

互联网金融行业

网贷行业迎来复苏，头部玩家脱颖而出

我们首次覆盖中国互联网金融行业，主要专注于经营线上消费贷款的上市金融科技。随着监管环境转为利好，新冠疫情影响逐渐消退，行业有望实现估值修复。获客及风控能力突出的头部平台将在蓬勃发展的消费信贷市场中获取更大份额。行业首选是 360 金融 (QFIN US)。

- 中国互联网消费金融前景广阔。**中国的经济结构正在向消费驱动转型，年轻人的信用消费意识逐步增强，因而推动个人金融需求。同时，银行为了提升资产收益率并降低资产质量的周期性风险，积极扩展零售业务。因此，中国的消费贷款（住房抵押贷款除外）增长迅速，2019 年底达到 13.9 万亿人民币。但中国的居民杠杆率和消费金融渗透率仍然落后于主要发达国家。金融科技凭借卓越的用户体验和便捷可负担的信贷供给，快速切入市场。互联网消费贷款在 2014-2019 年的 CAGR 为 53%，规模达到 2.3 万亿人民币。我们预计 2022 年将升至 3.9 万亿人民币。
- 助贷可促进信贷体系的运行效率。**互联网公司拥有大量用户流量和行为数据，而银行拥有低成本的资金，但缺乏针对长尾客户的风控机制，这些客户普遍没有征信记录。网贷平台的助贷业务包括：吸引客户流量、初步风险评估、匹配并转介，以及贷后催收等环节。助贷使利用不足的机构资金有效地对接到服务不足的信贷需求，为网贷平台和金融机构创造了可观的回报。银保监会于 2020 年 7 月发布了《商业银行互联网贷款管理办法》，将助贷业务合法化，显著减少了监管的不确定性。
- 首次覆盖互联网金融行业，给予“优于大市”评级。**经历了过去几年的监管清理整顿，上市网贷平台的 FY21E 平均市帐率仅为 0.8 倍，但 ROE 高达 28%。我们认为行业将迎来拐点，催化剂包括：1) 疫情后的消费复苏推动贷款增长；2) 宽松的流动性和银行对高收益资产的渴望进一步拉低平台的资金成本；3) 政策基调从强调控风险转为支持行业有序发展；4) 疫情受控后，资产质量显著恢复，贷款逾期率和回收率均有所改善。360 金融是我们的行业首选，公司在客群、资金、风控及合规性方面具备综合实力。

估值表

公司名称	股票代码	评级	市值 (百万美元)	股价 (美元)	目标价 (美元)	潜在升幅	P/E (x)		P/B (x)		ROE FY21E
							FY21E	FY21E	FY21E	FY21E	
360 金融	QFIN US	买入	1,784	12.16	20.30	66.9%	3.3	1.02	35.1%		
乐信	LX US	买入	1,541	8.52	12.50	46.7%	3.8	1.09	34.7%		
信也科技	FINV US	买入	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%		

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

优于大市
(首次评级)

