

证券研究报告—海外公司深度报告

美股

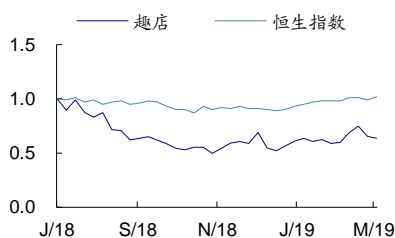
互联网金融

趣店(QD)
买入

合理估值: 8.4~8.5 美元 昨收盘: 6.44 美元 首次覆盖

2019年04月30日

一年该股与恒生指数走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)
 总市值/流通(百万元)
 上证综指/深圳成指
 12个月最高/最低(元)

3,062/9,622

证券分析师: 王学恒

电话: 010-88005382
 E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514030002

证券分析师: 何立中

电话: 010-88005322
 E-MAIL: heliz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516110003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

非 P2P 小额网贷龙头

“五环外”的小额消费信贷需求旺盛

2018 年全部金融机构消费贷款余额 37.8 万亿元, 其中个人短期消费贷款余额 8.8 万亿元。居民消费信贷意识增强, 一二线的新市民、三四线城市及乡村下沉(简称五环外)的长尾用户信贷需求旺盛。

银行的成本结构决定其无法覆盖全部信贷需求

银行的成本结构无法覆盖小额贷款, 相较于传统信贷服务, 互联网金融公司的运营成本超过 4%, 坏账率大于 4%, 传统银行的信贷运营成本为 1%, 坏账率低于 2%, 成本结构决定传统银行无法直接覆盖小额信贷用户。

用消费信贷间歇性地满足习惯了的城市生活

消费者的需求从最初级别的满足“温饱”过渡到精神层面的享受。在慢慢接受流行的商品后, 居民往往以赊账的形式购买这些产品。特别是众多北漂、沪漂、广深漂的小年轻, 日常收入无法支撑已经习惯了的一线城市生活。用信贷来偶尔满足期望的小资生活, 还是完全可以支配的, 这样的信贷消费不需要很多, 一年有 3~5 次就足够。这是小额信贷需求的根本原因。

趣店是非 P2P 的头部互金公司

注册用户 7180 万, 在贷用户 530 万人, 在贷余额超 250 亿元, 非 P2P 公司(机构资金+自有资金)。目标用户的群居的口碑传播降低公司获客成本, 同时与银行、蚂蚁金服等巨头差异化竞争。公司用“累计的借款 1670 万人、放贷 1.8 亿笔、交易额超 2000 亿元、超 30 亿元坏账”打造可靠的风控模型。

首次覆盖给予“买入”评级

预计 2019~2021 年公司收入分别为 75.38 亿元/87.45 亿元/100.56 亿元, 增速分别为 -2%/16%/15%, 2019~2021 年净利润分别为 35.03 亿元/42.27 亿元/50.27 亿元, 增速为 40.6%/20.7%/18.9%, 对应 2019~2021 年市盈率分别 3.7 倍/3 倍/2.6 倍。综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 8.4~8.5 美元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

最大的风险是无法预测的监管要求导致的风险。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,692	7,538	8,745	10,056
(+/-%)	61.1%	-2.0%	16.0%	15.0%
净利润(百万元)	2491	3503.34	4227.12	5027.91
(+/-%)	15.1%	40.6%	20.7%	18.9%
摊薄每股收益(元)	8.40	11.82	14.26	16.96
EBIT Margin	51.5%	48.4%	50.3%	52.2%
净资产收益率(ROE)	23.0%	24.5%	22.8%	21.3%
市盈率(PE)	5.2	3.7	3.0	2.6
EV/EBITDA	4.6	3.5	2.9	2.4
市净率(PB)	1.19	0.90	0.69	0.54

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

预计 2019~2021 年公司收入分别为 75.38 亿元/87.45 亿元/100.56 亿元，增速分别为 -2%/16%/15%，2019~2021 年净利润分别为 35.03 亿元/42.27 亿元/50.27 亿元，增速为 40.6%/20.7%/18.9%，对应 2019~2021 年市盈率分别 3.7 倍/3 倍/2.6 倍。综合绝对估值和相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在 8.4~8.5 美元，首次覆盖给与“买入”评级。

核心假设或逻辑

- 一、小额消费信贷需求旺盛，用消费信贷间歇性地满足习惯了的城市生活。
- 二、银行因为成本结构无法提供与公司同类小额信贷产品。
- 三、因为公司无 P2P 资金、单笔贷款额度低、利率低于 36%，监管对公司的影响很小。
- 四、监管政策逐步落地行业出清，公司能够胜出，且受益于市场集中度提升。
- 五、信用持续宽松，资金端不受限制，来自银行的资金占比提升。

与市场预期的差异之处

- 一、市场认为互联网金融行业不规范，我们认为在行业发展混沌时期，提前寻找优质公司才能有超额收益。
- 二、市场认为政策会严重打压行业，例如 315 晚会的“714 高炮”，我们认为政策监管的是业务不符合监管要求的公司，业务合规的公司会因此受益。
- 三、市场认为互联网金融行业没有价值，我们认为由于银行无法服务所有人群，而非银行客户对信贷需求很旺盛，满足这些用户的信贷需求的公司、行业是有价值的。
- 四、市场认为网贷产品加重用户负债，我们认为用户的负债是自身的经济状况决定的，跟公司的信贷业务没有直接关系，只要在正常利率范围的信贷产品有助于改善用户现金流，个体不会出现破产。

股价变化的催化因素

- 一是信用宽松传到个人借贷，银行给互金公司提供源源不断的资金；
- 二是政策收紧导致行业集中度快速提升，龙头公司估值趋向合理或享有溢价。
- 三是公司是高弹性品种，当大盘行情好转时候，公司股价弹性大。

核心假设或逻辑的主要风险

- 一是一刀切的政策监管风险；
- 二是资金端受限，导致贷款无法按预期发放。

内容目录

估值与投资建议	5
绝对估值方法: 8.2~8.5 美元	5
相对估值方法: 8.4 美元	5
投资建议	6
小额消费金融需求旺盛	7
消费带动信贷需求增加, 场景多元化	7
银行的成本结构决定其无法覆盖全部信贷需求	8
网络金融满足“五环外”的信贷需求	10
用消费信贷间歇性地满足习惯了的城市生活	11
趣店是非 P2P 消费金融头部企业	12
业务形成正反馈系统, 注册用户超 7000 万	12
在群居用户种口碑传播, 低获客成本驱动用户数量增长	14
差异化定位, 与银行非银机构无争	15
用技术和资金打造的风控模型	15
收紧信贷标准, 逾期率保持低位	17
无 P2P 资金, 以“自有+机构”确保资金端稳定	17
业绩驱动力强劲	18
提升注册用户转化率带动业绩增长	18
提升单笔借款和人均在贷余额	18
贷款周期可进一步拉长	19
开放平台战略向成为业绩增长的第二类驱动力	19
财务分析	19
营业收入和调整后净利润稳定增长	19
销售管理费用率逐步降低趋于稳定	20
保持合理的研发投入	21
净资产收益率稳步提升	21
收入利润行业排名第一	22
盈利预测与投资建议	22
盈利预测与假设	22
投资建议	22
风险提示	23
附表: 财务预测与估值	24
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	26

图表目录

图 1: 社会消费品零售总额和全部金融机构人民币消费贷款余额 (万亿元)	7
图 2: 全国居民消费价格涨跌幅	7
图 3: 最终消费支出对中国 GDP 增长的贡献率	7
图 4: 场景的作用与场景获客能力衡量方式	8
图 5: 银行信贷未覆盖客户体量大	9
图 6: 消费信贷客户年龄段比例	9
图 7: 各类额度信贷市场用户规模	9
图 8: 主要农村金融机构人民币贷款余额 (万亿元)	10
图 9: 消费信贷新增用户地域分布	10
图 10: 中国互联网消费金融放贷规模 (亿元)	11
图 11: 全国居民人均可支配收入和消费支出 (元)	11
图 12: 趣店股权结构 (截至 20190331)	12
图 13: 趣店正反馈系统	13
图 14: 公司业务构成	13
图 15: 2018 年公司收入构成	13
图 16: 趣店累计在贷余额 (亿元)	14
图 17: 趣店营业收入中销售费用占比	15
图 18: 趣店累计注册用户数目 (百万)	15
图 19: 趣店信用评价体系	16
图 20: 趣店已有贷款资格用户在注册用户中占比	16
图 21: 趣店 M1+逾期率	17
图 22: 趣店资金构成情况	17
图 23: 趣店用户情况	18
图 24: 趣店现金贷平均单笔借款金额 (元)	19
图 25: 趣店营业收入	20
图 26: 趣店经调整后净利润及增速	20
图 27: 趣店营业收入中各项业务占比	20
图 28: 非信贷收入占比提升	20
图 29: 销售费用及占比 (百万元人民币)	21
图 30: 管理费及占比 (百万元人民币)	21
图 31: 趣店信用卡研发投入 (百万元)	21
图 32: 趣店净利润率	21
图 33: 趣店净资产收益率	21
表 1: 公司盈利预测假设条件	5
表 2: 资本成本假设	5
表 3: 对标公司估值	5
表 4: 非银行线上消费金融贷款产品具有灵活便利性	10
表 5: 2017 年趣店信贷业务平均贷款金额及期限	14
表 6: 趣店现金贷业务收费模式	14
表 7: 美股互联网金融公司比较	22
表 8: 盈利预测	22

