主题研究

宜人贷: 定位偏差的 “小陆金所”

观点聚焦

要点

O2O 结合的 P2P 平台。不同于 Lending Club 撮合交易的纯平台模式，宜人贷以风险准备金的方式为投资者提供保障。另外，1~3Q15 平台新增贷款 68%由宜信线下渠道推荐获得，高于陆金所线下获客占比估计 60%。需要注意的是，宜人贷上市资产仅包括撮合平台（按照约定，2019 年前，宜信线下推介费用为 6%），可对比标的陆金所资产则包括平台和线下部分。因此，宜人贷和宜信的关联交易降低了透明度。

规模小于陆金所。相比陆金所 700 亿的贷款余额，3Q15 宜人贷贷款余额为 69 亿；客户方面，公司注册用户 670 万+，约为陆金所的 1/3（陆金所注册用户 1600 万+）。

6%的风险准备金率可能稍显不足。宜人贷向借款人平均收费水平约 36%，为投资者提供 10~12.5%的投资回报。为了提供 100%的本金兑付，宜人贷目前按照贷款本金的 6%计提风险准备金，而历史上累计的净坏账率大概在 6%到 10%。宏观经济下行背景下，我们预计风险准备金水平将在 2017 年上升至 10%。宜人贷线下风控强于线上，未来需要完善信用评分模型以加强风险定价能力。

市场价值 10.2 亿美金，对应 2.0x 2017 年 P/S 和 9.9x 2017 年 P/E。我们预计 2015~2017 年公司营收/净利润复合增长率分别为 80.6/46.0%。估值方面，由于规模较小，其估值水平应低于陆金所；由于提供担保并且信用评分体系较为简单，其估值水平应低于 Lending Club。

行业竞争加剧。O2O 结合的 P2P 平台能够胜出取决于两点：1）获取优质资产和风险定价的能力；2）获客能力。较互联网基因的公司，宜人贷在用户流量和规模等方面处于劣势；其线下获客模式更接近与传统小贷公司，获客成本居高不下。向前看，P2P 行业依然处于整合发展期，如宜人贷这样的独立平台将面临更大的挑战。

股票名称	评级	目标价格	P/B (x) 2015E	P/B (x) 2016E
北京银行-A	推荐	11.02	1.1	0.9
兴业银行-A	推荐	19.68	1.0	0.9
南京银行-A	推荐	19.81	1.2	1.1
平安银行-A	推荐	15.02	1.0	0.9
农业银行-A	中性	3.48	0.9	0.8
交通银行-A	中性	7.25	0.9	0.8
工商银行-A	中性	5.22	1.0	0.9
农业银行-H	推荐	3.91	0.7	0.6
重庆农村商业银行-H	推荐	6.23	0.7	0.7
工商银行-H	中性	5.75	0.8	0.8

主要涉及行业 金融

相关研究报告

- 平安银行-A | 扩张具备可持续性 (2015.11.23)
- FSB 的新 TLAC 要求对中国四大行的短期影响有限 (2015.11.12)
- 行业分化更加明显 (2015.11.09)
- 资产质量压力未减轻 (2015.10.31)
- 行业分化加剧 (2015.10.30)
- 南京银行-A | 高增长无忧 资产质量略改善 (2015.10.29)

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

毛军华
分析员
junhua.mao@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080511020001
SFC CE Ref: AMJ527

田恬
联系人
sarah.tian@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080115050020
SFC CE Ref: BEC884

张帅帅
联系人
shuaishuai.zhang@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080115080005

目录

存在隐性担保特征的平台业务 4
以平台业务模式为主的 P2P 消费金融市场 4
定位于面向国内消费金融市场的运营平台 5
盈利模式：贷款人支付交易费 11
风险准备金提供内在增信 12
风控是一大挑战 14
贷款申请与核准程序？ 14
风控结果？ 16
信贷评分体系有待加强 16
经济下行期风险准备金机制迎考验 18
潜力巨大 竞争加剧 20
消费金融行业：潜力巨大 20
P2P 行业处于洗牌整合期 20
公允价值水平为 9.9x 2017e P/E 23

图表

图表 1：宜人贷公司结构 4
图表 2：宜人贷经营模式 5
图表 3：运营数据对比 VS 陆金所 5
图表 4：按照 2Q15 成交量，宜人贷居行业第 9 位 6
图表 5：宜信线下渠道举荐客户在公司新增用户数中占到半壁江山... 6
图表 6：...促成的贷款交易多数来自线下渠道 7
图表 7：宜信线下布局领先 7
图表 8：潜在贷款客户人群以及与同行业公司对比 7
图表 9：每标金额保持较低水平 7
图表 10：宜人贷提供的贷款的总体有效成本 8
图表 11：可比小型贷款公司与 P2P 平台的平均借贷成本 8
图表 12：线上渠道为公司贡献了多数新增投资客户 9
图表 13：公司两种产品以及特征一览 9
图表 14：每标融资金额较低 10
图表 15：平均投资收益率对比 10
图表 16：线上渠道每名用户的获取成本不断下降，但线下渠道成本出现上升 11
图表 17：宜人贷交易量迅猛增长 11
图表 18：公司收入结构一览 12
图表 19：在线 P2P 平台普遍的增信做法 12
图表 20：公司计提的风险准备金 13
图表 21：贷款申请与审核程序 14
图表 22：宜人贷内部与外部信用信息渠道 14
图表 23：宜人贷信用决策模式流程 15
图表 24：可能会严重影响贷款人分值的标准 15
图表 25：信用分值决定了贷款人在 A-D 级标准中的分类 16
图表 26：业务快速扩张导致逾期率跳升 16
图表 27：线下渠道贷款逾期率低于线上渠道贷款... 17
图表 28：...并且看近期发放的新贷款，线下部分净坏账率较低 17

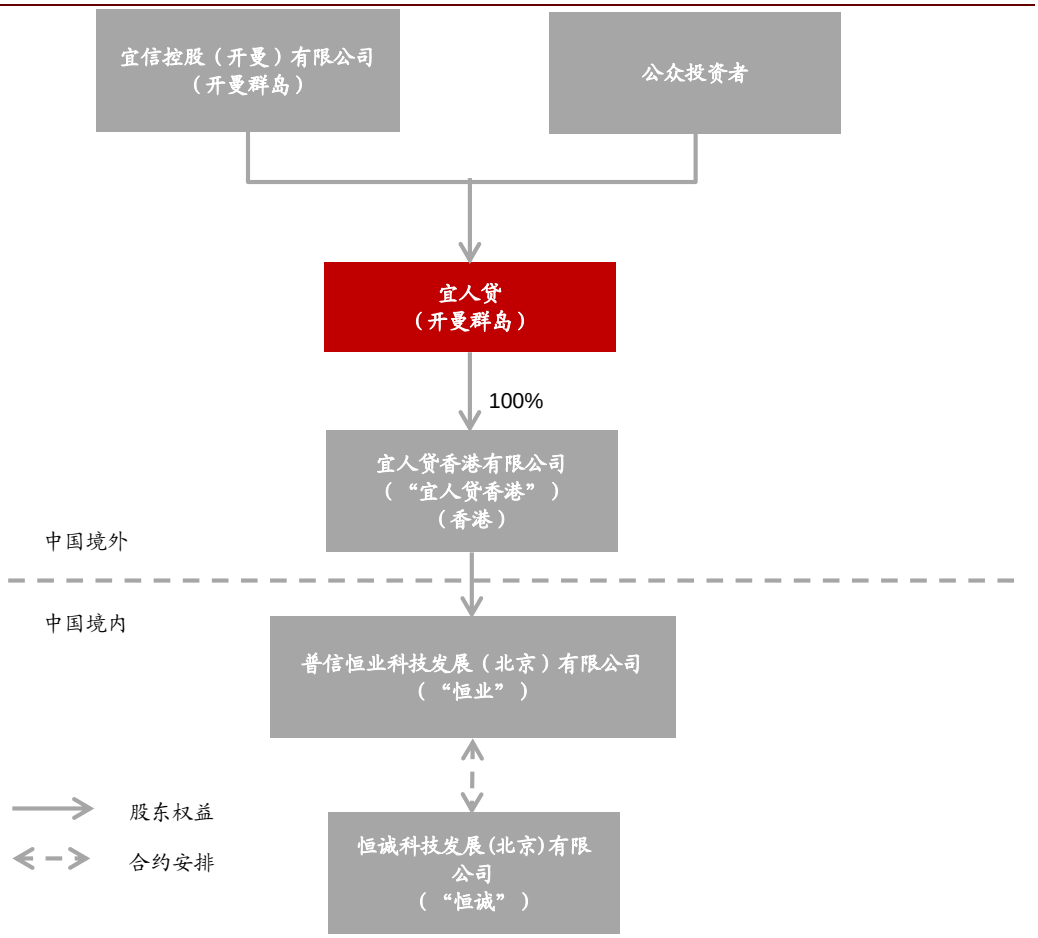
图表 29：3Q15 A 级贷款的净坏账率处于四级贷款中的最高水平 17
图表 30：历史数据显示，净坏账率通胀升至 8%以上 18
图表 31：D 级贷款的净坏账率上升迅速 19
图表 32：公司利差分析 19
图表 33：泛消费金融行业竞争态势 20
图表 34：P2P 平台数量突破 2,520 家 20
图表 35：P2P 平台待还余额增长至 3,515 亿 20
图表 36：P2P 综合收益率仍然较高 21
图表 37：P2P 问题逐步暴露 21
图表 38：P2P 同类对比 22
图表 39：主要经营指标与财务指标 23
图表 40：2015~17e 交易手续费收入复合增长率为 80.6% 24
图表 41：营收复合增速为 61% 24
图表 42：线上获客成本下降，线下获客成本上升 24
图表 43：2015~17 净利润符合增长率为 46% 25
图表 44：Pre-money 市值 10.2 亿美金，对应 9.9x 2017e P/E 25
图表 45：可比公司估值 25

存在隐性担保特征的平台业务

以平台业务模式为主的 P2P 消费金融市场

采用 VIE 结构，从母公司宜信中分拆后成立的一家经营实体：宜信最早于 2012 年 3 月设立新的部门开始经营在线消费金融业务。1Q15，在线消费金融业务整体从宜信中剥离并注入宜人贷公司。宜人贷公司通过旗下全资子公司和 VIE 实体机构恒诚科技经营在线消费金融市场业务。

