

独特的 Fintech 龙头

华泰研究

2021 年 2 月 18 日 | 美国

首次覆盖

金融/多元金融

投资评级(首评):

目标价(美元):

买入

21.50

研究员

SAC No. S0570518010001
SFC No. BKE555

吕程

lvcheng@htsc.com
+86-21-28972057

研究员

SAC No. S0570521010001
SFC No. AWF297

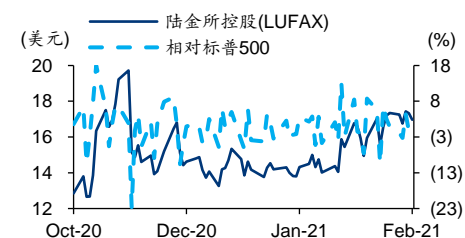
李健, PhD

lijian@htsc.com
00852-36586112

基本数据

目标价(美元)	21.50
收盘价(美元 截至 2 月 12 日)	16.97
市值(美元百万)	41,785
6 个月平均日成交额(美元百万)	114.71
52 周价格范围(美元)	11.56-20.17
BVPS(美元)	5.41

股价走势图



资料来源: S&P

具备强竞争优势的领先金融科技企业

在上市金融科技(Fintech)公司中,陆金所控股(Lufax, 陆金所)是一家独特的龙头企业。我们认为,公司在金融行业的丰富经验、技术实力和独特的渠道构筑了陆金所的竞争力和独特性。陆金所拥有两大核心业务,即零售信贷和财富管理,连接优质客户与金融机构,从而创造价值。我们对陆金所的稳健增长前景持乐观态度,鉴于其往绩和与平安集团的协同效应,我们认为公司应对不确定性的能力较强。我们预计公司经调整后的 2021-23E 每 ADS 净收益分别是人民币 7.01/7.47/8.57 元,首次覆盖陆金所,给予“买入”评级,基于 DCF 估值法得出的目标价 21.5 美元对应 19.8 倍 2021 年预测 PE。

金融领域经验丰富,技术强大,渠道独特

中国零售信贷市场的体量庞大,供需缺口较大,这为金融科技企业扩大市场份额提供了广阔的空间。陆金所聚焦于利润丰厚而传统金融机构服务不足的细分市场。通过科技和强大的线下渠道以及与平安集团的协同,陆金所能有效触达优质小微企业主和工薪阶层,满足他们对大额贷款的即时需求,提高出资伙伴的客户覆盖率和风险管理效率。陆金所拥有 15 年以上零售信贷业务经验,经历过不同信贷和监管周期,积累了丰富的金融领域经验,这可能使其与互联网巨头孵化的金融科技企业有所不同。

具备较强的应对不确定性的能力

我们认为,陆金所的竞争优势和轻资本模式可以帮助其应对监管和经济环境变化带来的不确定性。为满足监管要求,陆金所计划主要通过提供融资担保的方式来分担所促成贷款 20% 的信用风险。我们认为这种转变不会改变其轻资本模式的实质。随着监管机构今年年初明确 4 倍 LPR 规则不适用于金融机构和小贷公司等类金融机构,费率(take rate)的压力近期得到缓解。长期而言,我们认为借贷综合成本仍然承压。陆金所的整体 take rate 可能会下降,但幅度可控,并有望伴随需求增加和贷款质量提升。

财富管理业务潜力较大

在主要产品结构调整后,财富管理业务有望实现强劲的收入增长。我们认为,随着陆金所提供更多增值和个性化服务、优化产品结构并加强为机构合作伙伴科技赋能,客户资产将快速增长,财富管理 take rate 将呈上升趋势。

风险提示: 1) 如果陆金所大幅增加促成贷款的信用风险敞口,我们的估值方法可能会改变; 2) take rate 低于预期; 3) 贷款质量明显恶化; 4) 监管风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入及其他收益(人民币百万)	47,834	52,046	63,227	74,831	87,147
+/-%	18.11	8.81	21.48	18.35	16.46
归属母公司净利润(人民币百万)	13,332	12,354	17,431	19,019	22,315
+/-%	(2.11)	(7.34)	41.10	9.11	17.33
EPS(人民币,最新摊薄)	6.13	5.59	7.01	7.47	8.57
PE(倍)	-	16.61	15.58	14.64	12.76
PB(倍)	-	2.79	2.63	2.17	1.83
ROE(%)	32.14	19.06	18.74	16.25	15.59
股息率(%)	-	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源:公司公告、华泰研究预测

正文目录

估值	5
零售信贷业务的独特标的	6
市场庞大，公司定位独特	6
金融基因令陆金所从金融科技行业中脱颖而出	9
转变中的轻资本模式	10
连接优质借款人和传统金融机构的枢纽	11
让对的产品触达对的客户	12
为借款人创造价值：快速获得大额贷款	12
金融专业知识和技术为良好贷款质量提供支撑	14
强大的线下渠道和与平安集团的协同效应	15
多元化的资金来源支持增长和盈利能力	17
银行和信托公司是主要的出资伙伴	17
担保和自有资金贷款的杠杆约束	17
Take rate：短期压力缓解，长期仍面临压力，但下降幅度可控	18
监管是最主要的不确定因素	21
财富管理业务增长潜力较大	23
中产和富裕人群市场空间较大	23
强大的产品采购和技术赋能的金融服务	24
三大渠道推动用户增长	26
Take rate 可能上行	27
财务分析和预测	28
收入结构有望微调，财富管理收入增长有望复苏	30
各业务主要假设	31
股东结构	33
估值方法	34
风险提示	34

图表目录

图表 1: 零售信贷领域中概股 Fintech 公司估值表	5
图表 2: 未来 12 个月预期 PE	5
图表 3: 中国个人消费贷款余额和小企业贷款余额	6
图表 4: 个人消费贷款余额	6
图表 5: 小微企业贷款余额	6
图表 6: 零售信贷市场的市场份额 (3Q20 末余额)	7
图表 7: 中国零售信贷市场预测	7
图表 8: 家庭杠杆率 (2020 年 6 月)	8
图表 9: 主要金融科技零售信贷业务比较	9
图表 10: 陆金所的四种模式和促成贷款的余额 (1H20)	10
图表 11: 陆金所促成的贷款余额	11
图表 12: 陆金所促成的新增贷款	11
图表 13: 贷款余额 (按风险敞口划分)	11
图表 14: 陆金所和合作伙伴的信用风险分担	11
图表 15: 表外无信用风险敞口贷款: 陆金所提供的服务和现金流	12
图表 16: 新增贷款 (按借款人类型划分)	13
图表 17: 向小企业主提供的新增贷款	13
图表 18: 向工薪阶层提供的新增贷款	13
图表 19: 陆金所促成的贷款: 主要特征 (1H20)	13
图表 20: 陆金所促成的贷款平均金额	14
图表 21: 1H20 新增贷款 (按产品划分)	14
图表 22: 30 天以上逾期率 (按余额计)	15
图表 23: 90 天以上逾期率 (按余额计)	15
图表 24: 金融科技: 90 天以上逾期率 (按余额计)	15
图表 25: 各渠道产生的新增贷款	16
图表 26: 直销渠道	16
图表 27: 网上和电话营销渠道	16
图表 28: 新增贷款的资金结构	17
图表 29: 陆金所子公司面临的杠杆率监管要求	17
图表 30: 陆金所融资担保子公司的最低净资产	18
图表 31: 不同贷款模式下, 陆金所的收入确认	18
图表 32: 陆金所促成的新贷款的年化百分率 (APR) 和总体 take rate	18
图表 33: 年化贷款损失率	19
图表 34: 两种收费方式下借款人的还款现金流示意图	20
图表 35: 陆金所的总体 take rate	20
图表 36: 主要监管规定及对陆金所的影响	22
图表 37: 不同类型投资者的可投资资产 (2019 年)	23
图表 38: 陆金所平台上投资者数量	24
图表 39: 客均资产	24