估值与投资建议

我们采用绝对和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值方法：8.2~8.5 美元

预计 2019~2021 年公司收入分别为 75.38 亿元/87.45 亿元/100.56 亿元，增速分别为-2%/16%/15%，2019~2021 年净利润分别为 35.03 亿元/42.27 亿元/50.27 亿元，增速为 40.6%/20.7%/18.9%。

表 1：公司盈利预测假设条件

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	0.00%	230.9%	61.08%	-2.00%	16.00%	15.00%
营业成本/营业收入	0.00%	18.45%	35.56%	38.70%	38.00%	37.80%
管理费用/营业收入	11.16%	7.06%	5.92%	5.90%	5.70%	5.00%
销售费用/销售收入	12.65%	9.04%	7.03%	7.00%	6.00%	5.00%

资料来源：国信证券经济研究所测算

按以上主要假设，采用 FCFF 绝对估值方法，得到公司的合理估值区间为 8.2~8.5 美元。

表 2：资本成本假设

	合理值
无杠杆 Beta	0.85
无风险利率	3.64%
股票风险溢价	5.86%
公司股价（美元）	6.44
发行在外股数（百万股）	296
股票市值(E)，百万美元	1909
Kd	3.00%
T	1.00%
Ka	8.62%
有杠杆 Beta	1.77
Ke	14.03%

资料来源：国信证券经济研究所测算

相对估值方法：8.4 美元

相对估值参考大陆在美股上市的互金公司估值。

表 3：对标公司估值

	市值 (亿美元)	2018 收入 (亿美元)	2018 年净利润 (亿美元)	净资产(亿 美元)	PS	PE	PB
LX.O 乐信	22.1	8.4	2.9	6.0	2.6	7.7	3.7
PPDF.N 拍拍贷	16.0	6.2	3.6	8.7	2.6	4.4	1.8
QFIN.O 360 金融	28.2	6.4	1.7	6.5	4.4	16.2	4.4
XYF.N 小赢科技	7.5	5.1	1.3	5.1	1.5	5.8	1.5
平均					2.8	8.5	2.8
QD.N 趣店	19.1	11.3	3.6	15.8	1.7	5.3	1.2

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 数据截至 2019Q429

我们预期互金行业在监管的要求下，2019 年下半年逐渐出清，市场集中度提升，并在 2020 年走上健康发展轨道。公司是行业内最早放弃 P2P 资金的转向机构资金和自有资金放贷的互金公司，业务调整早于监管要求，有一定的预见性。

可以享受行业的平均估值。

若给与公司行业平均 PS、PE、PB 估值，对应股价分别为 10.5 美元、10.5 美元 15.1 美元。

由于公司具有互联网与金融公司双重属性，此处我们按照互联网的 PS、金融行业的 PE 估值方法。我们现阶段给与公司 0.8 倍的行业估值，目标价格 8.4 美元，对应 PS、PE 分别为 2.2 倍、6.8 倍。

投资建议

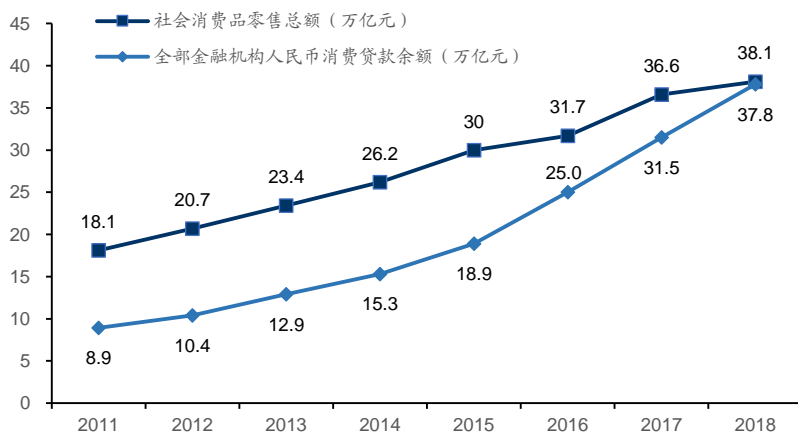
综合绝对估值和相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在 8.4~8.5 美元，首次覆盖给予“买入”评级。

小额消费金融需求旺盛

消费带动信贷需求增加，场景多元化

2018 年中国社会消费品零售总额达到 38.1 万亿元，同比增长 9%，社会消费品零售总额增加。消费对中国经济增长贡献率提升，2018 年达到 76.2%，国内消费对经济增长的拉动作用进一步增强，继续稳居经济增长的第一驱动力。

图 1：社会消费品零售总额和全部金融机构人民币消费贷款余额（万亿元）

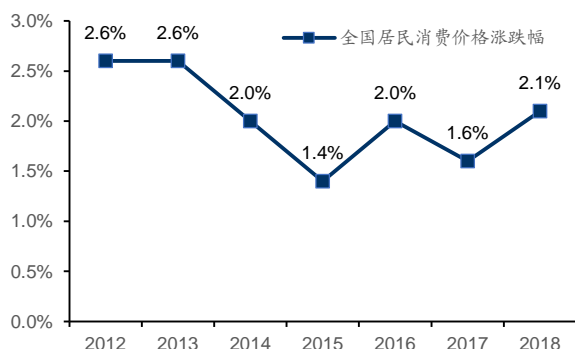


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2018 年，全国居民消费价格增速平稳，居民消费水平稳步提高。随着消费升级态势持续，信贷的需求不断扩大，消费贷款总额不断攀升。

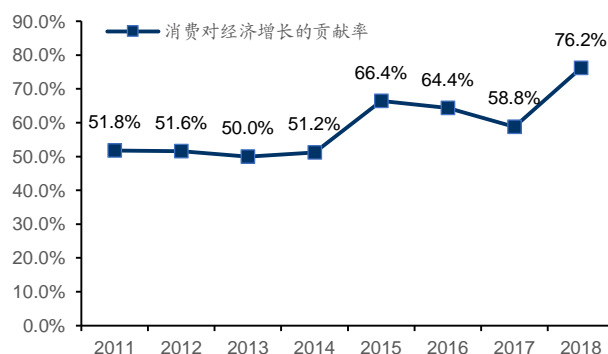
2018 年，全部金融机构人民币消费贷款余额达到 37.8 万亿元，其中个人短期消费贷款余额 8.8 万亿元，个人中长期消费贷款余额 29.0 万亿元。与 2011 年相比，2018 年的消费贷款总额增长了三倍。居民消费信贷意识增强，未来消费信贷规模扩大势头良好。

图 2：全国居民消费价格涨跌幅



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 3：最终消费支出对中国 GDP 增长的贡献率



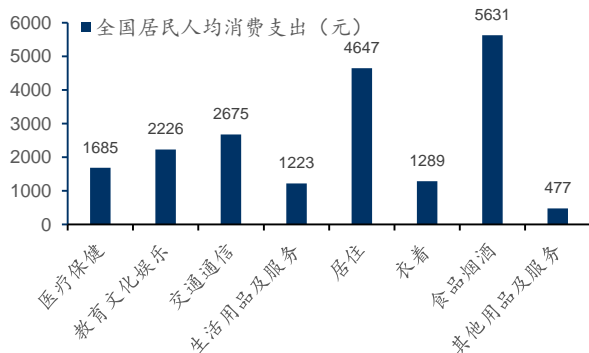
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

人均居民消费支出构成多样，可见消费场景多元化，垂直领域进一步细分。且消费模式向线上线下融合转变，85% 的中国消费者已成为全渠道购物者。受到消费新业态转变的影响，消费金融也更加注重精细化运营，连接碎片化、多元化的消费场景，增强用户粘性。

在科技手段的支持下，各家消费金融公司运用大数据、云计算、人工智能等互

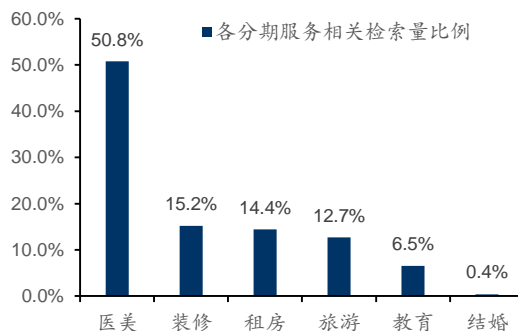
联网新技术，优化线上信贷服务渠道，通过 APP、电子商务等平台覆盖更多消费信贷场景。同时针对传统信贷服务无法覆盖的细分领域，开发申请过程快捷便利的消费金融产品，覆盖了电子产品消费、教育培训消费、旅游休闲消费、婚庆消费、家政消费和医美消费等领域。

图 7：2018 年中国全国居民人均消费支出及构成



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

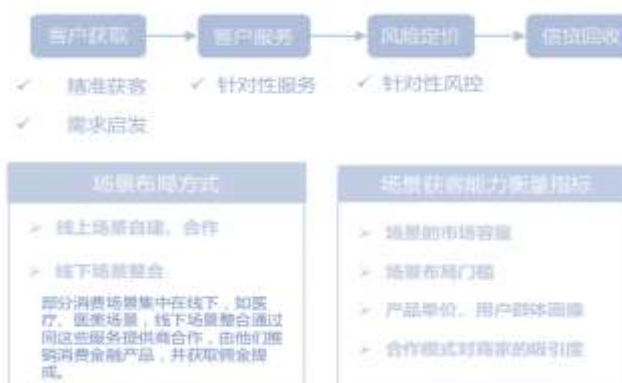
图 8：2017 年各分期服务的相关检索量比例



资料来源：百度，国信证券经济研究所整理

多元场景的消费新业态不仅是对消费金融的赋能，也促使线上消费信贷重新调整产品及服务策略，引入更多精准高质的流量，精准获客的同时进行针对性风控，扩展利基市场，打造品牌效应。

图 4：场景的作用与场景获客能力衡量方式



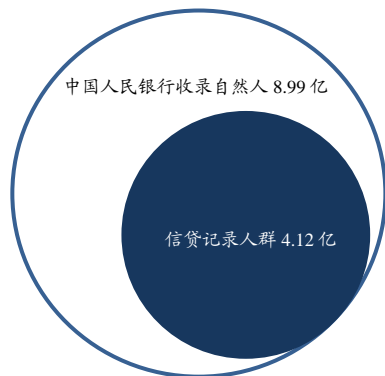
资料来源：艾瑞，国信证券经济研究所整理

银行的成本结构决定其无法覆盖全部信贷需求

传统银行的成本结构无法覆盖小额贷款，相较于传统信贷服务，消费金融的运营成本太高，使得传统金融机构无法直接入局。以趣店为例，2018 年运营成本为 4%，坏账率大于 4%。而传统银行的信贷运营成本为 1%，坏账率低于 2%，直接入局消费金融领域意味着更高的运营成本和风险，因此成本结构决定了传统银行无法直接覆盖小额信贷用户，转而和趣店等消费金融头部企业合作。

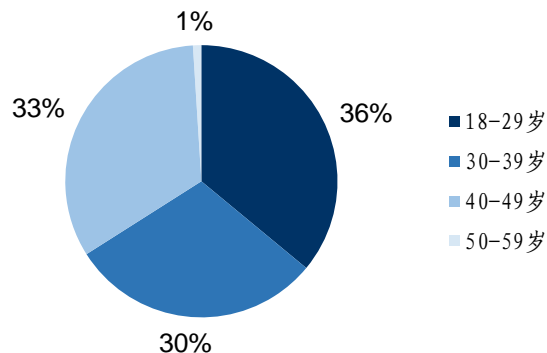
消费金融的客户偏向于年轻群体，如年轻蓝领、大学生等。根据《中国社会信用体系发展报告 2017》，截止 2016 年 9 月，中国人民银行共接入 2927 家机构，收录自然人 8.99 亿，其中仅 4.12 亿人有信贷记录。消费信贷申请人年龄多分布于 18-39 岁，多数人尤其在校学生及刚毕业的学生现阶段没有央行征信，难以获批传统信贷。因此消费金融客户群的不断下沉，满足了年轻长尾用户需求。

图 5：银行信贷未覆盖客户体量大



资料来源：前海征信、新华社瞭望智库，国信证券经济研究所整理

图 6：消费信贷客户年龄段比例



资料来源：清华大学中国经济思想与实践研究院，中国与世界经济研究中心，国信证券经济研究所整理

消费金融提供的服务具有普惠性，产品和服务的下沉更加贴近有一定偿还能力的中低收入人群。清华大学中国经济思想与实践研究院，中国与世界经济研究中心进行的抽样调查显示，月收入 2000-4999 的群体占据消费金融客户群体样本总数的 70%，其次为 5000-9999 元群体，2000 元以下低收入群体和 10000 元以上高收入群里消费金融行为较少。

图 7：各类额度信贷市场用户规模



资料来源：趣店官网，国信证券经济研究所整理

消费金融向中低收入群体下沉，促使在线消费金融机构为消费者提供的小型短期贷款产品，具有额度小、审批快、灵活便利的好处以及更快更流畅的交易体验，满足了年轻一代的消费特点和对小额消费信贷的需求。

表 4：非银行线上消费金融贷款产品具有灵活便利性

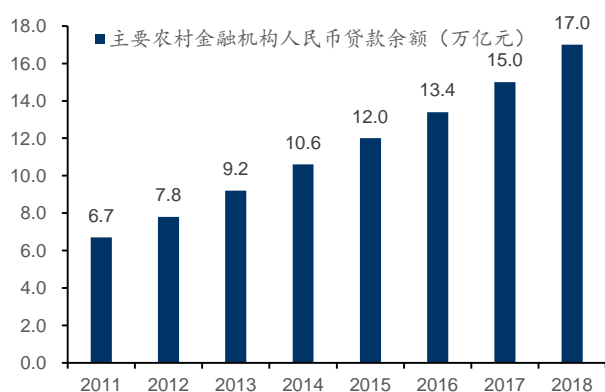
	银行		非银行线下借贷公司		非银行线上消费金融机构	
机构	四大银行	四大银行	小额贷款公司	持牌消费金融公司	线上消费金融公司	P2P 公司
产品	消费贷款	信用卡	抵押贷款	无抵押贷款	消费点信贷	无抵押个人贷款
利率	6.9%+	15%+	5%+	20%+	15%+	12-18%+
期限	最高两年	最高 2 个月	最高 3 年	最高 3 年	最高 1 年	最高两年
信贷限制（人民币）	最高 30 万	最高 10 万	最高 50 万	最高 3 万	5 万	最高 50 万
审批时间	最长 30 天	约 30 天	最长 7 个工作日	数小时内	数小时内	24 小时内
申请材料	身份证		身份证		身份证	
	收入证明		收入证明		第三方信用评分（如芝麻信用）	
	完税证明		就业证明			
	就业证明		居住证明			

资料来源：Oliver Wyman，国信证券经济研究所整理

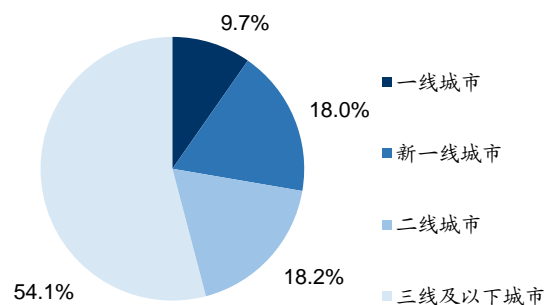
网络金融满足“五环外”的信贷需求

随着中国越来越多人使用移动应用程序获取信息及管理个人财务，消费信贷产品和服务日渐朝向在线方面发展。伴随着消费升级，对小额消费信贷业务需求增加。

自 2014 年起，消费金融公司受银监会许可开始开展异地业务，各家消费金融公司不断将产品和服务向三四线城市及乡村下沉（简称五环外），挖掘长尾用户，开拓农村信贷市场，拓展消费金融服务市场。农村互联网普及率越来越高，近年来增速始终远超城镇，农村居民尤其是年轻一代接受新产品、新技术的能力较强，主要农村金融机构人民币贷款余额逐年稳步上升，可见农村居民对贷款需求增加，农村消费金融市场的前景可观，潜力巨大。