图表 1：宜人贷公司结构



资料来源：公司资料、中金公司研究部
注：恒诚科技股东为唐宁先生、孔繁顺先生和田彦女士，他们在恒诚科技中的持股比例分别为 40%、30%和 30%。

高度依赖母公司宜信：作为宜信旗下的一家并表子公司，宜人贷与母公司保持了多种合作和业务关系，包括业务拓展和运营支持等。

- **线下客户获取，贷款追讨和技术支持：**贷款人获取方面，宜人贷每月向宜信提交贷款需求表格，宜信将符合目标贷款人范畴的贷款者引向宜人贷的在线市场。作为回报，宜人贷向宜信支付大约 6%的推荐费。投资者方面，宜信也会向合适的投资者推荐宜人贷。

- **数据&信息共享：**宜人贷与宜信免费共享双方在业务经营中获得的信息&数据，包括贷款人与投资者信息、信用和贷款数据等。

- **知识产权许可：**根据双方签署的知识产权许可协议，宜人贷与宜信互相授予对方使用彼此的商标与各种知识产权。

- **企业支持服务：**宜人贷可以共享宜信的经营管理资源以及后者提供的在管理、法律、人力资源、会计、内部控制和内部审计方面的支持服务。宜人贷根据有关的成本分配方式承担相关成本。

定位于面向国内消费金融市场的运营平台

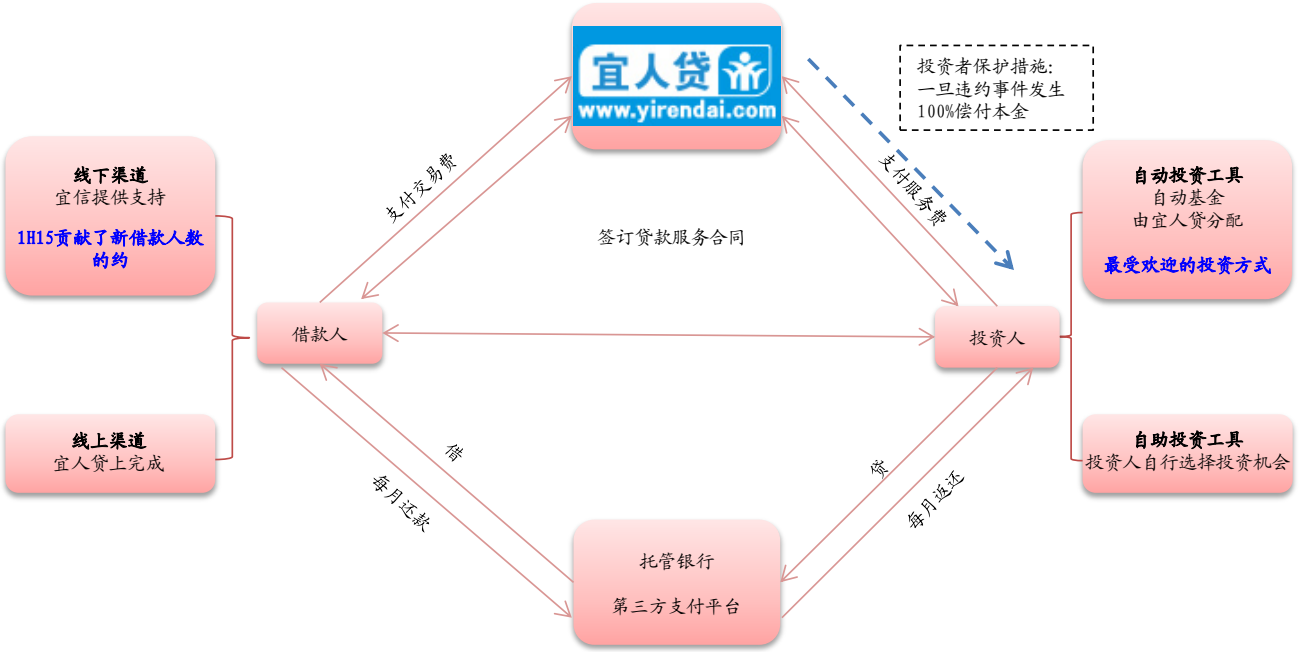
不占用自有资本的平台模式：如图表 2 所示，与主流在线 P2P 平台业务模式类似，宜人贷经营的在线平台（Yirendai.com）通过汇集借款人与投资者，在不占用自有资本的前提下撮合贷款交易的达成。

国内领先的 P2P 平台：从 2012 年 3 月份业务成立之初到 3Q15，宜人贷成功地促成了 210,700 名投资者与 141,600 名借款人间的贷款交易，促成交易金额约 87 亿元（相当于 14 亿美元）。得益于可拓展性的平台以及在线业务模式，宜人贷目前注册用户超过 670 万，在国内 P2P 平台中名列前位（图表 3&4）。

国内首家完全由银行进行资金托管的 P2P 平台：宜人贷将贷款人与出借人资金从多个第三方支付平台接管转移至完全交由广发银行，依靠其新系统进行托管。

宜人贷向投资者提供信用担保，并非纯平台模式，因此不是“中国的 Lending Club”。宜人贷通过将部分收益（甚至在未来可能动用自有资本）设立风险准备金向投资者提供保。从风险承担角度来看，其模式同 Lending Club 差异巨大—如果发生违约，Lending Club 平台上的投资者自担风险。

图表 2：宜人贷经营模式



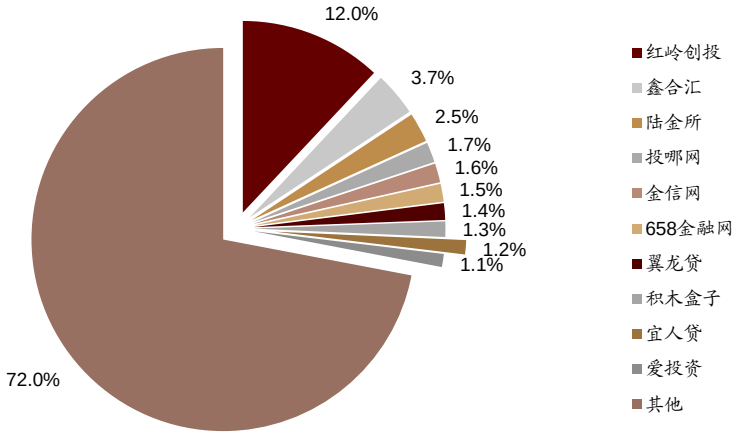
资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 3：运营数据对比 VS 陆金所

客户基础比较	宜人贷	陆金所
注册用户	超过670万	超过1600万
活跃用户（在平台进行过交易的借款人和投资人）	352,300	4100000+
累计发放贷款额（百万人民币）	8,748	~180,000
累计截止到	*2015年9月30日*	*2015年8月31日*

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 4：按照 2Q15 成交量，宜人贷居行业第 9 位



资料来源：公司资料、中金公司研究部

如何获取借款客户？

主要借款客户通过宜信线下获取。宜人贷的用户来自 1）线上渠道（搜索引擎营销、搜索引擎优化以及与互联网合作等）；2）宜信实体销售网络等线下渠道。

如图表 5&6 所示，2013 年、2014 年和 1~3Q15，公司 54%、48%和 51%的借款客户来自宜信的举荐，这部分客户在同期公司促成的交易额中的占比分别为 62%、60%和 68%。

在线注册用户快速拓展，移动端用户占比在 25%左右。宜人贷通过线上渠道发展的客户数也出现快速增长，其中 2015 年上半年线上渠道新增用户 30,393 名，明显高于 2014 年的 20,422 名。在线上渠道中，宜人贷为抓住市场良机通过开发面向移动用户的营销程序巩固了其在移动互联网市场中的布局。2014 和 2015 年上半年，公司通过移动端发展的客户占比分别为 24.7%和 25.4%，表明宜人贷在扩大移动端用户方面做出了不懈努力。

宜信线下获客能力堪比陆金所。通过 9 年的运营，宜信布建了囊括超过 40,000 名员工的全国经营网络，其规模大于陆金所。但陆金所线下渠道更加多元化，包括通过线下网点的直销、与小贷公司等地区从业者合作以及来自于平安集团的交叉销售。总体来看，我们认为，当前阶段宜信线下渠道与陆金所相当，但是考虑到陆金所更加多元化的渠道结构和集团支持，未来陆金所线下获客能力提升的空间更大。

图表 5：宜信线下渠道举荐客户在公司新增用户数中占到半壁江山...

当期获客数量	2013	1H14	2014	1H15	3Q15
借款人数量	**3,549**	**6,329**	**39,344**	**62,131**	**98,546**
线上渠道借款人	1,625	2,349	20,422	30,393	48,645
线下渠道借款人	1,924	3,980	18,922	31,738	49,901
当期获客数量（占比）	**2013**	**1H14**	**2014**	**1H15**	**3Q15**
借款人数量	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
线上渠道借款人	46%	37%	52%	49%	49%
线下渠道借款人	54%	63%	48%	51%	51%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 6：…促成的贷款交易多数来自线下渠道

当期借款总额（千人民币）	2013	1H14	2014	1H15	3Q15	2015E
借款总额	**258,322**	**421,530**	**2,228,562**	**3,704,745**	**6,256,065**	**7,958,908**
线上渠道借款	98,512	121,833	896,003	1,189,978	2,016,681	2,859,080
线下渠道借款	159,810	299,697	1,332,559	2,514,767	4,239,384	5,099,828
当期借款总额（占比）	**2013**	**1H14**	**2014**	**1H15**	**3Q15**	**2015E**
借款总额	100%	100%	100%	100%	100%	100%
线上渠道借款	38%	29%	40%	32%	32%	36%
线下渠道借款	62%	71%	60%	68%	68%	64%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 7：宜信线下布局领先

客户基础比较	宜信	陆金所
覆盖城市数量	232（含香港）	~140
雇佣员工数量	40000+	33000+

资料来源：公司数据，中金公司研究部

借款人是谁？

具有稳定收入的信用卡用户。典型贷款对象包括年龄在 25~35 岁之间、拥有稳定收入和经常网上购物的城市白领人群。尽管他们是信用卡用户，但其信用额度上限通常仅为 20,000~30,000 元，潜在需求仍然较大，是宜人贷的目标客户。

