

股票研究 | 中国 | 金融

2019年2月14日

飞速增长的 360 金融

监管趋严、资金收紧的互金行业前景如何？

马太效应加剧，头部互金公司依托品牌和信誉优势规模不断扩大。与小平台大量停业形成鲜明对比的是头部互金公司在监管趋严、竞争加剧的背景下在逆势扩张。原因主要是这些头部互金公司大多都有强大的母公司依托，比如阿里巴巴的蚂蚁金服、腾讯的微众银行、京东的京东金融以及百度的度小满金融。用户和资金方都会优先选择这些有信用背书的平台来降低自身借贷的风险。同样 360 金融依托 360 公司，在一定程度上也具备了品牌和信用的优势。我们认为大平台相比中小平台在融资和技术方面都具有优势，未来头部互金公司的马太效应将更加明显。

行业严冬中赴美上市的 360 金融能否后来居上？

360 金融的优势在于他们母公司长期以来在网络安全方面积累下来的品牌和技术优势，这些优势使得 360 金融在风险管理和诈骗预防方面有着得天独厚的优势。360 金融的 M3+逾期率明显低于同业其他公司。凭借 360 集团的知名度，360 金融实现了快速发展。截至 2018 年 9 月 30 日，平台授信用户数达到了 964 万，季度复合增速达到了 90.5%。借款人方面，截至 2018 年 9 月 30 日，成功借入的累计借款人已经达到了 644 万，季度复合增长率达到为 97%。但与“BATJ”的金融科技对比，360 金融还存在着诸多不足之处，比如缺乏消费场景、业务过于单一以及互联网金融相关牌照不全。要想迎头赶上，360 金融“扬长”的同时必须“补短”。

怎么看 360 金融的估值？

根据 Bloomberg 的预测，美股上市的互联网金融公司平均动态市销率 PS 为 2.3 倍/1.8 倍 (FY18E/FY19E)，平均动态市盈率 PE 为 10.6/7.1 倍 (FY18E/FY19E 剔除负值)，考虑到公司是国内互联网巨头中第一个正式进入资本市场的互金公司，拥有较高的品牌影响力，同时增速较快，相比同业上市公司具有估值溢价有一定的合理性。我们首次覆盖给予 2019 年 7 倍的 PE，相当于 2019 年 2.6 倍的 PS，对应估值 30 亿美金。

风险提示：政策风险、资金风险、用户偿还风险

核心财务指标 (单位：人民币 百万)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入	0	309	4,130	7,734	12,020
总收入 YoY			1236%	87%	55%
净利润	(22)	(166)	1,035	2,912	4,619
EBIT	(30)	(231)	1,546	4,047	6,319

资料来源：公司，中信建投国际

360 金融 (QFIN US)

买入

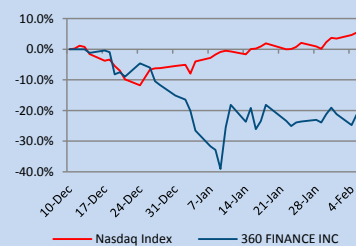
(首次覆盖)

目标价
(上升空间) **USD 21**
(+64.7%)

收市价 (美元)	USD 12.75
市值 (百万美元)	USD 1,579mn
自由流通量	86.2%
52 周低/高价 (美元)	USD 9.91 – 17.53
近 3 月日均成交量	USD 0.84mn

股价截至至 2019 年 2 月 13 日

股票价格绝对/相对市场表现 (%)



田阳 TIAN Yang
(CE No.: BGL 791)

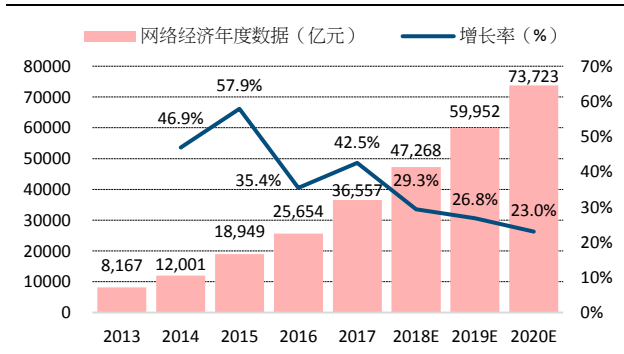
tianyang@csci.hk +852 3465 5775

监管趋严、资金收紧的互金行业前景如何？

互金行业迅猛发展，金融监管不断完善

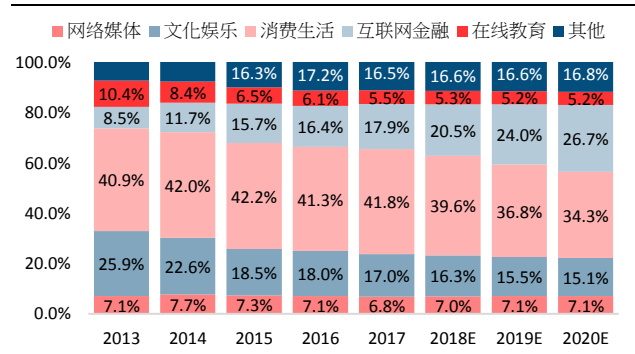
互联网经济快速发展，其中互联网金融占比快速扩大。中国网络经济市场营收规模从 2013 年的 8167 亿元增长到 2017 年的 3.65 万亿元，复合增速达到 45.45%，预计 2020 年将达到 7.37 万亿元。其中互联网金融的收入增速更是高于互联网行业增速，其收入占比从 2013 年的 8.5% 增加到 2017 年的 17.9%，预计 2020 年将达到 26.7%。

图表1：中国网络经济市场营收规模及增长率



资料来源：艾瑞咨询，中信建投国际研究

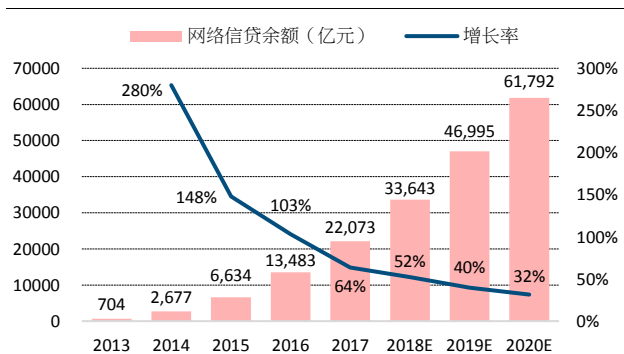
图表2：2013-2020 年中国网络经济市场营收细分结构



资料来源：艾瑞咨询，中信建投国际研究

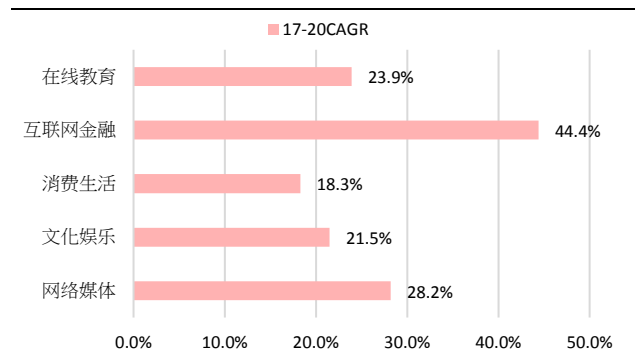
互联网金融行业迅猛发展，网络科技巨头纷纷布局互金行业。根据艾瑞咨询数据，2017 年中国网络信贷余额规模达到了 2.2 万亿，同比增速约为 63.7%。其中，P2P 借贷、网络小贷和电商消费金融的占比分别为 39.3%、27.2%和 17.6%。行业收入增速方面，预计 2017-2020 年互联网金融的复合增速为 44.4%，高于在线教育、消费生活、文化娱乐、网络媒体等其他互联网细分领域。面对巨大的市场，互金公司和 P2P 平台纷纷成立。BATJ 等互联网巨头也相继成立了自己的互联网金融公司。

