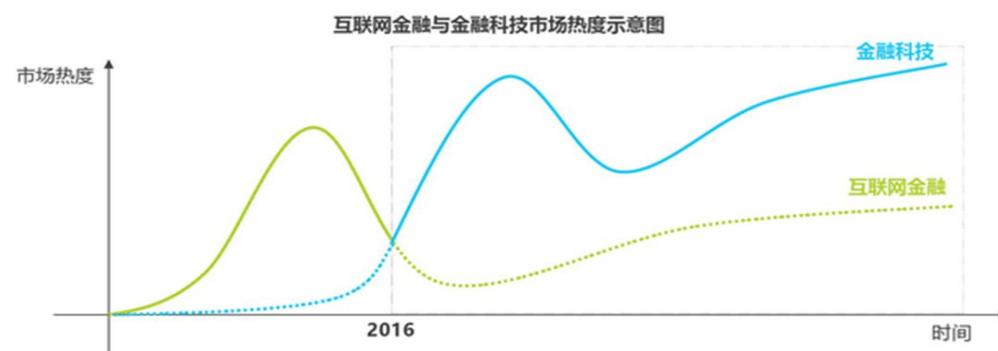
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

## 5.4 为什么风口来了？互联网金融 2.0 时代开启

互联网 1.0 时代主要以 P2P 为主，经过前几年国家政策收紧带来的洗礼之后，一些有实力、有潜力的公司逐渐脱颖而出，整个行业也逐渐步入正轨，政策收紧对互联网金融带来的改变主要有

- 1) 行业规范化程度大大提升
- 2) 同质化严重的局面得到遏制，差异化创新化产品逐渐涌现
- 3) 投资者与借贷者逐渐理性
- 4) 市场风控意识大大提升

图表 38：互联网金融科技热度变化



资料来源：艾瑞咨询、国元证券研究中心

政策收紧促进互联网金融逐渐回归金融本质，互联金融公司积极探索如何利用技术手段为用户提供更好的金融服务，互联网消费金融产品成为重点方向，人人贷、积木盒子、拍拍贷等 P2P 平台逐渐开始推出互联网消费金融产品。

图表 39：P2P 平台消费金融产品

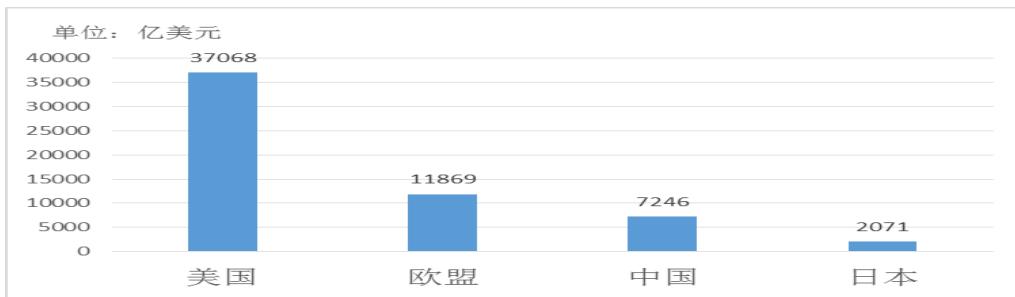
P2P 平台	消费金融产品	额度
拍拍贷	工薪贷	0.3-9999 万
招联金融	好想贷	最高 20 万
中安信业	现金贷	最高 50 万
掌声金融	闪电借款-秒贷	最高 1 万
玖富	社保贷	最高 20 万
人人贷	人人借款	最高 10 万
积木盒子	读秒 大白	最高 5 万

资料来源：公开资料、国元证券研究中心

### 5.4.1 我国消费金融市场与发达国家成熟市场相比仍有较大提升空间

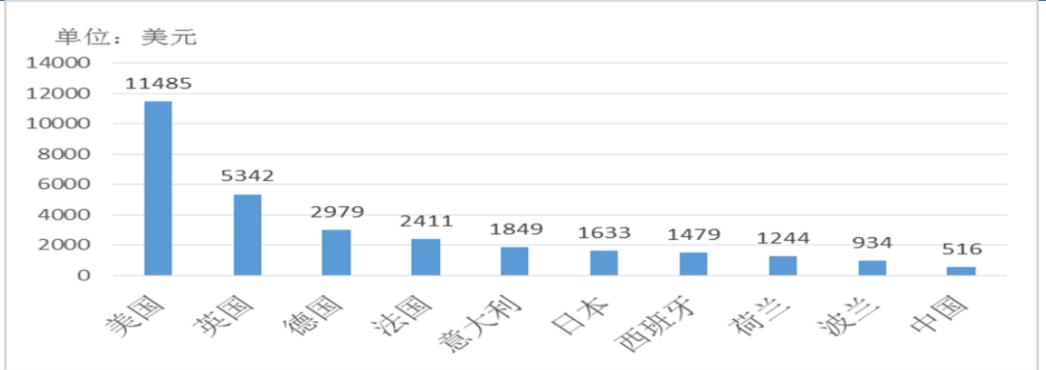
2015 年我国 GDP 达到 10.39 万亿美元，位居世界第二，与之相反的是，我国消费余额与人均消费信贷余额与欧美等发达市场有着较大的差距，我国消费信贷余额约为美国的 20% 和欧盟的 60%，人均消费余额仅为 516 亿美元，约为美国的 5%，不足日本的三分之一。