图表 40: 按投资者类型划分的客户资产结构-现有产品	24
图表 41: 各省总客户资产 (1H20)	24
图表 42: 各省活跃客户客均资产	24
图表 43: 陆金所平台上的总客户资产	25
图表 44: 投资者留存率	25
图表 45: 按产品类型划分的现有产品中的客户资产 (1H20)	25
图表 46: 自动投资工具势头强劲	26
图表 47: 各渠道的活跃客户数量 - 现有产品	26
图表 48: 各渠道的客户资产- 现有产品	26
图表 49: 各渠道的平均客户资产 - 现有产品	26
图表 50: 财富管理产品: 陆金所的 take rate	27
图表 51: 陆金所财富管理业务的总体 take rate	27
图表 52: 收入和净利润预测	28
图表 53: 资产负债表预测	29
图表 54: 主要比率数据	29
图表 55: 收入结构	30
图表 56: 零售信贷业务收入结构	30
图表 57: 收入	30
图表 58: 收入增速	30
图表 59: 零售信贷业务收入	30
图表 60: 零售信贷业务收入增速	30
图表 61: 零售信贷业务主要假设	31
图表 62: 财富管理业务主要假设	32
图表 63: IPO 后陆金所股东结构	33
图表 64: 陆金所: 估值主要假设	34
图表 65: 提及公司列表	34
图表 66: 陆金所控股(LUFAX)PE-Bands	35
图表 67: 陆金所控股(LUFAX)PB-Bands	35

估值

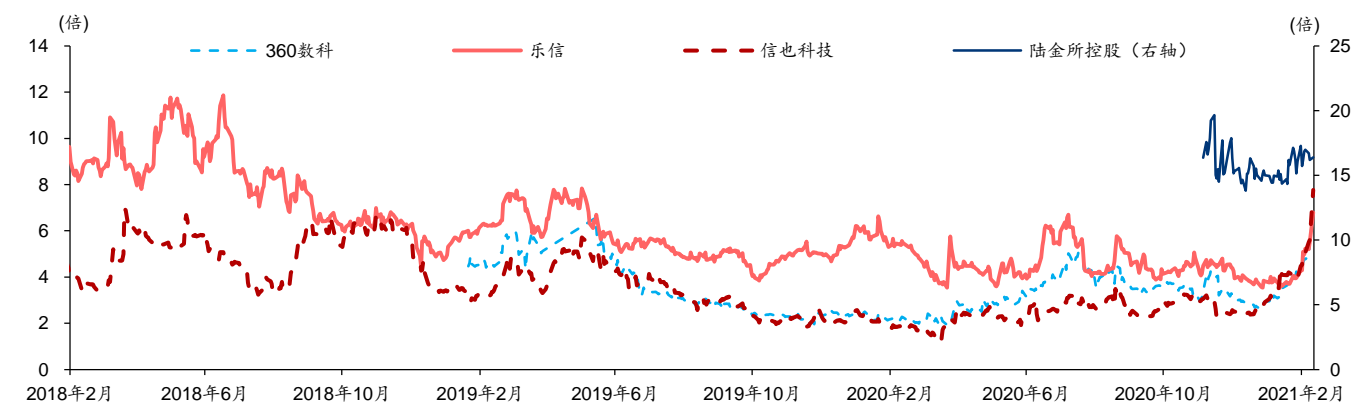
图表1：零售信贷领域中概股 Fintech 公司估值表

公司	代码	总市值 (十亿美元)	PE		EPS 增速 (%)			PB		ROE (%)	
			2020E	2021E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2020E	2021E
陆金所控股	LU US	41.8	16.6	15.6	(8.8)	25.5	6.4	2.8	2.6	19.1	18.7
360 数科	QFIN US	4.0	6.7	6.7	37.5	16.6	13.4	2.4	1.8	38.7	33.4
乐信	LX US	2.4	17.1	6.9	(69.0)	203.6	17.8	1.9	1.7	11.2	29.0
信也科技	FINV US	1.9	5.1	7.9	(26.7)	(9.7)	11.3	0.9	1.1	23.1	17.6

注：数据截至 2021 年 2 月 12 日；陆金所的预测数据基于华泰预测，20 年数据为实际数据；其他公司数据基于彭博一致预期预测

资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰研究预测

图表2：未来 12 个月预期 PE



零售信贷业务的独特标的

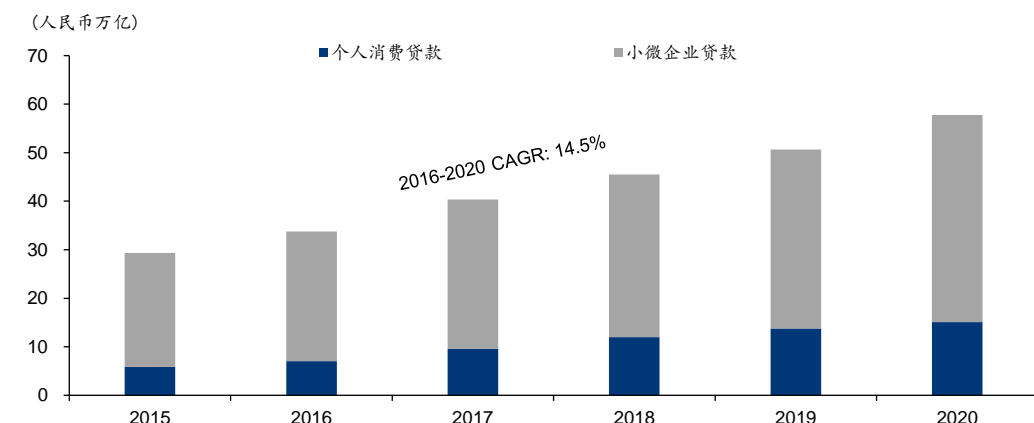
我们认为，陆金所的竞争优势在于对金融行业的深刻见解，强大的技术实力以及独特而强大的渠道。中国的零售信贷市场体量庞大，我们估算 2020 年需求超过人民币 100 万亿元，陆金所的目标市场是利润丰厚但传统金融机构服务不足的细分市场。借助科技和强大的渠道，陆金所有效地触达高质量的小型企业主和工薪阶层，满足他们对大额贷款的即时需求（数十分钟至数小时），并提高了出资伙伴的客户覆盖率和风险管理效率。凭借在零售信贷市场超过 15 年的运营经验，陆金所以对金融行业的洞察，可能使其区别于互联网巨头孵化的金融科技公司。

陆金所的轻资本商业模式有助于其控制资产负债表的规模以及所承担的信用风险。为满足监管要求，陆金所将逐渐承担更多的信用风险；take rate 短期压力有所缓解，长期虽然可能进一步下降，但是幅度可控。我们认为其经营历史、优势、业务调整以及在另类零售信贷提供商中的领先地位，将有助于陆金所在不断增长的中国零售信贷市场中扩大市场份额。

市场庞大，公司定位独特

中国的零售信贷市场体量庞大，且需求供给缺口较大。个人消费贷款（不含按揭贷款）和小微企业贷款余额在 2016 年至 2020 年期间的年复合增长率为 14.5%，2020 年底达到人民币 57.8 万亿元。与面向大型企业的批发银行业务和按揭贷款相比，零售信贷市场涵盖小微企业贷款、个人消费贷款和经营贷款，资金缺口较大。根据奥纬咨询（Oliver Wyman）数据，2019 年 89.7 万亿元的小企业贷款需求，约有 52% 未得到满足。