图 8：主要农村金融机构人民币贷款余额（万亿元）


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 9：消费信贷新增用户地域分布


资料来源：极光大数据，国信证券经济研究所整理

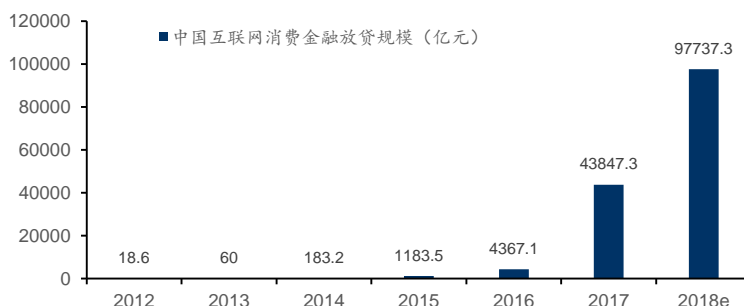
2013 年，党的十八届三中全会将“发展普惠金融”确立为国家战略。2015 年末，国务院出台《推进普惠金融发展规划（2016—2020 年）》。我国普惠金融重点服务对象聚焦小微企业（含涉农小微企业）、农户、贫困人口、“双创”主体、校园学生和其他低收入群体等 6 类群体，以提升金融服务的覆盖率、可得性和满意度为主要目标。

2018 年 9 月份，中国银保监会编写的《中国普惠金融发展情况报告》称，通过互联网、大数据等金融科技手段，发展数字普惠金融，提供线上信贷服务，我国金融服务的效率和质量明显提高。

2018 年 10 月份，国务院办公厅印发的《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020 年）》指出要优化促进居民消费的配套保障，其中包括进一步提升金融

服务质效。在风险可控、商业可持续、保持居民合理杠杆水平的前提下，加快消费信贷管理模式和产品创新，加大对重点消费领域的支持力度，不断提升消费金融服务的质量和效率。

图 10: 中国互联网消费金融放贷规模 (亿元)



资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

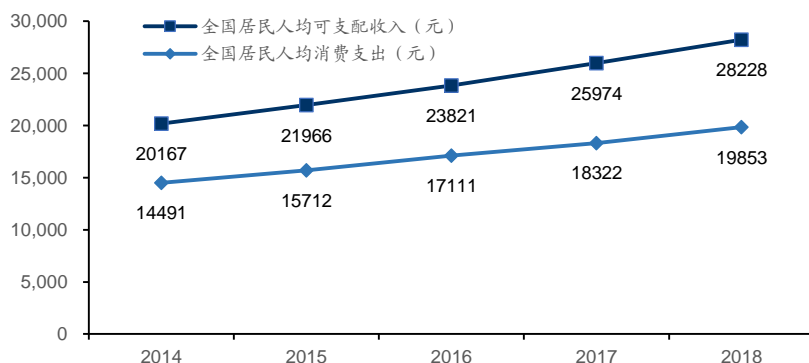
通过释放政策红利, 大力鼓励合规金融机构的消费金融业务发展, 创新普惠消费金融产品和服务方式, 以满足多层次、多元化的消费需求, 大力发展普惠金融的政策为发展消费金融背书, 中国互联网消费金融放贷规模自 2017 年大幅增长, 消费金融服务下沉特殊群体, 扩大客户基数, 发挥金融对消费的促进和提升作用。

用消费信贷间歇性地满足习惯了的城市生活

总体而言, 全国居民人均可支配收入不断上升, 但是相较原来, 居民更加追求高品质生活。根据沃尔玛、京东、腾讯与《经济日报》联合发布的《中国零售商超全渠道融合发展年度报告》, 2013 年以来中国居民在科教文娱和生活用品的消费比例不断扩大, 消费者的需求从最初级别的满足“温饱”过渡到精神层面的享受。在慢慢接受流行的服装和化妆品后, 居民往往以赊账的形式购买这些产品, 享受型消费逐渐增多, 例如周杰伦的演唱会、带女朋友去迪斯尼 happy、和朋友一起 KTV 狂欢等。

特别是众多北漂、沪漂、广深漂的小年轻, 日常收入无法支撑已经习惯了的一线城市生活。但是, 用信贷来偶尔满足期望的小资生活, 还是完全可以支配的, 这样的信贷消费不需要很多, 一年有 3~5 次就足够。这才是小额信贷规模扩张的根本原因。

图 11: 全国居民人均可支配收入和消费支出 (元)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

趣店是非 P2P 消费金融头部企业

业务形成正反馈系统，注册用户超 7000 万

根据 Oliver Wyman 报告，截至 2017 年 6 月 30 日，趣店是中国最大的在线小额信用贷款商。2017 年 10 月 18 日，趣店集团在美国纽约证券交易所挂牌上市。截至 2018 年 12 月 31 日，趣店注册用户达 7180 万，累计借款用户达 1670 万。目前，趣店的创始人罗敏持股 21.4%，公司在 2019 年 4 月 12 日公告回购昆仑的剩余持股，目前已经完成回购。

罗敏作为趣店的创始人和董事会主席，自 2014 年趣店成立以来，一直担任首席执行官。在成立趣店之前，罗敏曾任服饰类电商好乐买网站的市场副总裁，在线生日服务提供商“记忆日”的创始人和首席执行官，以及大学生在线社交平台底片网的联合创始人。2004 年，罗敏在江西师范大学获电信工程专业本科学位。

图 12：趣店股权结构（截至 20190331）



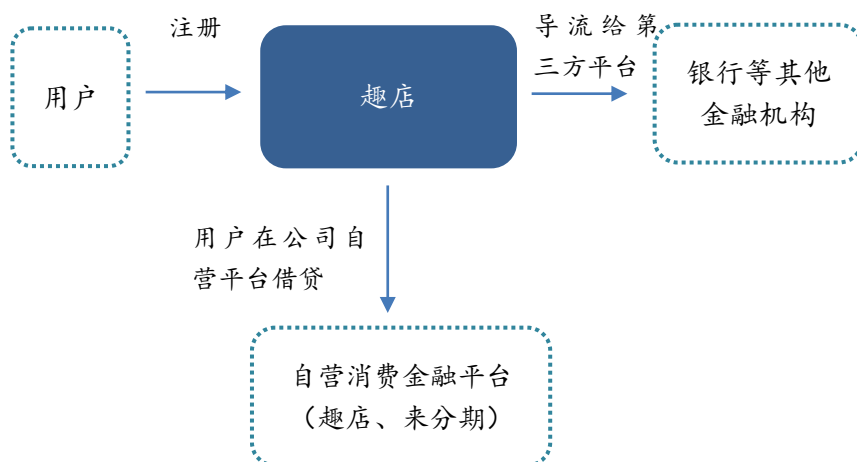
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

截至目前，趣店共主要推出三项产品，趣店、来分期和大白汽车。2014 年 3 月，“趣店”的前身“趣分期”正式上线，作为一款可以满足用户不同消费场景下的多元化需求的消费金融 APP，满足了消费金融用户对不同品类商品进行小额信贷的需求。“趣店”提供的消费信贷涵盖多个垂直零售领域，包括 3C 电子产品、运动、箱包、美妆、手表、珠宝等多个品类。2015 年 11 月，“来分期”上线，主营小额信贷业务。

目前，趣店逐步开发了一个动态及自我强化的生态系统，为用户提供涵盖消费信贷、线上借贷撮合、手机租赁业务及汽车零售分期的多层次个人消费金融服务，旗下拥有“趣店”、“来分期”两款 APP 和“大白汽车分期”业务线。

按照服务种类，公司现在业务分三种，分别是：个人消费信贷业务、线上借贷撮合服务及汽车零售分期服务。三类业务构成自成正反馈系统，趣店平台吸引流量，再通过“趣店”APP 内置的产品功能服务用户，或者将用户导流给第三方平台。根据公司的未来发展战略，趣店把流量分发、场景搭建作为业务转型的定位，逐步收缩大白汽车业务。

图 13: 趣店正反馈系统



资料来源:国信证券经济研究所整理

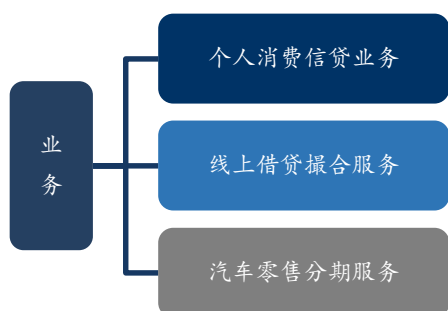
公司目前有三大收入来源:

- 1、来自在线信贷撮合及投资服务的信贷撮合及服务费（公司平台内）；
- 2、来自大白汽车分期的汽车零售销售收入（用户在平台内分期购买汽车）；
- 3、来自在线信贷撮合及投资服务的信贷介绍服务费（导流给第三方）；

