

2017年02月22日

公司研究•证券研究报告

二三四五 (002195.SZ)

动态分析

消费金融实现快速发展，公司业绩亮眼

[事件] 2月22日公司公布2016年业绩快报。2016年全年公司实现营业收入17.42亿元，同比增长18.48%；营业利润6.48亿元，同比增长50.33%；归属于上市公司股东净利润6.35亿元，同比增长52.19%。公司消费金融业务全面爆发，业绩超过市场预期。

- ◆ **消费金融业务崛起，成业绩最大亮点**：公司2016年全年营业利润增长50.33%主要来源于公司消费金融产品“2345贷款王”业绩的爆发。平台2016年发放贷款笔数同比增长近30倍，发放金额增长20倍。随着消费金融行业的市场容量的进一步扩张，公司作为消费金融行业领军企业业务会进一步扩张，为公司未来两年业绩增长提供支撑。
- ◆ **公司传统业务平稳进行，为公司提供稳健业绩支撑**：软件外包业务贡献4亿净利润，且近几年波动较小。公司互联网信息服务以“2345网页导航”为核心，目前已经形成一个覆盖PC端和移动端、拥有15款网站和软件产品的庞大业务，为公司带来巨大流量引领优势。公司旗下王牌联盟成立较早，建立起一套高效、健全的推广体系，为自身业务构筑了牢固的护城河。
- ◆ **小贷市场发展空间广阔，公司乘胜追击**：未来两年容量为500~2000小贷市场的将会迎来巨大机会。公司2016年成立小贷公司扩充“2345贷款王”资金来源，可以获得更加廉价资金，丰厚公司消费金融的羽翼。“2345贷款王”针对小额贷款群体，且具有审批流程快，期限短的特点，2017年作为小贷市场龙头有望乘风起飞。
- ◆ **投资建议**：公司原有业务保持相对稳定，消费金融业务实现跨越式发展，行业发展迅速为公司新业务带来积极影响。我们预测2016年至2018年每股收益分别为0.33、0.41和0.55元。给予买入-A建议，6个月目标价为14.76元
- ◆ **风险提示**：(1)消费金融业务放量不及预期(2)行业竞争压力加剧(3)受金融行业政策影响。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	654.1	1,469.9	1,741.6	2,117.6	2,569.0
同比增长(%)	64.1%	124.7%	18.5%	21.6%	21.3%
营业利润(百万元)	109.0	430.8	684.1	867.9	1,169.0
同比增长(%)	375.4%	295.3%	58.8%	26.9%	34.7%
净利润(百万元)	118.4	417.2	634.9	788.6	1,061.7
同比增长(%)	301.7%	252.4%	52.2%	24.2%	34.6%
每股收益(元)	0.06	0.22	0.33	0.41	0.55
PE	174.3	49.5	32.5	26.2	19.4
PB	5.1	4.6	3.5	3.2	2.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

计算机 | IT外包服务 III

 投资评级 **买入-A(首次)**

6个月目标价 14.76元

股价(2017-02-22) 10.68元

交易数据

总市值(百万元)	20,640.33
流通市值(百万元)	11,171.71
总股本(百万股)	1,932.62
流通股本(百万股)	1,046.04
12个月价格区间	9.32/30.30元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.89	-11.03	-20.64
绝对收益	6.69	-15.37	-21.92

分析师

 谭志勇
 SAC执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20655640

报告联系人

 朱琨
 zhukun@huajinsec.cn
 021-20655647

报告联系人

 李东祥
 lidongxiang@huajinsec.cn
 021-20655794

相关报告

内容目录

一、业绩超越市场预期，净利润增长 52.19%	3
二、消费金融业务亮眼，成为业绩新增长点	4
三、传统业务为公司业绩提供稳健支撑	5
四、投资建议	6
五、风险提示	6

图表目录

图 1：公司主营业务结构	3
图 2：公司营业收入（亿元）	4
图 3：公司主营业务构成	4
图 4：消费金融政策情况	4
图 5：互联网消费规模（万亿）与人均可支配收入（元）	5
图 6：中国消费贷款规模（万亿）与占比	5