图表 40：世界部分国家人均消费信贷余额比较



资料来源：盈灿咨询、国元证券研究中心

图表 41：世界主要经济体消费信贷余额比较



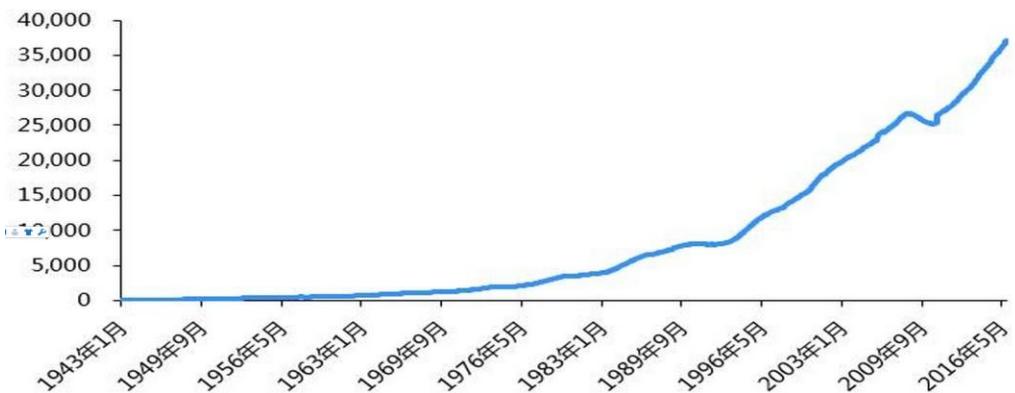
资料来源：盈灿咨询、国元证券研究中心

## 5.4.2 以史为鉴，长期发展逻辑确立

### 美国消费金融发展历程分析

美国消费金融起初以分期付款的模式出现，主要用于购买汽车和缝纫机等耐用品为主，二战后为了迅速恢复发展经济，美国政府放宽了对消费信贷的限制，并加强了法律监管和金融基础设施建设，同时再加上婴儿潮、超前消费观念普及、居民可支配收入增长和科技创新等因素的催化，美国消费金融进入快速增长轨道，截止到 2016 年九月底美国消费金融市场规模已经达到 3.71 万元。

图表 42：美国居民消费信贷余额分析



资料来源：盈灿咨询、国元证券研究中心

中国目前处于经济增速换挡期，急需扩大消费为扩大内需、去库存、供给侧改革提供支撑，这与美国二战后的经济环境、社会背景极其相似，驱动因素的高度重合，我们判断未来中国有望复制美国消费信贷市场高速发展的路径。

图表 43：中美消费金融驱动因素对比

驱动因素	美国	中国
人口红利	婴儿潮	开放二胎政策
政策红利	放款消费信贷限制	鼓励消费信贷市场发展
观念转变	超前消费观念普及	年轻消费群体扩张带动超前消费理念普及
收入增长	居民可支配收入持续增长	居民可支配收入持续增长
科技驱动	科技创新应用	人工智能、大数据技术应用
基础设施完善	加强金融基础设施建设	大力提升国内金融信息化水平
监管加强	加强消费信贷法律监管	加强消费者权益保护和监管

资料来源：国元证券研究中心

## 5.5 为什么风口来了？金融创新层出不穷，释放居民消费需求

随着社会的进步和消费升级的不断深入，中国居民的消费模式和消费习惯逐渐发生变化，传统银行信贷和信用卡等消费金融类产品越来越难以满足中国居民日益高涨的消费需求。近年来互联网公司利用自身技术和数据上的优势，不断进行金融创新，对客户进行细致划分，推出各种差异化针对性强的互联网消费金融产品，极大的释放了中国居民的消费需求。

图表 44：互联网金融产品概览

产品名称	产品类型	针对人群	额度
2345 贷款王	现金贷（一个月）	蓝领、应届毕业生、资质好的白领	500-5000
手机贷	现金贷（7-40 天）	无特定群体	1000-10000
京东白条	分期贷	京东顾客	与消费内容关联
来分期	分期贷	高信用人群	最高 20 万
土巴兔	家装分期贷	家装人群	最高 20 万
么么贷	医美分期贷	医美消费者	5 万
程程白条	旅游分期贷	旅游爱好者	2 万
51 信用卡	互联网信用卡	年轻人	最高 1 万

资料来源：互联网、国元证券研究中心

## 5.6 为什么风口来了？征信等基础要素逐渐完备，产业爆发条件业已成熟

### 5.6.1 民间征信快速发展，多维数据精准勾画用户画像

风控是金融的核心要素，而征信数据是金融企业在进行风控时重要的参考依据。与欧美发达国家相比，我国市场征信水平较低，央行征信系统中无信贷记录和个人征信报告人群占总人口比例分别为 73% 和 80%。征信数据的缺失导致消费类金融公司放款风险居高不下，极大的限制了消费金融推广。