趣店于 2018 年推出开放平台战略，寻求向低风险助贷业务转型，转接用户流量给合作的持牌金融机构。2019 年起，提供助贷服务时，趣店向小额信贷用户收取年利率 24% 的利息，其中 8% 付给合作的银行等传统金融机构。目前，趣店的主要收入来自贷款业务，包括线上信贷撮合和小额信贷业务，2018 年贡献收入 67.3%；大白汽车分期的汽车零售业务贡献收入 28.2%。趣店未来的业务定位是流量分发和场景搭建，大白汽车分期业务将收缩，未来的收入绝大部分由小额信贷和助贷业务所获得的收益构成。

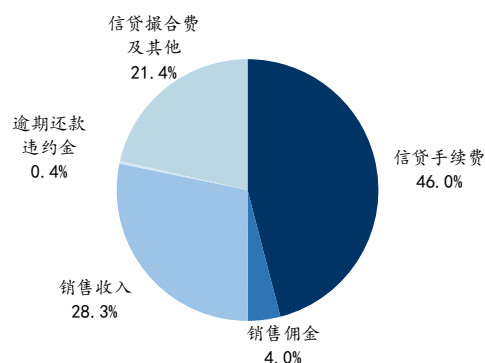
目前其他收益占有比例较小，包括 APP 平台零售的商品销售佣金（用户在平台购买商品）及来自在线信贷撮合及投资服务的逾期费用，2018 年占比 4.4%。

图 14: 公司业务构成



资料来源:招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2018 年公司收入构成



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

基于消费场景搭建，公司的消费金融服务为客户线上小额信贷服务，包括消费贷，现金贷和汽车分期零售服务。

根据招股书，现金贷业务平均贷款金额为 920 元，平均期限为 2 个月，利率随

不同贷款金额和期限而变化，同时如贷款人信用良好，可享受一定利率折扣。总体而言，利率仍处于较高水平。2017 年 4 月，为保持合规性，趣店调整了所有信贷产品的定价，所有现金贷产品的年化利率不超过 36%。根据公司 2018 年财务报告，产品在 2018 年第四季度的年化利率稳定于 32%。

表 5： 2017 年趣店信贷业务平均贷款金额及期限

	现金贷	商品贷
平均贷款金额	920 元	1250 元
平均期限	2 个月	8 个月

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

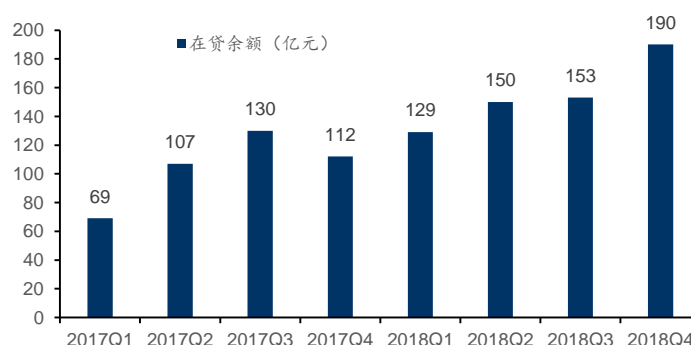
表 6： 趣店现金贷业务收费模式

借款期限	产品类型	借款金额区间（元）	向借款人收取融资费用（利息）区间（元）
一周	现金	100-1000	0.7-30.0
一个月	现金	100-1000	3.0-50.0
一个月	现金	1000-2000	20.0-100.0
三个月	现金	100-1000	6.1-87.9
六个月	现金	100-1000	10.8-113.7

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

2018 年 12 月，趣店 APP 注册用户数达到 7180 万人。从 2017 第一季度至 2018 年第四季度，通过趣店进行小额信贷的未偿还款项从 69 亿元上升到 190 亿元，2018 年总贷款成交量 579 亿元。增速明显在加快，说明趣店的用户认可该产品。

图 16： 趣店累计在贷余额（亿元）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

在群居用户种口碑传播，低获客成本驱动用户数量增长

2015 年，趣店旗下业务来分期和蚂蚁金服展开战略合作，通过支付宝的首页一级入口、蚂蚁借呗作为推广导流，趣店的注册用户数量保持长期高量增长。2018 年 8 月，趣店和蚂蚁金融的合作协议到期。

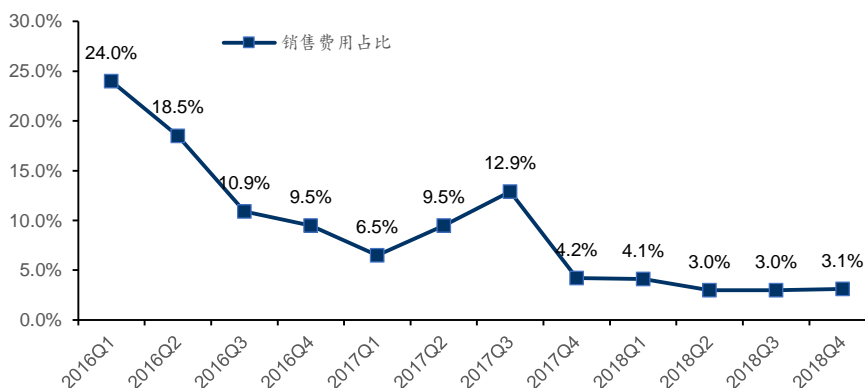
趣店已经成长为消费金融头部企业，形成强大的品牌效应，注册用户总数依旧保持增长。2018 年第四季度作为第一个没有支付宝平台进行推广导流的季度，注册用户总数增速有所减慢，但依旧保持增长至 7180 万。2018 年第四季度，通过趣店平台发出小额短期信贷达 132 亿元。

趣店的销售费用在营业收入中占比稳步下降，截至 2018 年 12 月 31 日，占比降至 3.1%。

以上是我们能看到的表面数据，再深入追究公司获客成本低的原因，是用户的群体生活习惯决定的。因为公司的大多数用户是工厂工人、中小微企业的员工。

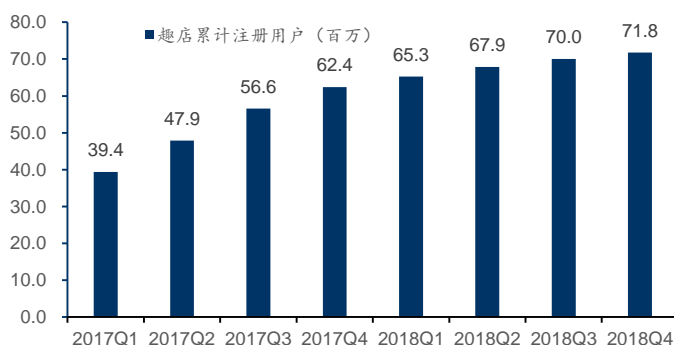
这些人的特征是公司管住，住集体宿舍，当一个人发现一个好东西会立刻分享给其他人。

图 17：趣店营业收入中销售费用占比



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 18：趣店累计注册用户数目（百万）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

差异化定位，与银行非银机构无争

与传统金融机构目标客户群相比，趣店主要面向小额贷款及非信用卡用户。其他线上消费金融机构巨头，如京东金融或蚂蚁金服同样面向信用卡用户，且在信贷服务方面有所局限。

如蚂蚁金服旗下的借呗、花呗等服务依赖于芝麻信用作为贷款信用评级依据，用户的芝麻信用低于 620 分时无法借贷，限制了部分用户获得小额贷款。京东金融只能用于本平台购物消费。由于消费金融的消费场景多元化，线下日常消费也催生了大量小额信贷需求。

趣店提供商品贷，现金贷等服务，打通线上线下业务线，扩大目标客户群，填补小额信贷市场空白，因此和银行等传统金融机构以及其他消费金融巨头不构成竞争关系。

用技术和资金打造的风控模型

趣店的风控团队为其小额短期贷款业务搭建了风控模型，注册时要求用户使用手机号码注册，并填写身份证信息，同时记录地址及 GPS 数据。

发放贷款前的征信评价建立在内外双平台、多变量数据的基础上。目前，趣店

接入的第三方平台包括芝麻信用、百融金服和同盾科技。趣店利用第三方平台进行数据核实，包括芝麻信用评分、百融金服和同盾科技提供的黑名单对用户进行筛选甄别。

内部平台数据包括交易、消费和行为数据。多元数据变量加持了征信评价的准确度，其中包含历史转账和行为数据等趣店专有数据，以及流动资产水平、消费水平和信用还款和拖欠记录等外部数据。