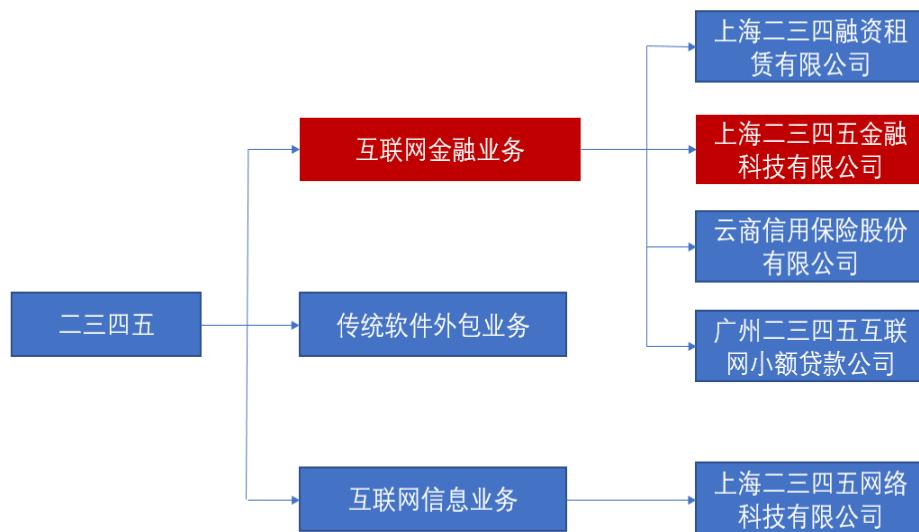
一、业绩超越市场预期，净利润增长 52.19%

公司前身欧姆龙计算机有限公司，成立于 2001 年专注于对日软件外包业务，主要客户遍布银行、保险、证券、互联网等优质行业。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，从软件行业进一步进入互联网行业，由单一的软件外包服务企业转变为基于互联网平台集信息服务和软件外包服务为一体的综合服务商。

公司 2015 年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了“随心贷”。2016 年公司不断深化互联网布局成立华商云信用保险股份有限公司。目前公司已经形成互联网信息服务、互联网金融服务、传统软件外包等三大业务板块。

- ◆ **互联网信息业务**方面，公司主要业态包括 2345 网站导航、应用软件（PC 端+手机端）
- ◆ **互联网金融业务**方面，公司主要产品为面向消费金融市场的“贷款王”，主打小额贷款服务
- ◆ **传统业务**方面，公司主要从事软件外包业务。

图 1：公司主营业务结构



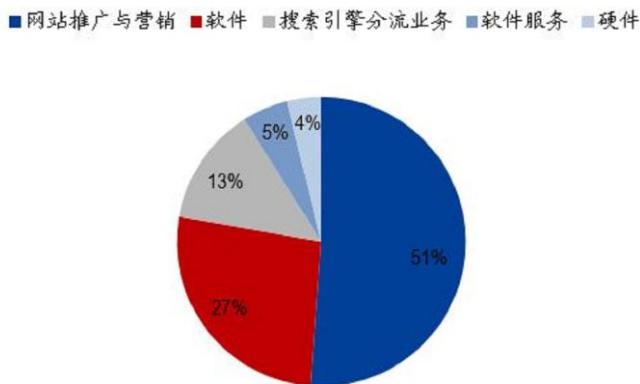
资料来源：公司官网，华金证券研究所

公司发布业绩快报，2016 年全年公司实现营业收入 17.42 亿元，同比增长 18.48%；营业利润 6.48 亿元，同比增长 50.33%；归属于上市公司股东净利润 6.35 亿元，同比增长 52.19%。二三四五科技有限公司实现归母净利润 3.93 亿元，同比下降 1.52%，这主要是因为公司继续加大移动端推广支出，百度搜索引擎分流业务出现一定下降和限制性股票费用摊销所致。**公司利润的增长主要取决于互联网科技平台“2345 贷款网”全面放量，实现归母净利润 1.13 亿（2015 年亏损 731.81 万元），成为公司新的业绩增长点。**

图 2 : 公司营业收入 (亿元)



图 3 : 公司主营业务构成



资料来源 : Wind , 华金证券研究所

资料来源 : Wind , 华金证券研究所

二、消费金融业务亮眼，成为业绩新增长点

“2345 贷款王”业绩爆发，成公司重要业绩增长点。2016年“2345 贷款王”金融科技平台业务实现归母净利润为11,270.70万元（2015年度为亏损731.81万元），仅一年就成为公司重要的利润来源。2016年全年平台发放贷款总笔数411.75万笔，较2015年度增长2937%。2016年度发放贷款总金额62.74亿元，较2015年度增长2,160%。2016年12月单月发放贷款金额14.02亿元；截至2016年12月31日，贷款余额超过13.76亿元，较2015年末增长1,713%。

公司业绩增长收益于消费金融行业的快速增长。随着中国经济结构的转型，长期以来拉动中国经济发展的三驾马车投资、出口、消费中，投资和出口逐渐疲软，消费越来越成为未来驱动中国经济增长的中坚力量。政府顺势出台一系列政策助力消费金融的发展。目前我国已经从地域限制逐渐放开到鼓励复合条件的市场主体成立消费金融公司，将消费金融公司试点范围推广到全国，不断完善消费金融的发展环境，维护消费金融的成长。