近年来受益于互联网化得加深，我国民间征信机构快速发展，众多维度的数据让用户画

像刻画的更加精准，有效的补充了央行征信数据的不足，目前我国民间征信机构主要分为两类，一个是以前海征信为首的金融属性金融机构和芝麻信用为首的互联网属性金融机构。

图表 45：国内主要征信数据补充方

平台	数据类型	数据来源	特色
<b>芝麻信用</b>	1. 基本信息：职业、收入、工作稳定性、街区、放假及居住稳定性； 2. 借贷信息：车贷、房贷、信用卡和学生贷等； 3. 消费信息：商场和网络消费频次、额度等； 4. 公共信息：法院判决、税务拖欠、地铁逃票、交通违章、亲友欠款等； 5. 公益行为。	1. 阿里巴巴； 2. 蚂蚁金服； 3. 合作公共机构及伙伴 4. 用户自主提交。	有大量线上购物、生活等数据
<b>腾讯征信</b>	1. 社交网络信息； 2. 门户； 3. 游戏； 4. 支付、消费。	1. QQ； 2. 微信； 3. 其他腾讯产品。	对无信用记录者可征信；
<b>前海征信</b>	1. 平安集团的数据； 2. 通讯运营商、公安、法院、社保、学历学籍、交通违章、房产、地理位置、租房、租车、婚恋、社交网站、消费等； 3. 不良名单。	1. 平安集团的数据； 2. 外部数据合作伙伴； 3. 合作机构。	金融行业经验
<b>考拉征信</b>	1. 个人线上及线下交易支付、金融数据； 2. 线下商户日常经营数据； 3. 求职网站、论坛、微博、微信公众号数据； 4. 其他公共部门数据。	1. 拉卡拉； 2. 前程无忧、蓝标等股东； 3. 公共部门及合作伙伴。	先下个人及商户数据
<b>上海资信</b>	1. 个人基本信息、借款信息； 2. 企业基本信息、借款信息。	1. 央行征信； 2. 合作金融机构。	背靠央行征信

资料来源：盈灿咨询、国元证券研究中心

## 5.6.2 风控与催收服务方兴起，产业生态日趋完备

除征信外，风控能力与催收能力不足也是困扰消费金融公司的两大难点，伴随着之前 P2P 网贷等新金融业态的兴起，不少第三方风控与催收企业也应运而生，这对消费金融公司的风控与催收形成良好的补充。

图表 46：国内主要金融风控服务方

平台名	背景	产品服务
<b>百度金服</b>	B+轮	用户评估报告、信贷审批系统、风险罗盘
<b>ZRobot</b>	京东金融+Zest Finance	个人及小微企业信用评分、反欺诈风控系统、风险咨询、行业研究报告
<b>FICO</b>	上市	信用评分、债务管理解决方案、风险与合规性、决策管理
<b>益博睿</b>	上市	客户拓展、客户洞察和管理、风险管理、欺诈管理、债务追偿、付款。
<b>同盾科技</b>	B+轮	反欺诈服务、信贷风控服务、核心风控工具、信息核验服务

资料来源：盈灿咨询、国元证券研究中心

图表 47：国内主要催收服务方

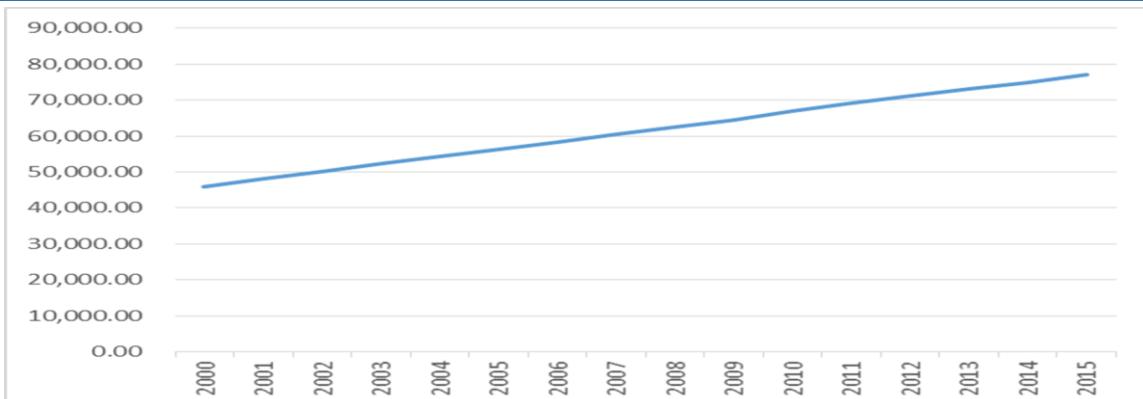
平台名	业务模式	产品服务	业务规模	自由催收
资产360	整合全国信贷企业和催收服务机构	智能催告中心、电催呼叫中心、外访移动催收工具、失信黑名单查询、不良资产评级与定价、智能委外匹配、数据化精细运营	未知	未知
资易通	整合全国信贷企业和催收服务机构	大数据云端查询、标准化管理系统、智能化催收工具、全方位评分引擎、安全化催收处置	线下处置网点遍布全国20多个省份触达67个城市、合作机构82家	未知
资产百分百	整合全国信贷企业和催收服务机构	智能催收SaaS管理系统、债权委托处置服务、基于大数据的风控服务与资产定价	未知	有
贷后邦	整合全国信贷企业和自营	自建催收团队和催收系统、数据化催收	累计处理债权12.4亿、一线催收员100+、3年业界经验人员占比70%	有
快催收	整合全国信贷企业和催收服务机构	数据修复、电话外呼、智能债务匹配、风险管理咨询、不良资产处置、电话催收外包	累计催回资金10亿元、累计发布案件21840件、累计加盟催收机构297家、催收能力覆盖全国省市区县90%	未知

资料来源：盈灿咨询、国元证券研究中心

## 5.7 为什么风口来了？城镇化大潮与消费习惯转变，用户基础快速增长

城镇化提升对消费金融的影响主要集中在两个方面 1) 城镇化大潮令广大外来务工人员对新潮产品的需求旺盛，进而催生出对消费信贷的需求 2) 城镇化大潮导致人口集中度加强，这为淘宝、京东等电商推动消费场景下移提供的极大的便利，消费场景的下移推动了城镇居民消费升级，进而拉动消费信贷增长。

图表 48：中国城镇人口变化（单位：万人）



资料来源：Wind、国元证券研究中心

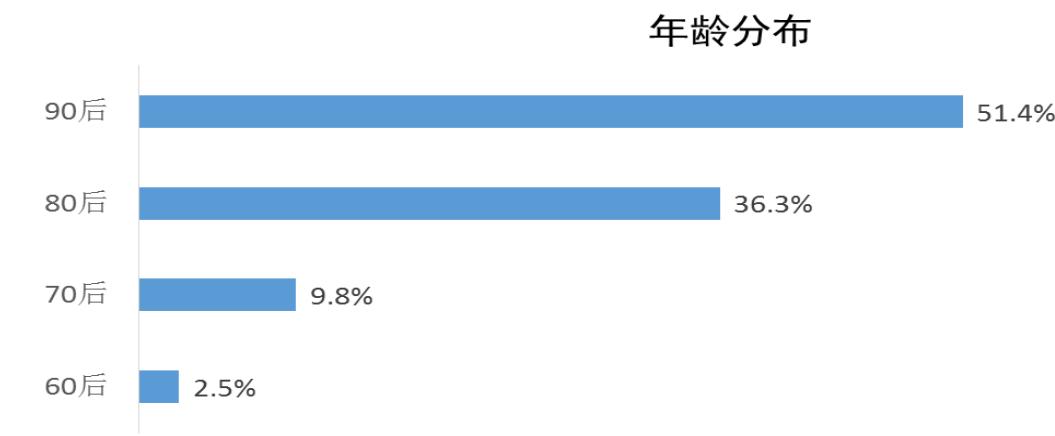
图表 49：消费场景下移

电商巨头推动消费场景布局	
阿里农村电商计划	2014年10月，阿里巴巴宣布启动“千县万村计划”农村战略，主要体现在其创立的“农村淘宝”，计划在未来3至5年内投资100亿元，建立1000个县级服务中心和10万个村级服务站。
京东农村电商计划	发展模式主要有两种，分别是京东帮和县级运营中心，2015年，京东将电商下乡的目标确定为开设500家县级服务中心、招募数万名乡村推广员，建立1000家左右的京东帮服务店。
苏宁农村电商计划	2016年，苏宁会在农村市场投资50亿，在已有1011家的基础上再开1500家直营店，发展10000家代理点及授权服务站，上线200个地方特色馆，带动10万人才返乡创业，打造20个“最美乡村”样本。以苏宁特有的“工业品下乡+农产品进城”的双向模式，打造苏宁农村经济生态圈。

资料来源：公开资料、国元证券研究中心

随着时间的推移，90后逐渐登上属于他们的舞台，以90后为代表的新生代人群对消费信贷的接受程度较高，对手机电子类消费产品的需求也比较旺盛，目前90后普遍收入较低，风险承受能力差，传统金融难以覆盖，是互联网消费金融的主要客户群体。

图表 50：消费金融年龄分布



资料来源：百融金服、国元证券研究中心

## 5.8 国内消费金融市场现状分析

### 5.81 消费金融行业壁垒分析

我国消费金融市场尚处于高速增长阶段，是一个增量市场，与存量市场相比除了风控与利差外，流量与运营也是重要的考量因子。

- 流量：流量能力考量的是一个消费金融公司获取用户的能力，金融是一个规模效应显著的行业，再加上互联网马太效应的加成将进一步提升消费金融的集中化程度，未来用户规模将是决定一个消费金融公司的关键指标。
- 风控：风控是金融核心要素之一，一笔坏账往往回抵消数十个成功交易带来的利润，金融公司其实极其脆弱，2001年的韩国信用卡危机就是最好的展示，因此风控能力的强弱将直接关系到一个消费金融公司的核心竞争力乃至成败。
- 运营：运营能力考量的是一个消费金融公司的留存客户的能力，金融主要覆盖是传统金融无法触及的低收入或收入不稳定的长尾人群，只有让用户在公司平台上持续借贷才能抵消其高昂的获客成本并为公司带来持续收益。
- 利差：利差是消费金融产品的利润来源，也是决定其盈利能力的关键指标，利差由资金成本与放贷利率共同决定，消费金融模式极易复制，用户规模与利差将是行业原有巨头抵御挑战者最重要的凭仗，当消费金融市场逐渐饱和后，行业竞争将日趋加剧，未来互消费金融产品放贷利率将趋于同质化，能否以较低的成本获取资金将是考量消费金融公司盈利能力重要指标。

### 5.82 消费金融市场参与者分析

目前消费金融市场参与者主要分为五类 1) 以中银消费金融为代表的传统金融系消费金融公司 2) 以二三四五为代表的互联网消费金融公司 3) 京东金条为代表的电商系消费金融公司

