

百融云-W

中国领先的金融大数据分析服务商

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖百融云-W (06608) 给予跑赢行业评级, 目标价 34.10 港元, 对应 81% 上涨空间。

- **中国金融服务业数字化转型方兴未艾, 为公司未来发展奠定良好契机。** 1) 中国金融业仍处于数字化转型初级阶段, 金融大数据服务需求旺盛; 2) 根据 Frost & Sullivan 预测, 独立大数据分析服务供应商的市场份额有望在 2024 年上升至 16.8%; 3) 百融云创主要服务于提供个人信贷产品的金融机构以及保险公司, 我们认为, 中国个人信贷和保险市场的稳定增长, 将利好公司未来发展。
- **公司是国内最大的独立金融大数据分析解决方案供应商。** 根据 Frost & Sullivan 测算, 按公司 2019 年收入规模 (数据分析业务以及精准营销业务) 计算, 公司在国内独立金融大数据分析服务市场份额接近 8.7%, **处于行业领先地位**: 1) 凭借行业先发优势构筑了稳定的金融机构客户基础; 2) 数据资产不断沉淀, 业务间形成协同效应; 3) 公司始终紧跟监管变化, 在不断变化的监管环境中展现出良好的合规性; 4) 经验丰富的管理层叠加以技术为本的公司文化引领公司持续创新。
- **高延展性业务模式, 未来变现前景可期。** 公司采用“先落地, 后扩张”的业务拓展模式, 为金融机构用户提供高度模块化的大数据分析服务产品。往前看, 伴随公司产品矩阵不断完善, 公司有望继续深化对金融服务业的垂直渗透; 同时, 随着公司服务边界不断拓宽, 我们认为公司凭借强大的数据分析能力以及优秀 To B 服务能力, 有望横向切入非金融领域, 进一步释放业务增长潜力。

我们与市场的最大不同? 我们认为公司有望保持领先的市场地位, 对公司数据分析业务变现前景保持乐观态度。

潜在催化剂: 核心用户数量 (KA) 及平均客单价增长快于预期; 新产品研发顺利。

盈利预测与估值

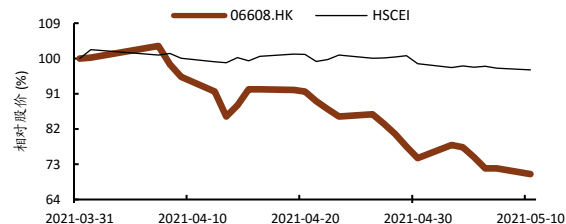
我们预计公司 2021~23 年 EPS 分别为 0.27 元、0.43 元、0.65 元, CAGR 为 56%。公司当前交易于 60.6x 2021 年市盈率以及 37.6x 2022 年市盈率。我们基于公司 2025 年盈利预测 6.32 亿元给予公司 2025 年 32 倍市盈率, 折现至 2021 年给予公司目标市值 169 亿港元, 对应目标价 34.1 港元 (对应 9.8 倍 2021 年市销率以及 7.5 倍 2022 年市销率), 对应上涨空间 81%。

风险

监管环境不确定性; 市场竞争超预期; 第三方数据来源受限。

首次覆盖跑赢行业

股票代码	06608.HK
评级	* 跑赢行业
最新收盘价	港币 18.82
目标价	港币 34.10
52 周最高价/最低价	港币 29.45~18.82
总市值(亿)	港币 93
30 日日均成交额(百万)	港币 34.72
发行股数(百万)	495
其中: 自由流通股(%)	83
30 日日均成交量(百万股)	1.54
主营行业	金融



(人民币 百万)	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	1,262	1,137	1,471	1,927
增速	47.0%	-9.9%	29.4%	31.0%
归属母公司净利润	13	80	132	213
增速	N.M.	512.4%	65.0%	61.3%
扣非后净利润	13	80	132	213
增速	N.M.	512.4%	65.0%	61.3%
每股净利润	0.03	0.16	0.27	0.43
每股净资产	-2.42	-2.57	9.39	9.82
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.13	0.42	0.47	0.59
市盈率	639.9	98.0	60.6	37.6
市净率	N.M.	N.M.	1.7	1.6
EV/EBITDA	94.2	46.7	20.0	12.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	1.1%	6.2%	4.1%	4.0%
平均净资产收益率	-1.1%	-6.5%	7.8%	4.5%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

姚泽宇

分析师

zeyu.yao@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080518090001

SFC CE Ref: BIJ003

钱凯

分析师

kai.qian@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080513050004

SFC CE Ref: AZA933

李亚达

联系人

yada.li@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080120080109

赵丽萍

分析师

liping.zhao@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080516060004

SFC CE Ref: BEH709

樊优

联系人

you.fan@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080120080042

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E
利润表					成长能力				
营业收入	1,262	1,137	1,471	1,927	营业收入	47.0%	-9.9%	29.4%	31.0%
营业成本	-290	-298	-388	-502	营业利润	N.M.	N.M.	230.5%	80.3%
营业费用	-568	-440	-530	-664	EBITDA	137.1%	91.5%	25.9%	49.3%
管理费用	-222	-200	-223	-279	净利润	N.M.	512.4%	65.0%	61.3%
其他	-4	-1	0	0	扣非后净利润	N.M.	512.4%	65.0%	61.3%
营业利润	-11	33	108	194	盈利能力				
财务费用	-10	-11	-11	-11	毛利率	77.0%	73.7%	73.7%	74.0%
其他利润	-76	-132	0	0	营业利润率	-0.9%	2.9%	7.3%	10.1%
利润总额	-98	-111	97	183	EBITDA 利润率	6.9%	14.7%	14.3%	16.3%
所得税	4	2	-13	-30	净利率	1.0%	7.0%	9.0%	11.1%
少数股东损益	-1	1	1	2	扣非后净利率	1.0%	7.0%	9.0%	11.1%
归属母公司净利润	13	80	132	213	偿债能力				
EBITDA	87	167	211	315	流动比率	0.42	3.84	13.60	11.71
扣非后净利润	13	80	132	213	速动比率	0.42	3.84	13.60	11.71
资产负债表					现金比率	0.06	0.15	10.63	9.14
货币资金	151	42	3,810	4,040	资产负债率	193.6%	194.7%	9.0%	10.2%
应收账款及票据	196	180	220	287	净债务资本比率	12.7%	3.3%	净现金	净现金
存货	0	0	0	0	回报率分析				
其他流动资产	627	854	846	848	总资产收益率	1.1%	6.2%	4.1%	4.0%
流动资产合计	974	1,075	4,876	5,175	净资产收益率	-1.1%	-6.5%	7.8%	4.5%
固定资产及在建工程	41	37	48	66	每股指标				
无形资产及其他长期资产	251	215	202	191	每股净利润 (元)	0.03	0.16	0.27	0.43
非流动资产合计	292	252	250	257	每股净资产 (元)	-2.42	-2.57	9.39	9.82
资产合计	1,266	1,328	5,126	5,433	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流 (元)	0.13	0.42	0.47	0.59
应付账款	40	53	91	116	估值分析				
其他流动负债	2,289	227	268	326	市盈率	639.9	98.0	60.6	37.6
流动负债合计	2,328	280	359	442	市净率	N.M.	N.M.	1.7	1.6
长期借款	0	0	0	0	EV/EBITDA	94.2	46.7	20.0	12.7
其他非流动负债	122	2,305	101	111	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非流动负债合计	122	2,305	101	111					
负债合计	2,450	2,585	460	553					
股本	0	0	0	0					
未分配利润	-1,201	-1,275	4,649	4,862					
归母所有者权益	-1,201	-1,275	4,649	4,862					
少数股东权益	16	18	18	18					
负债及股东权益合计	1,266	1,328	5,126	5,433					
现金流量表									
税前利润	-98	-111	97	183					
折旧和摊销	52	60	29	26					
营运资本变动	-20	87	46	14					
其他	128	173	59	69					
经营活动现金流	63	209	231	293					
资本开支	-43	-18	-51	-73					
其他	12	-233	0	0					
投资活动现金流	-32	-252	-51	-73					
股权融资	0	0	3,579	0					
银行借款	-30	0	0	0					
其他	-63	-65	9	10					
筹资活动现金流	-93	-65	3,588	10					
汇率变动对现金的影响	0	-1	0	0					
现金净增加额	-62	-108	3,768	229					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

根据 Frost & Sullivan 测算，按公司 2019 年收入规模（数据分析业务以及精准营销业务）计算，百融云创是国内最大的独立金融大数据分析解决方案供应商，市场份额~8.7%。公司通过人工智能、机器学习、云计算、区块链等前沿技术，持续赋能金融机构数字化转型和创新，主要为金融机构提供数据分析服务、精准营销服务、以及保险分销服务。

目录

百融云创：中国领先的金融大数据分析服务商	5
中国最大的独立金融大数据分析解决方案供应商	5
解决金融机构诸多痛点、帮助其提升服务能力	6
中国金融服务业数字化转型方兴未艾，为公司未来发展奠定良好契机	11
金融业数字化转型趋势利好金融大数据分析服务市场的持续增长	11
独立金融大数据分析服务供应商有望进一步提升市场份额	11
个人信贷和保险市场稳定增长，利好公司未来业务发展	12
竞争力分析：五大优势引领行业	15
# 1: 凭借行业先发优势与金融机构用户建立紧密的合作关系	15
# 2: 数据资产深厚有助于在各业务部门之间形成强大协同	16
# 3: “先落地，后扩张”创造高效、高延展性的商业模式	17
# 4: 百融在不断变化的监管环境中处于有利地位	18
# 5: 管理经验丰富，公司文化以技术为本	19
财务预测：Non-IFRS 净利润 2020-2023 年 CAGR 有望达到 59%	20
我们预计公司 2020-2023 年收入复合增速为 30%	20
我们预计公司 2021-2023 年毛利率分别为 73.7%、74.0%和 75.2%	22
得益于运营效率的提高，公司营业费用率有望持续下降	22
我们预计公司 2020-2023 年 non-IFRS 净利润复合增速为 59%	23
首次覆盖百融给予跑赢行业评级，目标价 34.1 港元，对应 81% 的上涨空间。	23
风险	28

图表

图表 1: 百融通过人工智能等前沿技术为金融机构用户提供数据分析、以及营销分销服务	5
图表 2: 公司是中国最大的独立金融大数据分析解决方案供应商	5
图表 3: 公司发展历史沿革	6
图表 4: 公司股权结构	6
图表 5: 百融收入拆分和增长动力分析	7
图表 6: 公司产品矩阵及科技解决方案概览	7
图表 7: 公司的大数据分析平台提供多样化的产品	8
图表 8: 数据分析服务的关键运营指标	8
图表 9: 榕树平台的商业模式	9
图表 10: 精准营销服务的关键运营指标	9
图表 11: 黎明平台的商业模式	10
图表 12: 保险分销服务的关键数据	10
图表 13: 黎明科技平台上的保险经纪人数量	10
图表 14: 通过黎明科技平台分销的产品保费总额	10
图表 15: 预计中国金融服务业大数据分析服务市场将保持快速增长	11
图表 16: 预计独立大数据分析服务的市场份额（以收入计算）有望在 2024 年增至 16.8%	12
图表 17: 中国消费贷款余额（不包括抵押贷款）未来五年 CAGR 为 22%	12
图表 18: 消费金融价值链	13
图表 19: 中国保险市场保费总额有望在 2024 年达到 6.85 万亿元	13
图表 20: 中国保险渗透率稳步上升	14

图表 21: 中国保险密度稳步上升.....	14
图表 22: 中国保险的深度和海外对比.....	14
图表 23: 中国保险的密度和海外对比.....	14
图表 24: 百融多样化的金融服务供应商客户群体.....	15
图表 25: 百融与全球 SaaS 和数据分析公司比较分析.....	15
图表 26: 强大的分析能力有助于最大化数据资产的价值.....	16
图表 27: 全面的数据卷标在不同业务部门之间产生强大的协同效应.....	16
图表 28: 百融“先落地，再扩张”的商业模式.....	17
图表 29: 核心用户生命周期价值.....	17
图表 30: 高效的服务模式使百融能够横向渗透到更广阔的市场.....	18
图表 31: 百融的金融服务供应商客户数量和收入规模均实现了持续增长.....	18
图表 32: 2020-2023 年收入 CAGR 有望达到 30%.....	20
图表 33: 不同业务收入拆分.....	20
图表 34: 不同业务核心账户数量.....	20
图表 35: 核心账户平均客单价稳定增长.....	20
图表 36: 预计 2020-2023 年公司数据分析服务收入复合年增长率达到 28%.....	21
图表 37: 数据分析服务核心账户数和核心账户年平均收入预测.....	21
图表 38: 预计 2020-2023 年公司精准营销服务收入复合年增长率达到 32%.....	21
图表 39: 精准营销服务核心账户数和核心账户年平均收入预测.....	21
图表 40: 预计 2020-2023 年公司保险分销服务收入复合年增长率达到 31%.....	22
图表 41: 保险分销服务核心账户数和核心账户年平均收入预测.....	22
图表 42: 预计毛利率将保持稳定.....	22
图表 43: 销售成本占总净收入的百分比.....	22
图表 44: 预计公司营业费用率将持续下降.....	23
图表 45: 预计公司 2021-2023 年销售费用率持续下降.....	23
图表 46: 预计公司 2022 年营业利润率将达到 10%.....	23
图表 47: 预计公司 2022 年调整后净利润率将达到 11%.....	23
图表 48: 可比公司估值表.....	24
图表 49: 估值结果.....	24
图表 50: 主要预测摘要.....	25
图表 51: 利润表预测.....	26
图表 52: 资产负债表预测.....	27
图表 53: 现金流量表预测.....	27

