数字金融追踪

招行联手京东，不可低估的 TOP 直销银行

增持（维持）

2020 年 12 月 13 日

证券分析师 马祥云
执业证号：S0600519020002
021-60199793
maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航
taozhh@dwzq.com.cn

事件：银保监会批复招商银行与京东数科旗下网银在线（北京）商务服务有限公司共同筹建招商拓扑银行，持股比例分别为 70%、30%。该银行将成为国内第二家独立法人的直销银行，未来筹建完成后将申请开业。

投资要点

■ **直销银行即互联网银行，通过线上低成本运营为客户提供更优的产品。**

直销银行（Direct Bank）没有物理网点、不发放实体银行卡，完全采用线上化经营模式。海外从 90 年代起探索直销银行模式，而国内主要由于 2013 年互联网金融兴起，迫使传统商业银行陆续设立直销银行部门。同时，区域型城、农商行非常迫切地希望利用直销银行的线上渠道，突破自身经营区域限制。我们统计目前上市银行中，已有多达 31 家探索过直销银行模式，而在手机 APP Store 中能够搜索到至少 70 家以上直销银行。

国内第一家独立法人的直销银行是 2017 年开业的中信百信银行，由中信银行（持股 70%）和百度（持股 30%）联合设立。与此同时，我国目前还有 19 家民营银行（多数为大型互联网集团参股设立），由于民营银行受监管政策约束只能设立 1 家网点，所以实操层面也基本通过互联网线上运营，我们认为实质上和独立法人的直销银行没有区别。

这次招商银行与京东合作设立的直销银行，是银保监会批复的国内第二家独立法人直销银行，招商银行 2018 年 3 月已经公告过合资设立直销银行的议案，我们预计招商拓扑银行将在 2021 年正式开业。实际上，2018 年以来不少银行都公告过要设立直销银行，但过去三年监管审批很审慎。

从金融模式角度，直销银行与传统银行相比，线上运营成本更低、用户体验更便捷，能提供吸引力更好的存贷款或理财产品（例如收益率更高），商业逻辑是追求薄利多销。从用户使用角度，直销银行与线下传统银行、手机银行的主要区别，就是不用开立新账户，用户只要在线上绑定常用的银行卡就能使用服务。当然，用户也可以选择在直销银行线上开立新账户，不过只能开立 II、III 类户，功能权限少于现场开立的 I 类账户。

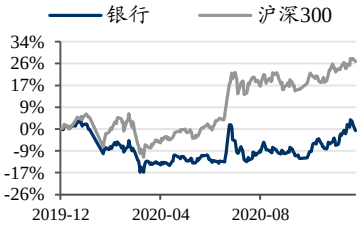
■ **为何国内探索直销银行模式并不成功？核心掣肘是流量劣势与机制约束。**

从客观的经营成果来看，我们认为国内传统银行探索直销银行的成绩并不理想，也许大部分用户很难区分手机银行与直销银行 APP，原因在于我国独特的金融发展历程与金融环境。

①流量劣势：我国商业银行本身就没有流量优势，更没有场景，流量都在互联网巨头，大型互联网公司是先拥有流量，再通过金融服务变现，而传统银行是希望通过直销银行获取流量、拓展增量客户。然而，C 端流量竞争本身异常激烈，银行产品又天然同质化，很难有特色，因此商业逻辑存在瑕疵。而且，国内互联网金融高度发达，支付、理财、信贷都能在线上非常便利地操作，而直销银行的功能和互联网金融明显重叠，所以很难效仿海外，将银行服务简单地搬到线上就能获取增量客户。从这个角度来看，传统银行与互联网巨头合作发展直销银行可能是更现实的选择。

②机制约束：为什么直销银行部无法提供明显更有吸引力的产品？原因在于其本质上只是商业银行内部的一个创新部门，而银行的整体核心诉求是沉淀低成本负债（活期存款等）。那么如果直销银行部为客户提供收益率更高、兼具流动性的新产品，可能会影响存款的留存，又或者影响理财的销售，部门之间存在利益冲突。从这个角度来看，独立法人的直销银行不存在内部利益冲突，发展更有优势。

行业走势



相关研究

1、《数字金融追踪：从陆金所三季报看数字金融产业近况》2020-12-06
2、《银行行业点评：监管重申降低融资成本，对银行股行情有影响吗？》2020-11-23
3、《数字金融追踪：转型之路：联合贷向左，助贷向右》2020-11-08

请务必阅读正文之后的免责声明部分

■ **直销银行目前的产品货架仍然相对单薄，民营银行则热衷于互联网贷款业务。**

中信百信银行作为首家独立法人直销银行，已经正式运营三年，2019 年末总资产达到 589 亿元（其中贷款 372 亿元），首次全年实现盈利 1976 万元，2020 年 9 月末用户数已经突破 4250 万，同时近期筹划增资扩股并引入新的战略投资者——加拿大养老基金。百信银行的初始定位是服务个人及小微用户，也就是普惠金融，所以业务包括财富管理、消费信贷、汽车金融、小微金融等。在百信银行 APP 中，我们看到财富管理主要推介本行的高利率定期存款（3 年期、年利率 4%的智存通），同时也代销第三方的银行理财、资管、信托、保险等产品，贷款则推介消费贷"好会花"。不过，总体上百信银行 APP 的产品种类并不算丰富，相比之下，蚂蚁、腾讯等互联网巨头的金融平台产品琳琅满目。

民营银行的特征更鲜明，热衷于互联网贷款业务，尤其是盈利丰厚的消费贷款。我们前期重点研究数字信贷产业，微众银行（腾讯系）、网商银行（蚂蚁系）、新网银行（小米系）等都是主流玩家。互联网贷款产业里，微众银行与网商银行主打联合贷模式（与合作商业银行共同出资），但前者聚焦 C 端消费贷款，后者主做小微贷款；新网银行既做联合贷，也作为出资方承接其他互联网机构的助贷业务。由于百度旗下也有互联网贷款平台"度小满金融"，所以百信银行也会作为主要出资方，与重庆百度小贷公司联合出资，投放消费贷款。不过，近期互联网贷款监管全方位收紧，尽管民营银行有牌照优势，但监管约束仍然会抑制行业增长，民营银行需要考虑未来的业务重心如何调整。

■ **我们为何鲜明看好招商拓扑银行前景？招行与京东的资源优势互补、定位完美匹配。**

①百信银行的股东里，百度在互联网巨头中流量、场景都相对弱势，而中信银行则长期聚焦对公业务，对公资源与互联网 C 端流量的融合有没有化学反应？未来仍有待观察。不同的是，招商银行作为零售之王，本身手握品牌、用户、产品、服务优势，而且在传统银行中已经成功打造了自带流量的头部零售金融平台，招商银行最重视的北极星指标 APP 月活跃用户（MAU）在 2020 年中已经达到 9891.50 万人，招商银行 App 上半年人均月登录次数 11.31 次。另一方面，京东拥有庞大的 4.42 亿活跃用户，而且在互联网巨头中，京东的客户层级和招商银行的客户定位比较匹配。此外，京东数科也服务超过 100 万家小微商户、超过 20 万家中小企业、超过 700 家大型商业中心，用户积累与数据积淀可能助力招商银行拓展小微客户、提高风险定价能力，这可能也是监管层更看重的方向。

②在零售端，招商银行目前已经搭建成全产品体系的零售金融平台，截止三季度末，零售客户资产 AUM 较期初增长 15.2%至 8.63 万亿元，零售客户数量较期初增长 7.6%至 1.55 亿人。其中，金葵花及以上客户（月日均总资产 50 万元以上）的客户数量较期初增长 13.8%至 301.32 万户，AUM 增长 16.4%至 7.08 万亿元，显然中高净值客户的增速高于平均，客群质量仍在升级。未来，如果招商拓扑银行能够融合招商银行的产品与服务、京东生态圈的用户及数据，将对整个招商银行零售金融带来强大的资源推动。

③需要强调的是，这次合作对于京东或许更加关键。目前，互联网巨头中唯有京东尚未布局银行牌照，但决策层对金融科技的监管力度正在加速收紧，前所未有的严监管形势下，获批直销银行牌照（并且与头部银行合作），能够很大程度上减轻金融业务的监管压力。无论考虑微观层面的信贷、财富管理、支付等具体业务，还是考虑宏观层面，京东系长远的数字金融布局，这一次的合作落地对京东来说都是重磅利好。