图表 8：潜在贷款客户人群以及与同行业公司对比

公司	目标借款人
宜人贷	**优质借款人为有工资收入的信用卡持有者：** -税后月收入超过2000元/拥有信用卡 -22至60岁 -倾向借款人职业包括公务员、教师、国企职员、商业银行职员、专业技术人员等
陆金所	（针对无担保借款而言） -拥有财产、汽车或寿险保单 -21至25岁 -现在所在城市居住6个月以上 -受雇工作6个月以上，或个体持证经营12个月以上
Lending Club	-FICO评分660分以上 -3年以上的信用记录 -至少有两次授信记录 -过去6个月内贷款申请少于6次 -债务收入比（不含抵押）小于40%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

未来目标客户可能不仅仅局限于优质贷款人。为进一步扩大贷款客户，宜人贷计划推出新的贷款产品服务以及具有差异化特点的定制产品，以满足特定客户群体的需求。换言之，其目标客户不局限于优质客户，公司有望利用其风险定价能力扩大其客户规模。

借贷额度以及用途？

1~3Q15 平均每标金额 63,000 元。基于非担保的消费贷款性质，2013~3Q15 平均标的金额维持在 60,000~70,000 元的较低水平。我们认为，这与 P2P 行业保持一致，平均每标金额常常低于 100,000 元。

图表 9：每标金额保持较低水平

客户基础比较	宜人贷	陆金所
票面金额（人民币）	~63,000	~80,000 (传统无担保基础贷款产品)

资料来源：公司数据，中金公司研究部

借款主要用于大额消费融资，但有流向个人经营性质贷款用途的担忧。宜人贷的贷款人通常由于信用卡额度难以满足大额消费需求，需要向宜人贷借款以满足比如家庭装修、车辆购买、旅行和教育等需求。

但是考虑到大部分借贷来自宜信线下渠道，我们担忧一部分资金将不可避免地流向小微企业，而小微企业经营贷款风险远高于消费贷款。

借贷成本？

根据贷款人信用状况的不同实行阶梯收费原则。宜人贷向贷款客户收取的费用通常由两部分组成：（1）固定利息部分，利率在 10.0%~12.5%间；（2）根据贷款客户资质收取不等的交易费用。公司的风险定价主要体现在所收取的交易费中。宜人贷通过由宜信与 FICO 共同开发的内部信用打分模型将符合条件的贷款客户分为 A、B、C、D 四个级别，其中 A 级代表的是贷款人风险最低，而 D 级风险最高。浮动交易费用与相对固定的利息费用相加，实际借贷成本约为 16.9%~39.5%。

图表 10：宜人贷提供的贷款的总体有效成本

定价评级	利率	平均交易费率	有效借款成本
A级	10.0-12.5%	5.6%	16.9%
B级	10.0-12.5%	18.5%	27.4%
C级	10.0-12.5%	26.4%	33.5%
D级	10.0-12.5%	28.2%	39.5%
加权平均（使用3Q15数据）		**25.00%**	**36.00%**

资料来源：公司资料、中金公司研究部
注：平均交易费率是基于对相同定价评级的贷款所收取的交易费率的简单平均值计算得出，但未进行年化计算。

与其他融资渠道相比，宜人贷定价水平其实并不低。据我们了解，与 Lufax、Lending Club、小贷公司和信用卡相比，宜人贷平台的融资成本相对较高，这可能与其较高的风险偏好有关。

图表 11：可比小型贷款公司与 P2P 平台的平均借贷成本

公司/产品		利率	平均交易费率	有效借款成本
宜人贷	A级	10.0-12.5%	5.6%	16.9%
	B级	10.0-12.5%	18.5%	27.4%
	C级	10.0-12.5%	26.4%	33.5%
	D级	10.0-12.5%	28.2%	39.5%
陆金所	无担保		~26%	
Lending club	A级			6.48-9.99%
	B级			10.38-14.34%
	C级			14.33-17.99%
	D级			17.77-21.60%
	E级			20.63-24.80%
	F级			24.51-29.92%
	G级			29.42-32.99%
国内小贷公司		~18.7%		
信用卡		~18-20%		

资料来源：公司资料、中金公司研究部

公司投资客户有哪些？

95%投资客户来自线上渠道且不断增长。与贷款客户主要来自宜信线下渠道不同，公司多数投资客户都来自线上渠道。另外，线上获客明显快于线下，3Q15 获客数 126,567，明显高于 1H15 的 50,193。

图表 12：线上渠道为公司贡献了多数新增投资客户

运营数据—当期获客数量	2013	2014	1H15	3Q15
投资人数量	**5,617**	**34,527**	**59,185**	**185,704**
线上渠道投资人	4,250	25,093	50,193	176,700
线下渠道投资人	1,367	9,434	8,992	9,004
运营数据（占比）—当期获客数量	**2013**	**2014**	**1H15**	**3Q15**
投资人数量	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
线上渠道投资人	76%	73%	85%	95%
线下渠道投资人	24%	27%	15%	5%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

公司主要产品有哪些？

宜人贷向投资者提供的产品主要分为两种：1）自动投资工具；2）特定投资工具。

- **自动投资工具：大多数投资者的理财选择。**在自动投资工具产品中，投资者同意将一定数量的资金在特定时间内出借给数个贷款人。一旦投资者启用，其投入的资金将通过平台自动分配给已经审核批准的贷款人。在该贷款人还清贷款时，自动投资工具会将投资人所获回报再次投入贷款项目，加快对现金流的再投资。如果投资者提前终止服务，需要支付一笔提前赎回费用。

- **特定投资工具：**投资者可以根据贷款期限、金额和利率进行筛选，在平台中发布的已经通过审核的几百个新贷款项目中进行个性化选择。利用特定投资工具，投资者将一定数量的资金在一定期限内（必须满足借款人的贷款期限）出借给特定的贷款人。为鼓励投资者将分散风险，宜人贷规定每位投资者的投资额最高不超过一笔贷款金额的20%。

二级市场为投资者提前退出交易提供了可能。宜人贷提供了具有一定流动性的二级市场，2015 年上半年公司的二级市场交易平台中每个月平均成交交易超过 3,550 笔。投资者在贷款合约未到期时支付 2%的交易费即可以将其转向其他投资者。平均来看，今年上半年二级市场每笔交易完成所需的时间不到一天。

图表 13：公司两种产品以及特征一览

自动投资工具

自助投资工具

投资工具		自助投资工具	自动投资工具
最小投资额（人民币）		100	100
平均投资额（人民币）			
	2014	51,570	67,488
	1H15	76,612	79,782
投资期限		12/24/36/48 个月	3-24月
扣除管理费后投资人实现的回报率		9.0-11.25%	6.6-10.2%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

投资金额和回报率？

每标金额小于同业。平均每位投资者投资金额为 81,000 元，低于陆金所。另外，考虑到自动投资工具将投资分散化，平均每笔贷款投资金额低至 15,988 元，投资风险分散化。

图表 14：每标融资金额较低

客户基础比较	宜人贷	陆金所
投资人人均投资（人民币）	~81,000	~100,000
平均投资贷款规模（人民币）	15,988	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

投资收益率高于陆金所、招财宝和 Lending Club。宜人贷向投资者提供的收益率具有很大吸引力，在考虑交易费用后目前年化收益率为 6.6%~11.25%。对市场中类似产品进行比较后我们发现宜人贷的投资收益率相对而言高于陆金所、招财宝和 Lending Club。我们认为这是合理的，因为在资产端公司面向贷款客户收取的费用也较高。

图表 15：平均投资收益率对比

公司	投资期限	预期年化投资回报率	附注
宜人贷	6个月	7.5%	扣除向投资人收取的服务费后年化收益率可达到 6.6%-11.25%
	8个月	7.8%	
	9个月	8.0%	
	12个月	9.3%	
	24个月	10.2%	
陆金所	36个月	9.4%	
招财宝	3个月以内	3.5%+	
	3-6个月	3.5%+	
	6-12个月	5%+	
	12-24个月	5.52%+	
	超过24个月	5.55%+	
Lending club	A级	5.2%	调整了预期未来损失
	B级	7.3%	
	C级	8.7%	
	D级	8.9%	
	E级	9.5%	
	F级和G级	8.9%	

资料来源：公司资料，中金公司研究部
注：预期投资收益率来自于相应公司网站在 2015 年 11 月 25 日对各项产品提供的收益率。

获客成本？

线上客均获客成本 800 元，营销有效性上升推动获客成本继续下降。尽管线上获客费用快速增长，但随着营销效果逐步显现，2014~3Q15 客均获客成本不断下降。

线下获客成本高达 4,300 元，主要归咎于宜信推介费机制。我们估计，推介费用占到线下营销费用的 80%。随着借款人规模扩张，获客成本居高不下，大约是线上获客成本的 5 倍。

图表 16：线上渠道每名用户的获取成本不断下降，但线下渠道成本出现上升

销售和营销费用（千美元）	2013	2014	1H15	3Q15
线上渠道获客	3,891	10,025	11,306	27,984
线下渠道获客	1,329	12,329	28,832	40,285
线下渠道获客成本/线下渠道总借款额	*5.04%*	*5.74%*	*7.11%*	*6.04%*
整体品牌推广	0	0	752	1,622
销售和营销费用共计	**5,220**	**22,354**	**40,890**	**69,891**
销售&营销费用（占比）	**2013**	**2014**	**1H15**	**3Q15**
线上渠道获客	75%	45%	28%	40%
线下渠道获客	25%	55%	71%	58%
品牌推广	0%	0%	2%	2%
销售&营销费用共计	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
获客成本（人民币）	**2013**	**2014**	**1H15**	**3Q15**
线上渠道获客	4,015	1,367	870	789
线下渠道获客	2,448	2,698	4,389	4,347
总获客成本	**3,452**	**1,878**	**2,051**	**1,526**

资料来源：公司资料，中金公司研究部
注：预期投资收益率来自于相应公司网站在 2015 年 11 月 25 日对各项产品提供的收益率。

盈利模式：贷款人支付交易费

交易量是主要驱动力。在持续的线上营销和线下母公司推介综合作用下，宜人贷交易量迅猛增长，2014 年底未到期贷款本金同比增长 800%左右，年初至 3Q15 增长 220%。