趣店的欠款收回由芝麻信用和中国人民银行个人征信作为担保，并由人工智能完成追讨。

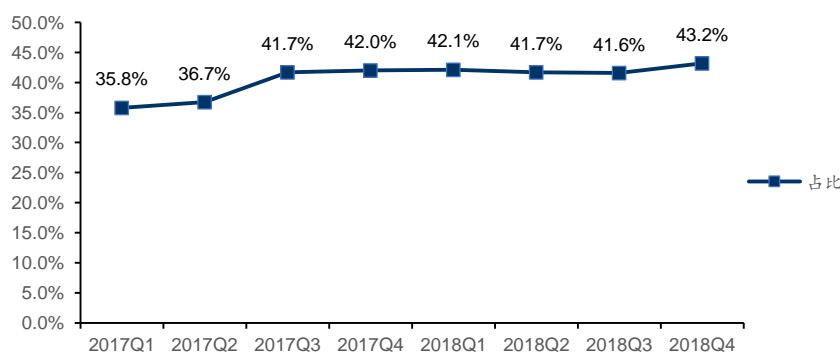
图 19: 趣店信用评价体系



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

在发放小额信贷的同时，趣店对用户行为进行大数据分析，完善风控模型。截止 2018 年 12 月 31 日，累计总借款人数达 1670 万人，共放贷 1.8 亿笔，总交易额达 2000 亿元。趣店利用业务过程中沉淀的大量用户数据和交易数据，结合外部信用评价平台，开发自有用户信用评价体系，构建用户信用画像，加强风险控制。趣店用大数据技术和预期 180 天的 30 亿元的累计坏账打造了风控模型。2018 年，已有贷款资格用户在注册用户中占比稳定于 40%，M1+逾期率稳定于 2.5%。

图 20: 趣店已有贷款资格用户在注册用户中占比

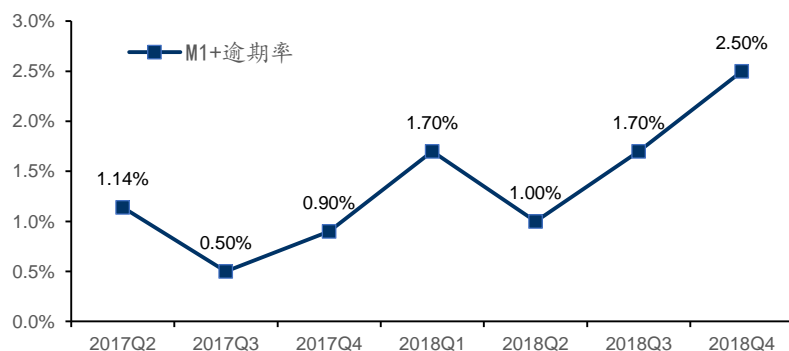


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

收紧信贷标准，逾期率保持低位

趣店从用户端入手，开发自有用户信用评价体系，结合外部信用评价平台，构建用户信用画像，力图把贷款贷给真正有需要的人，加强风险控制。趣店 M1+ 逾期率有所上升，但仍保持在低位 2.5%。

图 21：趣店 M1+逾期率

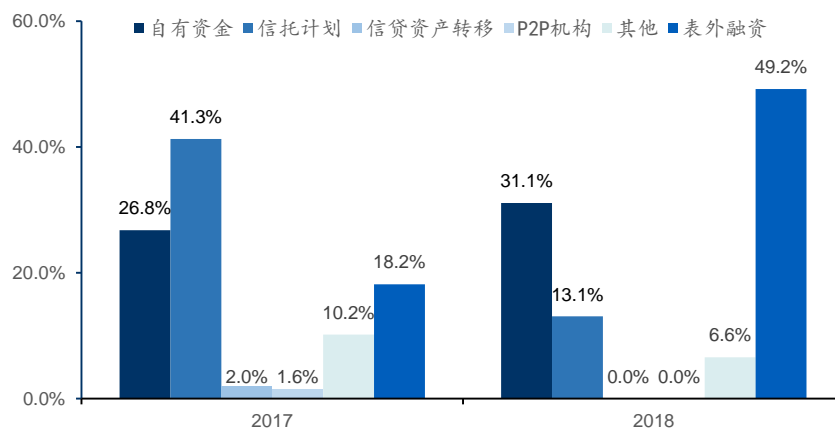


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

无 P2P 资金，以“自有+机构”确保资金端稳定

在监管趋严的大环境下，为保持合规性，趣店在资金端寻求转型，扩展合作的持牌金融机构的数量，提高机构资金在全部资金占比。根据财报，截至 2018 年 12 月 31 日，合作的持牌金融机构从 2017 年的 80 家增至 99 家。资金来源由表外资金、自有股本、信托和其他资金构成，保持资金来源的多元性和合规性。

图 22：趣店资金构成情况



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

趣店推出开放平台战略，寻求向低风险助贷业务转型，定位于流量分发、场景搭建，因此强化和持牌金融机构合作，提高表外交易比例，较早放弃 P2P 资金，降低监管风险。

渤海信托和趣店达成合作，为趣店提供资金支持。根据渤海信托官网公告，“渤海信托·趣店个人消费贷款集合资金信托计划”于 2017 年 5 月 26 日发布第六期募集成立公告，总项目规模为 4.12 亿元。“渤海信托·普安 6 号（趣店）个人消费贷款 1 期集合资金信托计划”于 2017 年 7 月 13 日成立并生效，

募集信托资金 4 亿元，2 期信托计划与 2018 年 4 月 27 日成立并生效，募集资金 2014 万元。截至目前，渤海信托已为趣店提供 8 亿余元资金支持。

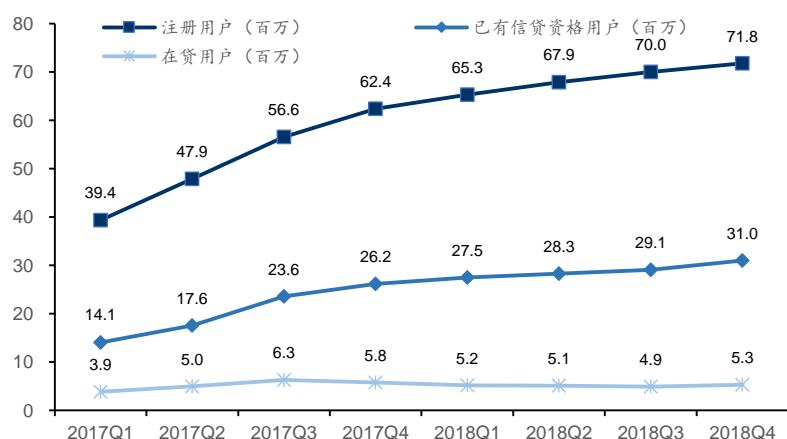
业绩驱动力强劲

提升注册用户转化率带动业绩增长

趣店拥有大基数、高价值的用户基础，已有信贷资格用户经过趣店开发的信用评价体系的严格筛选，此类用户信贷活跃，消费需求较高，有兴趣使用创新消费金融平台以满足他们不断演变的财务需要。根据公司财报，截至 2018 年 12 月 31 日，趣店的注册用户数量达到 7180 万，已有信贷资格用户数量达 3100 万，在贷用户数量达 530 万，注册用户向贷款用户的转化率仍有大幅提升空间，带动业绩增长可能性大。

小额信贷用户具有一定的共性，集中于 18-39 岁年龄段，月收入在 2000-5000 元区间，在中国人民银行无征信记录，难以享受传统金融机构的贷款服务，但消费需求高，对小额现金贷依赖程度强，复借率高。根据公司财报，截至 2018 年 12 月 31 日，复借率稳定于 91% 以上。

图 23: 趣店用户情况



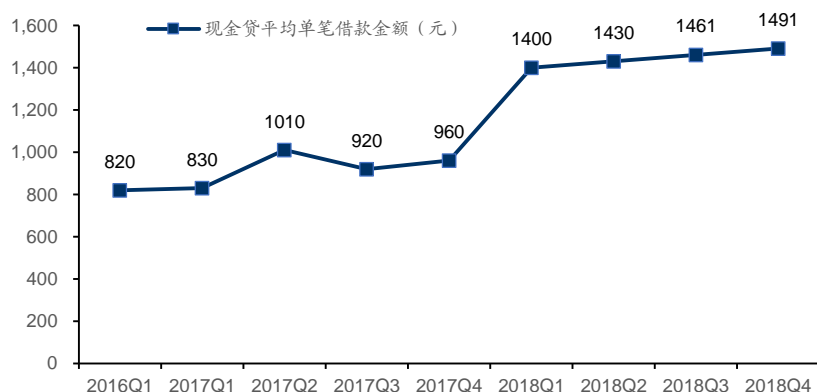
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