图表3：2013-2020 年中国网络信贷余额规模



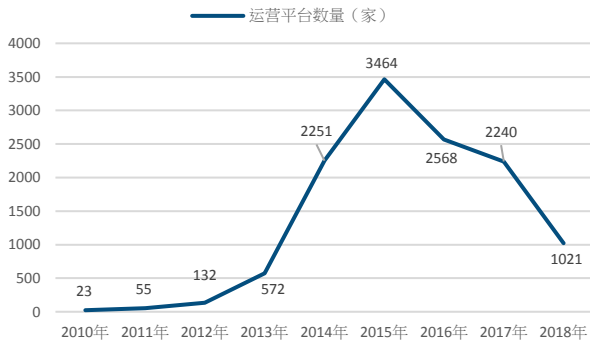
资料来源：艾瑞咨询，中信建投国际研究

图表4：2017-2020 年中国互联营收规模复合增长率

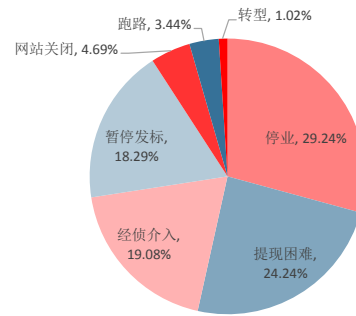


资料来源：艾瑞咨询，中信建投国际研究

监管趋严，竞争加剧，互联网金融进入洗牌期。2018 年监管层在网络小贷、P2P、现金贷、ICO、第三方支付等多个领域加强监管。比如 2017 年底《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》(以下简称 141 号文) 颁布，监管部门不断下发监管条文整治金融乱象。监管收紧导致资金获取的困难使得很多网络小贷公司面临停业倒闭。截至 2018 年底，P2P 网贷行业累计平台数虽然有 6340 家，但是其中停业及问题平台 5409 家，正常运营平台仅有 1021 家。而 2018 年下半年频频发生的 P2P“爆雷”，更是对互金平台形成了强烈的冲击，许多投资者纷纷对互联网金融平台、网络借贷行为持有怀疑的态度。我们认为正常运营平台数量从 2015 年起开始大幅下降，一方面是因为监管不断加强导致经营难度加大，另一方面资金方为了规避风险也拒绝给小平台提供资金，致使这些平台资金链断裂，最终退出市场。2018 年网贷平台的事件中，停业和提现困难的合计占比超过了 50%。

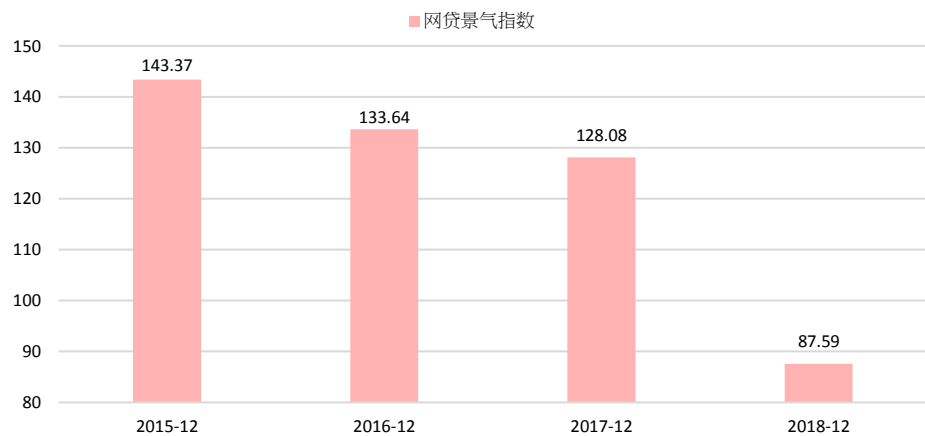
图表5：2010-2018 年中国网贷运营平台数量走势


资料来源：网贷之家，中信建投国际研究

图表6：2018 年停业及问题平台事件类型分布


资料来源：网贷之家，中信建投国际研究

互联网公司积极上市扩充资本，应对挑战。 监管趋严同时竞争加剧导致网贷景气度不断下降。网贷景气指数从 2015 年 12 月的 143.37 下降到了 2018 年 12 月的 87.59。特别是 2018 年 12 月相比 2017 年 12 月大幅下滑了 31.61%。严峻的外部形势下，2018 年共有 7 家互金公司赴美上市，数量与 2017 年持平，但总融资规模为 3.68 亿美元，仅为 2017 年总融资规模的 23.4%。同时纵观这些上市平台在 2018 年的股价表现，近两年上市的网贷平台股价绝大多数都收跌，且跌幅较大，这也反映了过去的一年里，市场对互联网金融的悲观预期。我们认为互金公司即使在市场不利的情况下也积极赴美上市的原因在于监管趋严同时竞争加剧，互金公司需要补充资本来应对挑战。

图表7：2015-2018 年网贷景气指数


资料来源：网贷之家，中信建投国际研究

图表8：上市网贷平台相关公司 2018 年股价表现

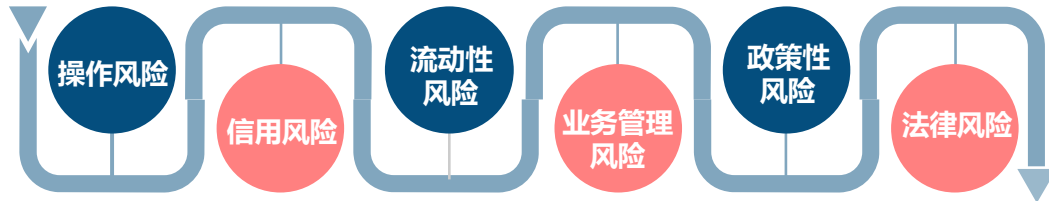
平台	上市时间	发行价	收盘价	年度涨跌幅	年内最高价	变化幅度
宜人贷	2015/12/18	10 美元	10.75 美元	-75%	53.22 美元	-80%
信而富	2017/04/28	6 美元	1.02 美元	-82%	6.5 美元	-84%
和信贷	2017/11/03	10 美元	2.5 美元	-77%	13.12 美元	-81%
拍拍贷	2017/11/03	13 美元	3.6 美元	-49%	8.68 美元	-59%
爱洪森	2018/03/16	4 美元	3.81 美元	-31%	8.91 美元	-57%
点牛金融	2018/03/20	4 美元	6.5 美元	24%	9.46 美元	-31%
51 信用卡	2018/07/13	8.5 美元	4.46 美元	-49%	9.55 美元	-53%
小赢科技	2018/09/19	9.5 美元	4.32 美元	-71%	20.3 美元	-79%
微贷网	2018/11/15	10 美元	9.26 美元	-12%	10.89 美元	-15%

资料来源：Wind，中信建投国际研究

去金融化成为趋势，互金行业更专注技术赋能

互金行业初期仅停留在信息撮合，并未深入通过技术赋能解决金融行业长期存在的痛点。互联网金融平台从最开始蓬勃发展的 P2P 平台开始，重心就一直集中于信息撮合方面，而对于其他更深层次的功能与作用却并没有开发。金融行业长期存在的操作风险、信用风险、流动性风险、业务管理风险、政策性风险、法律风险等诸多痛点，并未解决。反而因为平台的盲目扩张而被进一步放大，从而导致了平台暴雷、资不抵债等诸多问题。

图表9：互联网金融平台主要风险



资料来源：中信建投国际研究

未来去金融化将成为趋势，专注于科技赋能金融。2018 年以来，“BATJ”旗下的互联网金融企业相继启动“去金融化”进程，将业务回归金融科技本源，不约而同地强化了科技属性。比如京东表示京东金融将扮演金融服务机构的角色，向传统金融机构输出技术。