图表 17：宜人贷交易量迅猛增长

当期借款总额（千人民币）	2013	2014	1H15	3Q15
借款总额	**258,322**	**2,228,562**	**3,704,745**	**6,256,065**
线上渠道借款	98,512	896,003	1,189,978	2,016,681
线下渠道借款	159,810	1,332,559	2,514,767	4,239,384
未偿还借款本金	237,796	2,132,447	5,038,881	6,871,704
未偿还借款本金增长率(2014年同比，2015年与2014年比较)		796.8%	136.3%	222.2%
当期借款总额（占比）	**2013**	**2014**	**1H15**	**3Q15**
借款总额	100%	100%	100%	100%
线上渠道借款	38%	40%	32%	32%
线下渠道借款	62%	60%	68%	68%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

面向贷款客户收取的交易费是公司主要收入来源。虽然投资者在利用公司平台会支付一定的管理费，但公司面向贷款客户收取的交易费是主要收入来源，2014 年 1~3Q15 占比分别为 98%/96%。在收入确认方面，线下贷款客户的全部交易费都是前期一次性付清，而对于线上渠道发展的客户，贷款人一般前期支付部分交易费（最高 42%），其余部分根据贷款期限按月支付和进行收入确认。

面向投资者收取的服务费占比很小。宜人贷也面向使用自动投资工具（10%的利息收益）和特定投资工具的投资者按月收取管理费，但此笔费用在公司总体费用收入中占比仅为 1%左右。

图表 18：公司收入结构一览

收入（占比）	2013	2014	1H15	3Q15
向借款人收取的交易费	97%	98%	156%	153%
向投资人收取的服务费	1%	1%	5%	6%
非或有手续费收入	**98%**	**99%**	**161%**	**160%**
其他	2%	1%	0%	1%
收取交易服务费用	**100%**	**100%**	**161%**	**160%**

资料来源：公司资料、中金公司研究部

风险准备金提供内在增信

风险准备金机制为贷款提供内在担保，这是国内行业中的普遍做法之一。

- **官方禁止增信，P2P 平台绕行。**相关指导意见禁止 P2P 平台公司提供增信服务，但为投资者提供损失保障是业内普遍做法。

图表 19：在线 P2P 平台普遍的增信做法

增信措施		解释
风险准备金制度	含义	P2P平台从收益或自有资本抽取部分注入储备账户，当借款人违约时为投资者提供偿付
	采用平台	人人贷、宜人贷、拍拍贷
	优势	投资人风险分散化；投资组合风险变动时可以调整风险储备金水平，提高风控能力
	劣势	非义务性行为；数据不透明；完全担责激励机制缺乏
担保垫付模式	含义	P2P平台与第三方/关联担保公司合作，平台支付担保费用，当借款人违约时担保公司提供偿付
	采用平台	陆金所、红岭创投，投哪网，积木盒子
	优势	风险转移至第三方担保机构，不必担心风险储备金是否充足
	劣势	评估第三方担保公司真实偿付能力难度较大；关联担保公司偿付能力存疑

资料来源：公司资料、中金公司研究部

- **风险准备金模式：**当借款人违约时，宜人贷通过计提向风险准备金方式向投资者提供止损服务。风险准备金模式下，如果一笔贷款违约超过一定时间，宜人贷会动用风险准备金，向投资者偿还本金和拖欠利息。目前宜人贷承诺在出现贷款违约时对投资者损失进行全额补偿，但未来补偿金额可能会有所变化。

实际上，内在增信机制与银行计提贷款损失拨备存在相似之处。我们认为，风险准备金类似银行计提拨备，风险准备金账户在本质上相当于银行的贷款损失准备金账户，而风险准备金中新计提的现金类似于银行损益表中的减值损失。

- 在每笔贷款发放初期，宜人贷从借款人交易费用中计提本金的 6%作为风险准备金，公司当期净收入相应减少。
- 若出借人对应借款人的任一期应还款项连续逾期达 15 天，则公司垫付该借款人该期逾期未偿还的本金及利息；当逾期 90 天时，公司一次性垫付借款人该笔借款未偿还的剩余本金金额。
- 在出现贷款违约公司进行实际垫付时，将消耗风险准备金。
- 若借用拨贷比来衡量风险准备金规模，1H15 宜人贷计提的风险准备金相当于同期其促成的贷款金额的 7.0%。3Q15 公司风险准备金余额相当于未结清贷款总额的 5.48%，同期商业银行拨贷比为 3.04%。

图表 20：公司计提的风险准备金

（千美元）	2013	2014	1H15	3Q15
风险准备金变动				
期初额			-	-
+贷款发放初期计提			41,831	68,885
-支付			(2,173)	(9,689)
期末额		-	39,658	59,196
风险准备金额/总未偿贷款			**4.88%**	**5.48%**
新增风险准备金/1H15发放贷款			**7.00%**	**7.00%**

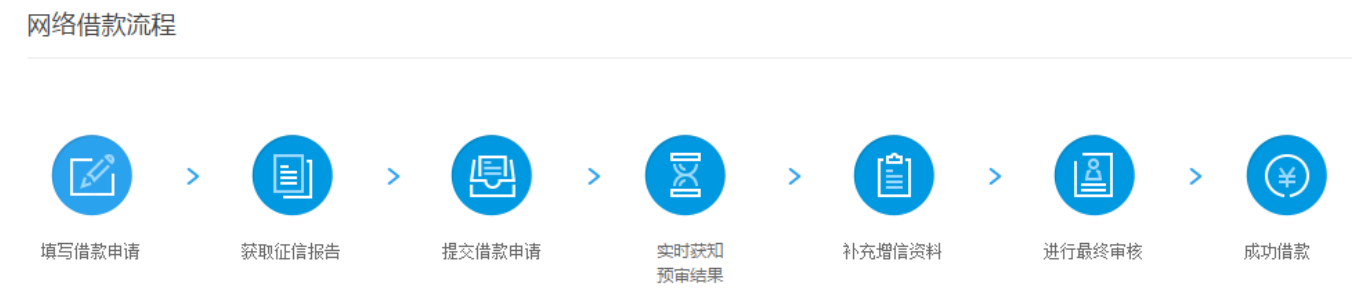
资料来源：公司资料、中金公司研究部

风控是一大挑战

贷款申请与核准程序？

贷款自动审核程序：公司的贷款申请和审核程序实现自动化，从最初的贷款申请到资金发放通常需要 1~2 天。

图表 21：贷款申请与审核程序



资料来源：公司数据，中金公司研究部

借助宜信信息优势，综合内部与外部信息渠道审核借款人资格。基于借款人提交数据和公司从内外部所获信息，宜人贷启用信用打分模型审核借款人。除一般公开性信息以外，宜人贷还可获得宜信长达九年的贷款数据，从而进一步完善打分模型。我们认为，与宜信的数据共享合作关系是公司风控的一个重要条件。

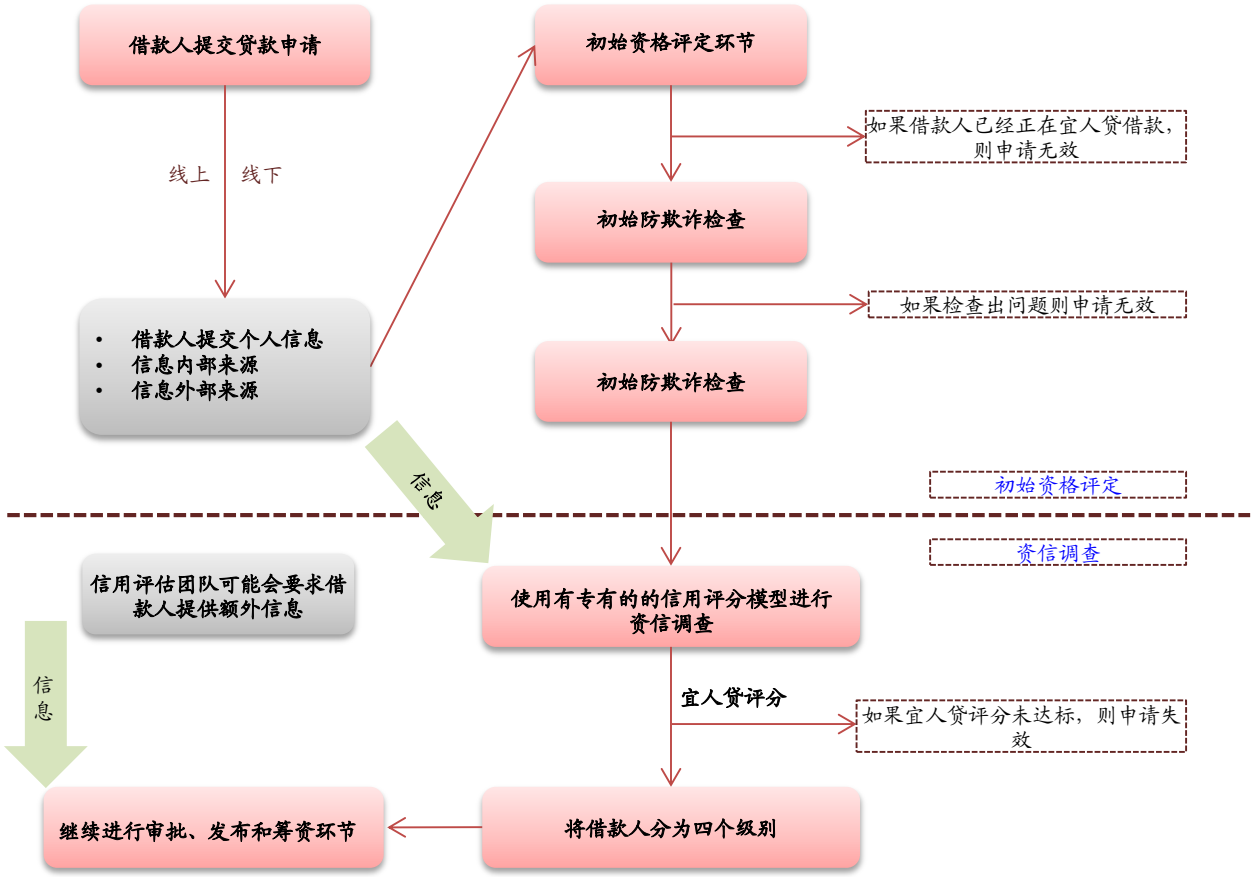
图表 22：宜人贷内部与外部信用信息渠道

内部	·公司线上平台积累的历史信用信息 ·借款人申请贷款时收集的行为数据，如自己披露的收入用途等
外部	·宜信维护的信用数据库 ·公安部维护的个人身份信息 ·央行维护的个人信用信息 ·由互联网或无线服务提供商提供的网上数据 ·知名中国电商网站的客户网购与支付信息 ·欺诈名单和数据库