图 4 : 消费金融政策情况

时间	政策	内容概括
2015.06	国务院会议决定	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
2015.11	《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》	鼓励符合条件的市场主体成立消费金融公司，将消费公司试点范围扩散至全国
2016.03	《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》	要求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
2016.04	《关于消费带动转型升级的指导意见》	发挥新消费的引领作用，加快培育新供给，围绕流通、农村、住房、汽车、旅游、家政、教育、体育、绿色、消费环境等十大领域，部署

“十扩消费行动”，近 40 个小项的鼓励方案

2016.09

《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：中国人民银行，华金证券研究所

随着中国经济的发展，人均可支配收入快速增长，互联网消费交易也快速增长从 2012 年初的 19.8 亿上升到 2016 年 3680 亿元。中国人的消费能力、消费意愿不断增强，消费市场潜力巨大。目前中国人消费性贷款越来越多，说明了中国人超前消费的亿元正在萌发并且快速增长，但是 20% 的渗透率相对于美国的 28% 与韩国的 41%，还有很大差距，消费信贷市场潜力无限。

图 5：互联网消费规模（万亿）与人均可支配收入（元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：中国消费贷款规模（万亿）与占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

公司产品具有三大优势，有望成长为行业龙头。公司的 2345 贷款王产品目标客户为蓝领、刚毕业学生等收入较低的年轻群体，授信额度为 500~5000 块，额度小，审批流程快，期限短（最长期限为 30 天），费率低（日利息率为 0.1%）。公司产品定位清晰，依托强大的互联网平台优势、渠道优势，业绩全面爆发。

- ◆ 平台优势：公司依托自有 2345 网站导航平台和第三方平台切入，拓宽用户下载途径。
- ◆ 资金优势：“2345 贷款王”是公司与中银合资成立具有银行背景，资金使用成本在 6%~8% 远低于 P2P 成本。
- ◆ 风控优势：公司产品额度低、期限短，且具有“银行+互联网”双重征信背景和完美的催收体系。

互联网小贷公司注册完毕，完善公司互金羽翼。公司互联网小贷公司注册完毕，成立后将为公司“2345 贷款王产品”提供更加低廉的资金价格，有利于公司进一步扩展消费金融的版图，扩大公司产品优势。

三、传统业务为公司业绩提供稳健支撑

公司网址导航业务始于 2005 年，为公司核心业务，目前已经形成一个覆盖 PC 端和移动端、拥有 15 款网站和软件产品的庞大业务，公司在互联网入口平台领域获得了较强的综合实力，积累了丰富的运营经验和大量忠实用户，具有明显的市场先发和品牌优势。

与此同时公司拥有线下推广渠道，主要方式为“王牌联盟”。2345 王牌技术员联盟法宝软件覆盖自营软件与市场上主流的其他公司软件，满足自身软件推广需求的同时，又为其他公司软件进行推广。王牌联盟成立较早，逐渐建立起一套高效、健全的推广体系，为自身业务构筑了牢固的护城河。

公司产品网址导航与王牌联盟系列产品覆盖互联网用户超 2.6 亿,是国内为数不多的拥有亿万级用户平台的公司。其中 2345 网址导航用户量超过 4700 万,排名行业前三，龙头的地位为公司的增长提供稳健的支撑。

四、投资建议

公司原有业务保持相对稳定，消费金融业务实现跨越式发展，行业发展迅速为公司新业务带来积极影响。我们预测 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.33、0.41 和 0.55 元。给予买入-A 建议，6 个月目标价为 14.76 元，对应 2017 年 36 倍市盈率。