马太效应加剧，头部互金公司依托品牌和信誉优势规模不断扩大。与小平台大量停业形成鲜明对比的是头部互金公司在监管趋严、竞争加剧的背景下在逆势扩张。原因主要是这些头部互金公司大多都有强大的母公司依托，比如阿里巴巴的蚂蚁金服、腾讯的微众银行、京东的京东金融以及百度的度小满金融。用户和资金方都会优先选择这些有信用背书的平台来降低自身借贷的风险。同样 360 金融依托 360 公司，在一定程度上也具备了品牌和信用的优势。我们认为大平台相比中小平台在融资和技术方面都具有优势。比如中小平台在反欺诈、资产审核、风险管理等方面的薄弱将导致其与大平台相比会面临更高的借款违约率、恶意拖欠等问题。此外完备的生态体系以及牌照全面等也是决定竞争的重要关键，未来头部互金公司的马太效应将更加明显。

图表10：BATJ 的金融布局

	腾讯	阿里巴巴	百度	京东
互金平台	 微众银行 科技·普惠·连接	 蚂蚁金服 ANT FINANCIAL	 度小满金融 DU Xiaoman Financial 百度金融服务	 京东金融 JD Finance
银行	微众银行	网商银行	百信银行	暂无
保险/经纪	参股众安保险、 和泰人寿 英华杰人寿（香港） 微民保险代理	控股国泰产险 参股众安保险 信美相互 上海蚂蚁韵保保险代理 杭州保进保险代理	控股黑龙江联保 龙江保险经纪	天津津投保保险经纪 安联财险
基金/基金销售	腾安基金销售	天弘基金 蚂蚁基金销售	北京百度百盈 科技有限公司	北京肯特瑞 财富管理投资公司
小贷公司	财付通网络金融小贷	重庆蚂蚁小微小贷 重庆蚂蚁商城小贷	重庆百度小贷 上海百度小贷	重庆两江小贷 重庆京东同盈小贷 北京京汇小贷
第三方支付	财付通（微信支付）	支付宝	百度钱包	京东支付

资料来源：中信建投国际研究

行业严冬中赴美上市的 360 金融能否后来居上？

孵化于 360 集团的 360 金融，较高的品牌认可助力成长

奇虎 360 与“BATJ”同为国内知名互联网企业，凭借母公司知名度，360 金融实现了快速发展。360 金融孵化于专注互联网安全的奇虎 360 集团。出于母公司 360 集团回归 A 股的需要，360 金融在 2016 年 7 月从 360 金服（北京奇步天下科技有限公司）分拆独立运营。360 金融上市前先后共完成 4 轮融资，其中不乏红杉资本这样的知名创投基金，顺利的融资离不开投资方对其母公司 360 集团的认可。独立运营后的 360 金融发展很快，2018Q3 的贷款量已经排在国内互金平台的第五位，仅次于“BATJ”的互金平台。

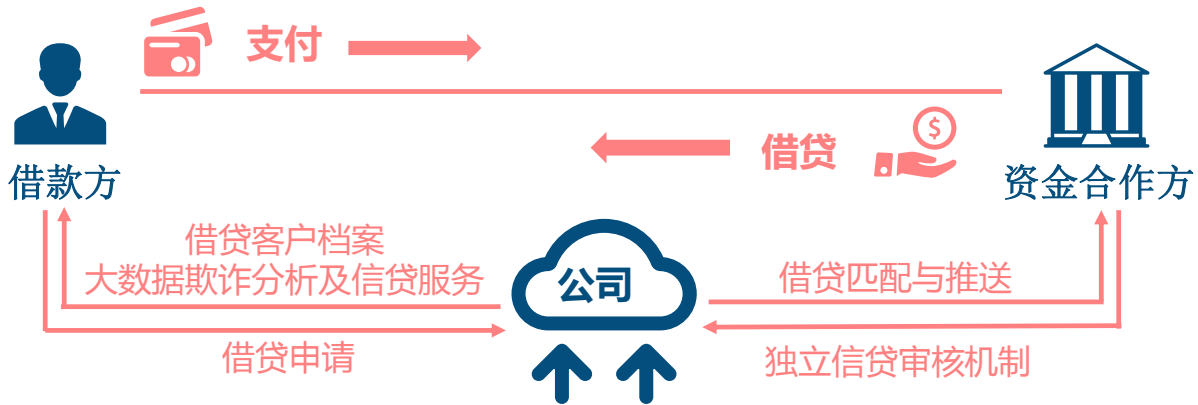
图表11：2018Q3 互联网金融平台贷款额排名

排名	平台名称	3Q18 贷款量 (RMB)	贷款业务开展时间
1	蚂蚁金服 	>1000 亿	2015H1
2	微众银行 	600 亿-1000 亿	2015H1
3	京东金融 	400-600 亿	2014H1
4	度小满金融 	300-350 亿	2015H2
5	360 金融 	270 亿	2016H2

资料来源：奥纬咨询，中信建投国际研究

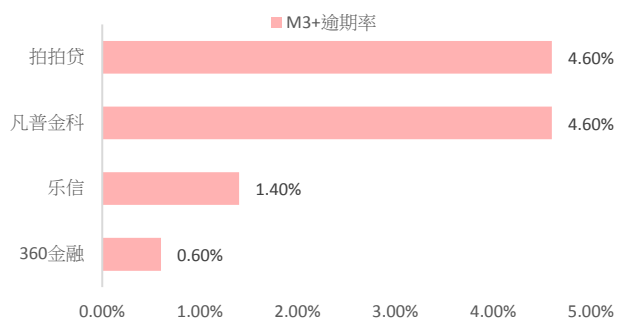
商业模式与同行相近，但是 360 金融依靠网络安全技术和大数据分析能力打天下。和其他的互金平台的运营模式类似，360 金融也是让平台作为“桥梁”，撮合个体借款人和资金合作方，实现三方的合作共赢和资金的合理运用。在 2017 年以前，360 借条的营收模式是向借款人按月收取手续费。从 2018 年开始，根据 141 号文的规定，360 金融不再直接向借款人收费，改向资金方收取费用。通过平台授信，公司的融资伙伴将资金贷给借款人，借款者直接向资金出借方支付利息完成交易。360 金融则向融资伙伴收取技术服务费，即贷款便利化服务收入和贷后服务收入。从商业模式来看，360 金融在个体消费信贷方面的业务模式和同行基本相同，360 金融的优势在于他们母公司长期以来在网络安全方面积累下来的品牌和技术优势，这些优势使得 360 金融在风险管理和诈骗预防方面有着得天独厚的优势。从贷款逾期率数据上来看，360 金融的 M3+逾期率明显低于同业其他公司，同时数据还在继续降低，我们认为 360 金融的风控能力要优于其他同业平台。