互联网金融行业

孙明, CFA

(852) 3900 0836

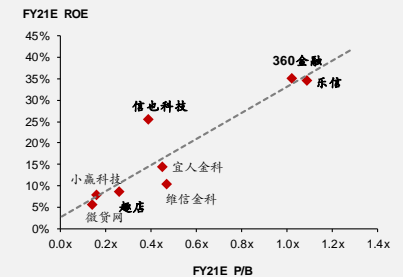
terrysun@cmbi.com.hk

行业历史平均 P/B



资料来源：彭博，招银国际证券

P/B vs ROE



资料来源：彭博，招银国际证券

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

<https://euromoney.com/brokers>

股份推荐

360 金融 (QFIN US, 买入, 目标价: 20.3 美元) – 风控能力及资金基础业内最佳

360 金融在客群、资金、风控及合规性方面的具备综合实力，是我们的行业首选。借助 360 集团在用户基础和技术实力方面的资源禀赋，360 金融得到借款客户和机构合作伙伴的广泛认可。新冠疫情爆发期间，公司保持了稳定的放贷规模和良好的资产质量，展现出强劲的抗风险能力。向“轻资本”模式的战略转型可降低信用及监管风险，因而有助于估值提升。360 集团收购金城银行 30% 的股份，将进一步提高 360 金融在客群触达（尤其是 APR 低于 18% 的细分市场）和应对监管变化能力上的竞争优势。我们预测公司 FY20-22E 净利润 CAGR 为 28%。基于 1.69 倍的目标市帐率和 83.7 元人民币的 FY21E ADS 账面值，给予 20.3 美元的目标价。短期催化剂包括资产质量快速恢复，放贷规模超过预期。

乐信 (LX US, 买入, 目标价: 12.5 美元) – 以消费升级为增长引擎

乐信拥有一支融合互联网和传统金融机构背景的优质管理团队，大部分高管成员来自腾讯或大型商业银行。公司专注于服务教育背景优秀的年轻客群（大学毕业生和年轻白领），并构建消费生态系统，因此在营销效率、客户渗透率和贷款增速方面表现优异。在我们所覆盖的网贷平台中，乐信的获客成本最低，且借款人转化率最高。尽管受疫情影响，资产质量短期内承压，但自 2 月以来 D7 逾期率和 M1 回收率持续改善。我们预计 FY20-22E 净利润 CAGR 为 17%。基于 1.59 倍目标市帐率和 55.0 元人民币的 FY21E ADS 账面值，给予 12.5 美元的目标价。

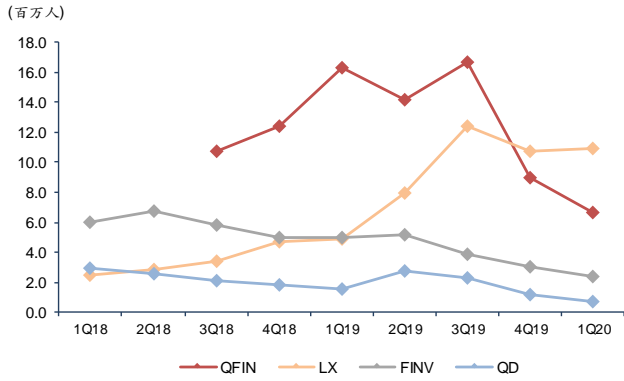
信也科技 (FINV US, 买入, 目标价: 2.9 美元) – 保持守势

信也科技成功地从 P2P 转型为依靠机构资金的助贷平台。为了应对经营环境的恶化，公司采取了审慎的经营策略，逐步提升客群质量，优化借款人结构。2020 年一季度贷款余额的下降，导致了垂直 M3+ 逾期率显著上升，但 vintage 逾期率的连续下行表明潜在资产质量有所改善。相对于 360 金融和乐信，信也科技的目标客群风险较高（平均 APR 为 36%），因此在经济低迷时期，贷款增速的恢复可能相对缓慢。目前公司 FY21E 市帐率仅为 0.4 倍，风险回报十分吸引。我们基于 0.57 倍的目标市帐率和 35.4 元人民币的 FY21E ADS 账面值，给予 2.9 美元的目标价。

趣店 (QD US, 持有, 目标价: 1.9 美元) – 前景仍然充满挑战

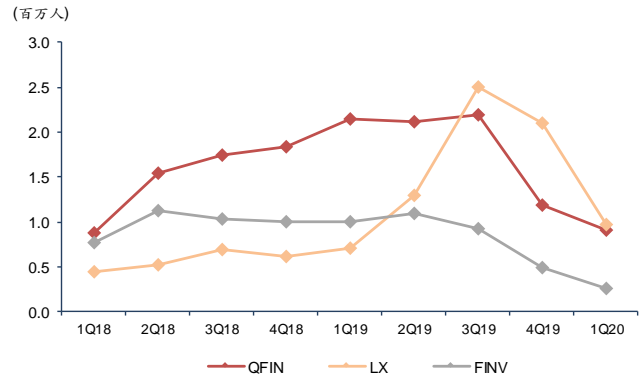
面对信贷质量恶化和监管趋严，趣店收紧了贷款审批标准并大幅缩减了放款量，从而降低风险敞口。审慎的去杠杆策略将有助于缓解逾期率和节约资本金，但业务规模的持续压降会导致短期内经营业绩疲弱。今年 3 月，趣店推出了跨境奢侈品电商平台 – 万里木。鉴于需要大量前期投资，且目标客群的定位与现有借款客户不同，我们认为万里木增加了公司业绩的不确定性。基于 0.30 倍的目标市帐率和 45.4 元人民币的 FY21E ADS 账面值，给予 1.9 美元的目标价。