融公司 4) P2P 系消费金融业务 5) 苏宁等线下零售巨头所代表的传统企业系

图表 51：国内消费金融主要参与方对比

参与者	优势	劣势
传统金融系（中银消费金融、北银消费金融、招银消费金融等）	1. 资金成本最低 2. 风控好（银行风控资源） 3. 额度高	1. 体验差 2. 门槛高 3. 效率低、成本高
互联网系（二三四五贷款王、链家金融、趣店、51信用卡等）	1. 产品灵活性高 2. 扩展性强 3. 门槛较低	1. 风险较高 2. 用户获取成本高 3. 资金成本高
电商系（京东金融、蚂蚁金融服务等）	1. 掌握消费场景体验好、用户获取成本低 2. 风险较低、利率较低 3. 掌握大量客户数据资源	1. 灵活性相对较差 2. 封闭度较高
P2P 系（拍拍贷、玖富、人人贷等）	1. 产品灵活性较高 2. 掌握一定用户资料 3. 门槛较低	1. 资金成本较高 2. 用户获取成本较高
传统企业系（苏宁金融、海尔消费金融、万达网络金融等）	1. 消费体验好、用户获取成本低 2. 风险较低、利率较低	1. 灵活性相对较差 2. 封闭度高

资料来源：国元证券研究中心

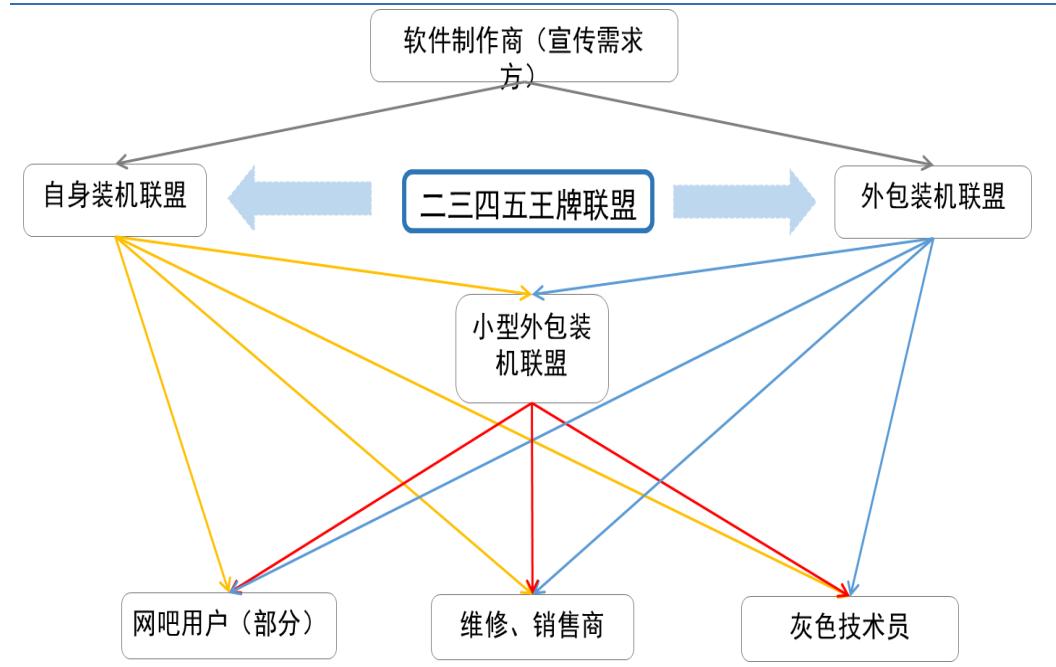
## 第 6 部分王牌技术员联盟：业内龙头 用户增长源泉

### 6.1 王牌技术员联盟介绍

#### 6.11 自营+外包双模式，助力收入稳定增长

2345 王牌技术员联盟发包软件覆盖自营软件与市场上主流的其他公司软件。联盟既可以满足自身软件推广的需求，又可以为其他公司软件进行推广，从而获得两方面的收益。

图表 52：二三四五王牌联盟业务模式



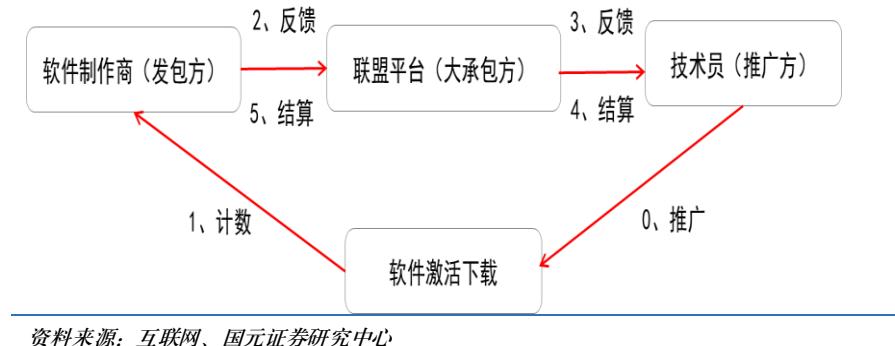
资料来源：互联网、国元证券研究中心

#### 6.12 发包模式：第三方客观统计，拒绝扣量

2345 王牌技术员联盟自 2011 年 3 月成立以来，在广大电脑技术员的支持下快速发展，目前已经拥有两百万注册技术员，并且每天有越来越多的技术员注册加入，它是国内最大的线下分发渠道，有近 600 万技术员加盟。