图表12：360 金融的商业模式



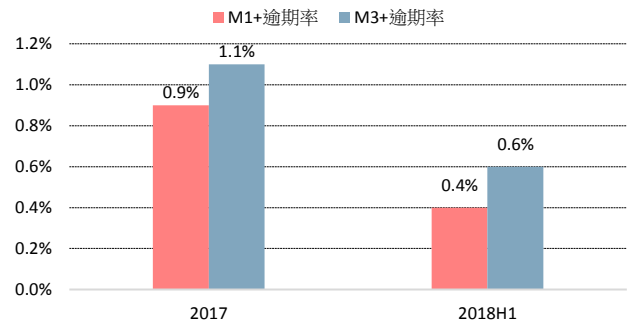
资料来源：中信建投国际研究

图表13：360 金融 M3+逾期率同业对比



资料来源：公司公告，中信建投国际研究

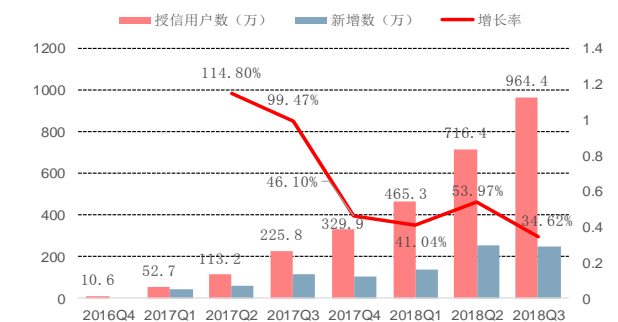
图表14：360 金融贷款逾期率



资料来源：公司公告，中信建投国际研究

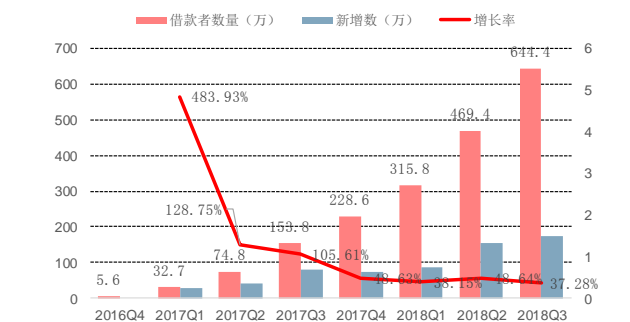
尽管起步较晚，但是 360 金融增长速度飞快。相比于 2014 年成立的蚂蚁金服和微众银行，2013 年成立的京东金融，360 金融起步较晚，所以不仅要面对 BATJ 这样的头部企业竞争，还要展开与国内诸多 P2P 平台的竞争。但其增长速度喜人，截至 2018 年 9 月 30 日，平台授信用户数达到了 964 万，季度复合增速达到了 90.5%。借款人方面，截至 2018 年 9 月 30 日，成功借入的累计借款人已经达到了 644 万，季度复合增长率达到为 97%。360 金融的快速发展一定程度上也依托 360 集团的导流，从成立至 2018Q3，360 集团贡献了平台累计借款者的 22.7%。

图表15：360 金融授信用户数、新增数及增长率



资料来源：公司公告，中信建投国际研究

图表16：360 金融借款者数量、增长数及比率

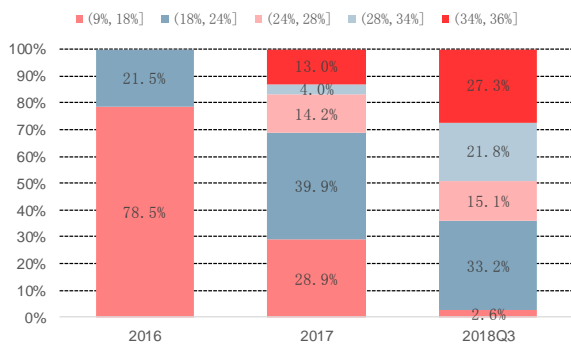


资料来源：公司公告，中信建投国际研究

平台借款者以年轻人为主，普遍信用较好，小额贷款下 APR（年利率）高低并不是决定用户贷款与否的关键因素。360 金融主要借款人的年均可支配收入范围在 2.5 万元人民币到 5 万元人民币之间，以 20 岁至 35 岁的男性为主，这些借款人普遍信用较好，平均拖欠率在 2% 左右。2016 年公司的最主要借款人获批 APR 在 9%-18% 区间内，占比 78.5%，而 2018 年前三个季度只有不到 2.6% 的借款人获批 APR 低于 18%，而有接近一半的借款人分期 APR 都高于 28%。而触及监管红线的

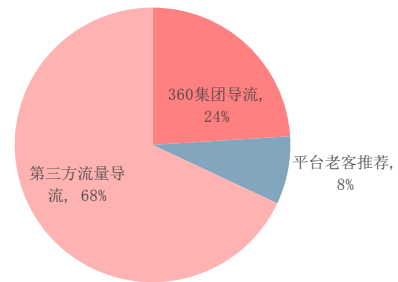
APR 设定是 36%，可以看出公司在 2018 年后普遍提高了借款人获批的 APR，这也是公司服务费收入同比大增的一个原因。从获客渠道来看，借款者中有 23% 来自关联方 360 集团的导流，8% 来自平台已注册用户的老客推荐，剩下的 70% 的获客来自于市场上一些第三方流量网站的导流，比如今日头条、陌陌等。360 金融在获客方面的优势在于可以通过大数据算法将广告精准地推送给适合公司的用户，提高了广告的转化率。

图表17: 2016-2018 年按价格范围分类的贷款额占比



资料来源: 公司公告, 中信建投国际研究

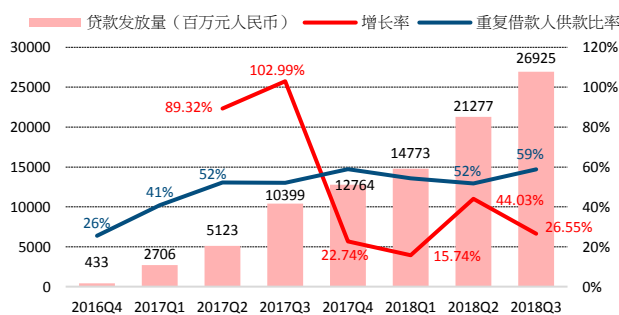
图表18: 截至 2018Q3 各渠道的获客比例



资料来源: 公司公告, 中信建投国际研究

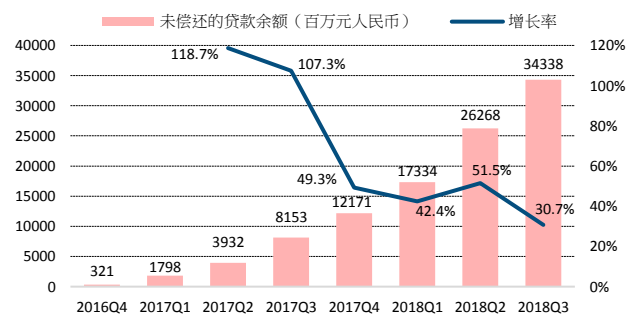
360 金融依托庞大的客户群体实现贷款量的不断攀升, 以贷款额为基础的服务费收入也稳步增长。360 金融的主营业务收入分为四个方面, 即贷款便利化促成收入、贷后服务费收入、融资收入和广告、转介服务等其他收入。其中前两项收入是 360 金融的最主要收入来源, 统称为贷款服务, 来源于公司主业消费信贷。随着平台用户数的不断扩大, 360 金融的贷款量和相应的服务费收入也快速增长。截至 2018Q3, 公司累计贷款发放额为人民币 944 亿元, 未偿还的贷款余额为人民币 347 亿元。2016 年、2017 年和 2018 年前三个季度的净收入总额分别为 6 万元、3.091 亿元、14 亿元。