提升单笔借款和人均在贷余额

趣店财报显示，2016 第四季度至 2018 第四季度，趣店的现金贷平均单笔借款金额不断提升，2018 年第四季度达 1491 元。银监会数据显示，截至 2016 年 9 月末，中国消费金融公司的平均单笔贷款金额 0.86 万元。于趣店而言，单笔借款有大幅提升空间，进一步驱动业绩增长。

2018 年第四季度截至 2018 年 12 月 31 日，趣店发放的在贷余额为 190 亿元，在贷人数为 530 万人，平均人均在贷余额为 3585.9 元。根据中国人民银行发布的《2017 年中国普惠金融指标分析报告》，截至 2017 年末，全国人均个人消费贷款余额为 22660.57 元，可见趣店提升人均在贷余额潜力大。

图 24: 趣店现金贷平均单笔借款金额 (元)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

贷款周期可进一步拉长

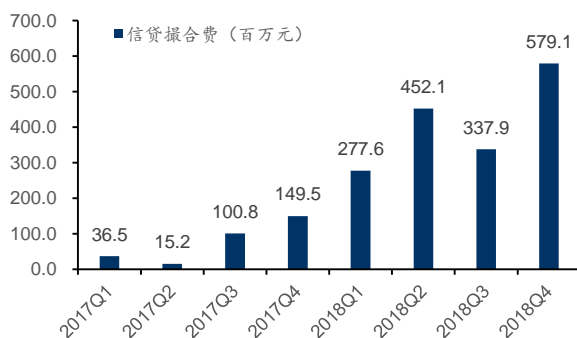
消费金融平台提供的贷款利率普遍高于银行等传统金融机构利率, 所以贷款期限通常较短。2018 年, 趣店的平均贷款周期为 8.4 个月, 拉长贷款周期可带动提升手续费和信贷撮合费收入增长, 进而促进营业收入增长。

开放平台战略向成为业绩增长的第二类驱动力

趣店正式推出开放平台战略, 寻求向低风险助贷业务转型。趣店通过现金贷及商品贷业务沉淀了大量优质用户, 发挥自身在资金端合规、多元的优点, 寻求分发、转接用户流量给合作的持牌金融机构, 获得信贷撮合费, 降低自身运营风险。

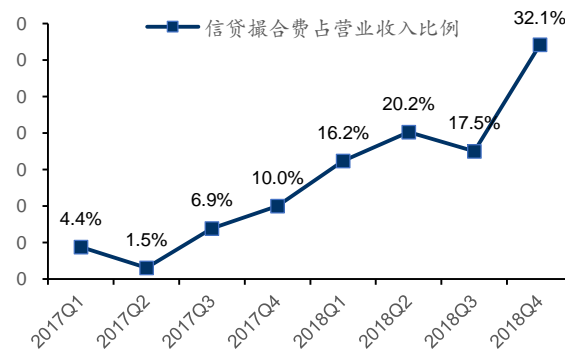
趣店的开放平台战略初步收效。根据公司财报, 截至 2018 年 12 月 31 日, 2018 年趣店获得的信贷撮合费增至 16.5 亿元, 占全年营业收入比例达 21.4%。

图 7: 每季度趣店获得的信贷撮合费(百万元)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 8: 每季度趣店的信贷撮合费占营业收入比例



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

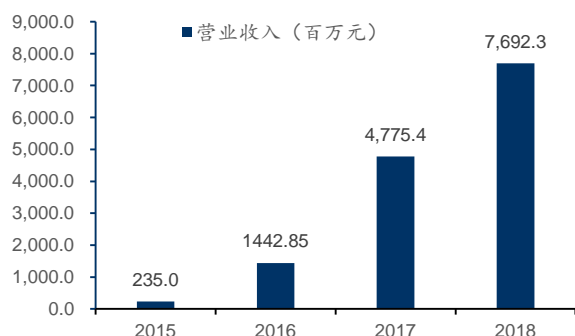
财务分析

营业收入和调整后净利润稳定增长

2018 年公司营业收入 76.9 亿元, 同比增长 61.1%, 经调整后净利润 25.5 亿元, 同比增长 14.4%, 2018 年调整后净利润率 33.1%。2018 年末公司员工 1614

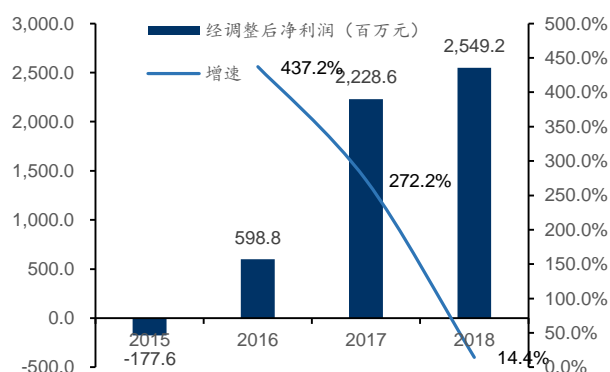
人，人均产能 476 万元，人均毛利润 226 万元，处于互联网行业上游水平。

图 25: 趣店营业收入



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 26: 趣店经调整后净利润及增速



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

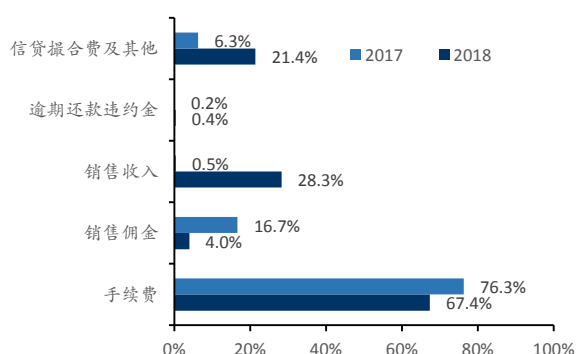
信贷撮合费即趣店在助贷业务中所获得收入，业务过程中趣店不涉及直接放贷，而是将有信贷需求的用户介绍给持牌金融机构，起到引流作用，公司将信贷撮合费视作非信贷收入。

销售收入即趣店在大白汽车分期业务中，汽车零售所获得的收入。销售佣金是用户在分期购买趣店商城商品后，商城中相应的入驻品牌及商家付给趣店的佣金收入。

公司将信贷手续费和预期还款违约金视作信贷收入，将信贷撮合费及其他、销售收入和销售佣金视作非信贷收入。

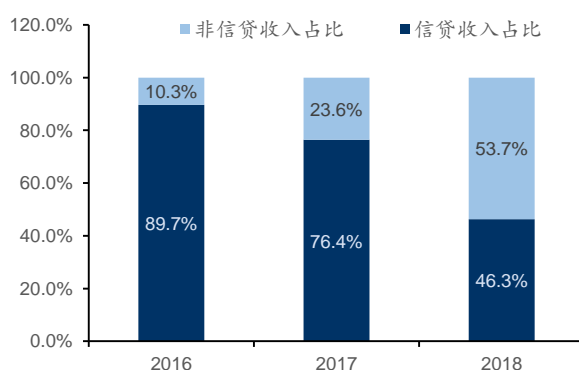
2018 公司非信贷收入占比提升到 53.7%，其中信贷撮合费及其他收入同比增速达到 445.3%，销售收入同比增长 8238.0%。

图 27: 趣店营业收入中各项业务占比



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 28: 非信贷收入占比提升

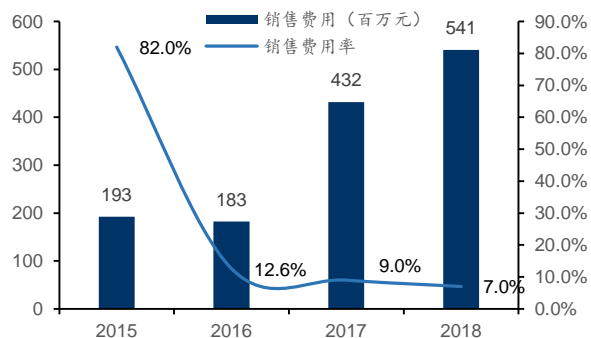


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

销售管理费用率逐步降低趋于稳定

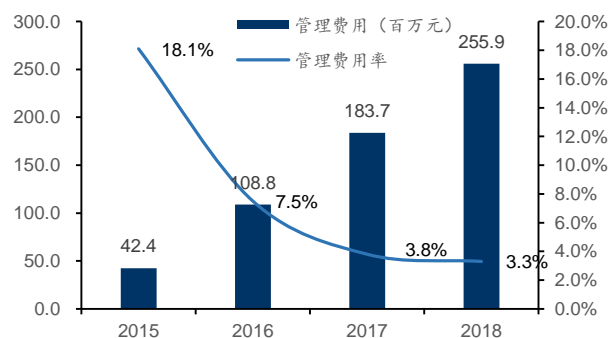
从管理费用、销售费用率变化趋势看，趋于稳定，说明公司的内部运营处于稳定状态。2015~2018 年销售费用率从 82.0% 下降到 7.0%，管理费用率从 2015 年的 18.1% 下降到 2018 年 3.3%。