截止 2016 年年中，2345 王牌技术员联盟电脑业务注册推广技术员达 460 万，日装机量 15 万台；王牌手机联盟的安卓业务注册推广技术员达 120 万，日活跃推广技术员 1.5 万，日装机量约 6 万台。

图表 53：王牌联盟发包模式

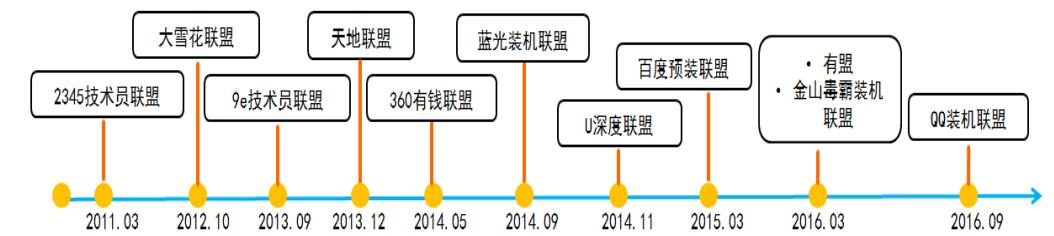


## 6.2 王牌联盟渠道与价值分析

### 6.2.1 业务涉及面广 技术员基数大

近3年互联网科技巨头加速布局线下渠道业务，线上线下融合趋势明显，线下渠道再次受到重视，其对产品推广、销售的贡献再度加强。OPPO、VIVO近几年不轻视线下渠道，在2016年第三季度，智能手机出货量列全国前两位，赶超小米、华为，再次说明了线下渠道的重要价值。

图表 54：装机联盟发展历程



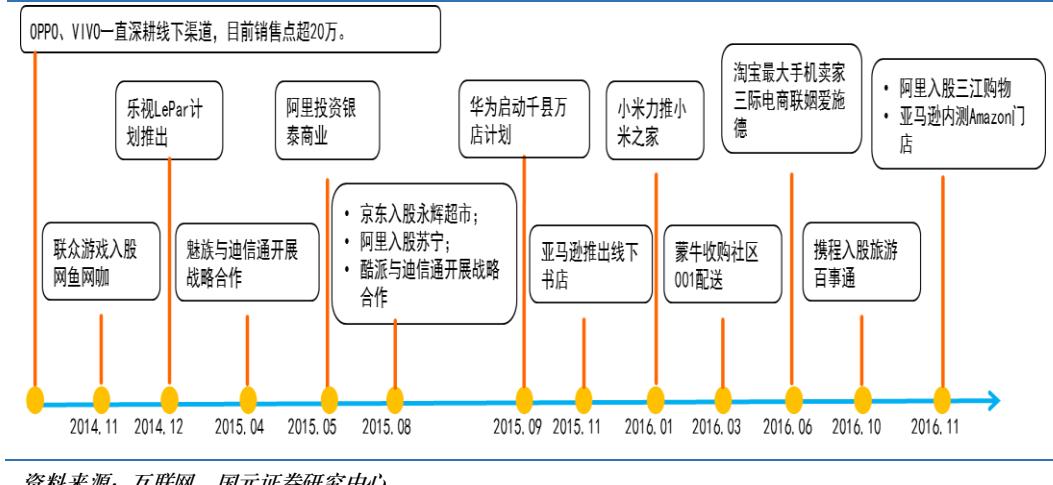
资料来源：互联网、国元证券研究中心

图表 55：国内主要线下装机联盟对比

是否上市	联盟名称	业务涉及	技术员数量
软件联盟	二三四五技术员联盟	P+M	近580万
	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多万
	百度预装联盟	P+M	/
非上市系	7654技术员联盟	P+M	17多万
	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

资料来源：互联网、国元证券研究中心 (\* M 表示 mobile, 即手机软件业务；P 表示 PC, 即电脑软件业务)