图表19: 360 金融贷款发放量及增长率



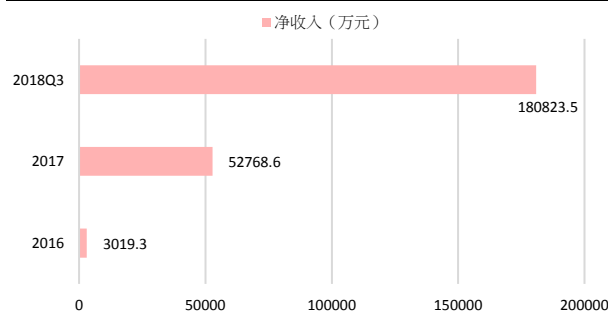
资料来源: 公司公告, 中信建投国际研究

图表20: 360 金融未偿还贷款余额及增长率



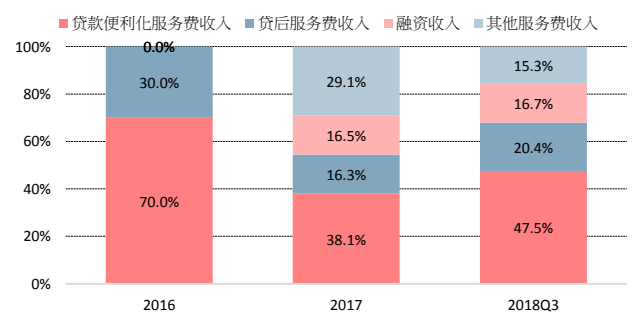
资料来源: 公司公告, 中信建投国际研究

图表21: 2016-2018 年 360 金融净收入总额



资料来源: 公司公告, 中信建投国际研究

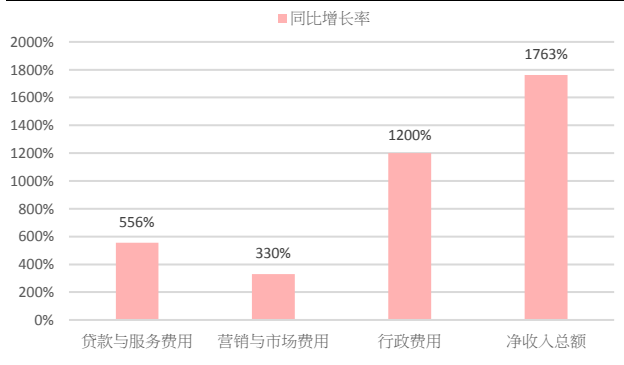
图表22: 2016-2018 年 360 金融各项收入所占比例



资料来源: 公司公告, 中信建投国际研究

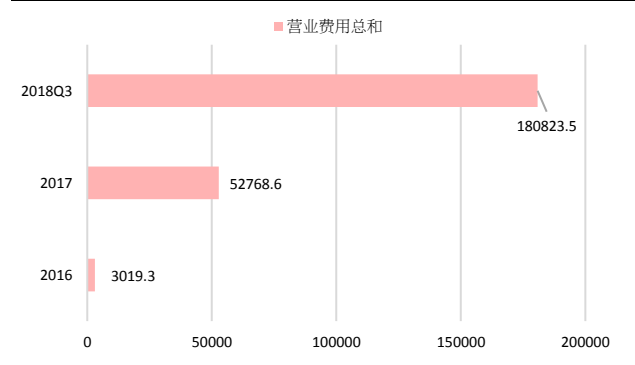
收入增速远高于成本和费用增速，剔除股权激励影响，截止 2018Q3 公司已经实现盈利。360 金融的费用支出主要来自于三大方面，即贷款与服务费用（O&S 费用），营销与市场费用（S&M 费用）以及行政费用（G&A 费用），其中贷款与服务费用主要来自于资信评估、贷款审核授信过程中的征信、催收、沟通等费用以及相应职能部门的职工薪酬。而营销与市场费用主要由平台推广所花费的广告费及销售市场部门职工的工资薪酬福利构成。行政费用主要是管理人员的薪酬和股权激励费用。2018Q3 公司净收入总额同比增长 1763%，远高于成本和费用增速。行政费用同比增长 1200%，主要是因为公司实施了股权激励计划。若剔除股权激励影响，截至 2018 年 9 月 30 日，公司经调整后的净利润应为 6070 万元。

图表23：360 金融各项费用及净收入总额同比增长率



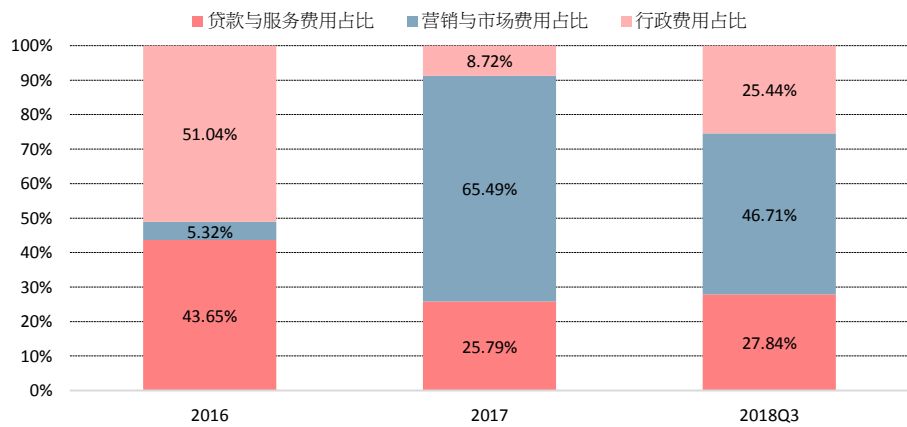
资料来源：公司公告，中信建投国际研究

图表24：2016-2018 年 360 金融营业费用总和



资料来源：公司公告，中信建投国际研究

图表25：360 金融三项主要费用占比



资料来源：公司公告，中信建投国际研究

互金行业从良莠不齐到多强争霸，360 金融实现超越需扬长补短

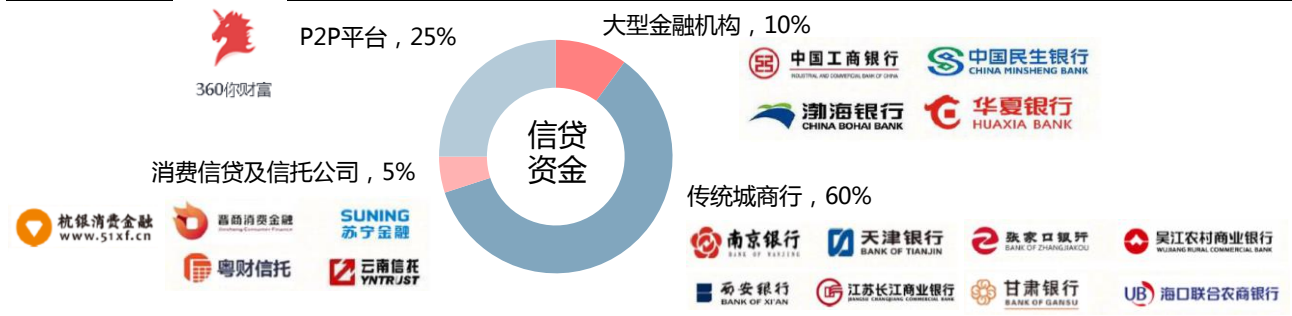
未来互金行业的竞争将更加强调生态体系的完备，行业将呈现多强争霸的格局。我国的网贷平台数量从 2015 年开始逐步减少，到 2018 年底，P2P 网贷平台下降至 1021 家。2018 年 12 月 P2P 网贷行业的活跃投资人数为 235.17 万人，环比下降 2.89%，活跃借款人数为 267.96 万人，环比下降 2.45%。小平台在风控和资金方面的劣势将随着监管趋严以及资金供给收窄而变得越发严重，难免在竞争的潮流中被淘汰。

我们认为 360 金融在风控、生态及品牌方面具有优势，主要体现在：

1. 靠网络安全技术起家的 360 集团拥有领先的风控和互联网大数据技术，可以帮助 360 金融有效控制风险、预防欺诈，通过获取用户的社会关系，进而更准确地判断个体借款人的综合信用状况。同时累积的客户大数据信息也能够实现客户的精准营销。

2. 背靠 360 集团, 可以凭借 360 集团形成的网络安全卫士、手机卫士、浏览器、搜索引擎等生态系统, 源源不断地为 360 金融输送借款人资源, 减轻了公司的获客压力, 同时也能保持较高的转化率。相较于美股其他上市的互金平台, 360 金融生态获客优势更加明显。
3. 互金平台最为关键的资金环节, 360 金融的融资渠道具有很大的优势, 资金压力较小。公司刚成立时主要合作资金方为消费金融公司和信托公司, 2017 年开始 360 金融即广泛与城商行开展资金合作, 比如南京银行、西安银行等。2018 年年中开始与中国工商银行等国有大型银行合作。