资料来源：公司数据，中金公司研究部

信用决策模型打分，筛选合格借款人。利用宜信和 FICO 共同开发的内部信用评估与决策模型，宜人贷为潜在借款人打分，以此为依据将贷款者分类（在宜人贷定价网络中贷款者共分为四类）。2014 年和 1H15，贷款通过率分别为 18.8%和 23.9%。

图表 23：宜人贷信用决策模式流程



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 24：可能会严重影响贷款人分值的标准

标准	举例	对宜人贷评分的影响
贷款用途	个人消费	·没有单调相关关系
消费者属性	教育背景	·正相关 ·学历越高，评分越高
其他金融机构贷款情况	从商业银行借款的最大值	·正相关 ·银行贷款越多评分越高
信用卡使用情况	信用卡使用频率	·负相关 ·阀值之上信用卡使用频率越高，评分越低
公共记录	法院强制执行记录	·没有单调相关关系 ·若借款人曾被法院强制执行，评分降低
收入和债权情况	工资	·正相关 ·阀值之内工资越高评分越高
地理位置	借款人所在省市	·没有单调相关关系 ·若借款人位于竞争激烈的区域，评分降低
工作稳定性	受雇时间长短	·正相关
线上购物模式	近期平均消费水平	·正相关 ·近期平均消费水平越高，评分越高

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 25：信用分值决定了贷款人在 A-D 级标准中的分类

评级	最低借款人资格标准
A	健康的网购模式、健康的信用卡行为；或者信用卡限额不低于7万RMB的信用卡持有者，其每月税后收入不少于1万RMB
B	健康的网购模式和稳定的信用卡行为记录
C	稳定的网购模式和稳定的信用卡行为记录
D	基本稳定的网购模式和基本稳定的信用卡行为；或者在一些宜人贷认为更具信用的特定行业（如商业银行、保险公司等）的从业者（具有稳定收入和信用卡）
备注：	（1）“健康的网购模式”包括但不局限于不少于4年的网购历史记录
	（2）“健康的信用卡行为”包括但不局限于及时偿还和相对低水平的信用违约行为
	（3）“稳定的信用卡行为”包括但不局限于及时偿还和中低水平的信用违约行文
	（4）“稳定的网购模式”包括但不局限于不少于2年的网购历史记录

资料来源：公司数据、中金公司研究部

风控结果？

3Q15 逾期率跳升，显示部分业务是规模而非质量导向。逾期贷款指的是本金和利息到期未偿还的 90 天以内的贷款。从逾期率绝对值看，宜人贷逾期率保持在大约 1.4%，相比于高风险高回报的业务模式逾期并不高。但从趋势变化看，2014 年小幅下降至 0.7%后，逾期率在 3Q15 跳升至 1.4%。我们认为，逾期贷款增加可能是由于 2014 年以来业务快速扩张有关，业务拓展时在贷款质量方面做出了一定牺牲。

考虑稀释效应，真实逾期率为 4.5%。由于业务快速扩张，3Q15 贷款余额是 2014 年的三倍，逾期率指标中的分母增长，逾期率指标被稀释。若分子选择 3Q15 逾期贷款，分母选择 2014 年底贷款余额，那么调整后的逾期率为 4.5%，我们认为这更能客观真实的反映宜人贷投资组合的信用状况。

图表 26：业务快速扩张导致逾期率跳升

逾期率	2013	2014	3Q15
全部贷款			
拖欠	**0.9%**	**0.7%**	**1.4%**
15-29天	0.2%	0.3%	0.5%
30-59天	0.4%	0.2%	0.5%
60-89天	0.3%	0.2%	0.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

信贷评分体系有待加强

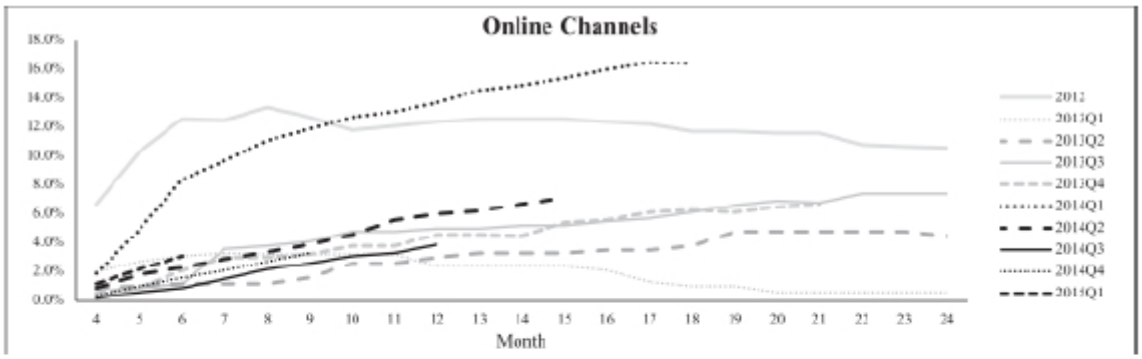
目前线下风控效果好于线上。从历史数据来看，线下渠道贷款逾期率低于线上，显示传统线下风控体系优于纯线上模式。这也解释了为什么宜人贷需要依赖宜信（尽管业务推介费用高达 6%）。

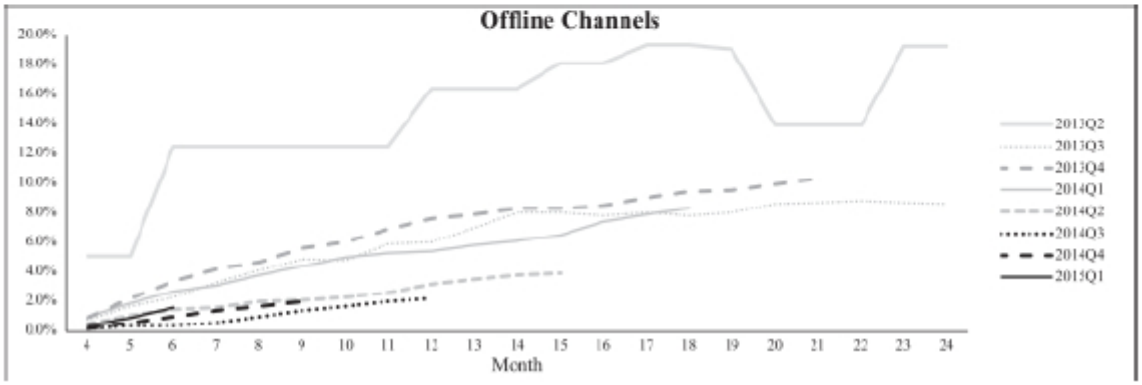
图表 27：线下渠道贷款逾期率低于线上渠道贷款...

逾期率	2013	2014	3Q15
线上渠道			
逾期	**1.3%**	**0.9%**	**2.2%**
15-29天	0.1%	0.4%	0.7%
30-59天	0.9%	0.3%	0.7%
60-89天	0.3%	0.2%	0.8%
线下渠道			
逾期	**0.7%**	**0.7%**	**1.1%**
15-29天	0.3%	0.3%	0.4%
30-59天	0.2%	0.2%	0.4%
60-89天	0.2%	0.2%	0.3%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 28：...并且看近期发放的新贷款，线下部分净坏账率较低





资料来源：公司资料、中金公司研究部

A 级贷款坏账率最高，信用打分模型存疑。虽然 A 级贷款借款人资信状况最佳，但在 2014 年和 1~3Q15，A 级贷款净坏账率处于四级贷款中的最高水平。这让我们对宜人贷信用打分模式和信用风险管理能力有效性存有怀疑。如果打分模型的有效性不足，那么宜人贷中长期业务发展的可持续性将令人担忧。

图表 29：3Q15 A 级贷款的净坏账率处于四级贷款中的最高水平

2015年9月30日 净坏账率	2013	2014	3Q15
期间贷款额			
A级	9.1%	3.9%	1.7%
B级		3.2%	0.4%
C级			0.8%
D级		3.3%	0.9%
共计	**9.1%**	**3.8%**	**1.0%**

资料来源：公司资料，中金公司研究部
注：公司的贷款分级系统 2014 年才开始应用。

经济下行期风险准备金机制迎考验

2015 年采用现有风险准备金机制前，宜人贷采用过两种机制为投资者提供保障：

- **2013 年 8 月前：**以**风险准备金**的形式为投资者提供保障服务，在贷款违约时公司向投资者支付本金和已发生利息。公司按照月度贷款利息费用的 10%向投资者收取服务费。

- **2013 年 8 月~2014 年底：**公司按照月度贷款利息费用的 10%向投资者收取服务费，违约时由**担保公司**天达信安偿还本金和利息。

目前风险准备金账户余额仅覆盖从 2015 年以来批准的贷款。虽然担保合同从 2015 年开始已经不再适用于新增贷款、被目前的风险准备金机制所取代，但天达信安仍将根据此前签署的担保协议为尚未到期的贷款继续提供担保服务，直到贷款到期。

6%的风险准备金水平可能在 8 个月内遭受考验，处于经济下行期形势更为严峻。

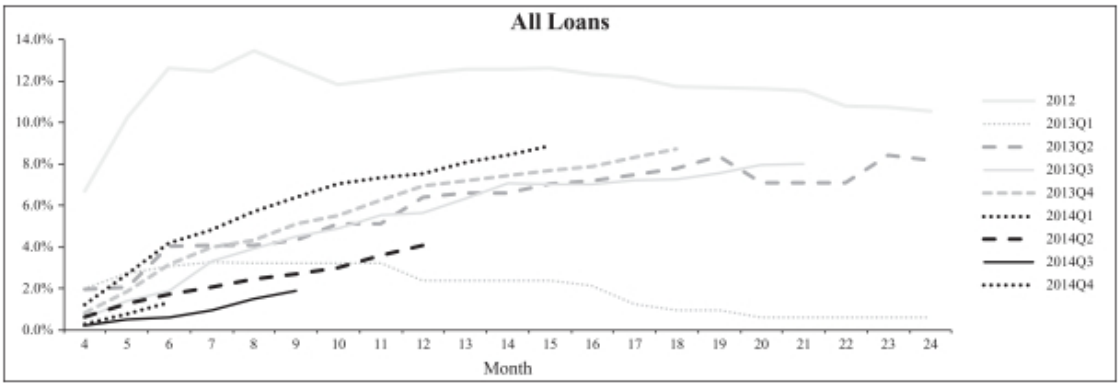
- **风险准备金制度中长期面临考验。**历史趋势表明，累计净坏账率可能在大约 8 个月内达到 6%，并在 8%上方企稳。据我们了解，行业其他公司过去几年贷款坏账率在 6%~10%。为确保对投资者的保障承诺得以兑现，未来公司可能需要向风险准备金账户进一步追加资金。宏观环境下行压力不减，我们认为风险准备金模式是影响未来业绩的一大不确定性因素。

