数字金融追踪

从陆金所三季报看数字金融产业近况

2020 年 12 月 06 日

增持（维持）

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

引言：本轮围绕金融科技的监管收紧正在持续，蚂蚁等互联网巨头预计正在对互联网贷款业务模式进行改造，已经成功登陆美股上市的陆金所近况如何？更关键的是，未来针对数字金融领域，还有哪些政策可能陆续落地？

投资要点

■ **陆金所以助贷模式向小微企业主提供大额贷款，与蚂蚁等巨头差异鲜明。**

①陆金所的收入基本来自于互联网信贷和财富管理两大业务，构成其金融科技平台。其中，信贷的主要商业模式是根据促成贷款的规模及利息收取服务费（Take Rate），另外也有少量自营投放或担保的贷款收取利息、担保费；财富管理业务则根据客户 AUM 提取服务费。2020 年前三季度，陆金所信贷业务服务费收入占总收入比重 78%，与利息净收入、担保费合计后的占比达到 93%，而财富管理收入占比 3.1%。

②具体而言，陆金所的互联网贷款核心客群是**小微企业主**，解决的痛点是传统银行很少向“小 B 端”提供无抵押类贷款，而互联网巨头又很难提供大额贷款。因此，陆金所的户均贷款金额显著高于以 C 端消费贷（花呗/借呗/微粒贷等）为主的蚂蚁/腾讯，尽管蚂蚁也有相当规模的网商贷等小微类贷款（2020/06 余额 4217 亿元），但客户层级、每笔金额仍然存在较大差异，从这一点来看，蚂蚁和陆金所的信贷业务位于不同的子赛道。

③金融模式方面，目前陆金所基本采用助贷模式，银行、信托是主要合作资金来源，同时绝大部分贷款会搭配第三方担保或信用保险以锁定风险，少量贷款由陆金所或资金方承担风险。这套模式与蚂蚁的“自营+联合贷+助贷”多元模式区别比较显著。11 月初出台的网络小贷新规，对小贷公司与银行合作的联合贷模式冲击很大，蚂蚁、京东等互联网巨头也面临整改，但由于陆金所以助贷模式为主，目前并未受到该项新规的影响。

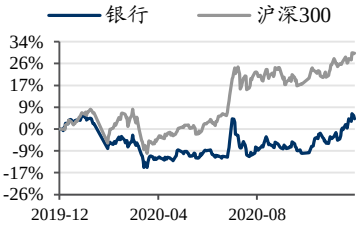
■ **陆金所模式的监管压力较小，目前主要受到降低贷款定价的监管导向影响。**

①近期，国内对于金融科技的监管持续收紧，我们在 9 月 13 日的《互联网借贷研究框架：监管博弈》专题报告中也明确预判了产业最大的压力是监管，未来监管将持续趋严。不过，对于助贷模式而言，目前主要遵循的仍然是 2020 年 7 月正式出台的《商业银行互联网贷款管理暂行办法》，这也是互联网贷款的根本大法。此外，前期出台的针对融资担保、信用保证保险的监管细则对助贷业务也形成约束。我们基于产业调研，判断近期并没有新的针对助贷业务模式本身的监管政策，因此当联合贷模式被约束后，我们判断蚂蚁等互联网巨头也将逐步增加助贷模式的业务比例。

②目前对于助贷模式实际产生影响的监管导向，主要是金融监管部门及最高法院降低贷款利率的引导。一方面，11 月 21 日银保监会通报部分银行、保险及助贷机构违规抬升小微综合融资成本的典型问题，其中就包括陆金所旗下平安普惠综合运用信用保证险保费、担保费、服务费等方式抬高融资成本的案例，这是针对今年五月银保监会、央行等六部委联合发布的《关于进一步规范信贷融资收费，降低企业融资综合成本的通知》的追踪核查，与近期金融科技严监管并没有直接联系，但显然会影响助贷平台的收费价格。另一方面，最高法院今年 8 月 20 日将民间借贷利率保护上限调低至 15.4%以后，对于规则是否适用于持牌金融机构，监管层及行业内一直存在争议（目前仍没有完全达成一致），但无论如何，降低贷款定价的方向是明确的，实操层面 15.4%名义利率对应 27.3%实际年化利率，很多互联网平台、消费金融公司都可能会下调贷款定价以满足监管。