■ **京东数科的金融科技服务于 C 端和小 B 端，京东白条"商家赊账"模式颇具特色。**

京东数科将自己的业务架构划分为金融机构数字化解决方案、商户与企业数字化解决方案、政府及其他客户数字化解决方案。如果我们从产品与服务层面更直观划分，基本可以分类为：i）连接 C 端用户与金融机构的互联网金融业务，包括京东金条、财富管理、信用卡推荐、保险销售；ii）服务于商户的京东白条、收单及会员管理、票据平台；iii）服务于政府的一些智慧解决方案。互联网金融业务中，京东数科也提供金融科技的输出服务，但本质上仍然是流量变现的商业逻辑。

从具体的商业模式来看，京东金条、财富管理、保险销售等互联网金融业务与蚂蚁的借呗、财富管理等业务模式相似。不过，京东白条的商业模式颇具特色，虽然消费者使用起来都类似信用卡，但京东白条采用"商家赊账"模式，大部分情况下没有金融机构参与其中，这与蚂蚁花呗的"金融机构贷款"模式显著不同。规模方面，根据陆金所披露的互联网金融 TOP5 数据，我们判断京东的贷款、财富管理规模也都达到数千亿级别。

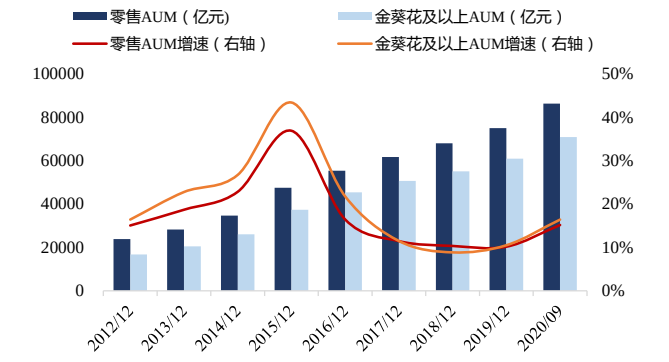
- **投资建议：坚定推荐最佳金融股——招商银行，同时看好银行股修复行情。**对于**招商银行**，我们长期作为核心龙头金融股坚定推荐，此前在报告中我们建议招商银行目标价 48.77 元/股，对应估值约 1.70x2021PB，维持目标价不变。对于银行板块，我们认为银行股的修复行情将延续半年，估值修复领先于基本面的财务指标，重点推荐低估值的**建设银行**及核心零售银行**平安银行、宁波银行**。此外，建议投资者关注估值处于历史底部、基本面有所企稳的上海银行、浦发银行。
- **风险提示：1）对金融科技的监管政策超预期收紧；2）互联网贷款信用风险爆发；3）银行贷款利率持续下行，利差快速收窄。**

表 1：我国商业银行的个人账户分类标准

账户分类	监管要求
I 类银行账户	**功能权限：**存款、购买投资理财产品等金融产品、转账、消费和缴费支付、支取现金等服务； **开户方式：**只允许现场开户
II 类银行账户	**功能权限：**存款、购买投资理财产品等金融产品、限定金额的消费和缴费支付等服务，不得存取现金、不得发放实体介质（银行卡等）； **开户方式：**允许非现场开户（电子渠道或自助机具等），但通过电子渠道开立 II 类户，银行应通过绑定申请人 I 类户作为核验身份信息的手段之一； **额度管控：**单日消费和缴费支付的累计限额不超过 10000 元
III 类银行账户	**功能权限：**限定金额的消费和缴费支付服务；不得存取现金、不得发放实体介质（银行卡等）； **开户方式：**允许非现场开户（电子渠道或自助机具等），但通过电子渠道开立 III 类户，银行应通过申请人从同名 I 类户转入任意金额的方式激活； **额度管控：**账户余额不得超过 1000 元，剩余资金应原路返回同名 I 类户