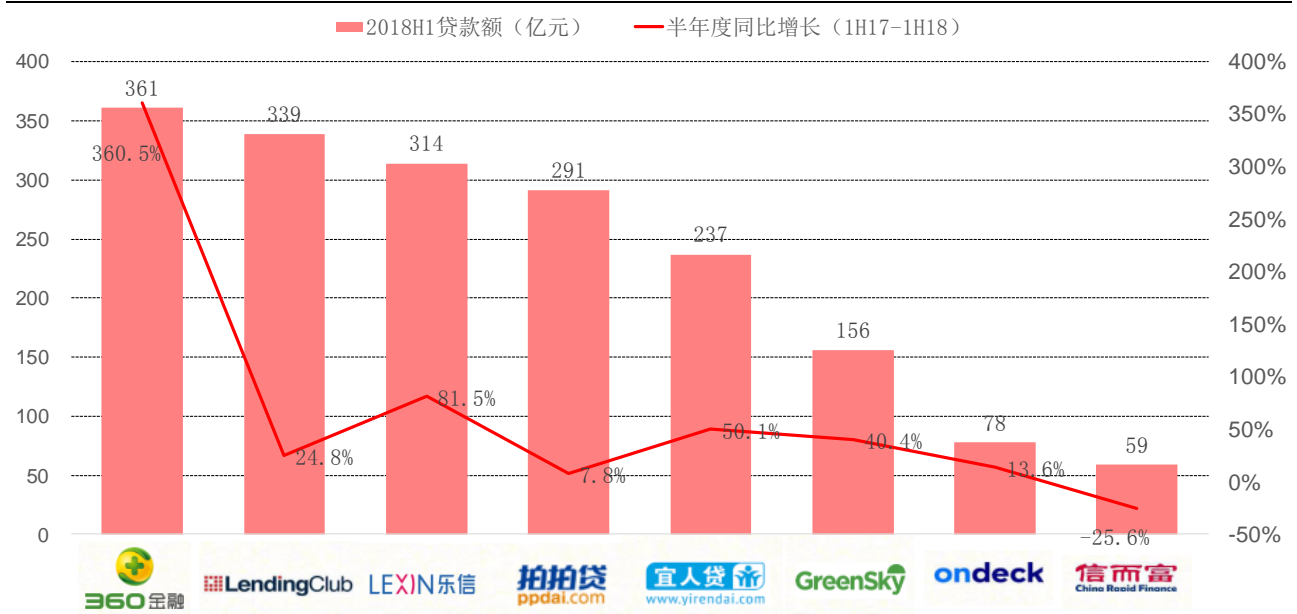
图表26: 360 金融主要资金合作方



资料来源: 公司公告, 中信建投国际研究

与美股上市的其他网贷平台, 360 的发展明显更快。截至 2018Q3, 360 金融的贷款额达到 630 亿元, 超过了微贷网、趣店等美股上市的其他网贷平台。贷款额增速方面, 360 金融的增速高达 245%, 也远远高于其他平台。收入方面, 360 金融 2018 年第三季度的应收环比增速为 48.80%, 而其他平台大部分环比增速为负。

图表27: 360 金融 2018H1 业绩同业对比



资料来源: 公司公告, 中信建投国际研究

但与“BATJ”的金融科技对比, 360 金融还存在着诸多不足之处。比如缺乏消费场景、业务过于单一以及互联网金融相关牌照不全都是制约 360 金融发展的重要因素。要想迎头赶上, 360 金融“扬长”的同时必须“补短”。

缺乏消费场景优势，仅靠 360 生态难以撼动头部企业地位。360 金融的优势是其背后的 360 生态系统，而这样的优势仅仅是相对于其他小型互联网金融平台而言，但对于头部互联网金融企业来说，这样的优势并不明显。比如蚂蚁金服具有支付宝、淘宝、天猫等消费场景优势，大而全的淘宝和天猫很难被颠覆，市场也习惯了支付宝支付，在淘宝和天猫购物。因此几乎每个借款人手机中都会安装有支付宝 APP，通过消费场景形成用户习惯，并进一步构建壁垒从而争夺流量蛋糕，这样一来当借款人面临借款需求时，可能会更习惯于使用蚂蚁金服的蚂蚁借呗。360 金融想要通过安全软件越过蚂蚁金服、微众银行、京东金融和度小满金融所依托的支付、社交、电商、搜索等优势，可能还需做更多。

图表28：360 金融主要第三方流量合作方



资料来源：公司公告，中信建投国际研究

业务较为单一，其他头部平台业务更加多元化。360 金融旗下现有三款主要产品，即 360 借条、360 小微贷和 360 分期，收入主要来自于助贷撮合和后期催收等产生的服务费收入。而其竞争对手如蚂蚁金服，其业务已经覆盖了银行、保险、理财、基金等多个板块，相较而言 360 金融的业务还比较单一。360 金融在 2018 年九月开启了小微贷方面的业务，主要面向网络电商卖家，主要是因为网络电商卖家的业绩销量比较透明，信息也有保障，信用风险较小。未来小微贷的受众群体很可能会有所扩大，因此我们认为这部分业务未来的增速是值得期待的。同时，360 金融平台的注册用户数要远高于平台授信用户数和借款人数，助贷业务或许并不能满足 360 金融的发展，未来这部分平台的注册用户数或者可以通过公司的大数据手段提供精准满足需求的更多元化的互金服务。

图表29：360 金融官网主要产品



资料来源：公司官网，中信建投国际研究

牌照缺失成最大掣肘，多元化业务须牌照护航。牌照是互联网金融公司开展多元化金融业务的关键，BATJ 等互联网巨头因为布局金融业务相对较早，在牌照合规方面很积累起了先发优势。蚂蚁金服和微众银行几乎囊括了所有能拿到的互联网金融牌照。而 360 金融目前还只持有互联网小贷牌照、融资担保牌照等牌照，以及奇虎 360 持有消费金融牌照。目前 360 金融专注于助贷业务，已具有助贷业务所需的牌照，但是结合市场趋势，未来多元化发展是个趋势。考虑到 360 金服旗下还有一些牌照，如基金销售牌照，我们认为随着 360 金融业务发展更加多元化，会逐步将这些牌照注入到上市公司平台。

怎么看 360 金融的估值水平?

核心假设:

收入:

1. 授信用户数增长 YoY 在 2019/2020 年分别为 80%/50%
2. 借款人占授信用户比例在 2018/2019/2020 年分别为 70%/70%/70%
3. 人均贷款额在 2018/2019/2020 年分别为 11000/11000/11000 元
4. 2018 年改用 ASC606 准则后, 贷款促成服务费当期确认, 当期确认的促贷费提高, 所以 2018 年及以后综合年化服务费率比 2017 年提高。
5. 融资收入占贷款额的比例在 2018/2019/2020 年分别为 0.4%/0.5%/0.6%
6. 其他服务费收入占贷款额的比例在 2018/2019/2020 年分别为 0.35%/0.4%/0.45%

成本:

1. O&S 费用占贷款额比例在 2018/2019/2020 年分别为 1%/1.2%/1.4%
2. 获客成本在 2018/2019/2020 年分别为 160/180/210 元
3. G&A 费用占收入比重在 2019/2020 年为 3%/3%

估值:

根据 Bloomberg 的预测, 美股上市的互联网金融公司平均动态市销率 PS 为 2.3 倍/1.8 倍(FY18E/FY19E), 平均动态市盈率 PE 为 10.6/7.1 倍(FY18E/FY19E 剔除负值), 考虑到公司是国内互联网巨头中第一个正式进入资本市场的互金公司, 拥有较高的品牌影响力, 同时增速较快, 相比同业上市公司具有估值溢价有一定的合理性。我们首次覆盖给予 2019 年 7 倍的 PE, 相当于 2019 年 2.6 倍的 PS, 对应估值 30 亿美金。