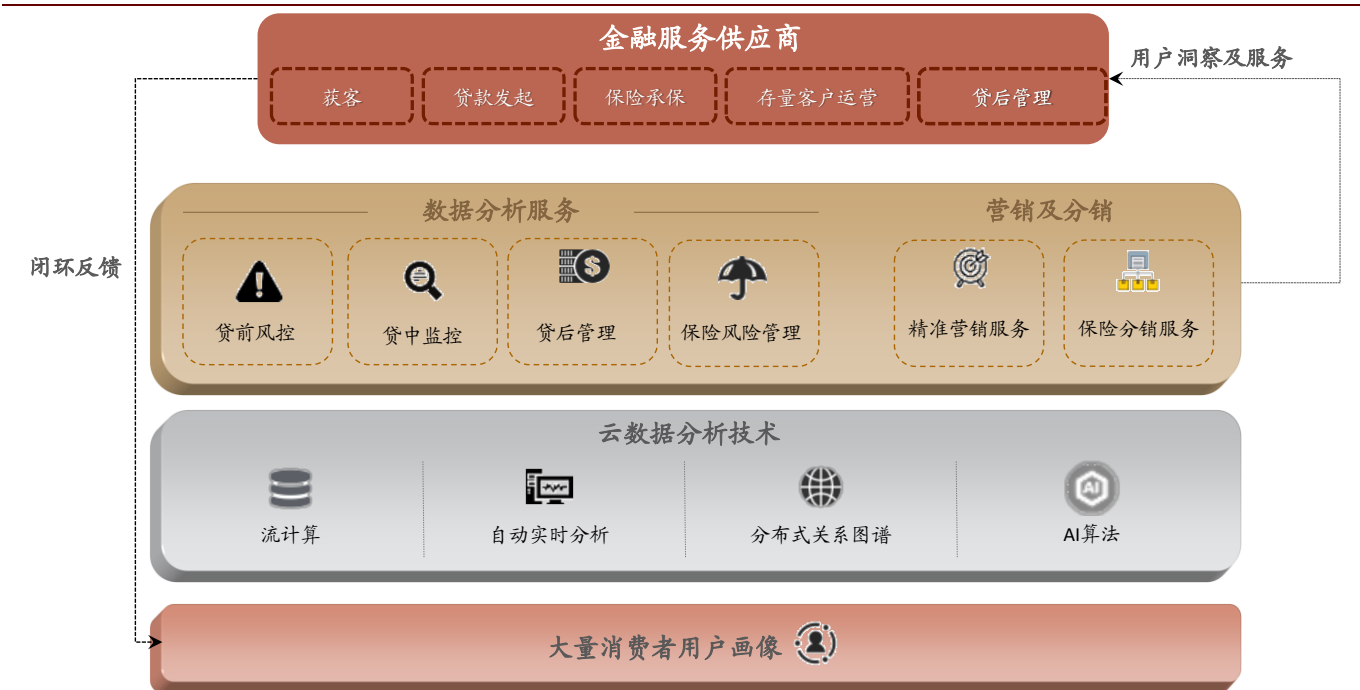
百融云创：中国领先的金融大数据分析服务商

中国最大的独立金融大数据分析解决方案供应商

根据 Frost & Sullivan 测算，按公司 2019 年收入规模（数据分析业务以及精准营销业务）计算，百融云创是国内最大的独立金融大数据分析解决方案供应商，市场份额~8.7%。公司通过人工智能、机器学习、云计算、区块链等前沿技术，持续赋能金融机构数字化转型和创新，主要为金融机构提供数据分析服务、精准营销服务、以及保险分销服务。

截至 2020 年 12 月 31 日，公司已经累计为超过 4500 家金融机构客户提供服务，客户范围涵盖国有银行、超过 700 家区域银行、绝大多数的消费金融公司、超过 90 家保险公司，以及汽车金融公司和其他金融机构。

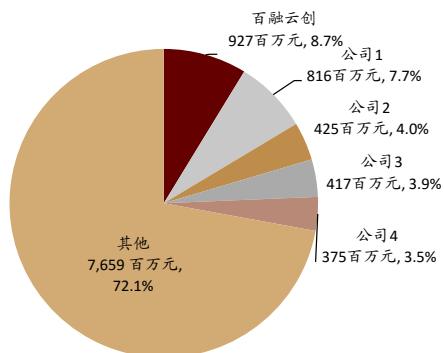
图表 1：百融通过人工智能等前沿技术为金融机构用户提供数据分析，以及营销分销服务



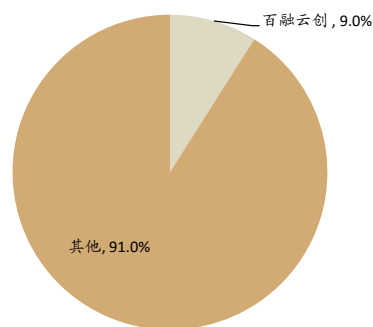
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：公司是中国最大的独立金融大数据分析解决方案供应商

2019年独立金融大数据分析方案提供商市占率（按收入计算，百万元）



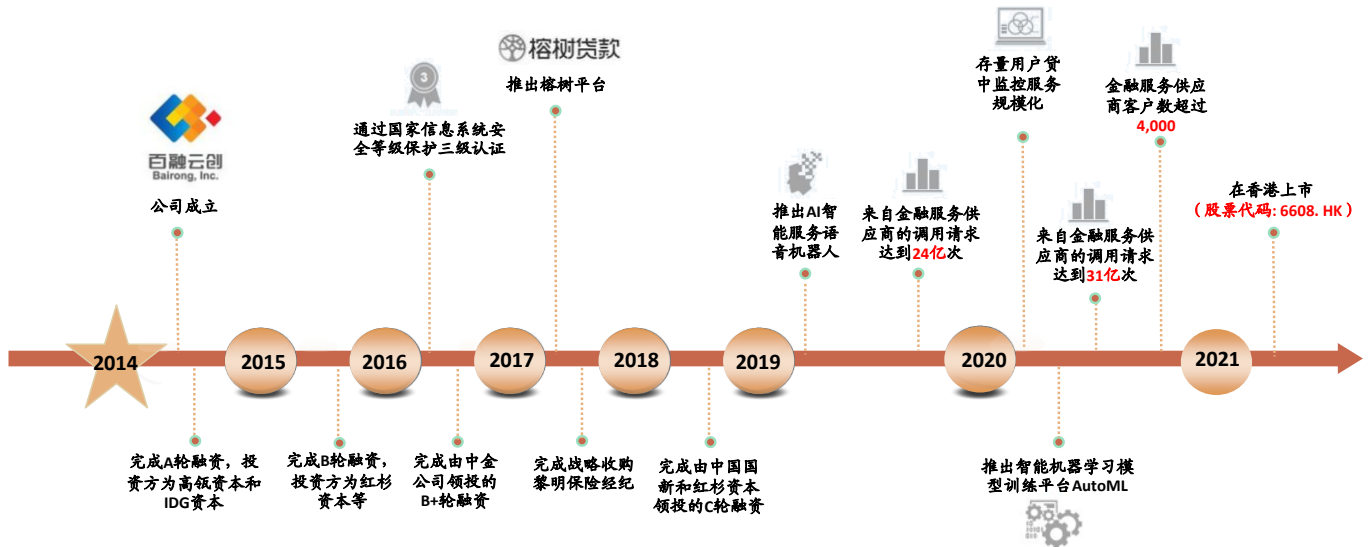
2020年独立金融大数据分析方案提供商市占率（按收入计算）



注：图中百融的收入是指来自数据分析服务和精准营销服务的收入，不包括保险分销服务的收入

资料来源：公司官网，公司公告，中金公司研究部

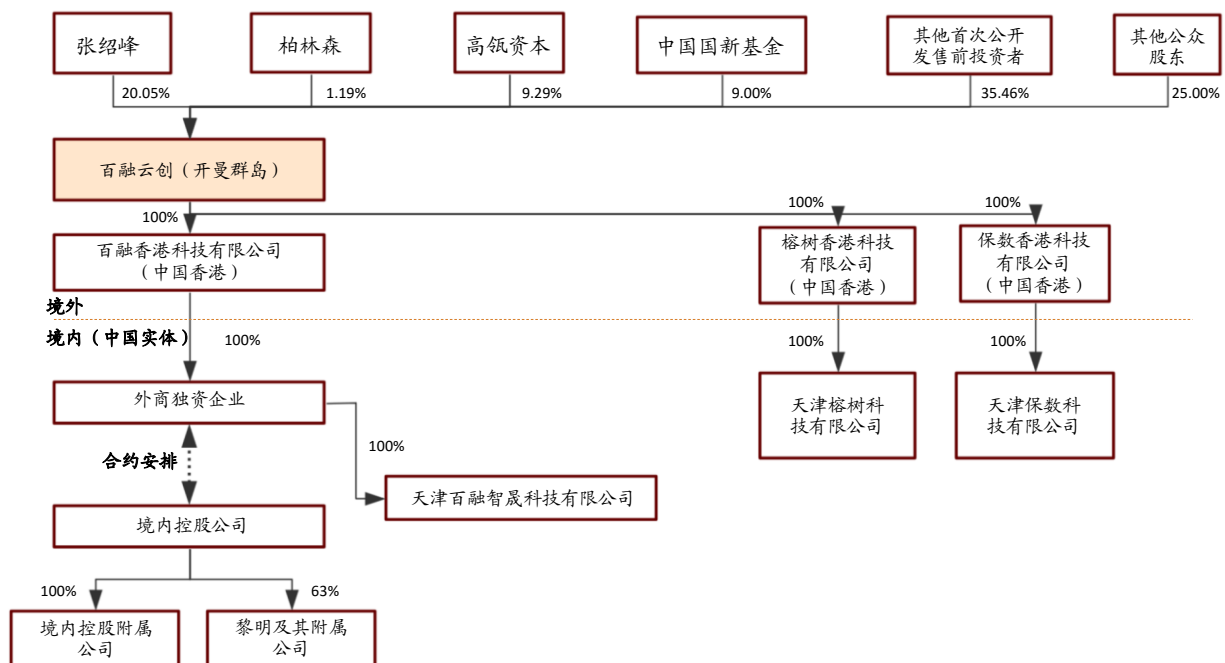
图表 3：公司发展历史沿革



资料来源：公司公告，中金公司研究部

主要股东：张韶峰先生为控股股东，持有公司 20.05%的股权。其他股东包括高瓴资本、中国国新基金等。

图表 4：公司股权结构



注：截止到上市日期

资料来源：公司公告，中金公司研究部

解决金融机构诸多痛点、帮助其提升服务能力

百融目前主要服务于提供个人信贷产品的金融机构和保险公司，致力于为金融服务供应商客户提供差异化的技术解决方案。百融基于一个集中式的数据引擎，为金融服务供应商客户提供数据分析服务、精准营销服务和保险分销服务。2020年，公司总收入113.7亿元，数据分析服务、精准营销服务、保险分销服务和其他服务的收入贡献率分别为46.8%、23.3%、29.8%和0.1%。

图表 5：百融收入拆分和增长动力分析



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 6：公司产品矩阵及科技解决方案概览



资料来源：公司公告，中金公司研究部

大数据分析产品和服务平台

百融通过云原生平台向金融机构用户提供大数据分析服务，为发放信贷产品的金融机构提供包括贷前风险管理、贷后监控及不良贷款管理需求等一站式的风控服务，同时也为保险公司提供大数据风控技术支持。公司产品矩阵包括分析数据模型、风险评分、云智能信贷决策引擎及本地化解决方案。

商业模式：公司数据分析业务的收入主要来自 1）基于实际查询量或订阅制向金融机构用户收取的服务费收入；2）从本地化技术解决方案收取的实施费用及服务费；3）通过向金融机构提供定制化服务（如联合建模）产生的收入。成本方面主要包括数据服务成本和其他成本或费用，如人员成本以及数据平台相关运营费用等。

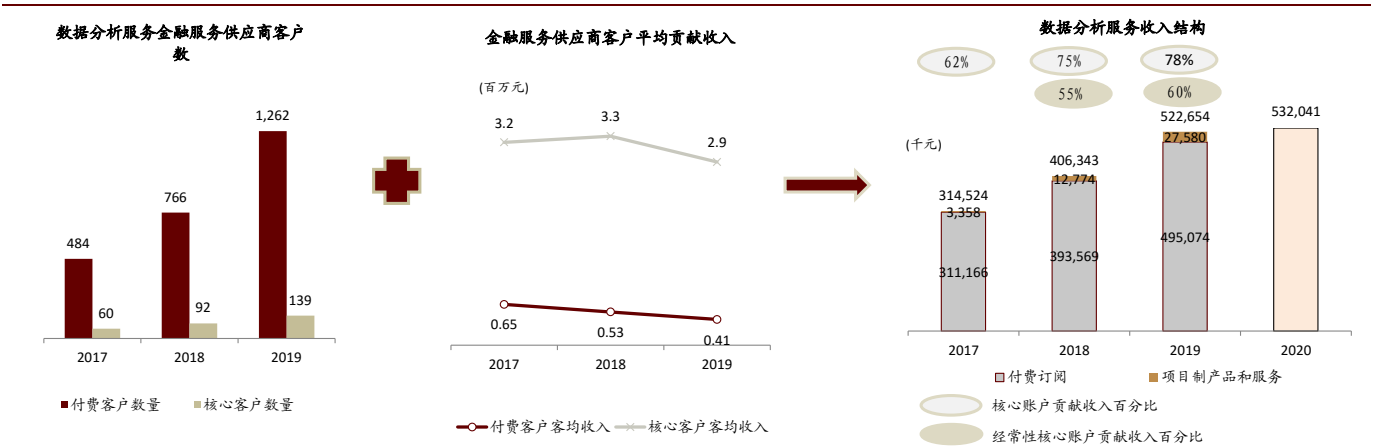
公司目前采取“先落地，后扩张”的业务拓展模式，通过向金融机构提供免费服务的方式进行获客，在用户粘性增强后开始逐步收费或进行交叉销售。公司目前数据分析服务仍未完全释放变现潜力，基于公司管理层披露，贷前查询占数据分析服务收入的比重~80-90%，其他服务变现潜力仍然较大。