③目前，降低贷款定价导向已经对陆金所等互联网平台及银行产生影响。我们看到，陆金所第三季度促成贷款服务费单季同比降低 5.9%至 94.2 亿

行业走势



相关研究

1、《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
2、《数字金融追踪：转型之路：联合贷向左，助贷向右》2020-11-08
3、《银行行业点评报告：网贷新规重磅出台，投资者最关注的十大问题》2020-11-03

请务必阅读正文之后的免责声明部分

元，主要源于三方面因素，一是公司主动持续调整收入结构，增加承担风险业务的占比，这一点从利息净收入及担保费高增长可以印证，也是陆金所贷款平台后续的调整导向；二是部分客户提前还款；三是 9 月以后主动降低贷款定价以适应监管导向，这直接导致服务费率（Take Rate）同比降低 1pct 至 9.4%。

④与信贷业务相比，财富管理业务的监管约束小、行业格局稳，我们认为财富管理是互联网金融巨头的最佳赛道。陆金所第三季度的财富管理服务费收入单季同比降低 22.7%至 4.9 亿元，但这主要源于 2019 年以来 P2P 业务退出带来的转型压力，实际上符合监管导向的新产品所产生的服务费收入已经单季同比增长 122.3%至 2.49 亿元，我们预计财富管理板块的收入将在 2021 年重新进入正增长通道。

- **后续针对互联网贷款的政策将围绕助贷规范化和中小银行审慎放贷两个方向。**

①对于流量端的互联网平台，监管层可能基于此前一系列政策规定，进一步规范助贷模式，对“禁止不合规担保兜底、要求商业银行独立风控”等要点进一步明确，但预计未来的监管动作不会像 11 月初网络小贷新规对联合贷的冲击那么强烈。

②我们认为监管层仍将约束中小银行的互联网贷款业务增长，判断未来半年内可能将联合贷业务单独纳入 MPA 考核，同时各地方银监局也可能进一步严格限制中小银行的互联网贷款异地展业问题。如此以来，预计未来互联网巨头将更希望与全国性商业银行合作，以规避异地展业约束，但平台的议价能力也会降低。

- **投资建议：中长期理性看好消费金融市场，重点推荐头部零售银行。**虽然监管政策收紧对短期互联网巨头的信贷业务有冲击，但中长期我们依然看好我国消费金融市场的发展空间。在良性增长的未来，除了拥有核心数据资产的蚂蚁、陆金所等头部互联网平台，我们同时看好最优质的零售银行，重点推荐**招商银行、平安银行、宁波银行**等。
- **风险提示：1）对互联网贷款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。**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：陆金所与蚂蚁集团的互联网贷款业务模式对比

	陆金所	蚂蚁集团
客群定位	小微企业主为主+少部分个人消费者	个人消费者为主+少部分小微企业主
贷款余额（2020/06）	5194 亿元（其中小微类贷款约 3310 亿元）	17320 亿元消费类贷款（花呗&借呗）+4217 亿小微类贷款（网商贷等）
客户数量	累计借款用户约 1340 万，截止 2020/06 仍有贷款余额的用户约 470 万	约 5 亿用户及超过 2000 万小微经营者在 2020/06 前 12 个月内获得过信贷
贷款属性	80.4%无抵押类+19.3%抵押类	无抵押类信用贷款
户均金额	2020H1 新发放贷款中：无抵押类户均 14.65 万元，抵押类户均 42.24 万元	约 5000 元（其中花呗平均余额约 2000 元）
贷款期限	36 个月为主	12 个月以内为主
年化利率	2020H1 新发放贷款中：无抵押类 16.8%，抵押类 11.5%	花呗（生息部分）和借呗平均约 14.6%，小微类贷款平均约 10.95%
还款方式	绝大部分等额本息，少部分先息后本	等额本息和先息后本都存在
金融模式	助贷为主（银行/信托）+少量自营放贷（平安普惠旗下小贷公司），其中大部分业务被保险（主要为平安产险）或担保锁定风险	联合贷（银行）+助贷（银行/信托）+少量自营放贷（蚂蚁旗下小贷公司及 ABS 出表），基本没有保险或担保锁定风险
资产质量	截止 2020/06，无抵押类逾期 90+为 2.1%，抵押类逾期 90+为 0.9%	截止 2020/06，消费类逾期 90+为 2.10%，小微类逾期 90+为 2.05%
推广渠道	2020H1 新发放贷款中：48.2%线下直销（覆盖全国约 5.6 万名员工），39.8%合作渠道（平安生态圈为主），12.0%为电销/网销	线上推广（支付宝 APP 及阿里生态圈）