- **对 D 级贷款（截止 3Q15 新增贷款中占比 78%）来说，6%的风险准备金远远不够。**由于宜人贷 D 级贷款可追溯时间较短，因此采用宜信同类贷款作为参考。如图表 30 所示，曲线斜率相当陡峭，表明逾期三个月以上贷款的形成速度较快，6%的风险准备金远远不够覆盖 D 级贷款引发的潜在损失。考虑到由于 D 级贷款迅速增长，以及未来贷款者客群的向下拓展，我们认为 6%的风险准备金率难以覆盖潜在损失。

- **若借出资金用作个人经营贷款，风险可能被低估。**不同于消费金融贷款（可用大数定理评估），中小企业主的经营贷款与宏观经济相关性更高，传染性更高。因此，若宏观经济出现下行风险，预期贷款损失率可能存在误差，换句话说，6%的坏账率可能是一个被低估的数字。

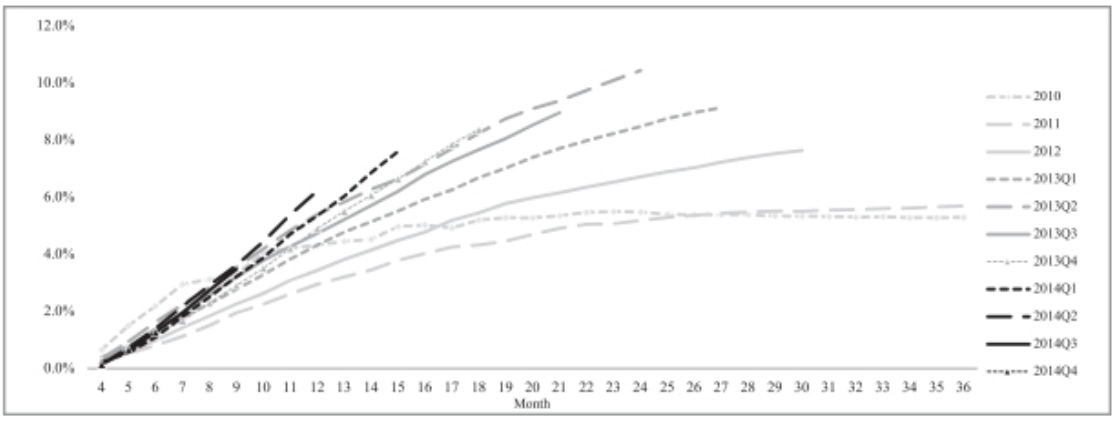
更高的风险准备金率将迅速蚕食利润。在现有 6%的风险准备金情境下，公司利差为 3%。如果管理层认为现有风险准备金难以覆盖风险，例如提至 8%的水平，公司利差将下降至 1~2%。如果风险准备金上升至 10%，公司甚至需要考虑从其他方面（包括提升借贷利率，降低运营成本等）增收以保证盈亏平衡。

图表 30：历史数据显示，净坏账率通胀升至 8%以上



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 31：D 级贷款的净坏账率上升迅速



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 32：公司利差分析

1-3Q15收入构成	贡献/总贷款	备注
已完成贷款	**100.0%**	
向借款人收取的交易费	21.5%	1-3Q15加权平均费率
向投资人收取的服务费	0.8%	约为利息的10%
非或有手续费收入	**22.4%**	
其他	0.1%	
已赚取费用	22.4%	
风险准备金相关负债	-7.1%	负债水平会进行调整，我们预计2017年会增至10%
贷款发放后递延收入	-0.7%	
现金激励	-1.0%	
附加税	0.4%	
净收入	**14.0%**	
运营成本和费用：	9.6%	
销售和市场运营	7.1%	包括向宜信支付的线上借款人推荐费6%
贷款发放和服务	1.0%	
综合行政管理费	1.5%	
税前利润/（损失）	**4.5%**	
所得税费用	1.4%	
净利润/（损失）	**3.1%**	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

潜力巨大 竞争加剧

消费金融行业：潜力巨大

截止 2014 年末，P2P 平台贷款余额为 1,036 亿 RMB，低于小贷公司/信用卡（贷款余额分别为 9,420/23,400 亿 RMB）。考虑资产获取能力、客户获取、风险控制、信用担保和成长潜力，我们认为未来 3~5 年，P2P 行业仍将维持良好成长性。

图表 33：泛消费金融行业竞争态势

类别	公司	资产端	客户流量	风险控制	信用担保	成长潜力	2014贷款余额（亿元）
P2P	陆金所、招财宝、宜人贷等	««	««««	««	«	««««	1,036.00
小贷公司	诚信小贷等	««	««	««	«	««	9,420.38
信用卡	招行、中信等多家银行	««««	««««	««««	««««	««««	23,400.00
银行系消费金融公司	北京银行消费金融公司等	««««	««	««««	««««	««	–
电商系消费金融公司	京东金融、阿里小贷等	««««	««««	««««	««««	««««	–

资料来源：公司资料、中金公司研究部

P2P 行业处于洗牌整合期

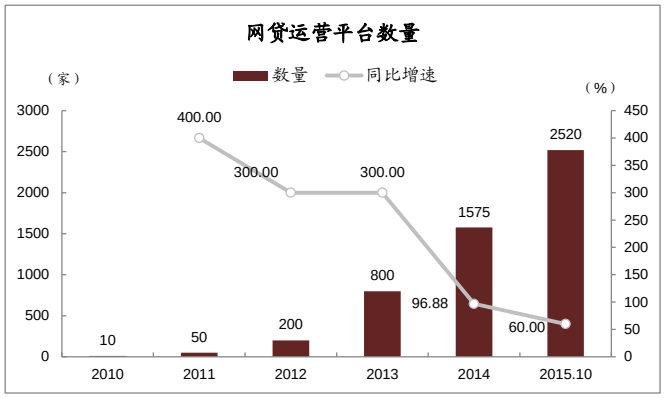
2007~2009 年，出生萌芽期，拍拍贷作为国内第一家注册成立的 P2P 公司，随后多家 P2P 公司注册成立，但对于传统融资格局没有明显影响；

2010~2013 年，野蛮生长期，金融压抑下的投融资需求裂变式爆发，P2P 正逢其时，行业开始野蛮生长，良莠不齐的 P2P 贷款平台涌现，截止 2014 年末，平台/交易额计 1,575/1,036 亿，CAGR 分别为 254.3%/544.6%；

2014 年至今，洗牌整合期，行业整体仍高速扩张，问题平台亦不断暴露，投资者理性逐渐回归，进入洗牌阶段；在给予行业宽松的成长期后，P2P 监管亦回归金融本质。

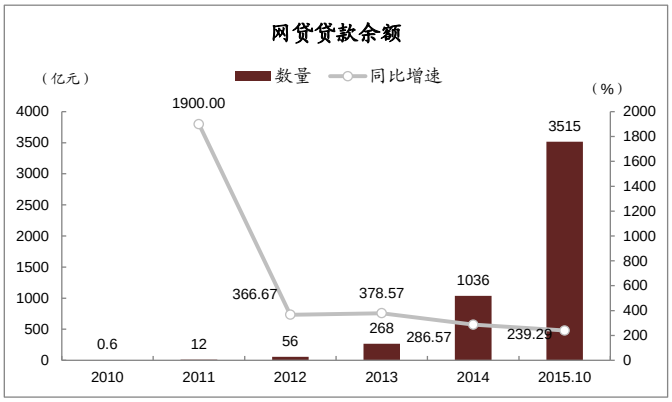
金融监管逐步跟上行业发展步伐，经济形势将抛弃风控难以过关的 P2P 平台公司，行业将在洗牌中继续发展。

图表 34：P2P 平台数量突破 2,520 家



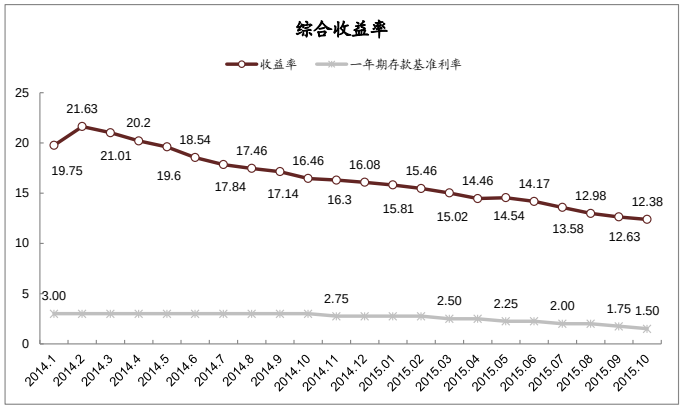
资料来源：网贷之家，中金公司研究部

图表 35：P2P 平台待还余额增长至 3,515 亿



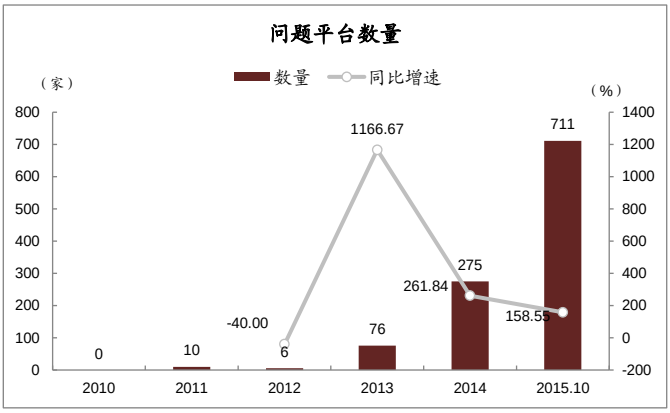
资料来源：网贷之家、中金公司研究部

图表 36: P2P 综合收益率仍然较高



资料来源： 网贷之家、中金公司研究部

图表 37: P2P 问题逐步暴露



资料来源： 网贷之家、中金公司研究部

我们认为，P2P 平台脱颖而出需要做好以下几点：

▶ **更加注重资产创设。**

资产荒背景下，资产端缺乏+高速负债是最差的组合，将加速 P2P 公司的衰亡。目前，P2P 作为资金端开始对接保理、融资租赁、股票市场相关等资产，对接标的资产范围扩大。中长期来看，扩展优质标资产范围，加强标的资产风险控制才是未来 P2P 行业未来竞争的核心。