图表30: 收入预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
分项收入							
授信用户数 (万)	11	330	1089	1960	2939	3821	4394
新增授信用户数 (万)	11	319	759	871	980	882	573
授信用户数增长YoY		3012.3%	230.0%	80.0%	50.0%	30.0%	15.0%
新增授信用户数增长YoY		2912.3%	137.6%	14.8%	12.5%	-10.0%	-35.0%
累计借款人, 包括重复借款者 (万)	6	229	762	1,372	2,058	2,637	2,988
新增累计借款人 (万)	6	223	533	610	686	579	352
累计借款人增长YoY		3982.1%	233.36%	80.00%	50.00%	28.14%	13.33%
新增累计借款人增长YoY		3882.1%	139.22%	14.28%	12.50%	-15.57%	-39.29%
借款人占授信用户比例	52.8%	69.3%	70.0%	70.0%	70.0%	69.0%	68.0%
贷款发放额 (百万)	436	30,992	83,828	150,890	226,334	303,215	352,608
贷款余额 (百万)	321	12,171	42,000	75,600	113,400	151,919	176,667
贷款发放额增长YoY		7008.3%	170.48%	80.00%	50.00%	33.97%	16.29%
人均贷款额 (元)	7,786	13,557	11,000	11,000	11,000	11,500	11,800
人均贷款额增长YoY		74.1%	-18.86%	0.00%	0.00%	4.55%	2.61%
贷款促成服务 (万元)	4	11,778	252,321	464,740	712,954	955,126	1,110,715
贷后服务收入 (万元)	1.8	5,048	108,138	199,174	305,552	409,340	476,021
助贷服务费收入合计 (贷款促成+贷后服务) (万元)	6	16,826	360,459	663,915	1,018,505	1,364,466	1,586,736
综合年化服务费率	0.01%	0.54%	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
表内贷款 (百万元)	0	2770	5807	9828	13608	18230	19433
表内贷款/贷款余额	0.00%	22.76%	13.83%	13.0%	12.0%	12.0%	11.0%
融资收入 (万元)	0	5,097	23,228	49,140	81,648	91,152	97,167
融资收入/表内贷款		1.84%	4.00%	5.00%	6.00%	5.00%	5.00%
其他服务费收入 (平台广告费+转介介绍服务费) (万元)	0	8,983	29,340	60,356	101,851	151,607	193,934
其他服务费收入占贷款额的比例	0	0.29%	0.35%	0.40%	0.45%	0.50%	0.55%
营业收入总额 (万元)	6	30,905	413,027	773,410	1,202,004	1,607,225	1,877,837

资料来源: 公司, 中信建投国际预测

图表31: 同业估值比较 FY1=2018

	公司	代码	收市价 (Local\$)	市值 (US\$bn)	财年 Y/E	每股盈利增长		市盈率 (x)		市净率 (x)		市销率 (x)		净利率 (%)	
						FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
QFIN US EQUITY	360 Finance Inc	QFIN US	12.75	1.6	Dec	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
QD US Equity	趣店	QD US	5.04	1.7	Dec	9.0	17.3	4.7	4.0	0.9	0.8	1.5	1.1	30.9	27.0
PPDF US Equity	拍拍贷	PPDF US	3.67	1.1	Dec	90.9	(7.2)	3.6	3.9	1.4	1.0	1.8	1.7	50.6	43.8
YRD US Equity	宜人贷	YRD US	11.76	0.7	Dec	(29.3)	17.6	5.0	4.2	1.1	0.9	0.8	0.8	17.0	19.1
WEI US Equity	微贷网	WEI US	10.44	0.7	Dec	35.4	21.5	7.7	6.3	2.4	1.7	1.3	1.2	16.5	18.2
XRF US Equity	信而富	XRF US	1.18	0.1	Dec	54.3	(86.4)	-1.4	-10.1	n.a.	-33.7	1.1	0.7	-80.3	-6.6
XYF US Equity	X Financial	XYF US	5.28	0.8	Dec	178.2	5.1	5.7	5.4	1.6	1.3	1.5	1.4	26.3	25.8
DNJR US Equity	金牛有限公司	DNJR US	9.75	0.1	Dec	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
JT US Equity	简普科技有限公司	JT US	6.00	1.0	Dec	(37.8)	(134.7)	-53.9	155.5	4.1	4.1	3.5	2.2	-6.5	1.4
LC US Equity	LendingClub公司	LC US	3.55	1.5	Dec	(126.8)	95.9	36.7	18.7	1.9	1.8	2.2	1.9	5.9	10.1
	平均值 (剔除负值)			0.9				10.6	7.1	2.2	1.9	2.3	1.8	24.5	24.0

资料来源: Bloomberg, 中信建投国际研究 (13-Feb 2019)

图表32: 利润表

利润表 RMB 000'	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
收入							
提供贷款的服务费	42	117,780	2,523,210	4,647,402	7,129,537	9,551,264	11,107,151
发放贷款后的服务费	18	50,478	1,081,376	1,991,744	3,055,516	4,093,399	4,760,208
贷款利息收入	--	50,966	232,283	491,400	816,480	911,515	971,666
其他服务费收入	--	89,828	293,397	603,559	1,018,505	1,516,074	1,939,344
介绍服务收入	--	84,303	210,758	484,742	969,485	1,454,227	1,890,495
其他	--	5,525	82,639	118,816	49,021	61,847	48,849
总的净收入	60	309,052	4,130,266	7,734,104	12,020,037	16,072,252	18,778,369
		514,986.7%	1,236.4%	87.3%	55.4%	33.7%	16.8%
运营成本							
发放贷款和服务	(13,178)	(136,106)	(838,276)	(1,810,676)	(3,168,683)	(4,851,436)	(6,346,944)
销售和宣传	(1,605)	(345,576)	(1,214,032)	(1,567,685)	(2,057,586)	(1,851,828)	(1,261,006)
管理和行政	(15,410)	(46,004)	(488,607)	(232,023)	(360,601)	(498,240)	(619,686)
摊销成本贷款计提	--	(12,406)	(41,914)	(75,445)	(113,167)	(151,607)	(176,304)
金融资产应收计提	--	--	(1,000)	(1,200)	(1,400)	(1,500)	(1,600)
账户应收计提	--	--	--	--	--	--	--
总的运营成本	(30,193)	(540,092)	(2,583,829)	(3,687,029)	(5,701,438)	(7,354,611)	(8,405,540)
总的运营收入	(30,133)	(231,040)	1,546,437	4,047,075	6,318,600	8,717,641	10,372,829
运营收入利润率	(50,221.7%)	(74.8%)	37.4%	52.3%	52.6%	54.2%	55.2%
利息收入	3	2,421	7,295	12,263	17,185	24,497	28,465
其他收入	--	22	2,700	--	--	--	--
税前收入	(30,130)	(228,597)	1,556,432	4,059,338	6,335,785	8,742,138	10,401,294
所得税	8,297	62,232	(521,613)	(1,147,340)	(1,716,451)	(2,318,040)	(2,732,828)
净利润	(21,833)	(166,365)	1,034,819	2,911,999	4,619,334	6,424,099	7,668,465
净利润率	(36,388.3%)	(53.8%)	25.1%	37.7%	38.4%	40.0%	40.8%
总的综合性收益	(21,833)	(166,365)	1,034,819	2,911,999	4,619,334	6,424,099	7,668,465
EBIT	(30,133)	(231,040)	1,546,437	4,047,075	6,318,600	8,717,641	10,372,829
折旧摊销	201	1,306	3,000	3,100	3,200	3,300	3,400
EBITDA	(29,932)	(229,734)	1,549,437	4,050,175	6,321,800	8,720,941	10,376,229