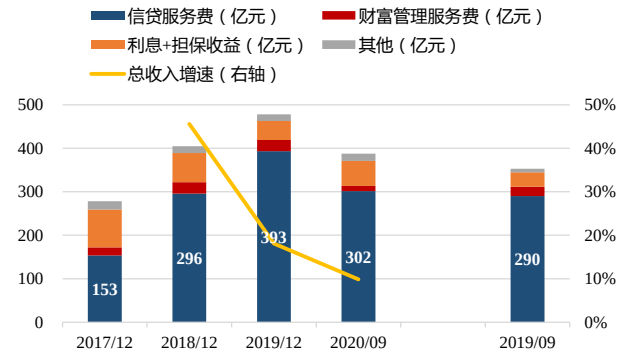
数据来源：陆金所招股说明书，蚂蚁集团招股说明书，东吴证券研究所汇总

表 2：陆金所旗下平安普惠业务集群及合作金融机构

分类	公司列表
平安普惠平台业务集群	平安普惠企业管理有限公司、深圳平安普惠小额贷款公司、重庆金安小额贷款公司、湖南平安普惠小额贷款公司、平安普惠融资担保有限公司、平安融资担保（天津）有限公司、平安普惠投资咨询有限公司、平安普惠信息服务有限公司、平安普惠立信资产管理有限公司、**平安消费金融有限公司**
贷款合作金融机构	平安财产保险、华安财产保险、紫金财产保险