图 29: 销售费用及占比 (百万元人民币)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 30: 管理费及占比 (百万元人民币)

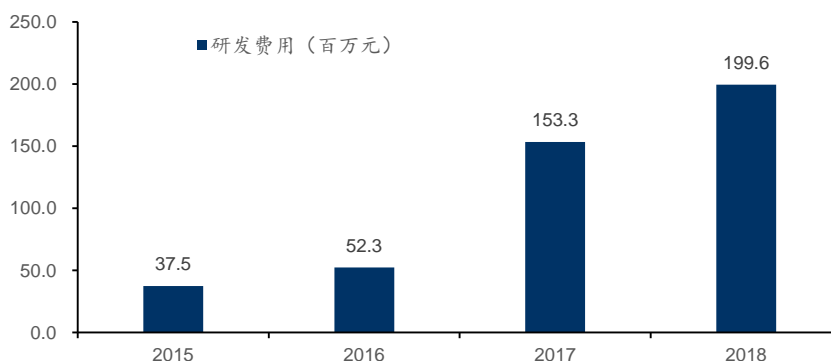


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

保持合理的研发投入

公司 2018 年研发费用 1.9 亿元, 研发占比 2.6%, 同比增长 30.2%。

图 31: 趣店信用卡研发投入 (百万元)

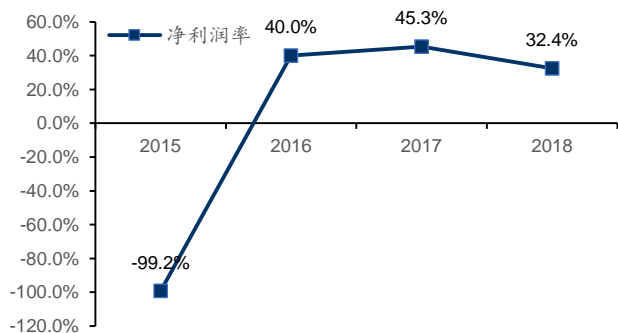


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

净资产收益率稳步提升

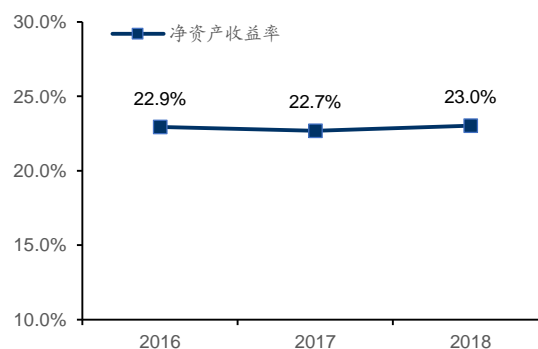
公司的 2015、2016、2017、2018 的净利润率逐步稳定, 分别为 -99.2%、40.0%、45.3%、32.4%。净资产收益率逐步提升稳定, 分别为 22.9%、22.7%、23.0%。

图 32: 趣店净利润率



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 33: 趣店净资产收益率



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

收入利润行业排名第一

2018 年趣店营业收入 76.9 亿元，净利润收入 24.9 亿元，在美股可统计的同类公司中均排名第一。2018 年，趣店的总贷款成交量达到 579 亿元，注册用户数量达到 7180 万人，总借款人数累计达到 1670 万人，处于消费金融行业上游水平。

表 7: 美股互联网金融公司比较

	18 年营业收入 (千元)	净利润 (千元)	员工人数	2018 总贷款成交量 (十亿元)	总借款人数 (百万)	总投资人数 (P2P)	注册用户 (百万)
拍拍贷	4,350,924	2,469,451	5,414	61.5	14.4	667,738	88.9
乐信	7,596,896	1,977,306	2,518	66.1	11	225,186	37.3
宜人贷	5,620,728	966,605	1,037	38.6	1.5	1,602,53	78.3
趣店	7,692,343	2,491,317	1,614	57.9	16.7	0	71.8
360 金融	4,447,018	1,193,311	691	95.9	8.2	—	66.3 (2018.9.30)
微贷网	3,919,474	604,630	10,794	78.7	—	629,600	1.8
小赢科技	3,540,600	128,437	798	36.9	2.3	454,117	22.9
维信金科	2,737,000	-1,027,000	812	20.8	—	—	59.7
51 信用卡	2,811,994	2,168,767	1,145	25.0	1.5	—	75.9

资料来源:公司财报, 国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议

盈利预测与假设

1. 小额消费信贷需求旺盛，用消费信贷间歇性地满足习惯了的城市生活。
2. 银行因为成本结构无法提供与公司同类小额信贷产品。
3. 因为公司无 P2P 资金、单笔贷款额度低、利率低于 36%，监管对公司的影响很小。
4. 监管政策逐步落地行业出清，公司能够胜出，且受益于市场集中度提升。
5. 信用持续宽松，资金端不受限制，来自银行的资金占比提升。
6. 2019~2020 年大白汽车业务收缩，贡献收入大幅减少。

表 8: 盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,692	7,538	8,745	10,056
(+/-%)	61.1%	-2.0%	16.0%	15.0%
净利润(百万元)	2491	3503.34	4227.12	5027.91
(+/-%)	15.1%	40.6%	20.7%	18.9%
每股收益 (元)	8.40	11.82	14.26	16.96
EBIT Margin	51.5%	48.4%	50.3%	52.2%
净资产收益率 (ROE)	23.0%	24.5%	22.8%	21.3%
市盈率 (PE)	5.2	3.7	3.0	2.6
EV/EBITDA	4.6	3.5	2.9	2.4
市净率 (PB)	1.19	0.90	0.69	0.54

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测,

投资建议

预计 2019~2021 年公司收入分别为 75.38 亿元/87.45 亿元/100.56 亿元，增速分别为-2%/16%/15%，2019~2021 年净利润分别为 35.03 亿元/42.27 亿元/50.27

亿元,增速为 40.6%/20.7%/18.9%,对应 2019~2021 市盈率分别 3.7 倍/3 倍/2.6 倍。综合绝对估值和相对估值,我们认为公司股票合理估值在 8.4~8.5 美元,首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示

最大的风险是无法预测的监管要求导致的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E
现金及现金等价物	2501	3373	4236	营业收入	7692	7538	8745
应收款项	992	1033	1198	营业成本	2735	2917	3323
存货净额	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0
其他流动资产	0			销售费用	541	528	525
流动资产合计	3493	5221	6376	管理费用	455	445	498
固定资产	0	0	0	财务费用	36	(73)	(95)
无形资产及其他	0	0	0	投资收益	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	5	3
长期股权投资	0	0	0	其他收入	0	0	0
资产总计	16254	21143	26552	营业利润	2649	3727	4497
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	营业外净收支	0	0	0
应付款项	0	0	0	利润总额	2649	3727	4497
其他流动负债	0	0	0	所得税费用	158	224	270
流动负债合计	0	0	0	少数股东损益	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	归属于母公司净利润	2491	3503	4227
其他长期负债	0	0	0				
长期负债合计	0	0	0				
负债合计	5433	6819	8001	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E
少数股东权益	0	0	0	净利润	2491	3503	4227
股东权益	10821	14324	18551	资产减值准备	0	0	0
负债和股东权益总计	16254	21143	26552	折旧摊销	(12)	0	0
				公允价值变动损失	0	(5)	(3)
				财务费用	36	(73)	(95)
				营运资本变动	(400)	(856)	(292)
				其它	0	0	0
				经营活动现金流	2079	2642	3931
				资本开支	12	0	0
				其它投资现金流	0	0	0
				投资活动现金流	12	0	0
				权益性融资	0	0	0
				负债净变化	0	0	0
				支付股利、利息	0	0	0
				其它融资现金流	0	0	0
				融资活动现金流	0	0	0
				现金净变动	0	2642	3931
				货币资金的期初余额	6832	2501	3373
				货币资金的期末余额	2501	5143	7305
				企业自由现金流	3325	2574	3842

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E
每股收益	8.40	11.82	14.26
每股净资产	36.50	48.32	62.58
ROIC	68%	79%	71%
ROE	23%	24%	23%
毛利率	64%	61%	62%
EBIT Margin	51%	48%	50%
EBITDA Margin	51%	48%	50%
收入增长	61%	-2%	16%
净利润增长率	15%	41%	21%
资产负债率	33%	0%	0%
息率	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	5.2	3.7	3.0
P/B	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA	4.6	3.5	2.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本

报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032