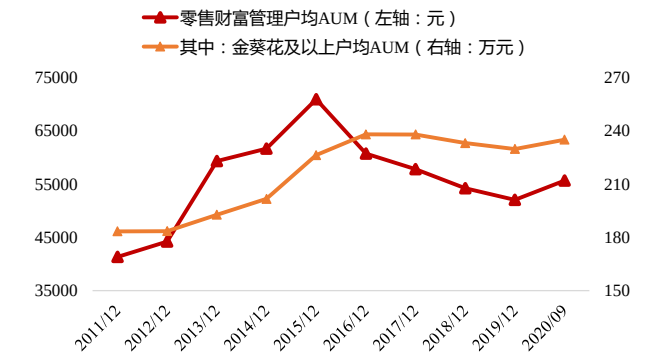
数据来源：中国人民银行关于改进个人银行账户服务、加强账户管理的通知，东吴证券研究所

图 1：招商银行约 2%的客户贡献 82%资产 AUM



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 2：招商银行零售财富管理户均 AUM 再度提升



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

表 2：京东数科的业务架构及其收入结构

业务分类	收入占比	具体产品服务及其占总收入比重
金融机构数字化解决方案	34%	京东金条（20%）、理财销售（未直接披露收入）、保险销售（2.5%）、信用卡推荐（0.7%）
商户与企业数字化解决方案	60%	京东白条（17.6%）、收单及会员管理（未直接披露收入）、票据平台（未直接披露收入）
政府及其他客户数字化解决方案	4.6%	智能营销、智能城市等（未直接披露收入）

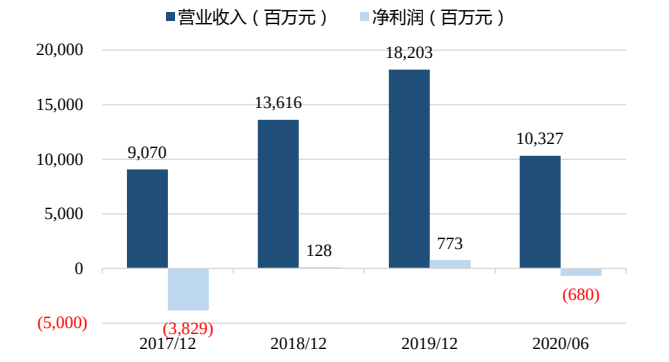
数据来源：京东数科招股说明书，东吴证券研究所汇总

表 3：互联网金融各线业务的五大龙头（截止 2020 年 6 月末）

业务类型	TOP1	TOP2	TOP3	TOP4	TOP5
互联网贷款促成余额	蚂蚁 21536 亿	陆金所 5194 亿	3300~4800 亿	2000~2500 亿	900~1200 亿
其中：互联网小微企业贷款促成余额	蚂蚁 4217 亿	陆金所 3310 亿	400~700 亿	300~400 亿	200~300 亿
互联网财富管理余额	蚂蚁 40986 亿	13000~15000 亿	陆金所 3757 亿	2500~3000 亿	1800~2100 亿
其中：剔除货币基金的互联网财富管理余额	蚂蚁 15000~17000 亿	4500~5000 亿	陆金所 3580 亿	1800~2100 亿	1500~1800 亿

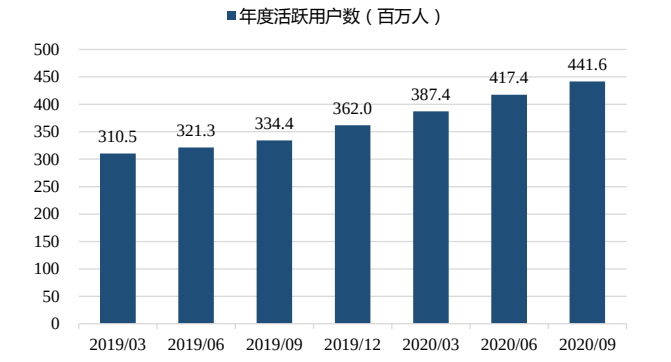
数据来源：陆金所招股说明书，东吴证券研究所汇总

图 3：2017/12~2020/06 京东数科的经营业绩



数据来源：京东数科招股说明书，东吴证券研究所

图 4：2019/03~2020/09 京东集团年度活跃用户数



数据来源：京东集团财报，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