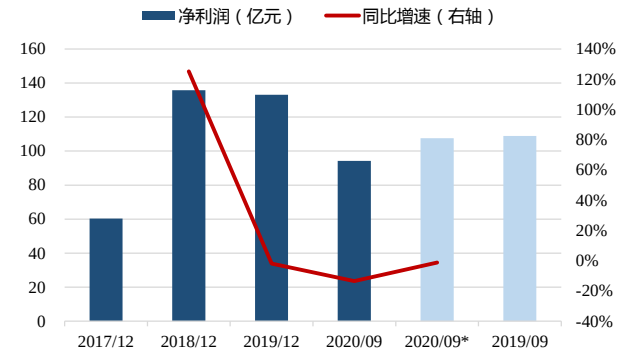
数据来源：平安普惠 APP，东吴证券研究所汇总

图 1：2017/12~2020/09 陆金所累计总收入结构及增速



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

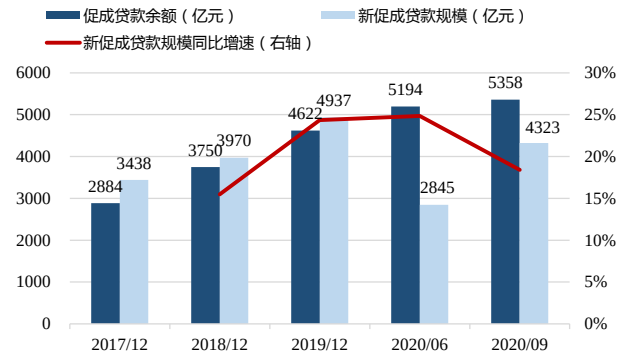
图 2：2017/12~2020/09 陆金所净利润及其增速



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

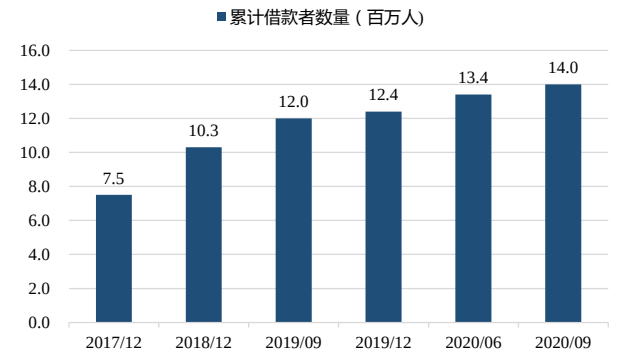
备注：2020/09*代表剔除 9 月一次性费用影响后的净利润，实际上第三季度净利润同比增长 2.0%

图 3：2017/12~2020/09 陆金所促成贷款规模及增速



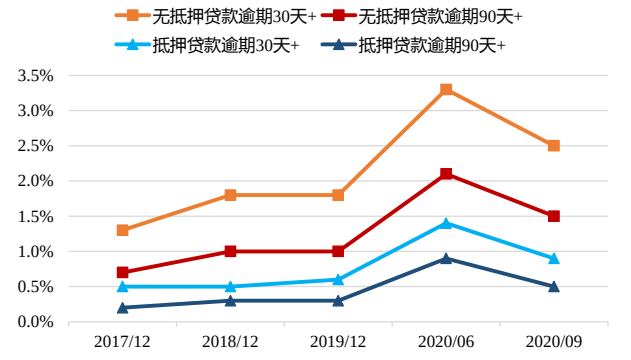
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 4：2017/12~2020/09 陆金所累计借款用户数



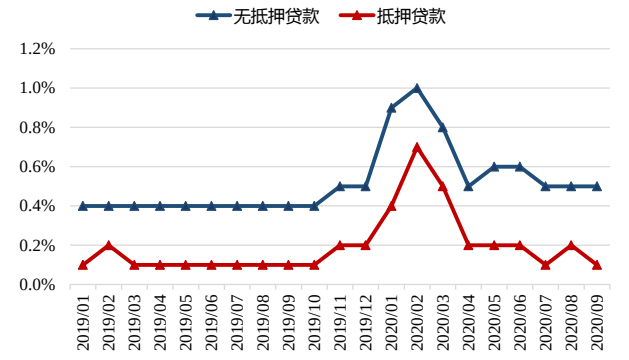
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 5：2017/12~2020/09 陆金所各类贷款的逾期率走势



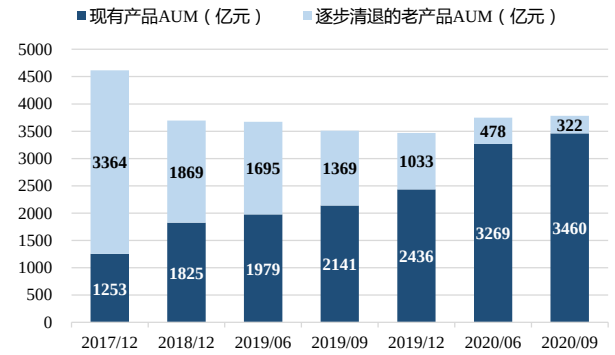
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 6：陆金所的资产质量前瞻性指标滚动下迁率改善



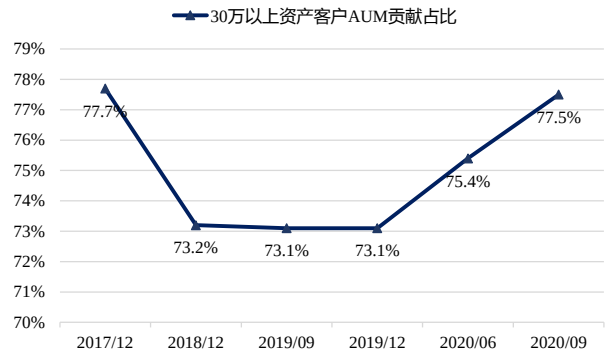
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 7：2017/12~2020/09 陆金所财富管理 AUM



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 8：陆金所的财富管理业务逐渐向富裕客群倾斜



数据来源：公司财报，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