图表 56：互联网巨头线下布局



## 6.22 渠道竞争：护城河效应明显，市场竞争占有主动权

二三四五王牌联盟成立较早，经过多年的摸索，王牌联盟逐渐建立起一套高效、健全的推广体系，为自身业务构建起牢固的护城河。

图表 57：市场竞争护城河

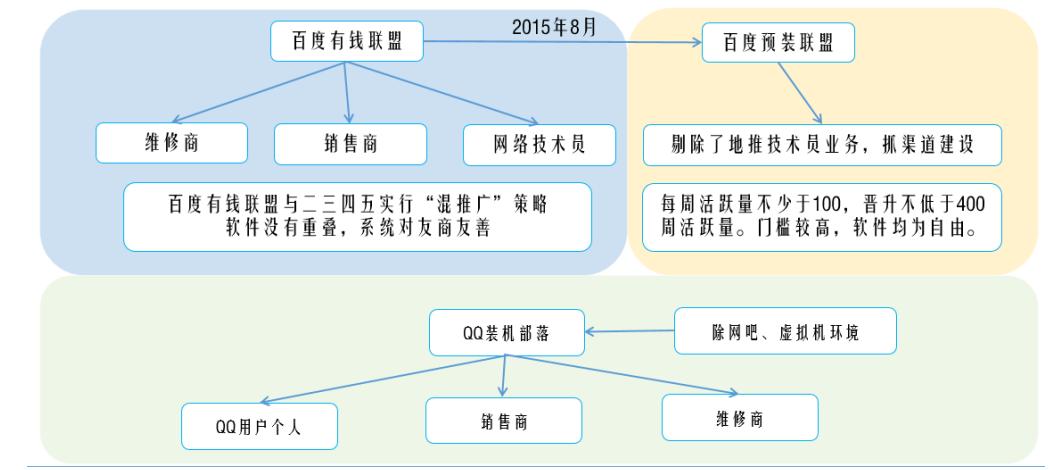


资料来源：国元证券研究中心

### 竞争分析：二三四五王牌联盟 VS QQ 装机部落与百度预装联盟

腾讯、百度等互联网巨头虽有布局装机业务，但百度仅布局预装业务，且业务门槛较高；腾讯主要充分利用现有QQ用户，实现基数的转化，并未力推装机部落业务，且扣量明显、提现周期长，行业口碑较差。同时，巨头的最终目的是实习软件的推广与活跃用户量的增加，因此并不会排挤二三四五王牌联盟等装机联盟。相反，其自由装机或预装联盟还可以为同一产品设定价格标杆，实现客源的引导引流。

图表 58：巨头推广模式概况



资料来源：互联网、国元证券研究中心

### 竞争分析：二三四五王牌联盟 VS 金山毒霸装机联盟与蓝光联盟

金山毒霸装机联盟是二三四五王牌联盟同等体量的竞争对手，但前者未开展手机应用推广业务，同时仅支持金山系与腾讯系软件，数量较少。据了解，金山毒霸装机联盟已经关闭开放注册，软件也陆续下架，进行了业务调整。

蓝光联盟与二三四五业务模式较为相近，存在同业竞争。但是蓝光线下店铺不多，同时由于仅从事友商软件推广，因此在竞争中不掌握主动性，可能会受到腾讯、360、百度等压价竞争影响。

图表 59：二三四五竞争力对比

联盟	二三四五	金山毒霸	蓝光联盟
注册人/店铺数	580万技术员		
支持友商软件	√		√
自营软件	√		✗
手机应用业务	√	✗	
坚持该业务	√	✗	√

资料来源：互联网、国元证券研究中心

### 竞争分析：二三四五王牌联盟 VS 360 有钱联盟

2345 王牌联盟与 360 有钱联盟是对标公司，他们母公司业务分布十分相似。但是 2345 王牌联盟从注册技术员数量、支持软件数量、提现速度都远优于 360 有钱联盟。同时，由于 360 与百度、腾讯等企业在其他主营业务领域存在竞争，因此 360 将不大可能推广上述公司软件。而 2345 王牌联盟则由于差异化的定位，避免或减少了与委托公司之间的竞争，从而实现了互利共赢的局面，为其王牌联盟增加了竞争力。

图表 60：二三四五与 360 有钱联盟对比

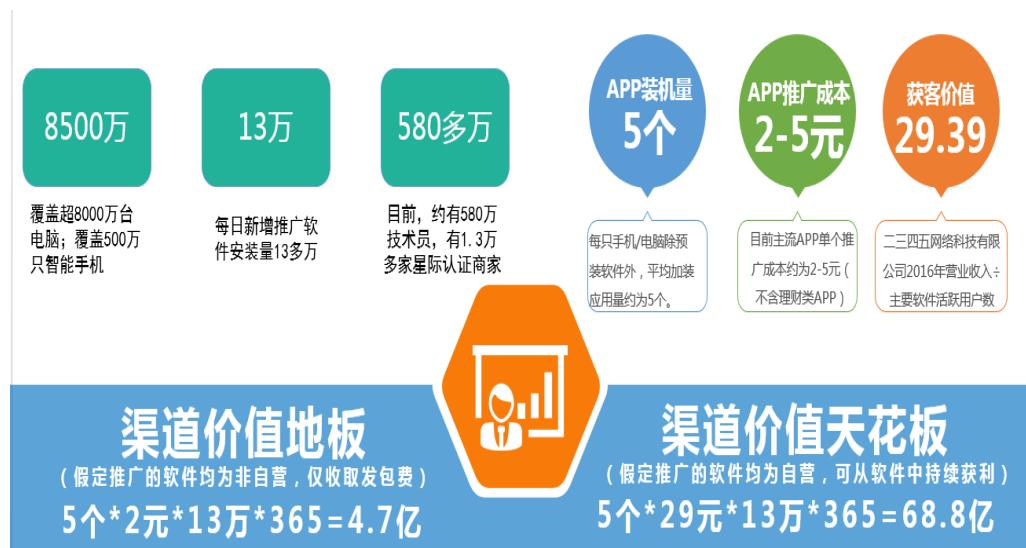


资料来源：互联网、国元证券研究中心

### 6.23 渠道隐含价值分析：渠道的价值天花板与地板

纯线上业务面临流量红利衰竭的窘境，线下传统供应链体系需要嫁接更高效、先进的互联网技术，以推动转型提效。互联网巨头结合线下资源发展将是行业主旋律，传统门店资源如超市、大卖场、终端门店，甚至维修店、贴膜店等的价值将迎来重估。数字销售和实体销售从对立走向融合，通过融合探索打造新的商业零售场景，以“最低成本、最高效率”服务用户，这有望成为新的方向。