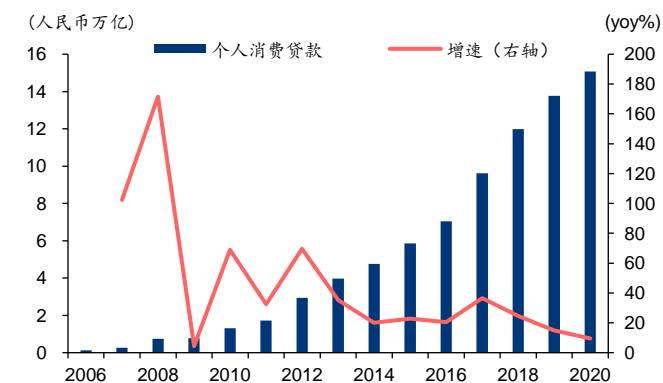
图表3： 中国个人消费贷款余额和小微企业贷款余额



注：个人消费贷款不包括按揭贷款

资料来源：中国人民银行，中国银保监会，华泰研究

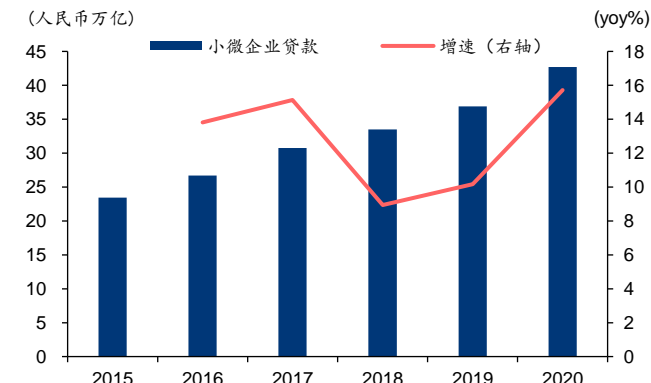
图表4： 个人消费贷款余额



注：个人消费贷款不包括按揭贷款

资料来源：中国人民银行，中国银保监会，华泰研究

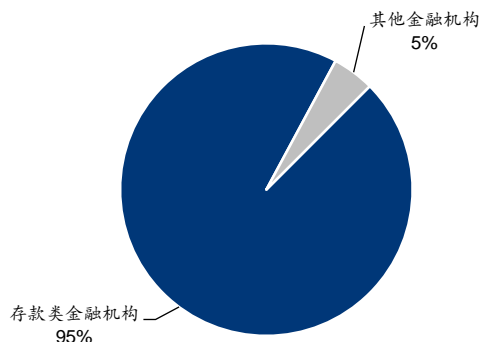
图表5： 小微企业贷款余额



资料来源：中国人民银行，中国银保监会，华泰研究

零售信贷市场以传统存款类金融机构为主导，例如银行、信用合作社和财务公司；其他金融机构，例如信托公司、金融租赁公司、汽车金融公司、小额贷款公司、消费金融公司和互联网小贷公司，由于受到资金来源的限制，只占据了很小的市场份额。截至3Q20，传统存款类机构贡献了95%的零售贷款余额。

图表6：零售信贷市场的市场份额（3Q20末余额）



资料来源：中国人民银行，华泰研究

我们认为，中国经济稳健增长的前景、居民在消费领域温和加杠杆、以及零售信贷需求供给缺口逐渐缩小将推动中国零售信贷市场的增长。与其他主要经济体相比，中国家庭的杠杆率并不高。按揭贷款占中国个人贷款总额的一半以上，消费贷款和个人经营性贷款规模相近。随着政府推动住宅市场的健康发展并约束房地产市场，中国家庭由按揭贷款贡献的杠杆率可能会增长放缓，这可能为消费贷款留有适度增长的空间。此外，在政策支持下，小微企业的资金缺口可能会缩小。

图表7：中国零售信贷市场预测

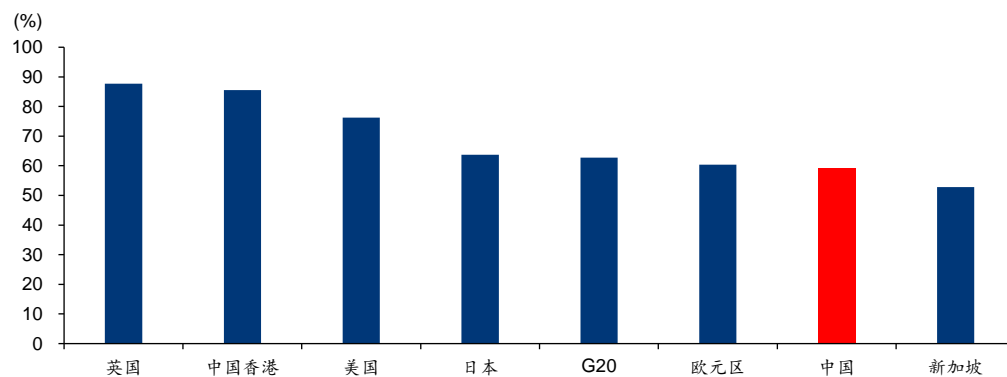
	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2015-2019	2020E-2025E
人民币万亿										CAGR (%)	
名义GDP	83.2	91.9	98.7	101.6	113.6	121.9	129.9	138.3	147.3	9.4	7.7
居民贷款	40.5	47.9	55.3	63.2	73.8	81.3	87.5	94.0	101.0	19.6	9.8
- 个人消费贷款 (1)	9.6	12.0	13.8	15.1	18.0	20.3	22.2	24.4	26.7	23.8	12.1
- 个人经营贷款	9.0	10.1	11.4	13.6	16.4	18.4	19.7	21.0	22.4	8.9	10.5
- 个人住房贷款	21.9	25.8	30.2	34.5	39.5	42.6	45.5	48.6	51.9	23.2	8.5
小微企业贷款 (2)	30.7	33.5	36.9	42.7	50.0	56.1	61.1	66.4	72.2	12.0	11.1
零售贷款 (1+2)	40.4	45.5	50.7	57.8	68.0	76.4	83.3	90.8	98.9	14.7	11.4
零售贷款需求			103.5	107.1	119.8	128.7	137.2	146.3	156.0		7.8
资金缺口* (%)			51.0	46.1	43.3	40.7	39.3	37.9	36.6		
占GDP比 (%)										年均变化 (pp)	
居民贷款	48.7	52.1	56.1	62.2	65.0	66.7	67.4	68.0	68.6	4.2	1.3
- 个人消费贷款	11.6	13.0	14.0	14.8	15.8	16.6	17.1	17.6	18.1	1.4	0.7
- 个人经营贷款	10.8	11.0	11.5	13.4	14.4	15.1	15.2	15.2	15.2	(0.1)	0.4
- 个人住房贷款	26.3	28.1	30.6	34.0	34.8	35.0	35.1	35.2	35.3	2.9	0.3
小微企业贷款	36.9	36.4	37.4	42.0	44.0	46.0	47.0	48.0	49.0	0.8	1.4
零售贷款	48.5	49.5	51.4	56.9	59.9	62.7	64.2	65.7	67.2	2.2	2.1
陆金所控股											
陆金所促成的贷款余额 (人民币十亿)	288	375	462	545	674	810	953	1,113	1,290		
陆金所市场份额 (%)	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3		
市场份额变化 (bp)		11	9	3	5	7	8	8	8		