五、风险提示

- (1) 消费金融业务放量不及预期；
- (2) 行业竞争压力加剧；
- (3) 受金融行业政策影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	654.1	1,469.9	1,741.6	2,117.6	2,569.0	年增长率					
减: 营业成本	318.2	453.6	525.9	584.4	626.8	营业收入增长率	64.1%	124.7%	18.5%	21.6%	21.3%
营业税费	0.6	2.5	1.4	1.9	2.6	营业利润增长率	375.4%	295.3%	58.8%	26.9%	34.7%
销售费用	83.6	388.4	395.2	472.2	539.5	净利润增长率	301.7%	252.4%	52.2%	24.2%	34.6%
管理费用	137.1	265.9	241.2	274.9	303.9	EBITDA 增长率	220.6%	240.8%	56.3%	25.2%	36.5%
财务费用	6.1	-14.8	-22.7	-34.7	-24.0	EBIT 增长率	292.2%	261.4%	59.0%	26.0%	37.4%
资产减值损失	0.3	7.1	0.6	1.3	1.2	NOPLAT 增长率	287.7%	233.1%	66.9%	24.1%	37.2%
加: 公允价值变动收益	-1.8	-0.3	-0.8	0.4	-0.0	投资资本增长率	2002.6	-10.7%	7.1%	-3.9%	5.3%
投资和汇兑收益	2.6	64.0	85.0	50.0	50.0	净资产增长率	773.2%	9.2%	33.3%	10.2%	12.5%
营业利润	109.0	430.8	684.1	867.9	1,169.0	盈利能力					
加: 营业外净收支	7.8	35.3	2.2	8.0	12.0	毛利率	51.4%	69.1%	69.8%	72.4%	75.6%
利润总额	116.8	466.1	686.3	875.9	1,181.0	营业利润率	16.7%	29.3%	39.3%	41.0%	45.5%
减: 所得税	3.2	48.4	40.8	64.4	88.6	净利润率	18.1%	28.4%	36.5%	37.2%	41.3%
净利润	118.4	417.2	634.9	788.6	1,061.7	EBITDA/营业收入	19.5%	29.6%	39.1%	40.3%	45.3%
						EBIT/营业收入	17.6%	28.3%	38.0%	39.3%	44.6%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	5.1%	7.8%	2.8%	5.4%	3.3%
货币资金	378.2	1,084.7	2,372.5	3,100.2	3,727.0	负债权益比	5.3%	8.4%	2.8%	5.7%	3.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	7.62	5.74	20.87	11.49	19.88
应收帐款	92.3	129.8	403.2	220.3	423.3	速动比率	7.60	5.73	20.83	11.49	19.85
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	18.76	-28.11	-29.14	-24.05	-47.61
预付帐款	29.1	39.8	5.2	59.6	13.2	营运能力					
存货	3.8	2.3	6.7	2.3	7.3	固定资产周转天数	83	44	35	26	20
其他流动资产	1,142.2	861.8	668.0	890.6	806.8	流动营业资本周转天数	298	211	164	146	126
可供出售金融资产	14.0	62.8	25.6	34.1	40.8	流动资产周转天数	545	461	576	657	648
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	37	27	55	53	45
长期股权投资	15.1	26.9	26.9	26.9	26.9	存货周转天数	1	1	1	1	1
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,315	1,116	1,128	1,105	1,016
固定资产	180.6	175.5	161.7	148.0	134.2	投资资本周转天数	1,059	852	703	586	486
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	18.9	17.0	11.1	5.3	-	销售费用率	12.8%	26.4%	22.7%	22.3%	21.0%
其他非流动资产	2,415.1	2,421.0	2,411.8	2,415.5	2,416.1	管理费用率	21.0%	18.1%	13.9%	13.0%	11.8%
资产总额	4,289.1	4,821.5	6,092.9	6,902.8	7,595.7	财务费用率	0.9%	-1.0%	-1.3%	-1.6%	-0.9%
短期债务	7.7	3.2	-	-	-	三费/营业收入	34.7%	43.5%	35.2%	33.6%	31.9%
应付帐款	110.9	115.4	44.8	179.2	66.2	投资回报率					
应付票据	-	60.0	11.6	22.8	26.4	ROE	2.9%	9.4%	10.7%	12.1%	14.6%
其他流动负债	97.4	190.6	109.1	169.9	157.8	ROA	2.6%	8.7%	10.6%	11.8%	14.4%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	64.1%	10.1%	19.0%	22.0%	31.3%
其他非流动负债	0.7	6.0	2.3	3.0	3.8	分红指标					
负债总额	216.7	375.3	167.8	374.8	254.1	DPS(元)	0.02	0.05	0.10	0.11	0.15
少数股东权益	11.6	3.1	13.7	36.6	67.4	分红比率	29.5%	22.9%	30.3%	27.5%	26.9%
股本	348.7	871.7	1,932.6	1,932.6	1,932.6	股息收益率	0.2%	0.5%	0.9%	1.1%	1.4%
留存收益	3,714.4	3,573.3	3,978.8	4,558.8	5,341.5						
股东权益	4,072.4	4,446.2	5,925.1	6,528.0	7,341.5						

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.06	0.22	0.33	0.41	0.55
BVPS(元)	2.10	2.30	3.06	3.36	3.76
PE(X)	174.3	49.5	32.5	26.2	19.4
PB(X)	5.1	4.6	3.5	3.2	2.8
P/FCF	-6.1	25.7	51.9	22.3	23.4
P/S	31.6	14.0	11.9	9.7	8.0
EV/EBITDA	113.5	71.4	26.8	20.6	14.5
CAGR(%)	92.6%	37.8%	180.6%	92.6%	37.8%
PEG	1.9	1.3	0.2	0.3	0.5
ROIC/WACC					

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应用本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn