

证券研究报告—动态报告/海外公司快评

港股/美股

趣店 (QD)

买入

互联网金融

业绩指引上调重大事件快评

(维持评级)

2019 年 06 月 25 日

在贷余额和平台业务带动业绩增长，上调估值区间

证券分析师：王学恒

010-88005382

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

010-88005322

helz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516110003

事项：

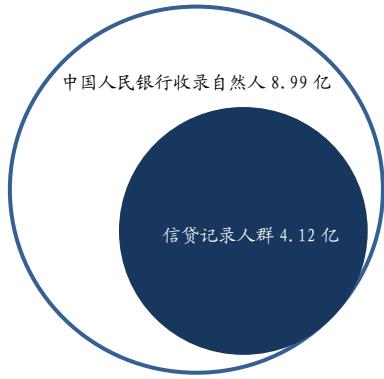
公司 2019 年 6 月 21 日发布公告，将 2019 年净利润指引，由 35 亿元上调为净利润 45 亿元人民币，相较 2018 年 12 月 13 日的指引 35 亿元人民币净利润目标，上浮近 30%。

评论：

■ 供给不均：银行没有覆盖的 4.3 亿人的信贷需求

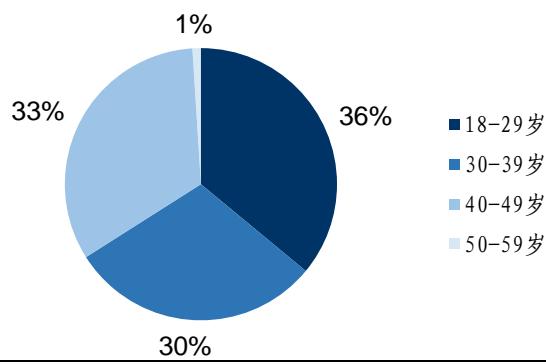
根据《中国社会信用体系发展报告 2017》，截止 2016 年 9 月，中国人民银行共接入 2927 家机构，收录自然人 8.99 亿，其中仅 4.12 亿人有信贷记录。消费信贷申请人年龄多分布于 18-39 岁，多数人尤其在校学生及刚毕业的学生现阶段没有央行征信，难以获批传统信贷。因此消费金融客户群的不断下沉，满足了年轻长尾用户需求。

图 1：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 2：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 元以上高收入群体消费金融行为较少。

图 3: 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。

■ 需求旺盛：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。

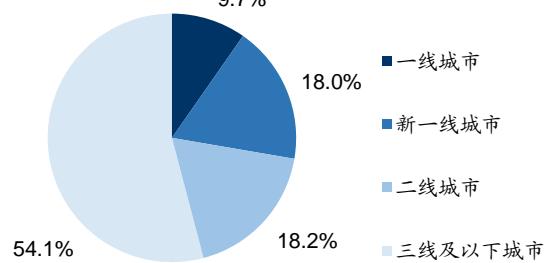
自 2014 年起，消费金融公司受银监会许可开始开展异地业务，各家消费金融公司不断将产品和服务向三四线城市及乡村下沉（简称五环外），挖掘长尾用户，开拓农村信贷市场，拓展消费金融服务市场。农村互联网普及率越来越高，近年来增速始终远超城镇，农村居民尤其是年轻一代接受新产品、新技术的能力较强，主要农村金融机构人民币贷款余额逐年稳步上升，可见农村居民对贷款需求增加，农村消费金融市场的前景可观，潜力巨大。

图 4：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 5：消费信贷新增用户地域分布

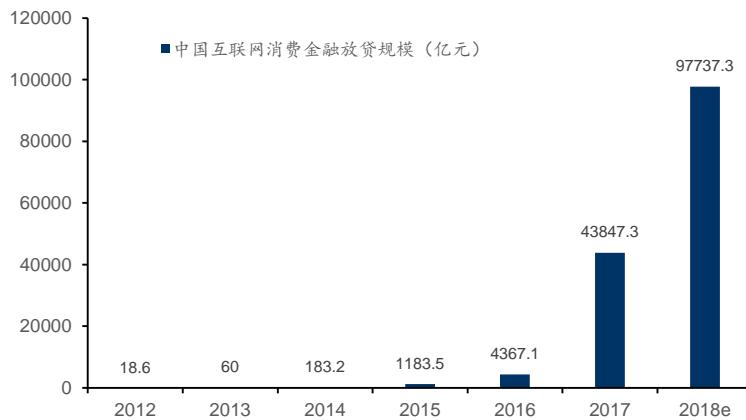


资料来源：极光大数据，国信证券经济研究所整理

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 6：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

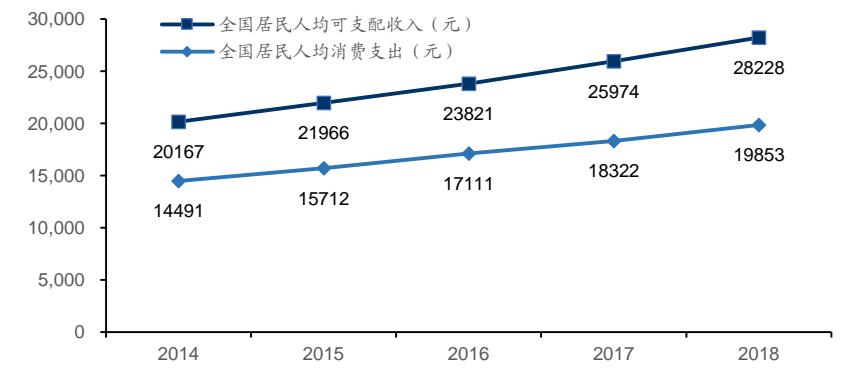
通过释放政策红利，大力鼓励合规金融机构的消费金融业务发展，创新普惠消费金融产品和服务方式，以满足多层次、多元化的消费需求，大力发展战略金融的政策为发展消费金融背书，中国互联网消费金融放贷规模自 2017 年大幅增长，消费金融产品服务下沉特殊群体，扩大客户基数，发挥金融对消费的促进和提升作用。

■ 借贷原因：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、带女朋友去迪士尼 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。这才是小额贷款规模扩张的根本原因。

图 7：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

■ 公司概况：非 P2P 小额贷款龙头

公司主要贷款产品：平均贷款周期 10 个月、平均每笔贷款 1400 元，用户月均支付还款在 170 元左右。注册用户 7330 万人，在贷用户 540 万人。公司自有资金、银行等金融机构的资金，是公司的贷款资金来源，没有来自 P2P 的资金。

公司 2018 年有三大收入来源：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）。公司 2019 年及未来，收入主要来自信贷撮合服务费和流量导流服务费。由于互联网金融中概股股票没有 2019 年业绩预测，我们此处采用 2018 年财务数据比较，2018 年趣店收入、净利润均排名第一。

表 1：互联网金融行业估值比较（20190623）

		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	20.7	8.4	2.9	6.0	2.4	7.2	3.5
PPDF.N	拍拍贷	12.4	6.2	3.6	8.7	2.0	3.4	1.4
QFIN.O	360 金融	19.8	6.4	1.7	6.5	3.1	11.4	3.1
XYF.N	小赢科技	6.3	5.1	1.3	5.1	1.2	4.9	1.2
QD.N	趣店	24.2	11.3	3.6	15.8	2.2	6.7	1.5

资料来源：国信证券经济研究所整理

■ 增长动力：贷款成交量和平台业务拉动业绩增长

公司提升 2019 年业绩指引，我们认为主要有两个原因：一是贷款余额高速增长。贷款余额是考量公司未来业绩的主要指标，截至 2019 年 Q1 公司在贷余额达到 246 亿元，较 2018 年底增加 56 亿元，同比增长 91.2%，环比增长 30%。贷款余额的高速增长，是公司业绩的保障。

公司贷款成交量高速增长的原因有：违规网贷平台倒闭导致行业集中度提升，以及公司自主品牌建设。

二是平台业务爆发式增长。2019 年公司开拓平台服务，为银行等传统金融结构导流，并收取导流费用，2019 年一季度公司的平台业务收入 1.58 亿元。截至 2019Q1，公司流量分发业务累计服务超过 250 万用户，交易分发业务累计服务 13.7 万用户。开放平台战略日渐显现出巨大的盈利潜力。

预计公司的平台业务在 2019 年季度环比保持良好增长，一个季度比一个好。由于平台业务毛利率很高，我们假设平台业务的收入约等于净利润，那么一季度平台业务贡献净利润占比达到 17% ($1.58/9.5=17\%$)。按照此假设，预计公司平台业务二三季度收入占比贡献越来越高。

■ 投资建议：上调目标估值区间至 11.5~11.6 美元，维持“买入”评级

预计 2019~2021 年公司收入分别为 87.62 亿元/114.86 亿元/150.01 亿元，增速分别为 13.9%/31.1%/30.6%，2019~2021 净利润分别为 45.06 亿元/62.98 亿元/83.75 亿元，增速为 80.9%/39.8%/33.0%，对应 2019~2021 市盈率分别 3.6 倍/2.6 倍/1.9 倍。我们上调公司估值区间至 11.5~11.6 美元（2019 年 4 月 30 日发深度报告首次覆盖给与目标估值区间 8.4~8.5 美元，5 月 2 日公司股价触及 8.5 美元），对应 2019 年业绩 5.1 倍市盈率，维持“买入”评级。

表 2：重要盈利预测

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,692	8,762	11,486	15,001
(+/-%)	61.1%	13.9%	31.1%	30.6%
净利润(百万元)	2491	4506.93	6298.83	8375.31
(+/-%)	15.1%	80.9%	39.8%	33.0%
每股收益(元)	8.40	15.20	21.25	28.25
EBIT Margin	51.5%	53.8%	57.5%	58.7%
净资产收益率(ROE)	23.0%	29.4%	29.1%	27.9%
市盈率(PE)	6.5	3.6	2.6	1.9
EV/EBITDA	8.2	3.5	2.5	1.9
市净率(PB)	1.51	1.06	0.75	0.54

资料来源：国信证券经济研究所整理

■ 风险提示

最大风险是政策监管风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2501	3373	4236	3370	营业收入	7692	8762	11486	15001
应收款项	992	1200	1573	2055	营业成本	2735	2918	3561	4620
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	0	762	999	750	销售费用	541	613	689	750
流动资产合计	3493	5495	7003	6428	管理费用	455	517	637	825
固定资产	0	0	0	0	财务费用	36	(73)	(95)	(95)
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	5	3	4
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(1276)	0	0	0
资产总计	16254	22147	29627	38960	营业利润	2649	4792	6697	8905
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	0	0	0	0	利润总额	2649	4792	6697	8905
其他流动负债	0	0	0	0	所得税费用	158	285	398	530
流动负债合计	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2491	4507	6299	8375
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0					
负债合计	5433	6819	8001	8958					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	10821	15328	21626	30002					
负债和股东权益总计	16254	22147	29627	38960					
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	8.40	15.20	21.25	28.25	净利润	2491	4507	6299	8375
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值准备	0	0	0	0
每股净资产	36.50	51.70	72.95	101.21	折旧摊销	(12)	0	0	0
ROIC	68%	99%	99%	123%	公允价值变动损失	0	(5)	(3)	(4)
ROE	23%	29%	29%	28%	财务费用	36	(73)	(95)	(95)
毛利率	64%	67%	69%	69%	营运资本变动	(400)	(1130)	(646)	(289)
EBIT Margin	51%	54%	57%	59%	其它	0	0	0	0
EBITDA Margin	51%	54%	57%	59%	经营活动现金流	2079	3372	5650	8082
收入增长	61%	14%	31%	31%	资本开支	12	0	0	0
净利润增长率	15%	81%	40%	33%	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	60%	0%	0%	0%	投资活动现金流	12	0	0	0
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	权益性融资	0	0	0	0
P/E	6.5	3.6	2.6	1.9	负债净变化	0	0	0	0
P/B	1.51	1.06	0.75	0.54	支付股利、利息	0	0	0	0
					其它融资现金流	0	0	0	0
					融资活动现金流	0	0	0	0
					现金净变动	0	3372	5650	8082
					货币资金的期初余额	6832	2501	3373	4236
					货币资金的期末余额	2501	5873	9023	12318
					企业自由现金流	3325	3303	5561	7993

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《趣店-QD.N-2019年一季报点评：业绩超预期，平台战略见效》—— 2019-05-22

《趣店-QD.N-非P2P小额网贷龙头》——2019-04-30

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