图表 7：公司的大数据分析平台提供多样化的产品



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 8：数据分析服务的关键运营指标



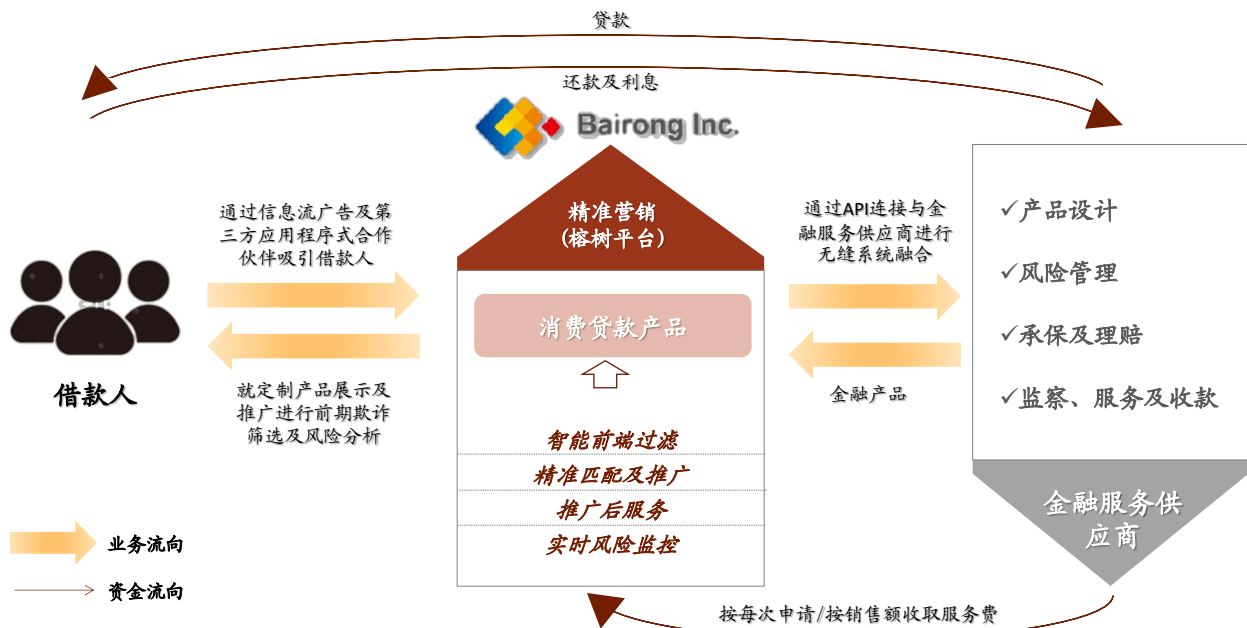
资料来源：公司公告，中金公司研究部；注：核心金融服务供应商客户是指贡献年收入超过30万元人民币的持牌金融机构

榕树：精准营销平台

榕树连接消费者与金融机构用户（银行、消费金融公司等），为借款用户推荐的合适金融产品。榕树通过深度数据洞察以及较高的获客效率让金融机构能够更好地触达长尾用户、提升服务能力。榕树平台上推荐的所有信贷产品均为金融服务供应商用户所提供，百融不为任何信贷产品提供担保或承担用户的借款风险。

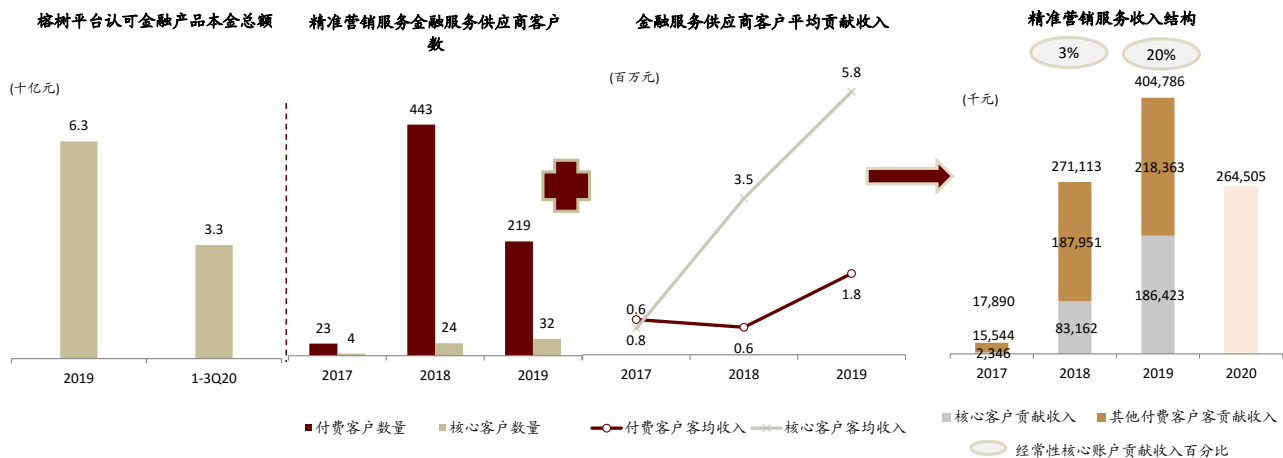
榕树的商业模式：收入方面，榕树按 CPS 和 CPA 两种模式收取服务费；成本方面，榕树在获客时需要支付例如广告投放等销售及营销费用。我们认为公司精准营销平台的盈利稳定性主要取决于平台 ROI（平台收入/获客相关费用）。

图表 9：榕树平台的商业模式



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 10：精准营销服务的关键运营指标



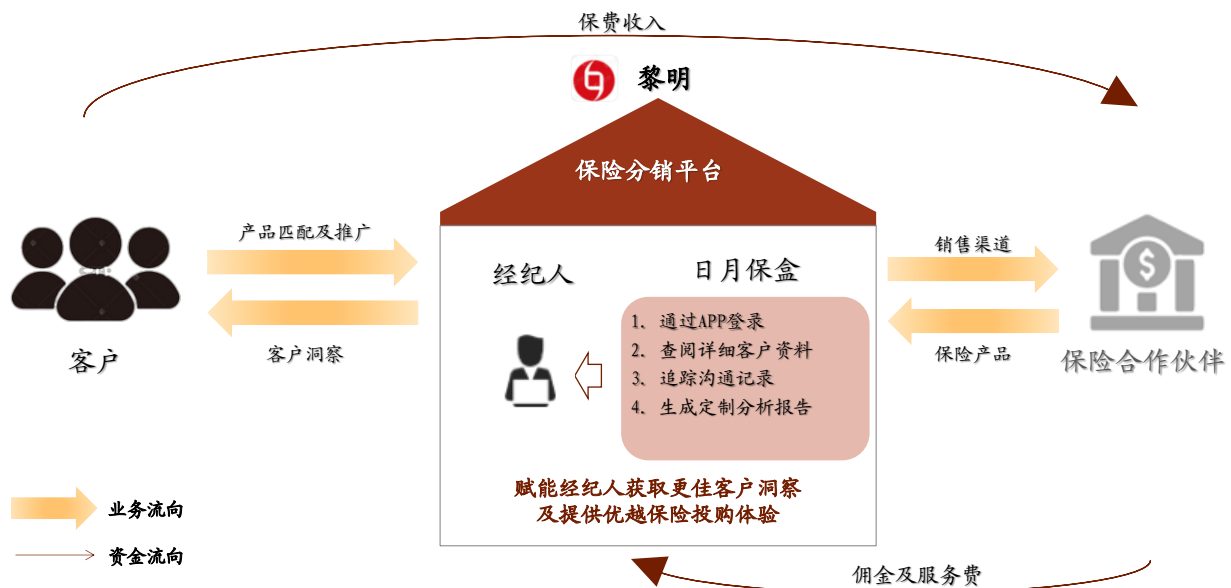
资料来源：公司公告，中金公司研究部；注：核心金融服务供应商客户是指贡献年收入超过30万元人民币的持牌金融机构

黎明：保险分销平台

黎明是数据驱动的客户关系管理平台，通过移动应用日月宝盒提供一站式保险分销服务。平台上分销的保险产品主要为寿险产品，且黎明在运营过程中不承担任何承保风险。公司凭借强大的数据分析能力向平台上的保险经纪人提供丰富的用户数据洞察，提升保险经纪人分销产能，为用户提供更精确的保险产品推荐。

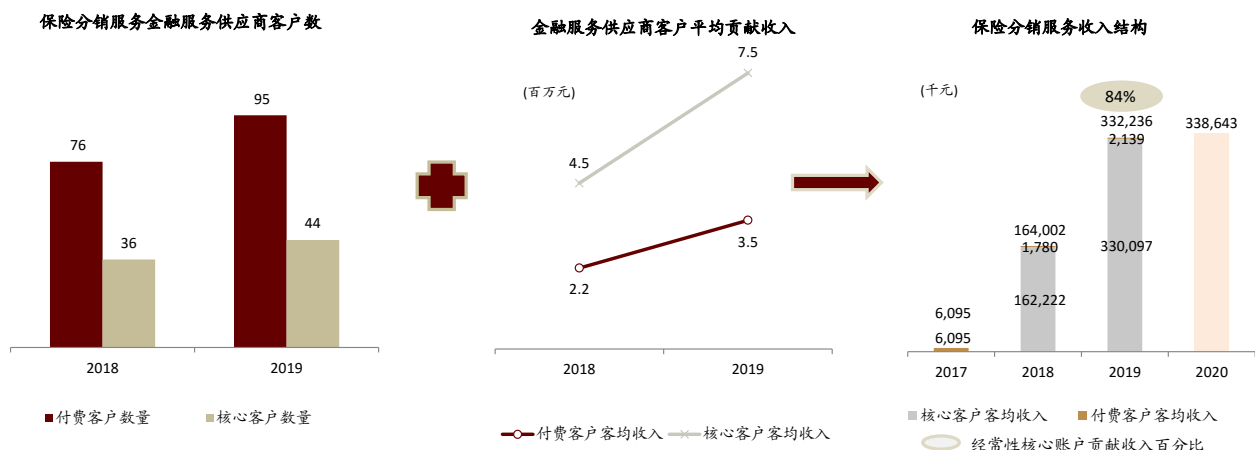
黎明的商业模式：收入方面，公司保险分销平台按照有关保险产品产生的保费总额收取一定百分比的佣金及服务费；成本方面，公司保险分销平台需要按照保费收入一定比例向保险经纪人支付保险销售佣金，同时承担相关的经营成本。

图表 11：黎明平台的商业模式



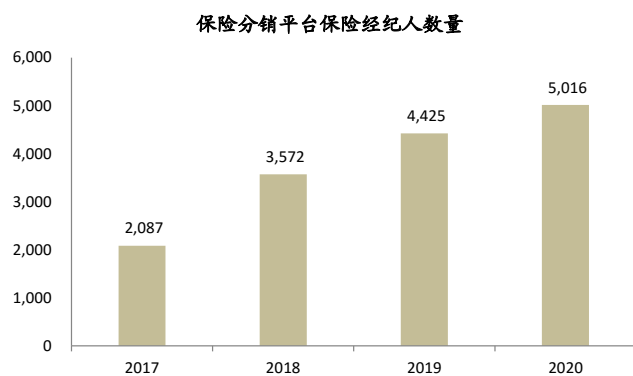
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 12：保险分销服务的关键数据



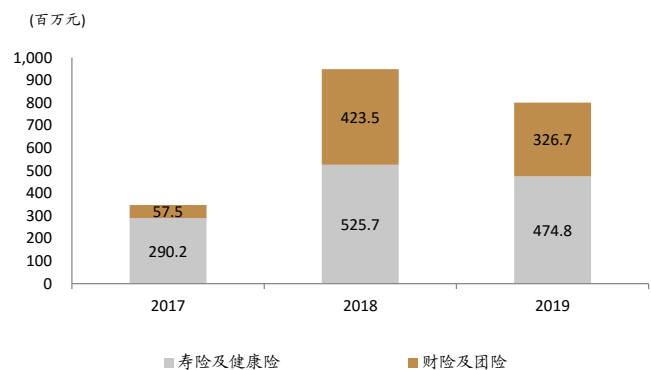
资料来源：公司公告，中金公司研究部；注：核心金融服务供应商客户是指贡献年收入超过30万元人民币的持牌金融机构

图表 13：黎明科技平台上的保险经纪人数量



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 14：通过黎明科技平台分销的产品保费总额



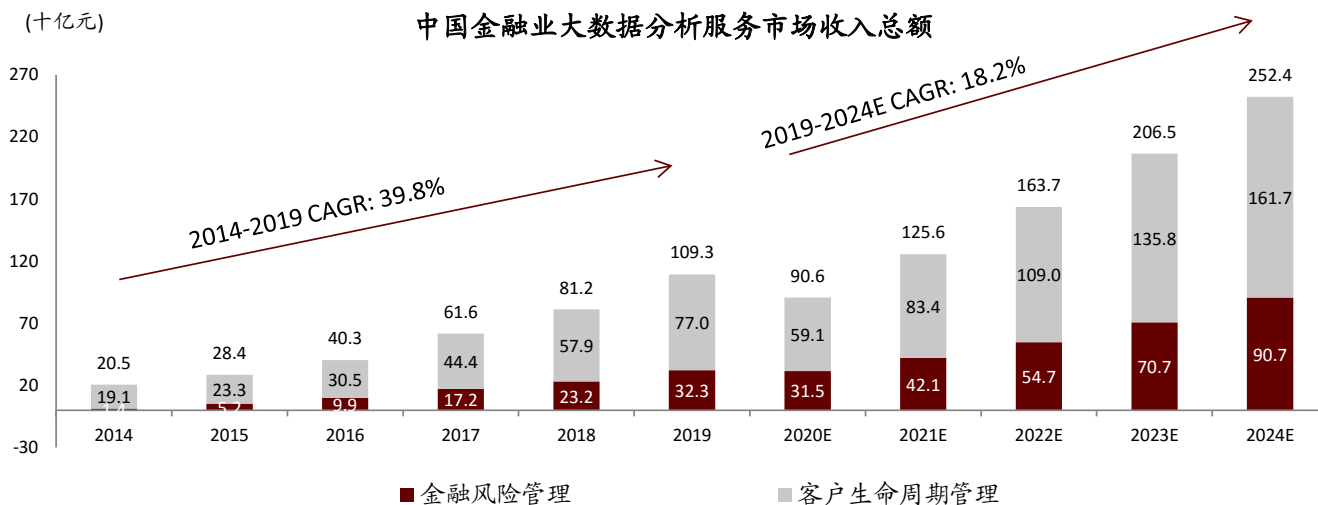
资料来源：公司公告，中金公司研究部

中国金融服务业数字化转型方兴未艾，为公司未来发展奠定良好契机

金融业数字化转型趋势利好金融大数据分析服务市场的持续增长

中国金融业仍处于数字化转型初级阶段，金融大数据分析服务需求旺盛。考虑到政策对金融业数字化转型的推动，我们预计金融大数据分析市场将持续快速增长并出现新的机遇。根据 Frost & Sullivan 的预测，中国金融业大数据分析服务市场 2019 年总收入为 1,093 亿元，预计 2024 年将增长至 2,524 亿元，对应 2019-2024 年 CAGR 为 18.2%