▶ **风险定价能力。**

大数据应用和第三方征信并重。现阶段，国内征信体系尚未健全，部分甚至大部分融资者客户未能覆盖。因此，在借助央行征信体系的基础上，P2P 平台需要以开放兼容的心态，加强与企事业单位、电商、P2P 同业等数据源单位的合作，逐步建立完善征信体系。借助各种资源，加强自身风险定价能力。

▶ **更低的成本获客留客。**

较大的客户基数和较低的获客成本是阿里、京东互联网巨头线上经营是一大优势。1-3Q15 宜人贷线上/线下客均获客成本分别为 800/4300RMB，如何降低获客成本继而扩展客户规模是公司杀出重围的关键。深入研究目标客户群体特征，设计或切入吸引力的应用场景获取客户，通过丰富且满足需求的产品留住客户，或许是突破点。

▶ **风险控制能力。**

1）**降低信用风险影响。**《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》明确，P2P 网络借贷公司要明确信息中介性质，主要为借贷双方的直接借贷提供信息服务，不得提供增信服务，不得非法集资。

目前市场存在 3 种增信方式：1）自有资金担保；2）风险准备金模式；3）引入第三方保险公司。前两种模式以 P2P 平台自有资金或潜在收益为投资者提供担保，从中获取信用风险溢价。我们认为，短期来看，为获取客户&增强投资者信心，P2P 平台承担信用风险提供担保具有现实意义；中长期来看，引入第三方担保（担保公司或保险）是监管所引导的，也是平台摆脱信用风险影响进而迅速扩张的条件。

逐步向信息中介平台过渡。目前处于行业担保分为自有资金担保/风险准备金/保险、担保公司等第三方担保三种模式。前两种模式中，P2P 公司以自有资金或潜在收益为投资者提供本金或本息偿还担保。我们认为，考虑平台延展性，P2P 公司应该逐步过渡到信息中介平台模式（不承担信用风险溢价收益），从而 1）降低企业自身的经营性风险，大范围违约不会影响公司自身运营；2）以产品设计服务吸引客户，引导客户多笔分散投资+完善投资者风险教育，增强差异化竞争力和品牌粘性；3）大幅提升平台可复制性，降低由于风险承担对于规模发展的限制。

2）加强流动性风险控制。2014 年至今，问题平台中有 34%的 P2P 平台由于自融、拆标、组团等原因导致资金流断裂，出现兑付问题进而影响公司运营。

3）建立完善贷款违约追偿机制。

- **更强的资本实力。**1）高速发展时代，线上获客抑或线下引流，营销投入是绕不开的话题，继而要求 P2P 公司必须有更强的资本实力；2）更强的资本实力也意味着风险抵补能力，给予投资者更多信心；3）考虑引入战略投资者，加强 P2P 在获客、风控、资金等实力。

图表 38: P2P 同类对比

公司	产品条线	经营模式	标的资产	信用担保	信用定价
lending club	投融资	线上	个人消费	第三方	征信机构
陆金所	投融资、产品技术输出、交易平台	O2O	中小企业及个人	第三方担保公司	信用和行为数据
招财宝	投融资、交易平台	O2O	中小企业及个人	保险公司、银行等第三方	
拍拍贷	投融资、交易平台	线上	个人消费	自有资金+借款者风险备用金	信用和行为数据
宜人贷	投融资、交易平台	O2O	个人消费	借款人+投资收益	

资料来源：中金公司研究部

公允价值水平为 9.9x 2017e P/E

预计 2015~2017 年净利润年均复合增速 46%。考虑到公司平台促成的贷款金额快速增长，我们预计宜人贷未来几年净利润将保持较高增速。我们对公司主要经营指标和财务指标的预测如下所示：

- **2015/16/17e 促成贷款增速分别为 337/71/35%，线上获客贡献率稳步提升。**我们假设，线上渠道获客每标融资额度逐步下降至 35,000 元，线下则逐步上升至 80,000 元。随着客户规模扩大，预计平台促进贷款额度迅速增长至 2017 年的 306 亿。另外，随着线上获客占比逐步提升（2017 年为 74%），线上渠道促进贷款额度占比将提升至 56%。

- **2015/16/17e 交易手续费收入增速分别为 880/107/58%。**假设目前阶梯收费制度不变，D 级别贷款占比逐步提升，我们预计，2015~17 年交易费用收入/费用总收入复合增速为 81%。

- **风险准备金计提比例提高，净营收增速放缓。**考虑到增长的资产质量压力，我们预计 2015/16/17 年风险准备金水平分别为 6/9/10%，相应净营收复合增速为 61%。

- **2015/16/17e 费用成本年均复合增速为 64.1%。**线上营销效果逐步显现，预计线上获客下降为 617 元。线下渠道方面，由于宜信客户导流方面的贡献所形成的溢价能力，我们预计客均获客成本将有所提升。

图表 39：主要经营指标与财务指标

当期获客数量	2013	2014	2015E	2016E	2017E
借款人数量	**3,549**	**39,344**	**137,704**	**275,408**	**440,653**
线上渠道借款人	1,625	20,422	71,477	142,954	228,726
线下渠道借款人	1,924	18,922	66,227	132,454	211,926
当期获客数量（占比）	**2013**	**2014**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
借款人数量	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
线上渠道借款人	46%	52%	52%	52%	52%
线下渠道借款人	54%	48%	48%	48%	48%
运营数据（占比）—当期获客数量	**2013**	**2014**			
投资人数量	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
线上渠道投资人	76%	73%	94%	96%	97%
线下渠道投资人	24%	27%	6%	4%	3%
人均贷款额（千人民币）	**2013**	**2014**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
借款人人均贷款额	**73**	**57**	**58**	**58**	**57**
线上渠道借款人	61	44	40	38	35
线下渠道借款人	83	70	77	80	80
当期借款总额（千人民币）	**2013**	**2014**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
借款总额	**258,322**	**2,228,562**	**7,958,908**	**16,028,572**	**24,959,536**
线上渠道借款	98,512	896,003	2,859,080	5,432,252	8,005,424
线下渠道借款	159,810	1,332,559	5,099,828	10,596,320	16,954,112
当期借款总额（占比）	**2013**	**2014**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
借款总额	100%	100%	100%	100%	100%
线上渠道借款	38%	40%	36%	34%	32%
线下渠道借款	62%	60%	64%	66%	68%
当期借款总额（增速）	**2013**	**2014**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
借款总额		762.7%	308.2%	112.2%	58.7%
线上渠道借款		809.5%	264.7%	185.0%	84.2%
线下渠道借款		733.8%	337.4%	71.4%	35.0%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 40: 2015~17e 交易手续费收入复合增长率为 80.6%

贷款按级别分解（占比）	2013	2014	2015E	2016E	2017E	费率安排
期间发放贷款总额						平均交易费率
A级	100%	86%	10%	10%	8%	5.6%
B级	0%	14%	5%	4%	4%	18.5%
C级	0%	0%	5%	5%	5%	26.4%
D级	0%	0%	80%	81%	83%	28.2%
共计	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**25.0%**

收入（千美元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
向借款人收取的交易费	3,045	31,317	306,422	632,992	999,926
向投资人收取的服务费	25	405	11,370	29,247	36,317
或有手续费收入	**3,070**	**31,722**	**317,791**	**662,239**	**1,036,243**

收入（同比增幅）	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2015-17e复合年均增长率
向借款人收取的交易费		928%	878.5%	106.6%	58.0%	80.6%
向投资人收取的服务费		1520%	2707.4%	157.2%	24.2%	78.7%
或有手续费收入		933%	901.8%	108.4%	56.5%	80.6%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 41：营收复合增速为 61%

收入（千美元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
向借款人收取的交易费	3,045	31,317	306,422	632,992	999,926
向投资人收取的服务费	25	405	11,370	29,247	36,317
或有手续费收入	**3,070**	**31,722**	**317,791**	**662,239**	**1,036,243**
其他	61	171	1,000	1,000	1,000
收取交易服务费用	**3,131**	**31,893**	**318,791**	**663,239**	**1,037,243**
风险准备金相关负债	-	-	(99,486)	(263,226)	(453,957)
风险准备金/发放贷款总额	-	-	*7.00%*	*9.00%*	*10.00%*
净收入	**3,131**	**31,893**	**196,891**	**353,381**	**510,358**

收入（同比增幅）	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2015-17e复合年均增长率
向借款人收取的交易费		928%	878.5%	106.6%	58.0%	80.6%
向投资人收取的服务费		1520%	2707.4%	157.2%	24.2%	78.7%
或有手续费收入		933%	901.8%	108.4%	56.5%	80.6%
其他		180%	484.8%	0.0%	0.0%	
收取交易服务费用		919%	899.6%	108.0%	56.4%	80.4%
风险准备金相关负债				164.6%	72.5%	113.6%
净收入		919%	517.3%	79.5%	44.4%	61.0%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 42：线上获客成本下降，线下获客成本上升

销售和营销费用（千美元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
线上渠道获客	3,891	10,025	32,833	64,085	100,486
线下渠道获客	1,329	12,329	60,590	112,446	153,627
线下渠道获客递延费用占比（预测）	*99.2%*	*87.1%*	*75.2%*	*80.8%*	*78.0%*
整体品牌推广	0	0	2500	3250	4225
销售和营销费用共计	**5,220**	**22,354**	**95,923**	**179,781**	**258,338**
同比增长		328.2%	329.1%	87.4%	43.7%
2015-17e 复合年均增长率					64.1%
人均获客成本（人民币）	**2013**	**2014**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
线上渠道获客	4,015	1,367	683	649	617
线下渠道获客	2,448	2,698	4,316	5,180	5,439
总获客成本	**3,452**	**1,878**	**1,505**	**1,466**	**1,329**

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 43: 2015~17 净利润符合增长率为 46%

收入（千美元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
向借款人收取的交易费	3,045	31,317	306,422	632,992	999,926
向投资人收取的服务费	25	405	11,370	29,247	36,317
或有手续费收入	**3,070**	**31,722**	**317,791**	**662,239**	**1,036,243**
其他	61	171	1,000	1,000	1,000
收取交易服务费用	**3,131**	**31,893**	**318,791**	**663,239**	**1,037,243**
风险准备金相关负债	-	-	(99,486)	(263,226)	(453,957)
风险准备金/发放贷款总额	-	-	*7.00%*	*9.00%*	*10.00%*
净收入	**3,131**	**31,893**	**196,891**	**353,381**	**510,358**
运营成本和费用：	**11,473**	**36,385**	**130,071**	**250,053**	**367,409**
销售和市场运营	5,220	22,354	95,923	179,781	258,338
贷款发放和服务	1,255	3,541	12,085	24,870	38,601
综合行政管理费	4,998	10,490	22,063	45,403	70,471
税前利润	**(8,342)**	**(4,492)**	**67,320**	**103,828**	**143,449**
所得税	-	5	18,850	29,072	40,166
净利润	**(8,342)**	**(4,497)**	**48,470**	**74,756**	**103,283**

收入（同比增幅）	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2015-17e复合年均增长率
向借款人收取的交易费		928%	878.5%	106.6%	58.0%	80.6%
向投资人收取的服务费		1520%	2707.4%	157.2%	24.2%	78.7%
或有手续费收入		933%	901.8%	108.4%	56.5%	80.6%
其他		180%	484.8%	0.0%	0.0%	
收取交易服务费用		919%	899.6%	108.0%	56.4%	80.4%
风险准备金相关负债				164.6%	72.5%	113.6%
净收入		919%	517.3%	79.5%	44.4%	61.0%
运营成本和费用：		217%	257.5%	92.2%	46.9%	68.1%
销售和市场运营		328%	329.1%	87.4%	43.7%	64.1%
贷款发放和服务		182%	241.3%	105.8%	55.2%	78.7%
综合行政管理费		110%	110.3%	105.8%	55.2%	78.7%
税前利润				54.2%	38.2%	46.0%
所得税				54.2%	38.2%	46.0%
净利润				54.2%	38.2%	46.0%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

Pre-money 市值 10.2 亿美金，对应 9.9x 2017e P/E。

- **相对陆金所/Lending Club 估值折价，相对 OnDeck 溢价。**我们判断，由于较小的规模，宜人贷估值相对陆金所折价；由于提供担保的经营模式和较为简单的信用评分模型，宜人贷估值相对 Lending Club（4.6x 2017e P/S）折价；由于不使用自有资金放贷，宜人贷相对小贷公司 OnDeck（1.4x 2017e P/S）溢价。

- **考虑行业估值水平和宜人贷快速增长的营收/净利润，预计估值水平为 2.0x 2017e P/S**，Pre-money 市值为 10.2 亿美金，对应 9.9x 2017e P/E。

图表 44: Pre-money 市值 10.2 亿美金，对应 9.9x 2017e P/E

	2017e P/S	2017e P/E	总市值（百万美元）
宜人贷	2.0	9.9	1,020.7
Lending Club	4.6	28.7	4,670.4
OnDeck	1.4	20.5	659.9

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 45: 可比公司估值

		Mkt cap	P/E				P/B				EV/EBITDA				EV/SALES				P/S				Revenue CAGR	EBITDA CAGR
		US$ mn	2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	14-17e	14-17e
电子商务平台																								
	阿里巴巴	201,316	48.96	37.25	30.90	23.73	39.43	9.38	5.80	4.74	n.a.	30.22	23.73	18.02	n.a.	16.32	12.62	9.72	n.a.	16.97	13.11	10.11	34.37%	33.19%
	eBay Inc.	34,627	721.00	15.79	14.71	12.98	1.77	5.22	3.65	2.94	13.23	8.36	8.03	6.67	3.70	4.28	4.09	3.88	3.92	4.03	3.85	3.65	-19.11%	-6.39%
其他借贷公司																								
	Lending club Inc.	4,670	(28.09)	92.93	50.86	28.68	4.72	4.42	4.08	3.60	33.82	60.89	30.48	15.51	19.97	19.38	11.47	7.97	3.37	11.06	6.55	4.55	21.82%	-10.71%
	OnDeck Capital	660	(15.72)	68.33	25.15	20.50	2.10	2.02	1.85	1.71	79.43	55.24	39.77	22.76	8.48	1.98	1.47	1.07	7.46	2.61	1.93	1.42	43.36%	54.31%
支付平台																								
	维萨	177,167	36.80	30.63	28.03	23.94	7.22	6.62	5.93	5.71	15.36	18.22	16.27	14.37	9.83	12.09	11.03	9.84	10.49	12.77	11.65	10.39	10.30%	13.83%
	万事达	111,570	31.95	29.72	25.57	21.75	16.87	17.30	13.78	11.91	15.45	19.11	16.67	14.53	9.98	11.12	9.99	8.97	10.60	11.49	10.32	9.27	8.30%	6.02%
小贷公司																								
	新鸿基	1,520	8.56	4.40	8.52	9.46	0.80	0.70	0.66	0.56	9.42	n.a.	n.a.	n.a.	4.29	2.79	2.51	2.54	2.30	2.23	2.01	2.04	1.40%	n.a.
	佳力小贷	192	8.66	n.a.	n.a.	n.a.	0.94	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	小贷公司A	629	7.94	6.38	5.18	6.64	0.59	0.59	0.51	0.67	7.64	n.a.	n.a.	n.a.	2.58	2.68	2.49	2.48	1.82	1.63	1.51	1.50	5.78%	n.a.
	中国信贷	1,150	110.51	97.05	77.64	55.46	4.68	4.51	4.31	4.00	23.81	n.a.	n.a.	n.a.	11.54	28.37	20.21	16.55	11.41	27.36	19.49	15.96	6.26%	n.a.
保理公司																								
	瀚华担保信贷	140	19.62	n.a.	n.a.	n.a.	2.52	n.a.	n.a.	n.a.	13.03	n.a.	n.a.	n.a.	7.89	n.a.	n.a.	n.a.	6.03	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	鼎丰集团控股	650	53.75	32.39	17.74	12.42	6.76	n.a.	n.a.	n.a.	18.17	19.13	10.01	6.90	15.22	16.02	8.22	5.81	16.61	17.02	8.73	6.17	78.87%	81.56%
	汇联金融服务	160	(8.95)	n.a.	n.a.	n.a.	3.06	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源：公司资料，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、 38 条、 47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm 获悉。

个股评级标准:“确信买入”(Conviction BUY): 分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30%以上; 绝对收益在 20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”; 绝对收益在-20%以下“确信卖出” (Conviction SELL)。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准:“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10%以上;“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间;“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10%以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707
翻译: translator
编辑: 江薇

北京
中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505-1166
传真：(86-10) 6505-1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

香港
中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道 7088 号
招商银行大厦 25 楼 2503 室
邮编：518040
电话：(86-755) 8319-5000
传真：(86-755) 8319-9229

Singapore
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

United Kingdom
China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部
北京市建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
邮编：100022
电话：(86-10) 8567-9238
传真：(86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部
上海市奉贤区德丰路 299 弄 1 号
A 座 11 楼 1105 室
邮编：201400
电话：（86-21) 5879-6226
传真：（86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部
南京市鼓楼区汉中路 2 号
亚太商务楼 30 层 C 区
邮编：210005
电话：(86-25) 8316-8988
传真：(86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部
厦门市思明区莲岳路 1 号
磐基中心商务楼 4 层
邮编：361012
电话：(86-592) 515-7000
传真：(86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部
重庆市北部新区洪湖西路 9 号
欧瑞蓝爵商务中心 10 层及欧瑞
蓝爵公馆 1 层
邮编：401120
电话：(86-23) 6307-7088
传真：(86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部
佛山市禅城区季华五路 2 号
卓远商务大厦一座 12 层
邮编：528000
电话：(86-757) 8290-3588
传真：(86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部
宁波市高新区扬帆路 999 弄 5 号
11 层
邮编：315103
电话：(86-0574) 8907-7288
传真：(86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部
北京市海淀区科学院南路 2 号
融科资讯中心 A 座 6 层
邮编：100190
电话：(86-10) 8286-1086
传真：(86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部
深圳市福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 201
邮编：518048
电话：(86-755) 8832-2388
传真：(86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部
广州市天河区天河路 208 号
粤海天河城大厦 40 层
邮编：510620
电话：(86-20) 8396-3968
传真：(86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部
武汉市武昌区中南路 99 号
保利广场写字楼 43 层 4301-B
邮编：430070
电话：(86-27) 8334-3099
传真：(86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部
天津市和平区南京路 219 号
天津环贸商务中心（天津中心）10 层
邮编：300051
电话：(86-22) 2317-6188
传真：(86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部
云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼 C1 幢二楼
邮编：527499
电话：(86-766) 2985-088
传真：(86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部
福州市鼓楼区五四路 128-1 号恒力城办公楼
38 层 02-03 室
邮编：350001
电话：(86-591) 8625 3088
传真：(86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部
上海市淮海中路 398 号
邮编：200020
电话：(86-21) 6386-1195
传真：(86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部
杭州市教工路 18 号
世贸丽晶城欧美中心 1 层
邮编：310012
电话：(86-571) 8849-8000
传真：(86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部
成都市锦江区滨江东路 9 号
香格里拉办公楼 1 层、16 层
邮编：610021
电话：(86-28) 8612-8188
传真：(86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部
青岛市市南区香港中路 9 号
香格里拉写字楼中心 11 层
邮编：266071
电话：(86-532) 6670-6789
传真：(86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部
大连市中山区港兴路 6 号
万达中心 16 层
邮编：116001
电话：(86-411) 8237-2388
传真：(86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部
长沙市芙蓉区车站北路 459 号
证券大厦附楼三楼
邮编：410001
电话：(86-731) 8878-7088
传真：(86-731) 8446-2455

CICC
中金公司