图 1: 季度新增注册用户



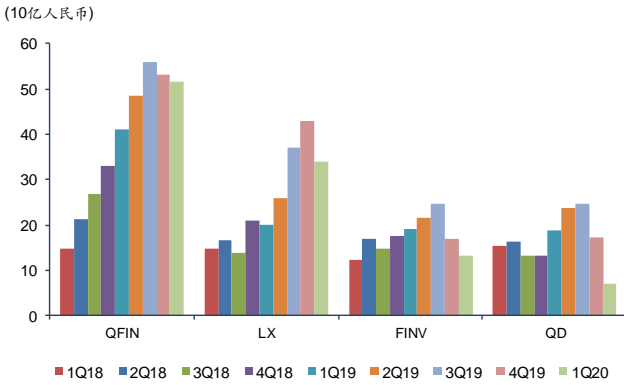
资料来源: 公司、招银国际证券

图 2: 季度新增借款人



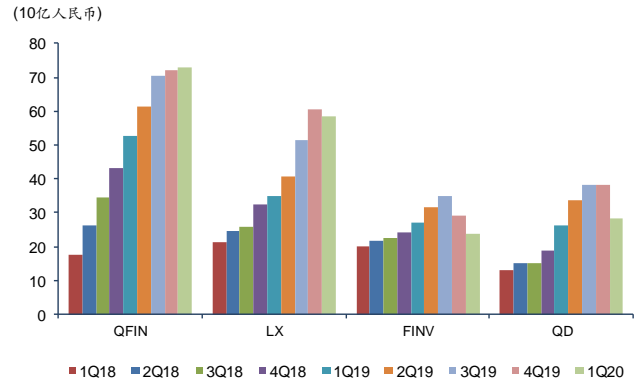
资料来源: 公司、招银国际证券

图 3: 季度放贷规模



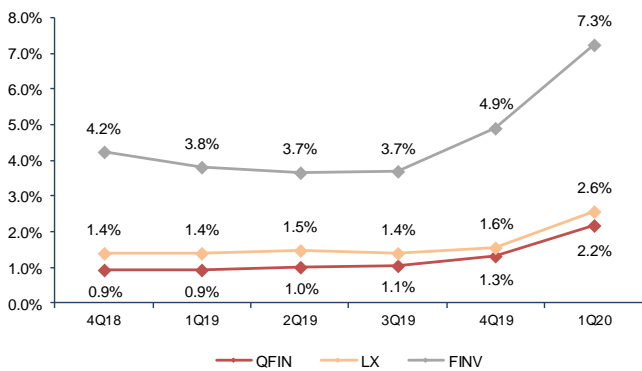
资料来源: 公司、招银国际证券

图 4: 贷款余额



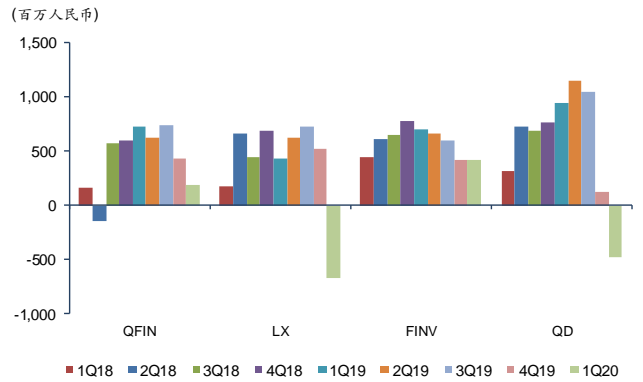
资料来源: 公司、招银国际证券

图 5: M3+ 逾期率



资料来源: 公司、招银国际证券

图 6: 季度净利润 (亏损)



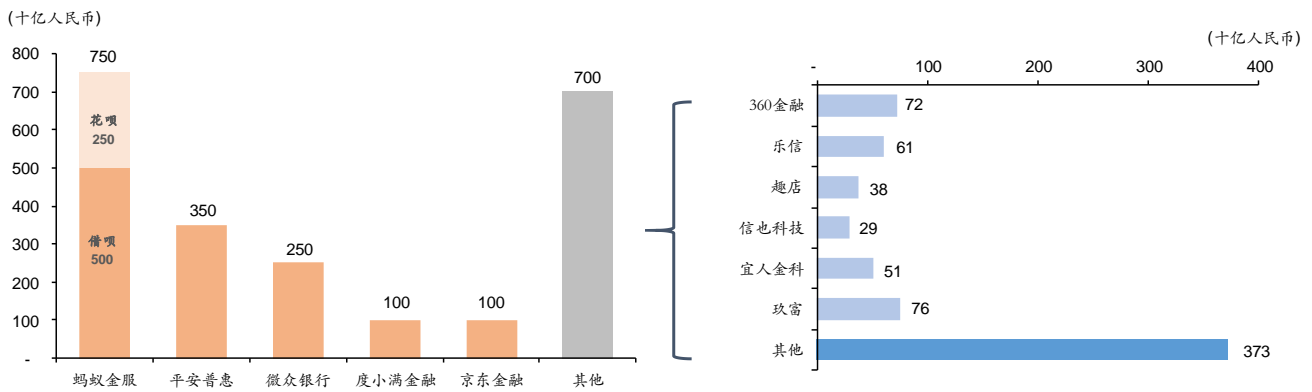
资料来源: 公司、招银国际证券

行业竞争格局

截至2019年，我们估算中国互联网消费贷款的余额约为2.3万亿人民币。互联网巨头旗下的消费金融子公司（蚂蚁金服、平安普惠、微众银行、度小满金融和京东金融）占据了70%的市场规模，其余则来自中小型机构（包括独立第三方网贷平台）。

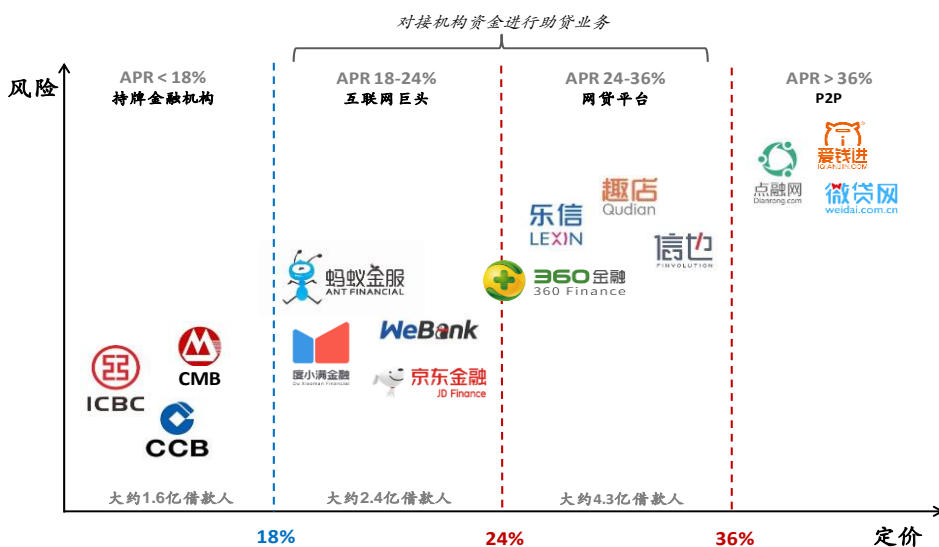
我们认为，互联网消费金融市场的竞争格局可以按借款人的风险定价进行划分。2015年最高人民法院对民间借贷利率划定了明确的“两线三区”：APR不高于24%的部分是“司法保护区”，若出借人要求借款人按约定利率支付利息，法院应予支持；超过36%的部分是“无效区”，若借款人要求出借人返还已支付的超过36%部分的利息，法院应予支持。介于24%至36%之间的部分属于“自然债务区”，虽被法律认可，但不受强制执行保护。网贷平台主要服务APR在24%至36%之间的借款人，因此与银行和互联网巨头形成错位竞争。

图7: 2019年底互联网消费信贷的市场规模约为2.3万亿



资料来源：公司、财新、招银国际证券

图8: 基于目标客群风险定价的市场竞争格局



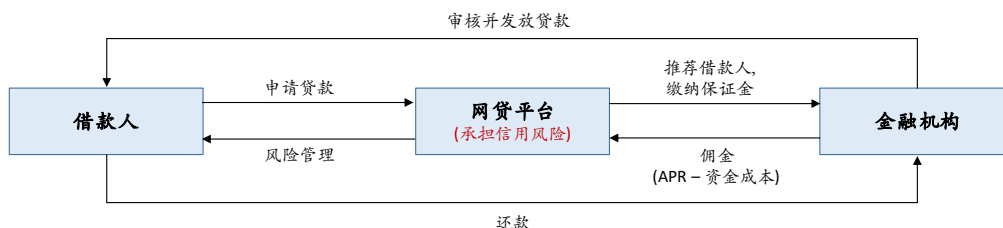
资料来源：招银国际证券

图9: 网贷平台的业务模式

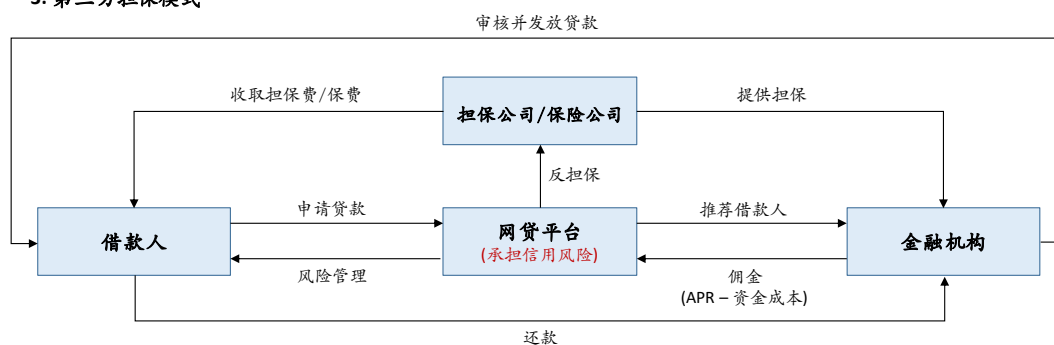
1. 直接放贷模式



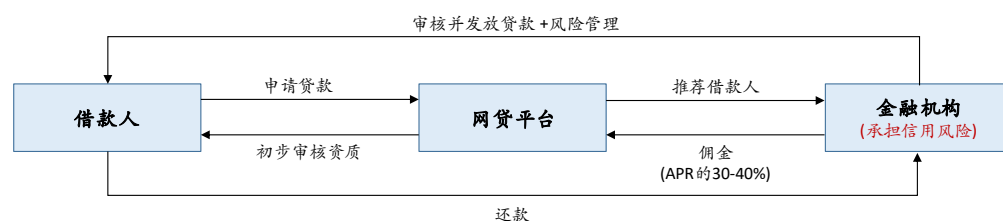
2. 保证金模式



3. 第三方担保模式



4. 分润/轻资本模式 (不兜底助贷模式)



资料来源: 公司、招银国际证券

图 10: 估值概览

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	FINV US	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%

资料来源: 彭博、招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。