图表 15：预计中国金融服务业大数据分析服务市场将保持快速增长

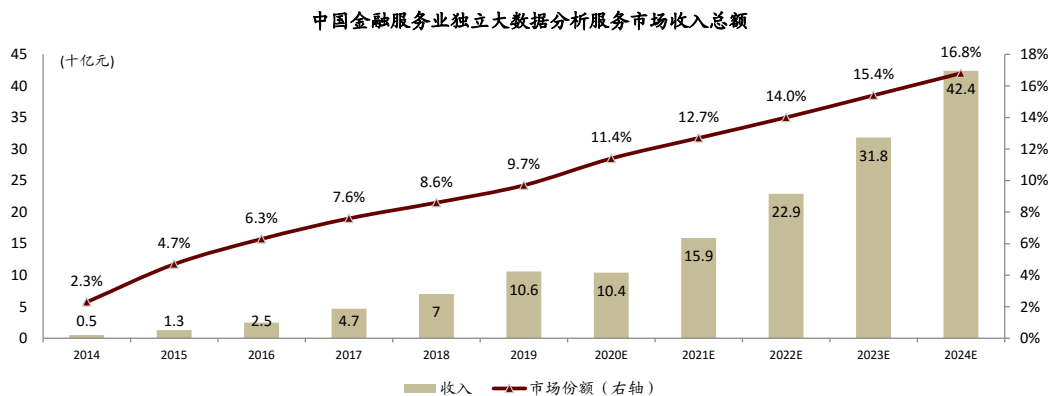


资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，中金公司研究部

独立金融大数据分析服务供应商有望进一步提升市场份额

基于客观性和成本效率的考虑，金融服务供应商倾向于直接向独立的金融大数据分析解决方案供应商购买服务，以降低成本、专注于维护客户关系。第三方大数据分析公司（如百融）已成为互联网平台和金融服务供应商开展业务的基础设施。根据 Frost & Sullivan 的数据，独立金融大数据分析服务供应商占金融大数据分析市场总收入的比重已从 2014 年的 2.3% 增长至 2019 年的 9.7%，预计 2024 年将增长至 16.8%。

图表 16：预计独立大数据分析服务的市场份额（以收入计算）有望在 2024 年增至 16.8%



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，中金公司研究部

个人信贷和保险市场稳定增长，利好公司未来业务发展

百融主要为提供信贷的金融机构和保险公司提供风控、获客和产品分销等服务。我们认为，中国个人信贷和保险市场的稳定增长将利好公司未来发展。

测算未来五年我国消费贷行业规模增速~15%

中性假设下测算：我国消费贷行业规模未来五年复合增速有望保持 15%。我们基于消费贷杠杆率、债务收入比、消费贷渗透率三个维度分别测算居民狭义消费贷余额，再取三个口径的均值作为最终规模，测算得出 2025 年我国居民消费贷余额（不含房贷）有望接近 30 万亿元，对应 2020-2025 年复合增速 15%。

银行依托自身资金成本优势、凭借近九成的资金供给占比成为最大资金方，汽车金融公司/消费金融公司/小贷公司等为有效补充。在互联网平台及具有放贷资质的金融机构外，专注于反欺诈及征信基础服务的第三方平台、提供逾期贷款催收服务的专业机构、提供增信的保险/担保公司等亦为产业链有机组成部分。

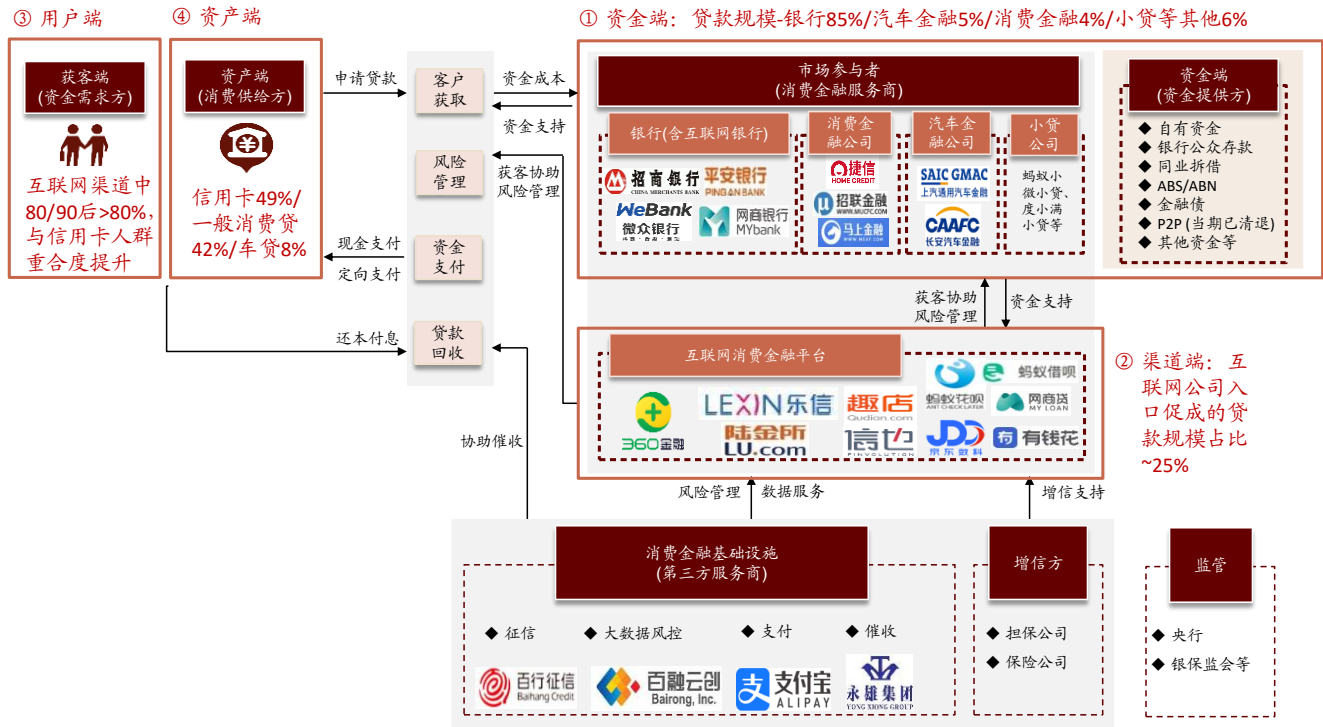
图表 17：中国消费贷款余额（不包括抵押贷款）未来五年 CAGR 为 22%

(人民币, 万亿元)	2018	2019	2020	2025e	2020-2025e CAGR	备注
中国居民消费贷余额 (不含房贷)	12.0	13.8	15.1	30.3	15.0%	取下列三个预测口径的均值作为行业规模
同比增速	24.6%	14.8%	9.4%			
预测口径 1：基于居民狭义消费贷杠杆率测算狭义消费贷						
中国名义 GDP	92	99	102	151	8.3%	<<IMF 预计的名义 GDP
名义 GDP 增速	10.5%	7.3%	3.0%			
实际 GDP 增速	6.7%	6.0%	2.3%			<<IMF 预计的实际 GDP 增速
中国居民消费贷余额 (不含房贷)	12.0	13.8	15.1	30.3	15.0%	
同比增速	24.6%	14.8%	9.4%			
中国居民狭义消费贷杠杆率	13.1%	14.0%	14.8%	20.0%		<<美国当前稳定在~20%，假设我们 2025 年达到 20%
提升幅度	1.5%	0.9%	0.9%			
预测口径 2：基于居民债务收入比测算广义消费贷，再扣除房贷						
中国居民可支配收入	54.3	58.6	60.6	92.4	8.8%	
同比增速	11.1%	7.8%	3.5%			
同比增速相较于名义 GDP 增速	0.6%	0.5%	0.5%			<<假设较 GDP 增速略高
中国居民消费贷余额 (含房贷)	37.8	44.0	49.6	83.2	10.9%	
同比增速	19.9%	16.3%	12.7%			
居民债务收入比	70%	75%	82%	90%		<<美国当前~105%，假设我们 2025 年达到 90%
提升幅度	5.1%	5.5%	6.7%			
其中：中国个人房贷余额	25.8	30.2	34.5	55.8	10.1%	
同比增速	17.8%	17.1%	14.2%			
房贷占居民广义消费贷余额比例	68.3%	68.7%	69.6%	67.1%		<<假设每年下降 0.5%
其中：中国居民消费贷余额 (不含房贷)	12.0	13.8	15.1	27.4	12.7%	
同比增速	24.6%	14.8%	9.4%			
预测口径 3：基于狭义消费贷渗透率测算狭义消费贷						
国内名义社会消费品零售总额	38.1	41.2	39.2	60.6	9.1%	
同比增速	4.0%	8.0%	-4.8%			
同比增速相较于名义 GDP 增速	-6.5%	0.7%	-7.8%			<<假设较 GDP 增速略高
中国居民消费贷余额 (不含房贷)	12.0	13.8	15.1	33.3	17.2%	
同比增速	24.6%	14.8%	9.4%			
中国居民狭义消费贷渗透率	31.5%	33.5%	38.5%	55.0%		<<美国当前~67%，假设我们 2025 年达到 55%
提升幅度	5.2%	2.0%	5.0%			

注：由于互联网消费金融平台与银行资金高度重叠，简便起见，此处消费贷款额度并未考虑互联网消费金融平台贷款余额。

资料来源：万得资讯，国家统计局，中国人民银行，美联储，中金公司研究部

图表 18：消费金融价值链

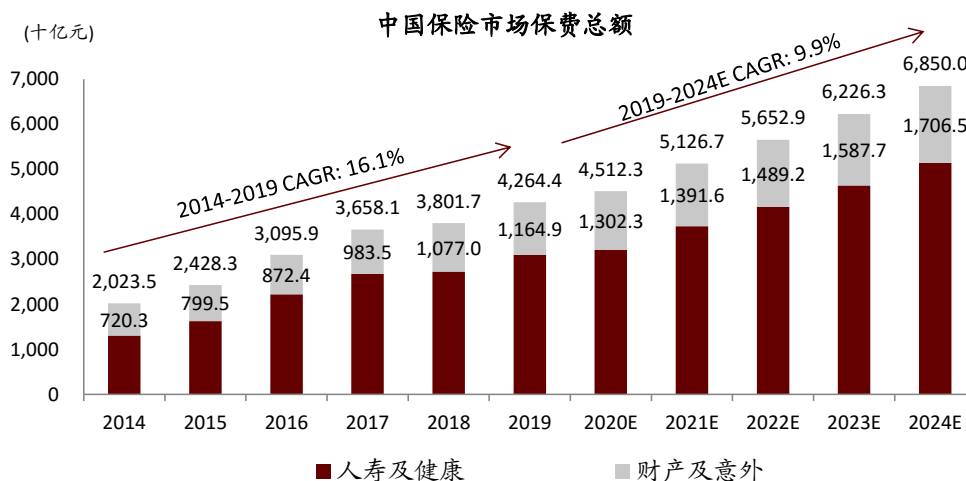


注：对资金、渠道、用户和资产的分析基于我们对 2020 年的估计
资料来源：公司公告，中金公司研究部

中国保险市场稳步发展

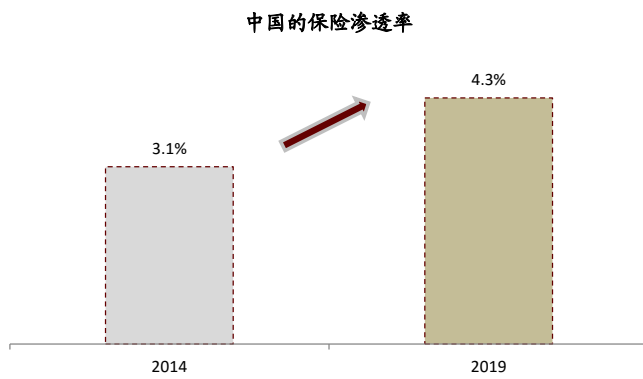
根据 Frost & Sullivan 预测，受益于政策推动和居民保险意识提高，中国保险市场有望实现稳定增长：1) 中国保险市场保费总额将从 2019 年的 4.26 万亿元增至 2024 年的 6.85 万亿元，CAGR 为 9.9%；2) 2014-2019 年，中国保险渗透率上升 1.2 个百分点至 4.3%，2019 年保险密度达到 2,972 元，2014-2019 年 CAGR 为 15.4%。与国际市场相比，中国保险市场仍有提升空间。

图表 19：中国保险市场保费总额有望在 2024 年达到 6.85 万亿元



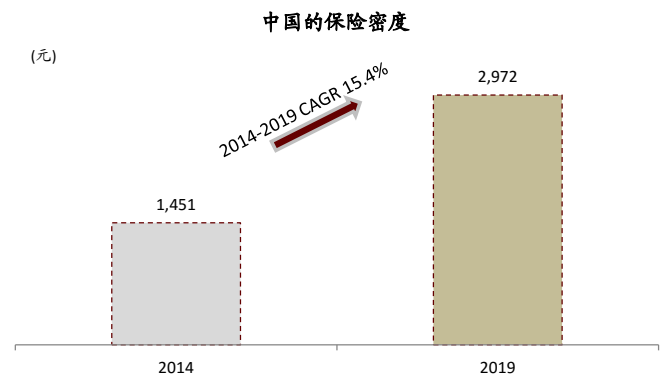
资料来源：公司公告，中国银行保险监督管理委员会，弗若斯特沙利文，中金公司研究部

图表 20：中国保险渗透率稳步上升



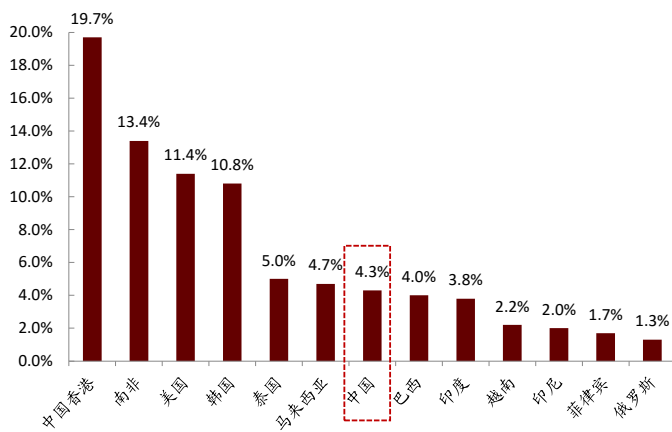
资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，中金公司研究部

图表 21：中国保险密度稳步上升



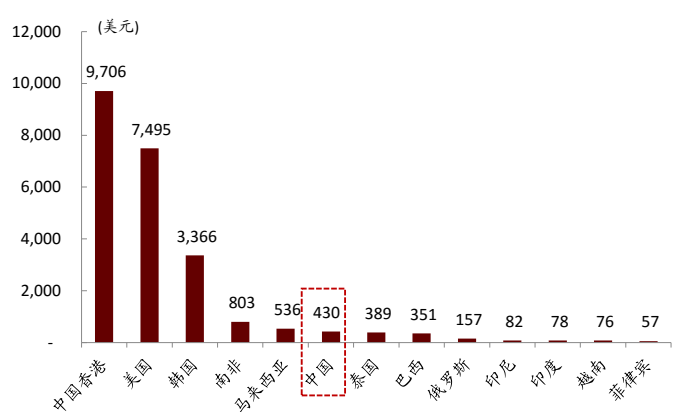
资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，中金公司研究部

图表 22：中国保险的深度和海外对比



资料来源：瑞再 Sigma 报告，中金公司研究部；注：2019 年数据

图表 23：中国保险的密度和海外对比



资料来源：瑞再 Sigma 报告，中金公司研究部；注：2019 年数据

竞争力分析：五大优势引领行业

#1: 凭借行业先发优势与金融机构用户建立紧密的合作关系

► 行业先发优势帮助百融构建稳定客户基础

经过近 7 年的发展,百融已成为中国金融服务商的首选独立大数据分析服务商,截至 2020 年底,公司已经累计服务超过 4,500 家金融机构用户,客户范围涵盖大部分国有银行、超过 700 家区域银行、绝大多数的消费金融公司、超过 90 家保险公司、以及汽车金融等其他金融机构。百融向金融机构用户提供的各类服务深度嵌入用户的业务流程中,这样的合作模式为金融机构用户带来了较高的转换成本,有助于与客户建立牢固的合作关系。

图表 24: 百融多样化的金融服务供应商客户群体

大部分国有银行	>700家 区域银行	大部分消费金融公司	>90家 主要保险公司	其他
工商银行 中国银行 建设银行 农业银行 邮储银行 交通银行 广发银行 浦发银行 招商银行 光大银行 ...	新网银行 江苏银行 大连银行 微众银行 青岛银行 厦门银行 湖北银行 ...	中银消费金融 捷信消费金融 招联消费金融 马上消费金融 晋商消费金融 湖北消费金融 海尔消费金融 杭银消费金融 ...	中国人寿 太平洋保险 中国人保 平安保险 泰康人寿 新华保险 中再保险 众安保险 ...	度小满金融 美团金融 京东数科 陆金所 小米金融 360数科 58金融 东风金融 携程金融 大众汽车金融 ...

注: 统计时间截至 2020 年 12 月 31 日

资料来源: 公司官网, 公司公告, 中金公司研究部

► 公司不断加深对金融服务业的理解, 为其建立独特竞争壁垒

公司作为中国最早提供云原生信贷风险评估服务的独立大数据分析服务平台之一, 公司在不断服务金融机构用户的过程中也在不断加深对金融服务业的理解。与典型 SaaS 公司以及数据分析服务商相比, 公司对行业不断加深的理解也帮助公司在市场中建立了独特的市场地位。

图表 25: 百融与全球 SaaS 和数据分析公司比较分析

	中国 SaaS 供应商				美国 SaaS 供应商	
定位	服务于金融服务行业的领先独立人工智能科技平台	服务于金融机构的领先 TaaS 平台	领先的中小企业云商务和营销解决方案提供商	领先的房地产开发商软件解决方案提供商	领先的风控、欺诈识别和运营优化的分析软件供应商	为财产保险和医疗保健公司提供数据和分析的领先供应商
产品概览	覆盖全业务流程的决策制定、营销和分销支持	涵盖所有金融服务垂直领域的全范围、全套解决方案	用于商务和营销解决方案的云 SaaS 产品	行业特定的 ERP 解决方案和 SaaS 产品	运用带有决策管理和评分系统的云平台提供内部软件	为保险公司提供基于订单的风险评估和决策支持方案
收入结构 ⁽¹⁾	11.4 亿元 100% 来自第三方 (86% 来自核心金融服务供应商客户)	33.1 亿元 38% 来自第三方 52% 来自平安集团 10% 来自陆金所	20.6 亿元 35% 数字商业 65% 数字媒介	17.1 亿元 51% SaaS 产品 49% ERP 解决方案	12.9 亿美元 86% 来自银行业 14% 来自其他行业	27.8 亿美元 71% 保险 23% 能源 6% 金融服务

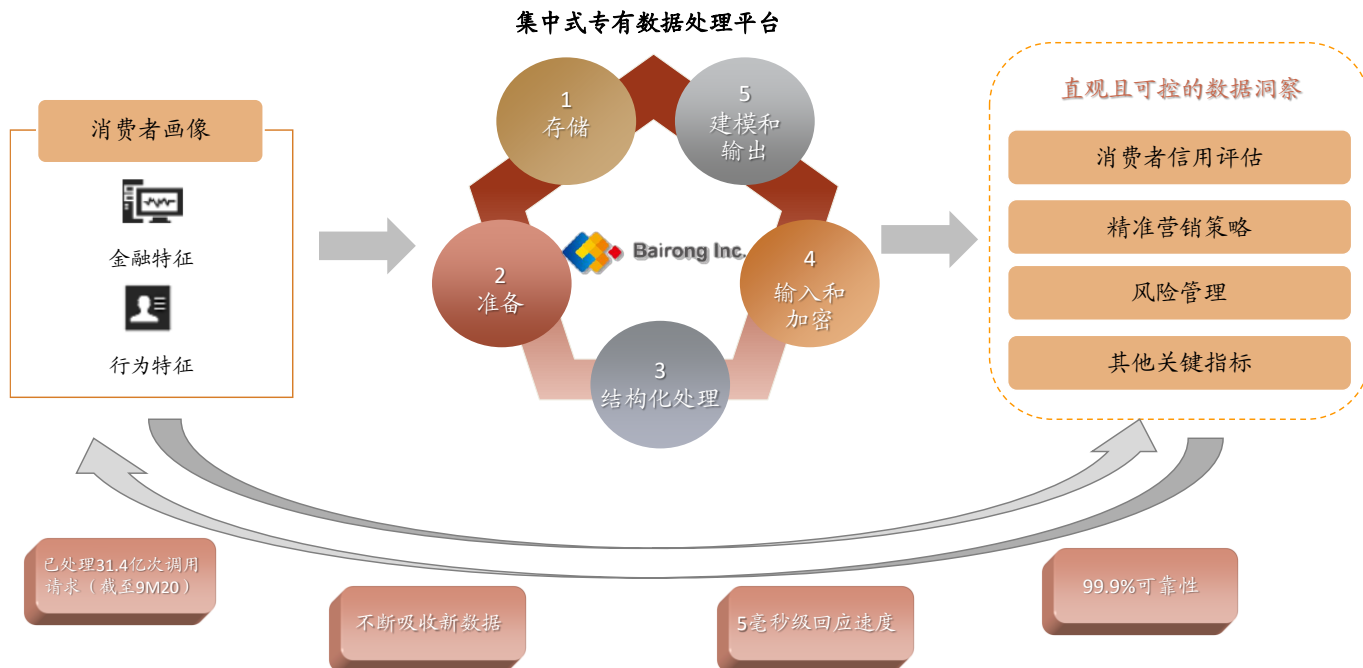
注: 基于各公司公告和 20 年财务业绩

资料来源: 公司官网, 公司公告, 中金公司研究部

#2: 数据资产深厚有助于在各业务部门之间形成强大协同

- **强大的分析能力使数据资产价值最大化。**公司在研发方面持续投入以夯实其技术能力。公司凭借强大的数据分析能力，可以将数据标签按照客户实际需求转化为可执行的用户洞察，形成数据闭环，从而使数据资产的价值最大化。例如，基于海量数据积累，公司已经开发出数百种分析模型，可供用户在信用卡、汽车金融等各类金融服务场景中使用。

图表 26: 强大的分析能力有助于最大化数据资产的价值

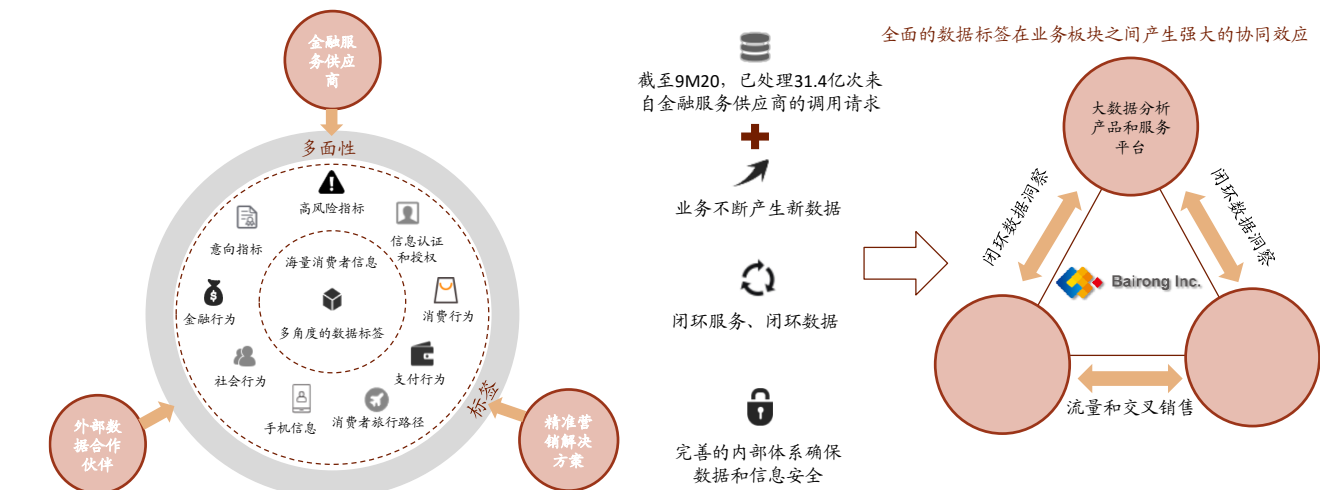


资料来源：公司公告，中金公司研究部

- **实现跨业务协同，不断丰富数据库。**公司通过自身不断的积累以及与第三方机构进行合作，建立了包含各类金融及非金融数据指标的数据库。同时，公司在大量的数据调用请求（截至 2020 年 9 月 30 日的九个月中公司一共处理了约 31.44 亿次调用请求）中不断完善自身数据分析能力，在更好地服务金融机构用户的同时，也基于丰富的数据洞察为自身带来了更多向金融机构交叉销售的机会。

图表 27: 全面的数据卷标在不同业务部门之间产生强大的协同效应

通过早期积累及与第三方合作建立了最大且最全面的数据库



资料来源：公司公告，中金公司研究部

#3: “先落地，后扩张”创造高效、高延展性的商业模式

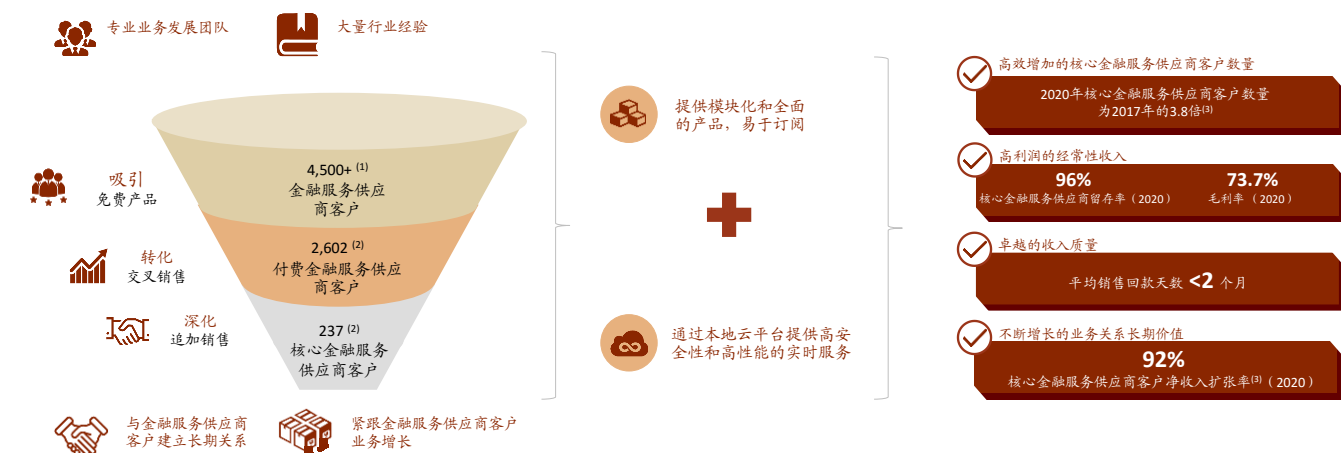
► 百融采用云原生 SaaS 服务模式，提供高度模块化的服务

百融采用云原生 SaaS 服务模式，向用户提供高度模块化的服务，这些模块可通过标准化的应用编程接口（API）轻松部署并嵌入到客户端的 IT 基础设施和业务流程中，这样的服务方式有助于帮助公司与金融机构客户建立长久的合作关系。随着公司用户数不断提升，我们认为公司有望以更高效的方式服务用户，实现规模效应。

► “先落地，后扩张”的业务拓展模式带来广阔变现前景

公司采用“先落地，后扩张”的业务拓展模式，在与金融机构刚建立合作关系时向其提供免费服务，增加用户粘性，随着时间推移，通过对用户逐步收费及交叉销售的方式实现盈利。

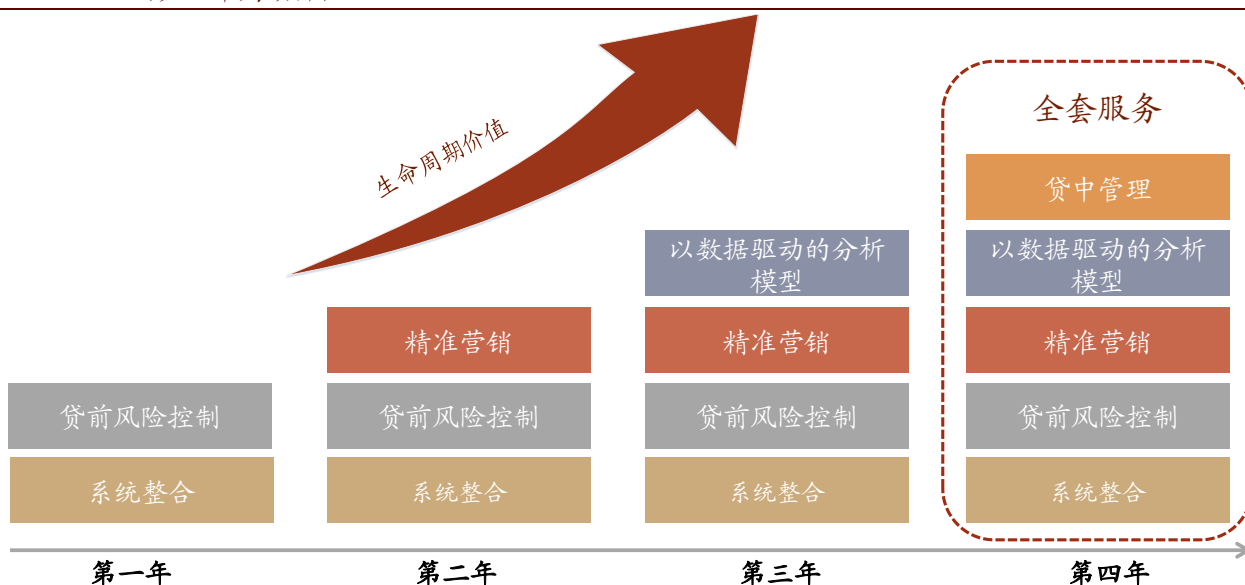
图表 28：百融“先落地，再扩张”的商业模式



注：1）客户总数为截至 2020 年数据；2）2020 年核心金融服务供应商客户数为 237 个，付费客户数量为 2,602 个；3）核心金融服务供应商客户是指贡献年收入超过 30 万元人民币的持牌金融机构

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 29：核心用户生命周期价值

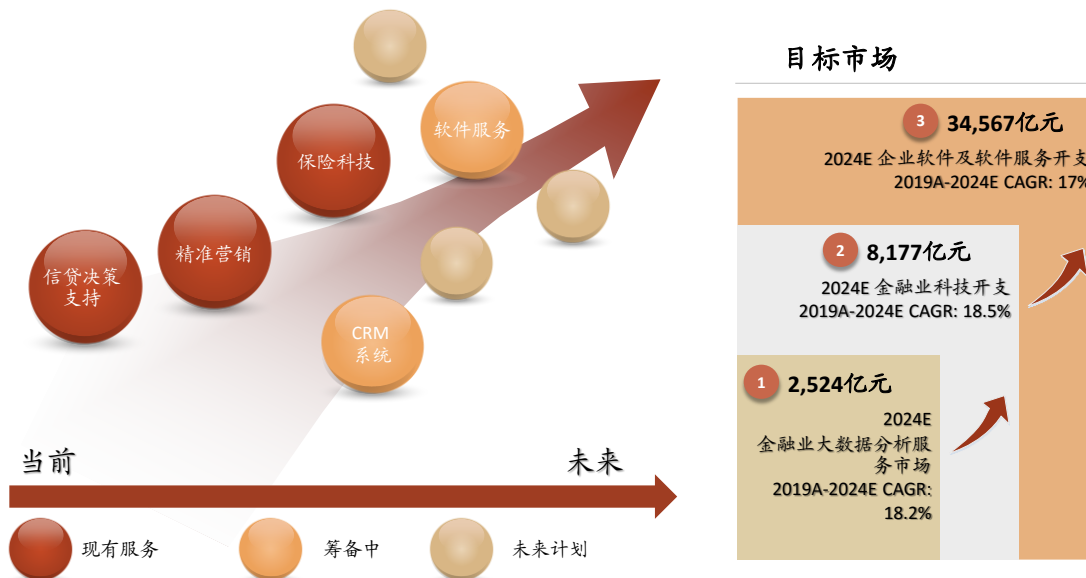


资料来源：公司公告，中金公司研究部

► 有望扩大服务半径，有望横向切入非金融领域

百融主要为金融业客户提供大数据分析服务、精准营销服务和保险分销服务。展望未来，随着公司将业务扩展到其他类型客户，提供更全面的产品和服务（如软件解决方案和 CRM 系统服务），我们认为公司有望持续拓宽自身服务半径，带来新的业务增长机遇。

图表 30：高效的服务模式使百融能够横向渗透到更广阔的市场

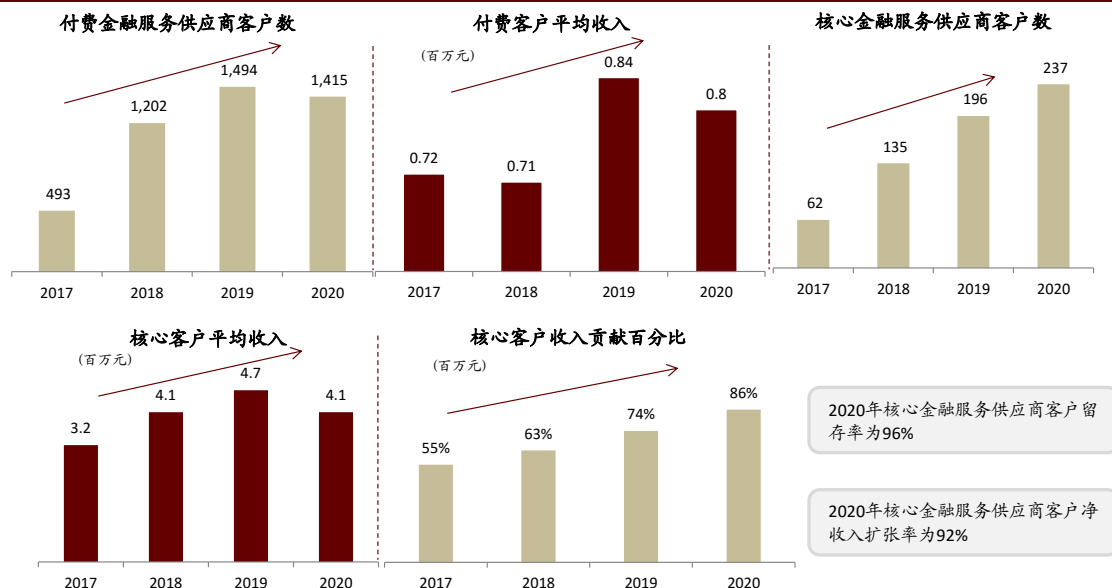


资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，中金公司研究部

#4：百融在不断变化的监管环境中处于有利地位

我们认为，百融云创始终紧跟监管变化，具备良好的合规性，让其更容易受到金融服务商的青睐。同时，公司聚焦关键用户（公司将年付费超过 30 万元的用户定义为核心用户）的服务策略也让公司在金融行业集中度提升、非持牌中小机构退出的环境下，不会受到收入及用户数量降低的影响，业务稳定性更强。

图表 31：百融的金融服务供应商客户数量和收入规模均实现了持续增长



资料来源：公司公告，中金公司研究部

#5: 管理经验丰富，公司文化以技术为本

自公司成立以来，公司在 CEO 张韶峰的领导下已经拥有了一支技术专长和金融行业知识兼备的高管队伍。在优秀管理层的带领下，公司持续创新，并建立了以技术为本的公司文化。我们认为，公司一方面可以凭借强大的技术能力不断进行产品技术创新、拓宽产品矩阵，另一方面凭借丰富的金融服务业知识能及时洞察金融机构用户的实际需求，帮助公司持续满足金融机构多元化的需求。

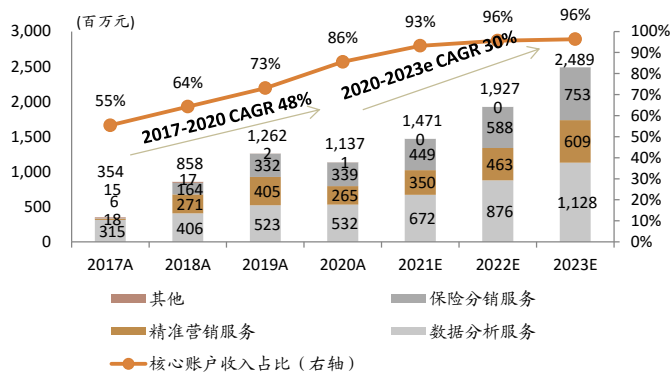
财务预测：Non-IFRS 净利润 2020-2023 年 CAGR 有望达到 59%

我们预计公司 2020-2023 年收入复合增速为 30%

随着公司金融服务供应用户的需求持续增加、疫情后经济和消费持续改善，公司各项业务逐渐恢复。公司 1Q21 收入同比增长 92% 至 4.1 亿元，数据分析业务、精准营销服务和保险分销服务分别增长 33%、293% 和 93% 至 1.4 亿元、1.2 亿元和 1.5 亿元。我们认为，公司 1Q21 业绩已呈现复苏趋势，未来伴随宏观经济逐步恢复，公司业务将迎来稳定增长。

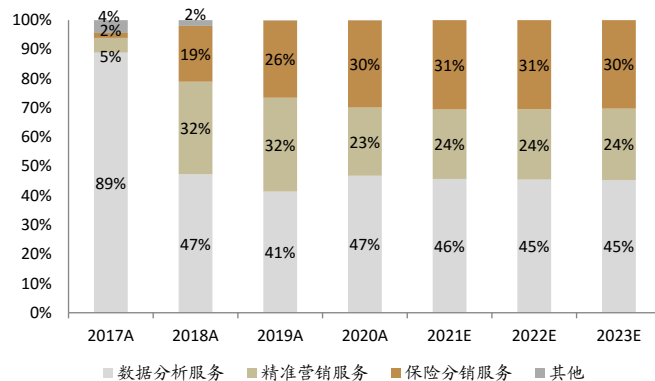
我们预测公司 2021-2023 年收入分别为 14.7 亿元、19.3 亿元和 24.9 亿元，对应 2020-2023 年 CAGR 为 30%，其中大数据分析服务、精准营销服务和保险分销服务的 CAGR 分别为 28%、32% 和 31%。我们认为公司收入的高增长主要源自于公司核心账户数以及分部的业务核心账户的平均客单价的持续增长。我们预计公司核心账户数将从 2019 年的 215 个增长至 2023 年的 488 个。

图表 32：2020-2023 年收入 CAGR 有望达到 30%



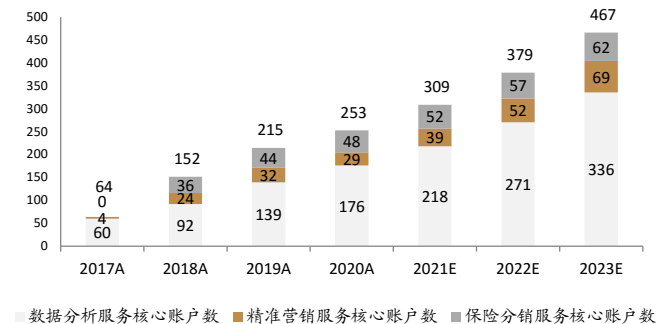
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 33：不同业务收入拆分



资料来源：公司公告，中金公司研究部

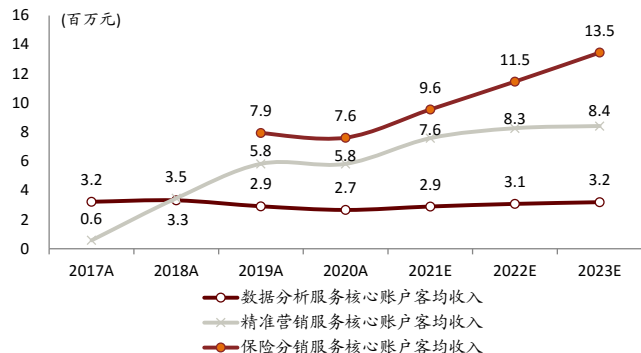
图表 34：不同业务核心账户数量



注：核心账户指在给定年度内出资 30 万元以上的持牌金融机构；2）2020 年核心账户数量为我们预测

资料来源：公司公告，中金公司研究部

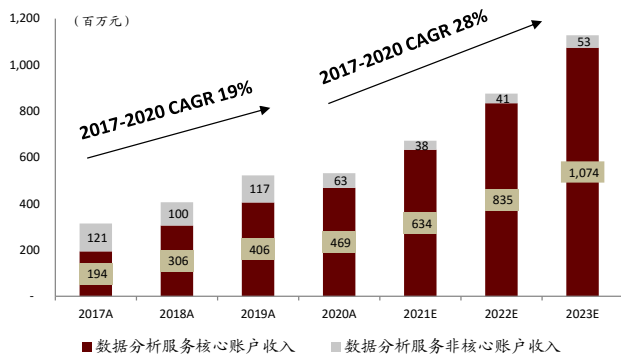
图表 35：核心账户平均客单价稳定增长



资料来源：公司公告，中金公司研究部

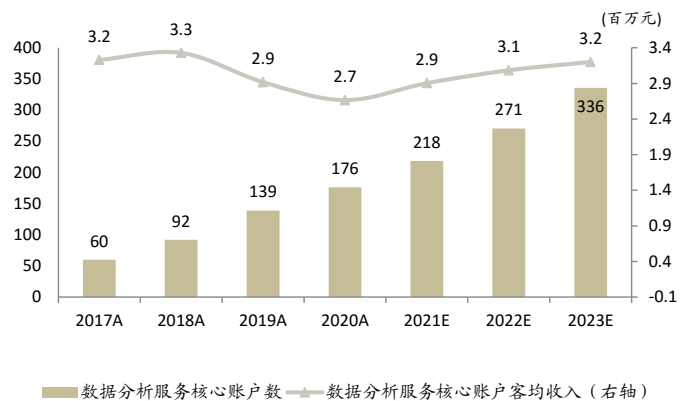
- **数据分析服务：**我们预计 2020-2023 年公司该业务收入分别为 6.7 亿元、8.8 亿元、11.3 亿元，对应 28% 的复合增速，主要由于：1）金融服务业对大数据分析日益增长的需求以及金融机构被要求进行独立风控的监管要求将推动公司数据分析业务实现高增长；2）伴随公司产品矩阵不断完善，公司将逐步释放变现潜力。

图表 36: 预计 2020–2023 年公司数据分析服务收入复合年增长率达到 28%



资料来源：公司公告，中金公司研究部

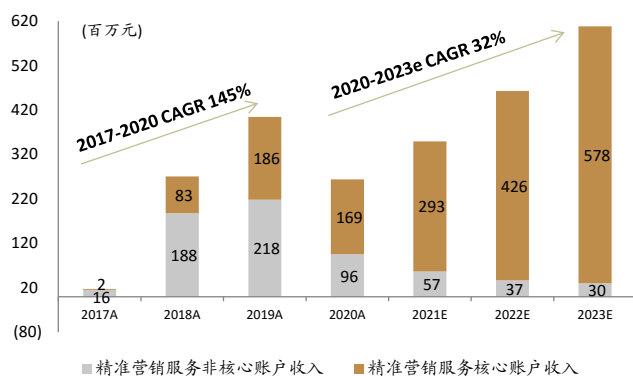
图表 37: 数据分析服务核心账户数和核心账户年平均收入预测



资料来源：公司公告，中金公司研究部

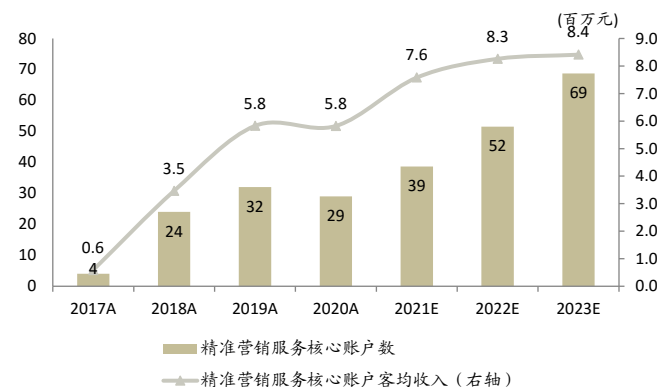
- **精准营销服务：**我们预计该业务 2021、2022 和 2023 年收入将达到 3.5 亿元、4.6 亿元和 6.1 亿元，对应 2020-2023 年 CAGR 32%。疫情期间国内个人信贷需求减少，导致公司 2020 年精准营销服务收入下降。我们认为随着中国个人信贷市场需求反弹，公司有望获取更多核心账户，且单客平均收入有望继续增长。

图表 38: 预计 2020–2023 年公司精准营销服务收入复合年增长率达到 32%



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 39: 精准营销服务核心账户数和核心账户年平均收入预测

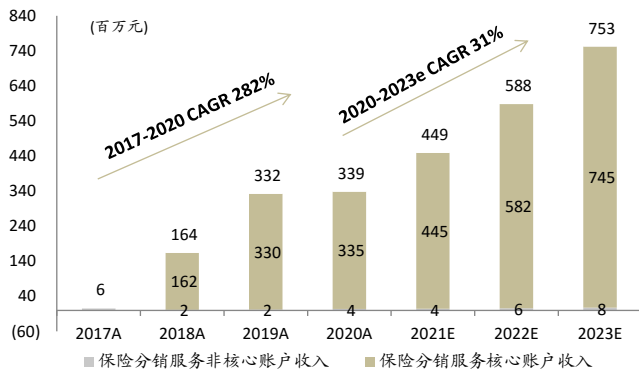


注：2020 年核心账户数基于我们预测

资料来源：公司公告，中金公司研究部

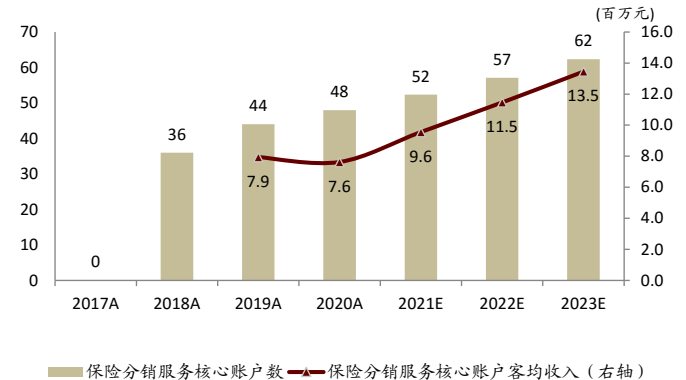
- **保险分销服务：**我们预计该业务 2021、2022 和 2023 年收入分别为 4.49 亿，5.88 亿和 7.53 亿对应 2020-2023 年 CAGR 31%，主要由于：1）中国保险市场保费总额增长拉动金融服务供应商对独立保险经纪平台的需求；2）我们认为随着金融服务供应商客户业务量的增加，公司有望在客户端具备更强的议价能力，带来更高的单客年均收入。

图表 40：预计 2020–2023 年公司保险分销服务收入复合年增长率达到 31%



资料来源：公司公告，中金公司研究部

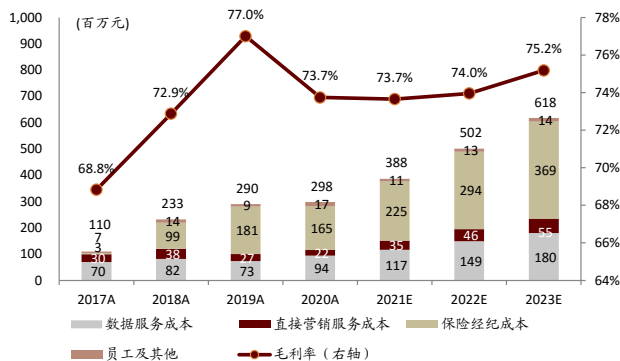
图表 41：保险分销服务核心账户数和核心账户年平均收入预测


 注：2020 年核心账户数基于我们预测
 资料来源：公司公告，中金公司研究部

我们预计公司 2021-2023 年毛利率分别为 73.7%、74.0%和 75.2%

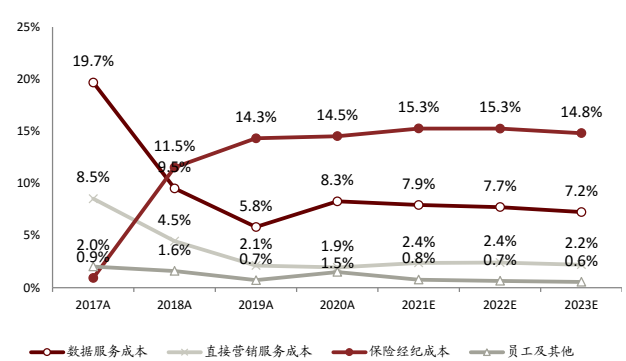
受疫情影响，公司毛利率从 2019 年的 77.0%下降到 2020 年的 73.7%。往前看，我们预计公司 2021、2022 和 2023 年毛利率分别为 73.7%、74.0%和 75.2%。1) 随着公司向客户提供更多模块化服务并实现更高的服务效率，我们预计 2021、2022 和 2023 年数据分析成本费率分别为 7.9%、7.7%和 7.2%；2) 我们预计直接营销服务成本费率 2021 年为 2.4%，考虑到当前营销效率和匹配效率较高，我们认为公司直接营销服务成本率在 2023 年将降至 2.2%；3) 我们预计 2021、2022 和 2023 年保险经纪成本费率分别为 15.3%、15.3%和 14.8%；4) 考虑到平台业务的规模效应，我们预计 2021、2022 和 2023 年员工及其他成本率分别为 0.8%、0.7%和 0.6%。

图表 42：预计毛利率将保持稳定



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 43：销售成本占总净收入的百分比

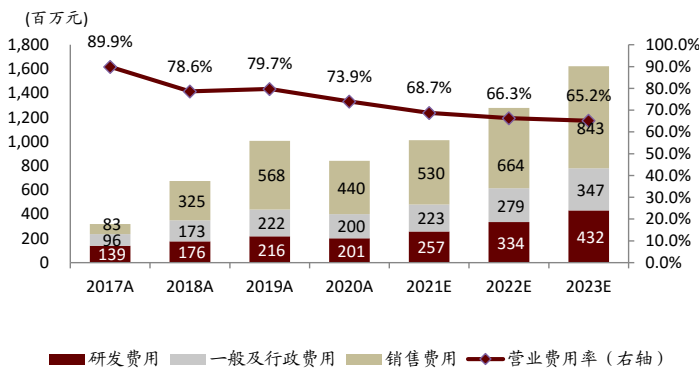


资料来源：公司公告，中金公司研究部

得益于运营效率的提高，公司营业费用率有望持续下降

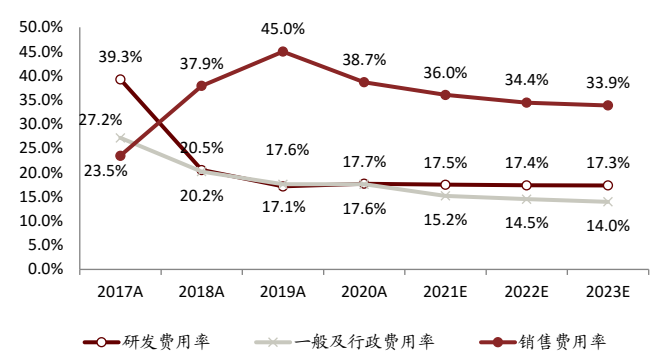
考虑到公司运营端的规模效应、稳定的研发投入以及榕树平台更有效的获客效率，我们预计 2021、2022 和 2023 年公司的营业费用率分别为 68.7%、66.3%和 65.2%。1) 由于公司持续投资于技术创新，我们认为公司 2021、2022 和 2023 年研发费用率有望稳定在 17.5%、17.4%和 17.3%；2) 受益于规模效应，我们预计公司 2021、2022 和 2023 年一般及行政费用率分别为 15.2%、14.5%和 14.0%；3) 由于广告效率和匹配效率将有所提升，我们认为公司 2021、2022 和 2023 年销售费用率有望达到 36.0%、34.4%和 33.9%。

图表 44：预计公司营业费用率将持续下降



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 45：预计公司 2021-2023 年销售费用率持续下降

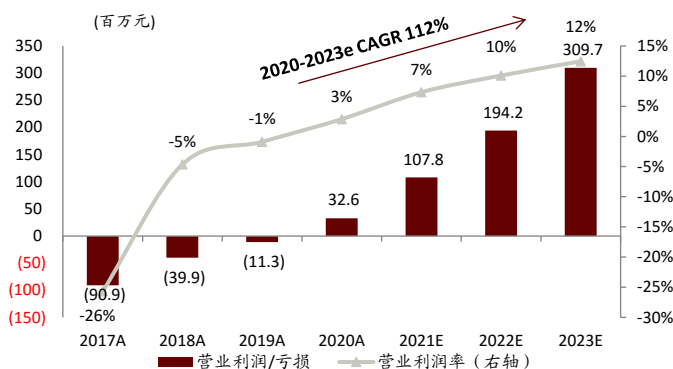


资料来源：公司公告，中金公司研究部

我们预计公司 2020-2023 年 non-IFRS 净利润复合增速为 59%

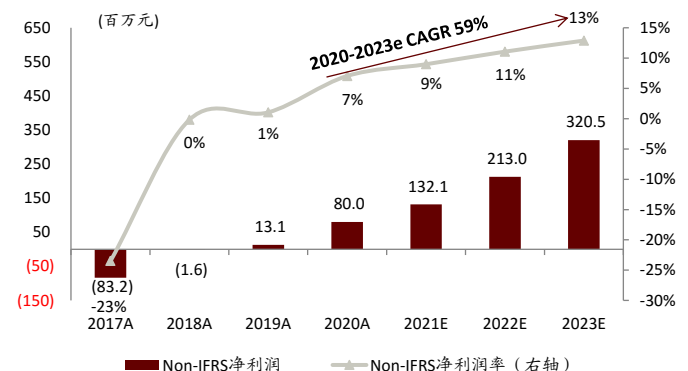
我们预计公司 2021、2022 和 2023 年营业利润分别为 1.08 亿元，1.94 亿元和 3.10 亿元。此外，我们通过加回股权激励成本和非经营损益对净利润进行调整，预计公司 2021、2022 和 2023 年 non-IFRS 净利润为 1.32 亿元，2.13 亿元和 3.21 亿元，对应 2020-2023 年 CAGR 59%。

图表 46：预计公司 2022 年营业利润率将达到 10%



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 47：预计公司 2022 年调整后净利润率将达到 11%



资料来源：公司公告，中金公司研究部

首次覆盖百融云创给予跑赢行业评级，目标价 34.1 港元，对应 81% 的上涨空间。

我们给予百融云创 2025 年 32 倍的目标 P/E 估值。美国征信局和征信机构平均交易于 30 倍 2021 年市盈率，美国 SaaS 及大数据分析服务公司平均交易于 37.4 倍 2021 年市盈率。公司在中国金融大数据分析服务市场处于领先地位，我们认为其估值水平相较于美国征信机构存在一定溢价。但是，相较美国 SaaS 及大数据分析服务公司，公司面临一定监管风险，因此我们在美国 SaaS 及大数据分析服务公司 2021 年的市盈率水平上给予一定折价。考虑到公司目前仍处于快速发展阶段，因此我们基于可比公司 2021 年市盈率水平给予公司 2025 年 32 倍的目标市盈率。

我们基于公司 2025 年的潜在盈利水平 6.32 亿元，2025 年 32 倍目标市盈率及权益成本 8.7%，折现至 2021 年得到目标市值 169 亿港元，目标价 34.1 港币（对应 2021 年 9.8 倍市销率和 2022 年 7.5 倍市销率），对应 81% 的上涨空间。

图表 48：可比公司估值表

公司	股价货币	财报货币	收盘价 (股价货币)	市值 (百万美元)	净利率	收入 (财报货币, 百万)			净利润 (财报货币, 百万)			P/E			P/S		
					2020A/E	2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E
美国征信机构																	
Equifax	USD	USD	241	29,274	15%	4,128	4,665	4,960	611	849	1,012	47.9x	34.5x	28.9x	7.1x	6.3x	5.9x
TransUnion	USD	USD	107	20,439	15%	2,717	2,965	3,195	417	671	749	49.0x	30.4x	27.3x	7.5x	6.9x	4.4x
DUN & BRADSTREET	USD	USD	22	9,702	-5%	1,739	2,159	2,252	350	449	497	N.A.	21.6x	19.5x	5.6x	4.5x	4.3x
EXPERIAN	GBP	USD	2735	35,406	17%	5,305	5,785	6,253	897	1,052	1,182	39.5x	33.7x	30.0x	6.7x	5.0x	4.6x
平均值												45.5x	30.0x	26.4x	6.7x	5.7x	4.8x
中值												47.9x	32.0x	28.1x	6.9x	5.6x	4.5x
美国SaaS/大数据分析服务公																	
FICO	USD	USD	487	14,023	17%	1,295	1,331	1,432	220	348	395	63.9x	40.3x	35.5x	10.8x	10.5x	9.8x
Verisk	USD	USD	179	28,937	25%	2,785	2,977	3,170	841	839	946	41.0x	34.5x	30.6x	10.4x	9.7x	9.1x
平均值												52.5x	37.4x	33.1x	10.6x	10.1x	9.5x
中国SaaS/大数据分析服务公																	
明源云*	HKD	CNY	35	8,698	-41%	1,705	2,258	3,046	-704	391	554	N.A.	142.7x	100.7x	18.3x	24.7x	18.3x
微盟*	HKD	CNY	15	4,348	-59%	1,969	3,284	4,511	-1,157	63	178	N.A.	443.2x	157.1x	6.2x	8.5x	6.2x
金融壹联	USD	CNY	14	5,281	-38%	3,312	4,658	6,328	-1,247	-1,019	-386	N.A.	N.A.	N.A.	10.2x	7.3x	5.4x
平均值												N.A.	292.9x	128.9x	11.6x	13.5x	10.0x
中值												N.A.	292.9x	128.9x	10.2x	8.5x	6.2x
百融云创*	HKD	CNY	19	1,200	7%	1,137	1,471	1,927	80	132	213	98.0x	60.6x	37.6x	6.8x	5.2x	4.0x

注：1）在美国及英国上市的公司股票价格以 2021 年 5 月 7 日为基准；2）在香港上市的公司股票价格以 2021 年 5 月 10 日为基准；3）Experian 的财年（FY）截至每年的 3 月 31 日，2020A/E、2021E、2022E 数据分别指 21、22、23 财年的数据；4）FICO 的财年（FY）截至每年的 9 月 31 日，2020A/E、2021E、2022E 的数据指的是 20A/E、21E 和 22E 财年的数据；5）*为中金覆盖公司，使用中金公司预测；其他公司使用市场一致预期

资料来源：公司公告，Bloomberg，中金公司研究部

图表 49：估值结果

人民币, 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	备注
收入	1,262	1,137	1,471	1,927	2,489	3,170	3,996	2020-2025 CAGR 29%
YoY		-10%	29%	31%	29%	27%	26%	
Non-IFRS净利润	13	80	132	213	321	464	632	2020-2025 CAGR 51%
YoY		512%	65%	61%	50%	45%	36%	
净利润率	1.0%	7.0%	9.0%	11.1%	12.9%	14.6%	15.8%	
市盈率估值倍数			153x	95x	63x	44x	32x	
2025e 目标市值 (人民币百万元)							20,225	
2025e 目标市值 (百万美元)							3,019	
2025e 目标市值 (百万港币)							23,545	
折现率			8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	COE 8.7% = (Rf 1.5% + beta 1.2 (Rm 6% - Rf 1.5%))
2021e 目标市值 (百万港币)			16,865					
2021e 目标价 (港币)			34.1					
对应 2021e 市销率			9.8x					
对应 2022e 市销率			7.5x					

注：汇率采用中金公司预测汇率

资料来源：公司公告，Bloomberg，中金公司研究部

图表 50：主要预测摘要

(人民币, 百万元)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
数据分析服务	315	406	523	532	672	876	1,128
精准营销服务	18	271	405	265	350	463	609
保险分销服务	6	164	332	339	449	588	753
其他	15	17	2	1	-	-	-
收入	354	858	1,262	1,137	1,471	1,927	2,489

YoY%	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
数据分析服务		29.2%	28.6%	1.8%	26.3%	30.4%	28.7%
精准营销服务		1415.4%	49.3%	-34.7%	32.3%	32.3%	31.5%
保险分销服务		2590.8%	102.6%	1.9%	32.7%	30.9%	28.0%
其他		9.9%	-86.7%	-40.7%	-100.0%		
收入		142.5%	47.0%	-9.9%	29.4%	31.0%	29.2%

毛利	244	626	972	838	1,084	1,425	1,872
毛利率	68.8%	72.9%	77.0%	73.7%	73.7%	74.0%	75.2%

研发费用	(139)	(176)	(216)	(201)	(257)	(334)	(432)
管理费用	(96)	(173)	(222)	(200)	(223)	(279)	(347)
营销费用	(83)	(325)	(568)	(440)	(530)	(664)	(843)
总费用	(318)	(675)	(1,006)	(840)	(1,011)	(1,278)	(1,622)

研发费用	-39%	-21%	-17%	-18%	-17%	-17%	-17%
一般及行政费用	-27%	-20%	-18%	-18%	-15%	-15%	-14%
营销费用	-23%	-38%	-45%	-39%	-36%	-34%	-34%
总费用	-90%	-79%	-80%	-74%	-69%	-66%	-65%

净利润/亏损	(345)	(179)	(93)	(111)	83	152	240
净利润率	-97.4%	-20.9%	-7.4%	-9.7%	5.7%	7.9%	9.6%

Non-IFRS	(83)	(2)	13	80	132	213	321
Non-IFRS净利润率	-23.5%	-0.2%	1.0%	7.0%	9.0%	11.1%	12.9%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 51：利润表预测

(人民币, 百万元)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
损益表							
收入							
数据分析服务	315	406	523	532	672	876	1,128
精准营销服务	18	271	405	265	350	463	609
保险分销服务	6	164	332	339	449	588	753
其他	15	17	2	1	-	-	-
收入总额	354	858	1,262	1,137	1,471	1,927	2,489
销售成本							
数据服务成本	(70)	(82)	(73)	(94)	(117)	(149)	(180)
直接营销成本	(30)	(38)	(27)	(22)	(35)	(46)	(55)
薪酬及其他成本	(10)	(113)	(190)	(182)	(236)	(307)	(383)
数据分析服务	(7)	(14)	(9)	(17)	(11)	(13)	(14)
保险经纪成本	(3)	(99)	(181)	(165)	(225)	(294)	(369)
销售成本总额	(110)	(233)	(290)	(298)	(388)	(502)	(618)
毛利	244	626	972	838	1,084	1,425	1,872
其他收入	9	13	27	35	35	47	60
营业成本及费用							
研发费用	(139)	(176)	(216)	(201)	(257)	(334)	(432)
一般及行政费用	(96)	(173)	(222)	(200)	(223)	(279)	(347)
营销费用	(83)	(325)	(568)	(440)	(530)	(664)	(843)
营业成本及费用总额	(318)	(675)	(1,006)	(840)	(1,011)	(1,278)	(1,622)
减值损失	(25)	(3)	(4)	(1)	-	-	-
营业利润/亏损	(91)	(40)	(11)	33	108	194	310
融资成本	(1.2)	(2.5)	(10.2)	(10.9)	(11)	(11)	(11)
按公允价值计入损益的金融资产的公允价值变动	(1)	3	(9)	(1)	-	-	-
可赎回可转换优先股的公允价值变动	(255)	(146)	(76)	(131)	-	-	-
可转换贷款的公允价值变动	-	0	8	-	-	-	-
税前利润/亏损	(348)	(185)	(98)	(111)	97	183	299
所得税收益/费用	(5)	3	4	2	(13)	(30)	(57)
净利润/亏损	(353)	(182)	(94)	(109)	84	154	242
归母净利润	(345)	(179)	(93)	(111)	83	152	240
Non-IFRS净利润	(83)	(2)	13	80	132	213	321

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 52：资产负债表预测

(人民币, 百万元)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产负债表							
流动资产							
预付费用及其他流动资产	45	56	78	41	39	39	39
按公允价值计入损益表的金融资产	36	547	546	806	806	806	806
应收贷款	85	2	3	6	1	3	5
贸易应收款项	79	152	196	180	220	287	369
受限制现金	6	-	-	-	-	-	-
现金及现金等价物	88	212	151	42	3,810	4,040	4,382
流动资产总额	340	970	974	1,075	4,876	5,175	5,602
非流动资产							
固定资产	16	17	41	37	48	66	89
无形资产	24	26	29	30	43	58	77
使用权资产	30	33	168	129	102	80	63
商誉	34	34	34	34	34	34	34
按公允价值计入损益表的金融资产	4	10	4	4	4	4	4
联营企业权益	-	-	-	-	-	-	-
递延所得税资产	4	7	11	13	14	10	2
受限制现金	5	6	6	6	6	6	6
非流动资产总额	117	133	292	252	250	257	273
总资产	456	1,104	1,266	1,328	5,126	5,433	5,875
负债							
流动负债							
贸易应付款项	9	9	40	53	91	116	150
银行贷款	10	30	-	-	-	-	-
可转换贷款	-	100	-	-	-	-	-
合约负债	45	54	34	40	98	128	164
租赁负债	20	21	50	45	45	45	45
应计费用及其他流动负债	66	91	124	142	125	154	195
可赎回可转化优先股	-	-	2,081	-	-	-	-
流动负债总额	149	305	2,328	280	359	442	553
非流动负债							
可赎回可转换优先股	1,282	1,914	-	2,213	-	-	-
租赁负债	9	9	116	86	95	105	116
递延所得税负债	6	6	6	6	6	6	6
非流动负债总额	1,297	1,929	122	2,305	101	111	122
负债总额	1,446	2,234	2,450	2,585	460	553	675
归属公司股东的权益总额	(998)	(1,147)	(1,201)	(1,275)	4,649	4,862	5,182
权益总额	(990)	(1,130)	(1,185)	(1,257)	4,667	4,880	5,200

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 53：现金流量表预测

(人民币, 百万元)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润/亏损	(353)	(182)	(94)	(109)	84	154	242
经营活动(所用)/所得现金净额	(153)	54	63	209	231	293	437
投资活动(所用)/所用现金净额	107	(508)	(32)	(252)	(51)	(73)	(105)
融资活动(所用)/所得现金净额	(23)	578	(93)	(65)	3,588	10	11
现金及现金等价物(减少)/增加净额	(69)	124	(62)	(108)	3,768	229	343
期初现金及现金等价物	157	88	212	151	42	3,810	4,040
外汇汇率变动影响	-	-	0	(1)	-	-	-
期末现金及现金等价物	88	212	151	42	3,810	4,040	4,382

资料来源：公司公告，中金公司研究部

风险

行业监管相关风险

- ▶ **公司可能被视为从事个人征信业务的风险：**若公司未来数据分析业务被视为开展个人征信业务，则可能需要取得个人征信业务相关批准或经营许可证，公司面临一定牌照风险。
- ▶ **中国个人信贷行业不断变化的监管环境：**近年来，中国监管部门加强了对互联网信贷业务的监管，这可能会影响公司的金融服务供应商客户，进而对百融的业务产生不利影响。
- ▶ **与公司保险经纪业务相关的监管风险：**中国保险监管制度发生重大变化。进一步制定适用于公司的法规可能会对运营产生额外限制，或导致行业内竞争加剧。

激烈的市场竞争相关风险

目前，公司所处市场竞争激烈。如果公司无法有效应对竞争与挑战，竞争地位可能遭到削弱，同时或将面临收益增长下降、用户流失、用户粘性降低等风险。

第三方数据来源受限

公司大数据分析为用户提供数据多样化的数据分析产品。为了更好地开发数据分析产品、更新迭代现有数据分析模型，公司目前仍需从第三方渠道采购替代数据以不断更新数据储备。如果未来公司第三方数据渠道受限或被监管限制，将对百融的数据分析业务产生不利影响。

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，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

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（“中金香港”）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金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照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》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联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务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。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。

截至本报告发布日，中金公司或其关联机构持有下述公司已发行股份的 1%以上：百融云-W。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：百融云-W。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

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。

V190624
编辑：赵静

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街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

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

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

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

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