图表 61：王牌联盟隐含渠道价值分析

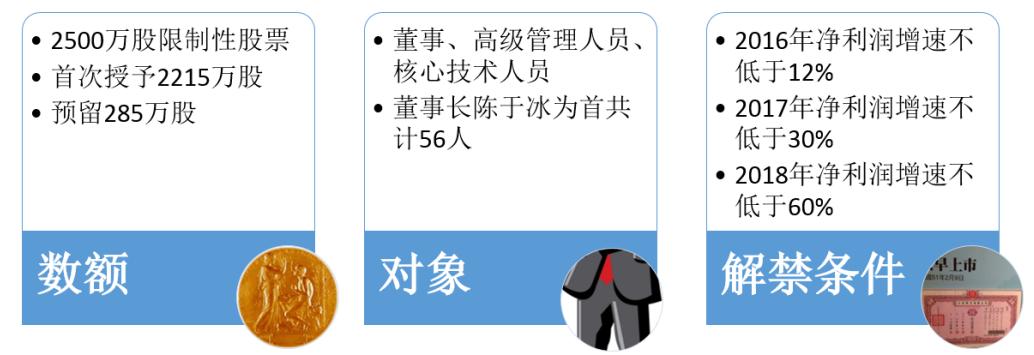


资料来源：国元证券研究中心

## 第 7 部分 设立产业投资基金、股权激励落地，管理层与业绩深度绑定

公司聘请的了以董事长陈于冰为首的全新的管理团队，陈于冰曾就职于国泰君安证券投行部，拥有丰富的金融行业从业经验，陈于冰加盟后公司的资本运作能力将大大提升。2016年10月公司对陈于冰为首的管理层及核心技术人员进行了股权激励，股权激励后管理层与公司业绩深度绑定，大大激发了其提升公司业绩的积极性。

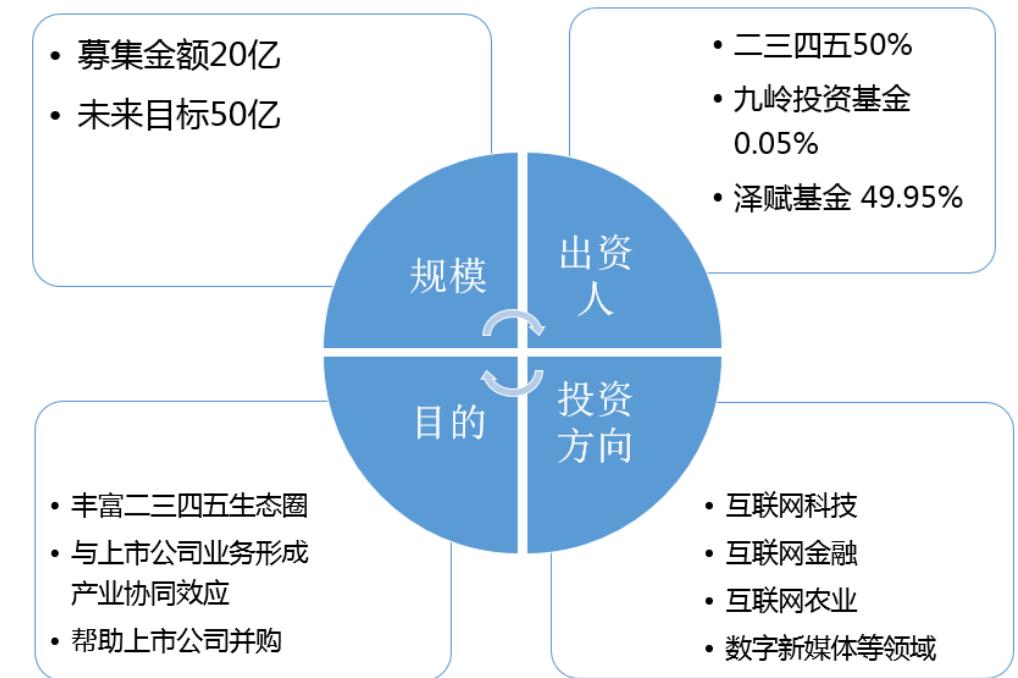
图表 62：公司股权激励详情



资料来源：互联网、国元证券研究中心

为了更好的帮助公司深化“基于互联网平台的一流综合服务商”战略的转型，2016年11月9日公司公告拟成立产业股权投资基金，利用资本市场助力，进一步丰富二三四五生态圈，提升竞争力。

图表 63：产业基金详情



资料来源：互联网、国元证券研究中心

## 第 8 部分 盈利预测与估值分析

我们看好公司互联网金融业务未来的发展，依托公司强大的导流能力和互联网消费金融高速发展的行业背景，公司 2345 贷款王业务有望在 2017 年迎来爆发。给予公司 2016-2018 年的 EPS 为 0.31/0.37/0.60, 对应 PE 为 32/27/17 倍，跟同类公司相比，估值偏低，给予“买入”评级。

## 第 9 部分 风险分析

2345 贷款王业务推广不及预期、2345 贷款王坏账风险上升、移动业务推广不及预期、网址导航业务竞争加剧、宏观经济与政策风险

## 国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义
二级市场评级		
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐 行业基本面好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%之间	回避 行业基本面差，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上	

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn