

互聯網金融行業

網貸行業迎來復蘇，頭部玩家脫穎而出

我們首次覆蓋中國互聯網金融行業，主要專注於經營線上消費貸款的上市金融科技公司。隨著監管環境轉為利好，新冠疫情影響逐漸消退，行業有望實現估值修復。獲客及風控能力突出的頭部平臺將在蓬勃發展的消費信貸市場中獲取更大份額。行業首選是 360 金融 (QFIN US)。

■ **中國互聯網消費金融前景廣闊。**中國的經濟結構正在向消費驅動轉型，年輕人的信用消費意識逐步增強，因而推動個人金融需求。同時，銀行為了提升資產收益率並降低資產品質的週期性風險，積極擴展零售業務。因此，中國的消費貸款（住房抵押貸款除外）增長迅速，2019 年底達到 13.9 萬億人民幣。但中國的居民杠杆率和消費金融滲透率仍然落後於主要發達國家。金融科技公司憑藉卓越的用戶體驗和便捷可負擔的信貸供給，快速切入市場。互聯網消費貸款在 2014-2019 年的 CAGR 為 53%，規模達到 2.3 萬億人民幣。我們預計 2022 年將升至 3.9 萬億人民幣。

■ **助貸可促進信貸體系的運行效率。**互聯網公司擁有大量使用者流量和行為資料，而銀行擁有低成本的資金，但缺乏針對長尾客戶的風控機制，這些客戶普遍沒有征信記錄。網貸平臺的助貸業務包括：吸引客戶流量、初步風險評估、匹配並轉介，以及貸後催收等環節。助貸使利用不足的機構資金有效地對接到服務不足的信貸需求，為網貸平臺和金融機構創造了可觀的回報。銀保監會於 2020 年 7 月發佈了《商業銀行互聯網貸款管理辦法》，將助貸業務合法化，顯著減少了監管的不確定性。

■ **首次覆蓋互聯網金融行業，給予“優於大市”評級。**經歷了過去幾年的監管清理整頓，上市網貸平臺的 FY21E 平均市帳率僅為 0.8 倍，但 ROE 高達 28%。我們認為行業將迎來拐點，催化劑包括：1) 疫情後的消費復蘇推動貸款增長；2) 寬鬆的流動性和銀行對高收益資產的渴望進一步拉低平台的資金成本；3) 政策基調從強調控風險轉為支持行業有序發展；4) 疫情受控後，資產品質顯著恢復，貸款逾期率和回收率均有所改善。360 金融是我們的行業首選，公司在客群、資金、風控及合規性方面具備綜合實力。

估值表

公司名稱	股票代碼	評級	市值 (百萬美元)	股價 (美元)	目標價 (美元)	潛在升幅	P/E (x) FY21E	P/B (x) FY21E	ROE FY21E
360 金融	QFIN US	買入	1,784	12.16	20.30	66.9%	3.3	1.02	35.1%
樂信	LX US	買入	1,541	8.52	12.50	46.7%	3.8	1.09	34.7%
信也科技	FINV US	買入	608	1.99	2.90	45.7%	1.8	0.39	25.4%
趣店	QD US	持有	431	1.70	1.90	11.8%	3.3	0.26	8.4%

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

優於大市
(首次評級)

互聯網金融行業

孫明, CFA

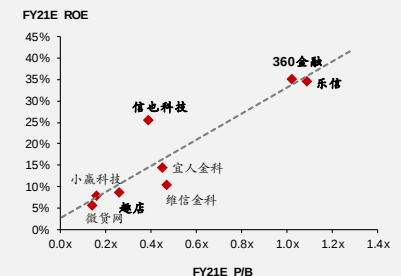
(852) 3900 0836

terrysun@cmbi.com.hk

行業歷史平均 P/B



P/B vs ROE



請登錄 2020 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

股份推薦

360 金融 (QFIN US, 買入, 目標價: 20.3 美元) – 風控能力及資金基礎業內最佳

360 金融在客群、資金、風控及合規性方面的具備綜合實力，是我們的行業首選。借助 360 集團在用戶基礎和技術實力方面的資源稟賦，360 金融得到借款客戶和機構合作夥伴的廣泛認可。新冠疫情爆發期間，公司保持了穩定的放貸規模和良好的資產品質，展現出強勁的抗風險能力。向“輕資本”模式的戰略轉型可降低信用及監管風險，因而有助於估值提升。360 集團收購金城銀行 30% 的股份，將進一步提高 360 金融在客群觸達（尤其是 APR 低於 18% 的細分市場）和應對監管變化能力上的競爭優勢。我們預測公司 FY20-22E 淨利潤 CAGR 為 28%。基於 1.69 倍的目標市帳率和 83.7 元人民幣的 FY21E ADS 帳面值，給予 20.3 美元的目標價。短期催化劑包括資產品質快速恢復，放貸規模超過預期。

樂信 (LX US, 買入, 目標價: 12.5 美元) – 以消費升級為增長引擎

樂信擁有一支融合互聯網和傳統金融機構背景的優質管理團隊，大部分高管成員來自騰訊或大型商業銀行。公司專注於服務教育背景優秀的年輕客群（大學畢業生和年輕白領），並構建消費生態系統，因此在行銷效率、客戶滲透率和貸款增速方面表現優異。在我們所覆蓋的網貸平臺中，樂信的獲客成本最低，且借款人轉化率最高。儘管受疫情影響，資產品質短期內承壓，但自 2 月以來 D7 逾期率和 M1 回收款率持續改善。我們預計 FY20-22E 淨利潤 CAGR 為 17%。基於 1.59 倍目標市帳率和 55.0 元人民幣的 FY21E ADS 帳面值，給予 12.5 美元的目標價。

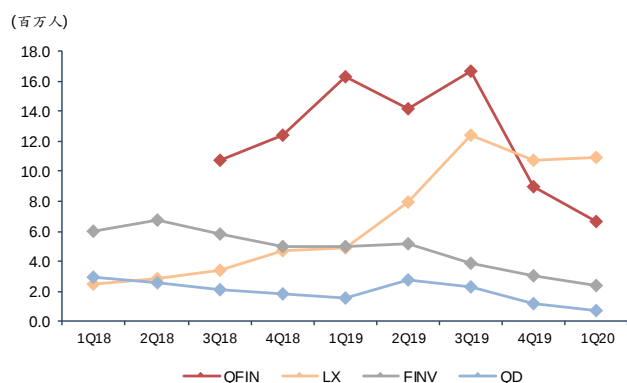
信也科技 (FINV US, 買入, 目標價: 2.9 美元) – 保持守勢

信也科技成功地從 P2P 轉型為依靠機構資金的助貸平臺。為了應對經營環境的惡化，公司採取了審慎的經營策略，逐步提升客群品質，優化借款人結構。2020 年一季度貸款餘額的下降，導致了垂直 M3+逾期率顯著上升，但 vintage 逾期率的連續下行表明潛在資產品質有所改善。相對於 360 金融和樂信，信也科技的目標客群風險較高（平均 APR 為 36%），因此在經濟低迷時期，貸款增速的恢復可能相對緩慢。目前公司 FY21E 市帳率僅為 0.4 倍，風險回報十分吸引。我們基於 0.57 倍的目標市帳率和 35.4 元人民幣的 FY21E ADS 帳面值，給予 2.9 美元的目標價。

趣店 (QD US, 持有, 目標價: 1.9 美元) – 前景仍然充滿挑戰

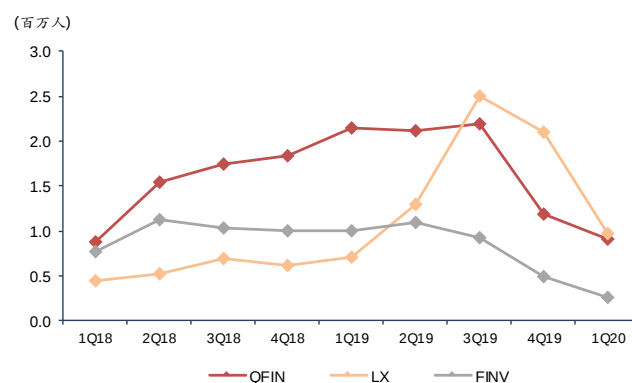
面對信貸品質惡化和監管驅嚴，趣店收緊了貸款審批標準並大幅縮減了放款量，從而降低風險敞口。審慎的去杠杆策略將有助於緩解逾期率和節約資本金，但業務規模的持續壓降會導致短期內經營業績疲弱。今年 3 月，趣店推出了跨境奢侈品電商平臺 – 萬里木。鑒於需要大量前期投資，且目標客群的定位與現有借款客戶不同，我們認為萬里木增加了公司業績的不確定性。基於 0.30 倍的目標市帳率和 45.4 元人民幣的 FY21E ADS 帳面值，給予 1.9 美元的目標價。

圖 1: 季度新增註冊用戶



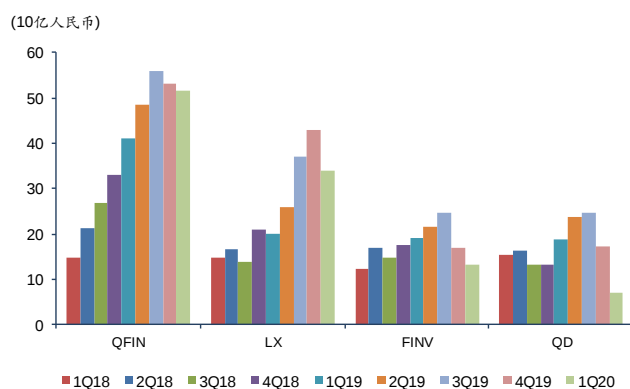
資料來源：公司、招銀國際證券

圖 2: 季度新增借款人



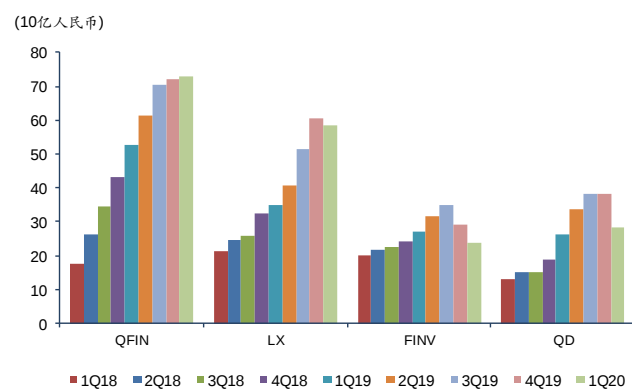
資料來源：公司、招銀國際證券

圖 3: 季度放貸規模



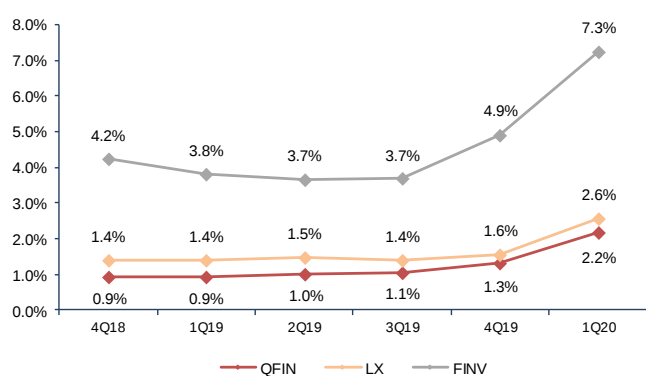
資料來源：公司、招銀國際證券

圖 4: 貸款餘額



資料來源：公司、招銀國際證券

圖 5: M3+ 逾期率



資料來源：公司、招銀國際證券

圖 6: 季度淨利潤 (虧損)



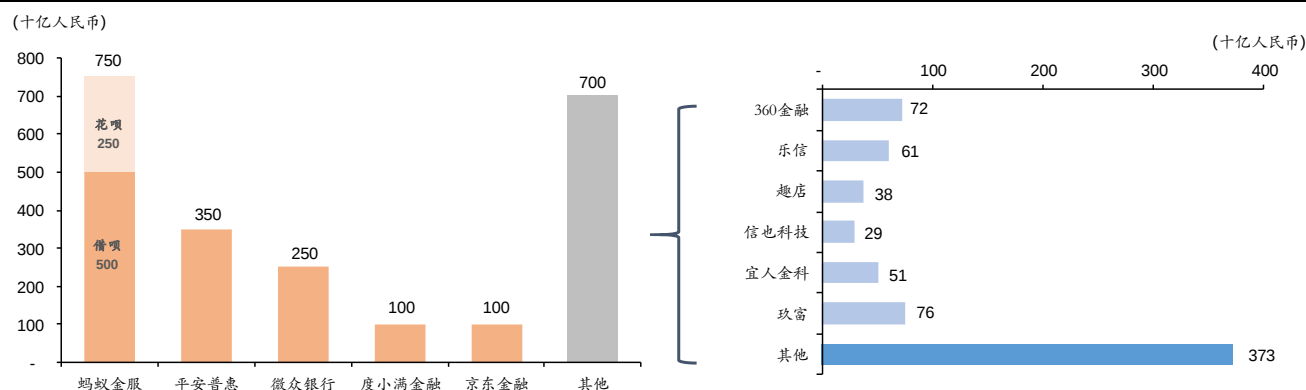
資料來源：公司、招銀國際證券

行業競爭格局

截至2019年，我們估算中國互聯網消費貸款的餘額約為2.3萬億人民幣。互聯網巨頭旗下的消費金融子公司（螞蟻金服、平安普惠、微眾銀行、度小滿金融和京東金融）佔據了70%的市場規模，其餘則來自中小型機構（包括獨立協力廠商網貸平臺）。

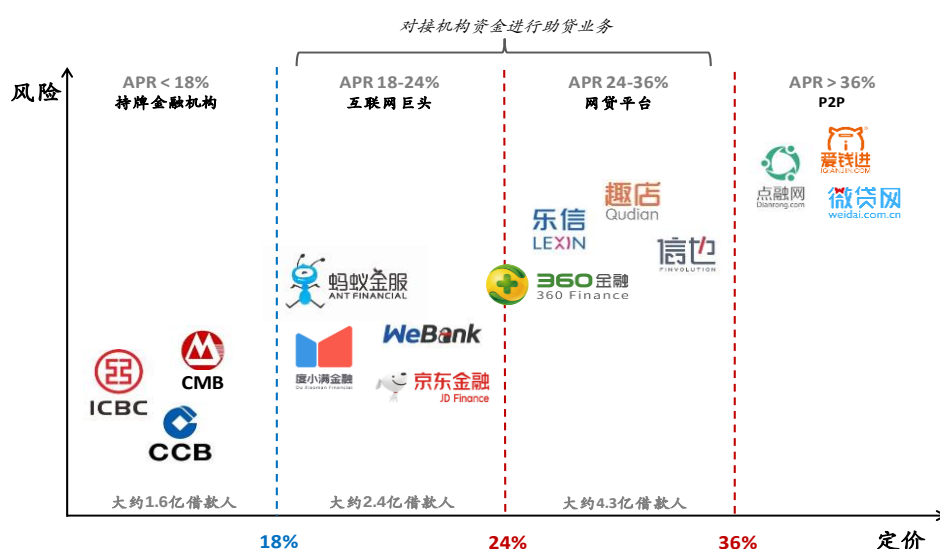
我們認為，互聯網消費金融市場的競爭格局可以按借款人的風險定價進行劃分。2015年最高人民法院對民間借貸利率劃定了明確的“兩線三區”：APR不高於24%的部分是“司法保護區”，若出借人要求借款人按約定利率支付利息，法院應予支持；超過36%的部分是“無效區”，若借款人要求出借人返還已支付的超過36%部分的利息，法院應予支援。介於24%至36%之間的部分屬於“自然債務區”，雖被法律認可，但不受強制執行力保護。網貸平臺主要服務APR在24%至36%之間的借款人，因此與銀行和互聯網巨頭形成錯位競爭。

圖 7: 2019 年底互聯網消費信貸的市場規模約為 2.3 萬億



資料來源：公司、財新、招銀國際證券

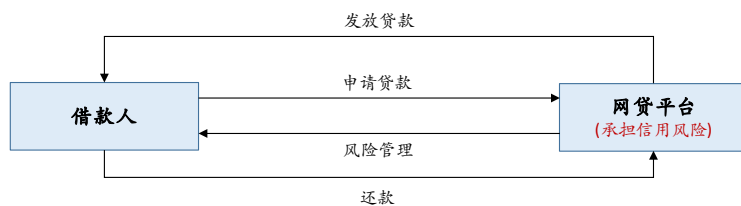
圖 8: 基於目標客群風險定價的市場競爭格局



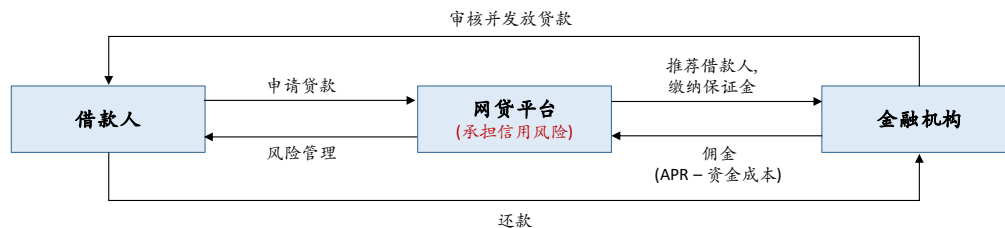
資料來源：招銀國際證券

圖 9: 網貸平臺的業務模式

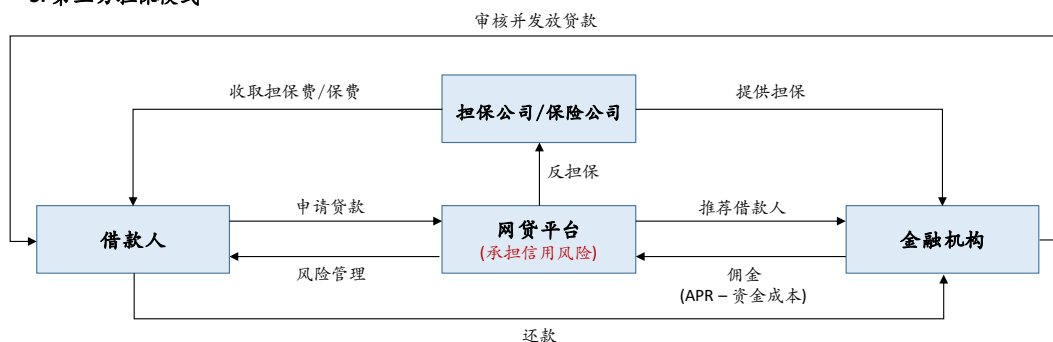
1. 直接放貸模式



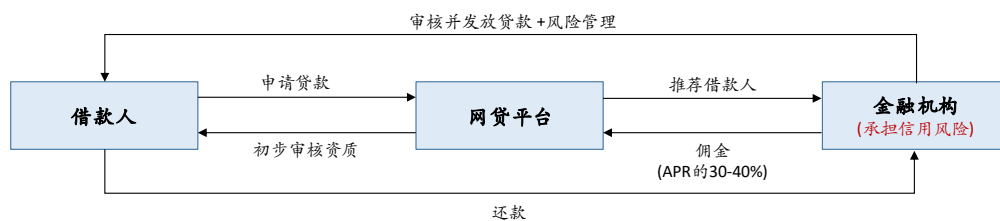
2. 保證金模式



3. 第三方担保模式



4. 分潤/輕資本模式 (不兜底助貸模式)



資料來源：公司、招銀國際證券

圖 10: 估值概覽

公司名称	股份代码	评级	市值 (百万美元)	3M日均成交 (百万美元)	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	潜在升幅	P/E (x)		P/B (x)		ROE	
								2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
360金融	QFIN US	买入	1,784	15.80	12.16	20.30	66.9%	4.4	3.3	1.45	1.02	36.9%	36.8%
乐信	LXUS	买入	1,541	19.20	8.52	12.50	46.7%	5.9	3.8	1.59	1.09	27.7%	34.7%
信也科技	FINVUS	买入	608	2.34	1.99	2.90	45.7%	2.4	1.8	0.50	0.39	21.6%	25.4%
趣店	QD US	持有	431	10.73	1.70	1.90	11.8%	NA	3.3	0.28	0.26	-3.1%	8.4%
玖富	JFU US	未评级	394	1.44	2.02	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
宜人金科	YRD US	未评级	338	0.67	3.64	NA	NA	3.6	2.7	0.54	0.45	10.8%	14.3%
小赢科技	XYF US	未评级	126	0.12	0.79	NA	NA	1.8	2.1	0.17	0.16	9.6%	7.9%
微贷网	WEI US	未评级	91	0.09	1.29	NA	NA	4.5	2.5	0.15	0.14	3.3%	5.6%
简普科技	JT US	未评级	114	0.19	0.68	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
维信金科	2003 HK	未评级	292	0.35	4.54	NA	NA	5.1	3.4	0.56	0.47	10.3%	10.5%
行业平均 (市值加权平均)								4.2	3.2	1.12	0.80	24.7%	28.3%

資料來源：彭博、招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。