资料来源: 公司, 中信建投国际预测

图表33: 资产负债表

资产负债表 人民币 000'	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
资产							
流动资产							
现金和现金等价物	6,173	468,547	1,584,732	3,918,093	7,618,680	12,827,472	19,452,395
限定性现金	--	487,882	512,276	537,890	564,784	593,024	622,675
来自第三方支付方的应收资金	7,722	132,479	92,735	97,372	107,109	128,531	167,090
应收账款和合约资产	--	--	760,420	1,273,261	1,953,298	2,616,785	3,043,055
金融资产应收账款	5,399	140,356	532,294	891,282	1,367,308	1,831,749	2,130,139
相关方应付	55,045	105,219	42,088	46,296	50,926	61,111	79,445
应收贷款	--	1,192,307	715,384	643,846	708,230	849,876	1,104,839
预付费用和其他资产	4,693	33,907	252,321	464,740	712,954	955,126	1,110,715
流动资产合计	79,032	2,560,697	4,492,249	7,872,780	13,083,289	19,863,675	27,710,353
房屋设备	1,982	5,994	10,049	14,004	17,859	21,614	25,269
无形资产	208	262	314	377	453	543	652
递延所得税资产	8,297	186,319	558,957	614,853	737,823	922,279	1,198,963
非流动资产合计	10,487	192,575	569,320	629,234	756,135	944,436	1,224,884
总资产	89,519	2,753,272	5,061,569	8,502,014	13,839,424	20,808,111	28,935,237
负债							
流动负债							
投资者应付	--	536,906	553,013	569,604	586,692	604,292	622,421
应计费用及其他流动负债	11,645	96,737	439,251	626,795	969,244	1,250,284	1,428,942
相关方应付	93,626	1,283,970	1,348,169	1,415,577	1,486,356	1,560,674	1,638,707
担保负债	5,768	300,942	1,113,485	1,336,182	1,603,419	1,763,761	1,940,137
应付所得税	--	115,325	149,923	179,907	197,898	207,793	218,182
其他所得税应付	313	17,590	21,108	25,330	27,863	29,256	26,330
流动负债合计	111,352	2,351,470	3,624,949	4,153,394	4,871,471	5,416,059	5,874,720
	111,352	2,351,470	3,624,949	4,153,394	4,871,471	5,416,059	5,874,720
股东权益							
已缴资本/母公司投资	--	590,000	590,000	590,000	590,000	590,000	590,000
累计留存收益	(21,833)	(188,198)	846,621	3,758,620	8,377,953	14,802,052	22,470,517
股东权益合计	(21,833)	401,802	1,436,621	4,348,620	8,967,953	15,392,052	23,060,517
	89,519	2,753,272	5,061,569	8,502,014	13,839,424	20,808,111	28,935,237

资料来源: 公司, 中信建投国际预测

图表34: 现金流量表

现金流量表 人民币 000'	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
经营性现金流							
净利润	(21,833)	(166,365)	1,034,819	2,911,999	4,619,334	6,424,099	7,668,465
折旧摊销	201	1,306	3,000	3,100	3,200	3,300	3,400
摊销成本贷款计提	--	12,406	--	--	--	--	--
应收金融资产计提	--	--	--	--	--	--	--
应收账款计提	--	--	--	--	--	--	--
运营资产和负债变化							
第三方应收资金	(7,722)	(124,757)	39,744	(4,637)	(9,737)	(21,422)	(38,559)
应收账款	--	--	(760,420)	(512,841)	(680,037)	(663,487)	(426,270)
金融资产应收	(5,399)	(134,957)	84,985	(287,450)	(540,410)	(606,087)	(553,352)
预付和其他资产	(4,693)	(27,478)	(218,414)	(212,419)	(248,213)	(242,173)	(155,589)
递延所得税资产	(8,297)	(178,022)	(372,638)	(55,896)	(122,971)	(184,456)	(276,684)
相关方到期	(38,576)	(5,975)	63,131	(4,209)	(4,630)	(10,185)	(18,333)
担保负债	5,768	295,174	812,543	222,697	267,236	160,342	176,376
应付所得税	107	115,325	34,598	29,985	17,991	9,895	10,390
其他应付所得税	313	17,277	3,518	4,222	2,533	1,393	(2,926)
应计费用和其他流动负债	11,645	85,092	342,514	187,544	342,450	281,039	178,658
经营性现金流	(68,486)	(110,974)	1,067,380	2,282,094	3,646,745	5,152,259	6,565,576
营运资本变动	(46,854)	41,679	29,561	(633,005)	(975,789)	(1,275,140)	(1,106,290)
投资性现金流							
购买房屋、设备和无形资产	(2,391)	(7,109)	(7,107)	(7,118)	(7,130)	(7,146)	(7,164)
摊余成本计量的投资性贷款	--	(2,769,592)	--	--	--	--	--
摊余成本计量的投资性贷款回收	--	1,572,432	--	--	--	--	--
投资性现金流	(2,391)	(1,204,269)	(7,107)	(7,118)	(7,130)	(7,146)	(7,164)
融资性现金流							
投资者提供的现金	--	590,000	--	--	--	--	--
股东贷款	77,050	810,500	--	--	--	--	--
股东贷款还款	--	(147,500)	--	--	--	--	--
从投资者收到和支付的现金	--	1,012,499	80,306	83,999	87,867	91,919	96,162
融资性现金流	77,050	2,265,499	80,306	83,999	87,867	91,919	96,162
现金和现金等价物的净增加	6,173	950,256	1,140,579	2,358,975	3,727,482	5,237,032	6,654,574
现金和现金等价物的年初	--	6,173	956,429	2,097,008	4,455,983	8,183,464	13,420,496
现金和现金等价物年底	6,173	956,429	2,097,008	4,455,983	8,183,464	13,420,496	20,075,070

资料来源: 公司, 中信建投国际预测

评级说明

以纳斯达克指数涨跌幅为基准。

- 买入 未来 12 个月绝对总回报不小于 10%
- 持有 未来 12 个月绝对总 回报大于-10%但小于 10%
- 卖出 未来 12 个月绝对总回报不大于-10%

利益披露声明

截至本报告的日期，

1. 主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- (i) 本报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每一位分析师对作为分析对象的证券和发行者的个人观点；
- (ii) 分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去，现在及将来均不会直接或间接涉及本报告所表达的任何具体建议或观点。

2. 主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师,或其关联方,均不在本报告提及的任何公司中拥有任何权益(包括直接或间接拥有证券、安排财务融通或担任高级管理人员)。

3. 本报告由中信建投(国际)证券有限公司(下称“中信建投(国际)”)受香港证券及期货监察委员会监管(中央编号:BAU373)发出。

4. 中信建投(国际)及每一间在香港从事投资银行,自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,没有持有本报告提及的任何公司高于市场资本值的 1%。

5. 中信建投(国际)及每一间在香港从事投资银行,自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,在过去 12 个月内可能向本报告提及的任何公司就投资银行服务收取任何报酬或接受任何委托。

6. 中信建投(国际)及每一间在香港从事投资银行,自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,并无雇员或其有关联的个人担任此报告内所评论的任何上市公司的高级人员。

7. 中信建投(国际)及每一间在香港从事投资银行,自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,可能有为此报告所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

免责声明

此报告只提供参考之用,在任何地区皆不可作为证券出售要约或证券买卖的邀请。此报告所提及的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由中信建投(国际)编写,所载资料的来源被中信建投(国际)认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠资料为基础,只是表达观点;中信建投(国际)或任何个人不对其准确性或完整性作任何担保。此报告所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映中信建投(国际)于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改。由于假设及准则不一,不同的观点及分析方法可能被应用于准备有关材料,中信建投(国际)并无责任向任何接受本报告的人士提供该等材料。中信建投(国际)、其控股公司或任何其附属公司不对因使用此报告的材料而引致的直接或间接损失而负任何责任。

此报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也不适合所有的投资者。此报告中所提及投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何人的投资目标、财物状况或特殊需求考虑进去。投资者应该不依靠此报告而是靠自己作出投资决定。客户在做出任何以此报告的建意为依据的投资行动前,应先咨询专业意见。在投资于本报告所涉及的证券前,投资者应考虑其个人投资目标及财物状况,并在有需要时就财政、税务及法律征询专业意见。

本报告的收件人须对本报告严格保密。本报告以供参考为目的而提供,且不得以任何目的被复制、再散布或传递(无论直接或间接)给其他任何人或被全部或部分公开。在其他管辖区散布本报告的行为可能受到法律的限制,且拥有本报告的任何人均应自行获悉所有该等限制或任何须遵守的规定。

中信建投(国际)研究部

香港中环交易广场2期18楼

电话: (852) 34655600 传真: (852) 21809495