注：资金缺口*指（零售信贷需求-零售信贷贷款余额）/零售信贷需求；个人经营性贷款主要包含在小微企业贷款中。

资料来源：中国人民银行，中国银保监会，奥纬咨询，公司公告，华泰研究预测

另类贷款服务提供商（例如小额贷款公司、互联网贷方和消费金融公司）以及助贷公司可以作为补充的资金来源，并帮助传统贷方满足未满足的需求。2020 年陆金所促成的贷款仅占整个零售信贷市场不到 1% 的份额，但其市场份额在 2017 年之后一直在稳步上升。我们认为庞大的零售信贷市场和其增长潜力（2021-2025 年年复合增长率为低双位数）为此类金融科技企业扩张业务留有广阔空间；而陆金所在此过程可能继续获得更大的市场份额。

图表8： 家庭杠杆率（2020 年 6 月）



资料来源：BIS，华泰研究

金融基因令陆金所从金融科技公司中脱颖而出

我们认为，陆金所以对金融行业的深刻见解，令其与互联网巨头孵化的金融科技公司在很多方面有所不同。陆金所的零售信贷业务可以追溯到 2005 年。在探索不同模式的过程中，陆金所度过了不同的信贷和监管周期。

就促成的贷款的余额而言，陆金所在金融科技零售信贷提供商中处于领先地位。主要差异总结如下：

- **客户群：**我们认为，相比仅专注于消费贷的公司，陆金所的目标客户群为其提供了更大的市场空间。
- **产品供应：**与其他金融科技提供商相比，陆金所提供的贷款期限更长，金额更大。陆金所提供的贷款中，有小部分抵押贷款，而大多数其他参与者只提供信用贷款。
- **借款人获取渠道：**陆金所主要依靠线下渠道触达借款人，而不像大多数金融科技贷款机构那样主要依赖在线平台。在过去的一年中，一些金融科技公司与当地商家加强合作或建立自己的线下销售队伍，将渠道扩展到线下。

图表9：主要金融科技零售信贷业务比较

	陆金所	360数科	乐信	京东数科（京东科技）	微众银行
目标客户	小企业主和上班族	年轻借款人（18-35岁）和小企业主	教育程度高的年轻上班族	个人，中小微企业	微粒贷：城市中低收入人群和偏远欠发达地区民众 微业贷：小微企业； 微车贷：车主
累计借款人数	累计1400万借款人（3Q20）	累计1870万借款人（3Q20）	超过1亿注册用户，740万活跃用户（3Q20）	累计2200万个人和中小微企业借款人（1H20）	累计超过2亿个人和90万企业用户（2019）
贷款余额（人民币十亿）	535.8（3Q20）	84.2（3Q20）	67.4（3Q20）	-	440（管理贷款，2019）
贷款产品种类	信用贷款、抵押贷款	360借条：信用贷款	信用贷款	信用贷款、抵押贷款	微粒贷， 微业贷：信用贷款
最长借款期限	36个月	24个月	36个月	24个月	微粒贷：20个月
平均剩余期限	约19个月（1H20）	8.4个月（3Q20）	11.4个月（3Q20）	-	-
最高贷款额度	抵押贷款1000万，信用贷款100万（1H20）	20万（信用额度，2019）	5万（信用额度，2019）	5万（白条），20万（金条），1000万（京小贷），1亿（动产融资信用额度）	微粒贷：30万信用额度，4万单笔贷款
单笔平均贷款金额（元）	整体：174,285（1H20）， 信用贷款：146,513 抵押贷款：422,398	4,360（2019）	7,829（2019）	-	微粒贷：8,000（2019）
主要借款人获取渠道	线下和线上	线上和线下	线上和线下	线上和线下	主要线上
APR年利率（IRR）	整体：25.9%（1H20）， 名义APR 15.5%， 信用贷款：28.6%， 名义APR 16.8%， 抵押贷款：17.4%， 名义APR 11.5%	25.9%（3Q20）； 名义APR 12.2%	c 26%（3Q20）； 名义APR 15%	金条：c 6.9%-36% （日利率低至0.019%， 年化利率不超过36%， 月利率0.39%-1.13%）	微粒贷：7.3%-18.2% （日利率 0.02-0.05%）
Take rate*	c 9.3%（2H20）	c 18%（3Q20）	c 16.3%（3Q20）	-	-
资金来源	银行、信托、小额贷款子公司、消费金融子公司	银行、消费金融公司、小额贷款子公司、信托和资管计划	银行、消费金融公司、信托、ABS	银行、信托等	存款、自有资金、联合贷款等
是否由第三方或自身提供信用保证	是	是	是	-	-

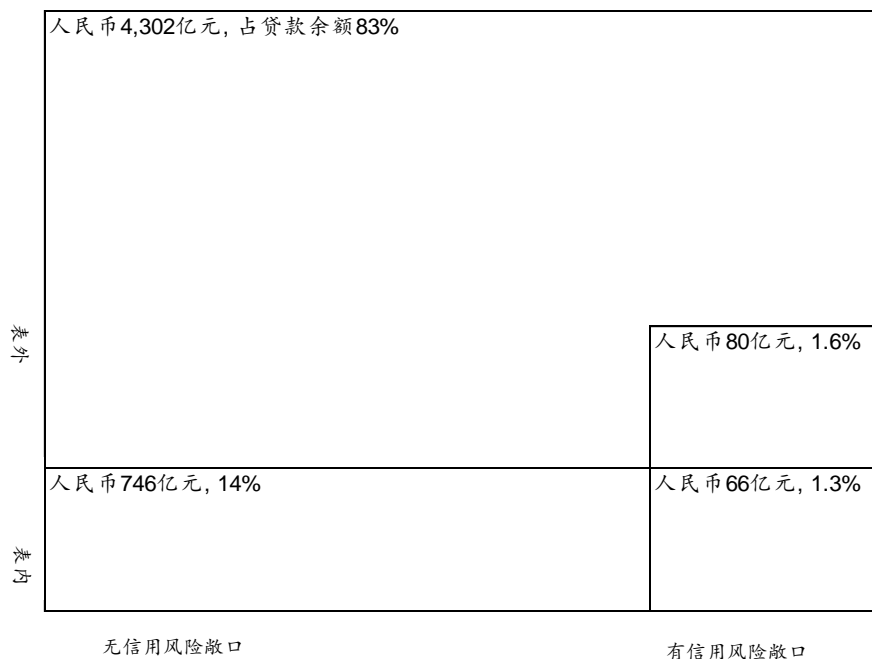
注：*信贷业务净收入除以平均贷款余额；由于业务模式和收入确认的不同，不同公司的 take rate 可能包括不同收入项目，并不完全可比；金条和微粒贷的利率是 2021 年 1 月的数据

资料来源：公司公告，华泰研究预测

转变中的轻资本模式

陆金所主要以平安普惠品牌开展零售信贷业务。与传统的小额贷款公司、消费金融公司或其他一些金融科技公司的不同，陆金所采用的是轻资本模式，避免大量使用其自有资金作贷款资金来源，并控制其对平台上贷款的信用风险敞口。陆金所还引入第三方信用保险，以代替出资伙伴承担大部分信用风险。

图表10： 陆金所的四种模式和促成贷款的余额 (1H20)



资料来源：公司公告，华泰研究

表外贷款：目前陆金所促成的大部分贷款（1H20 占未偿还贷款总额的 84%）不记入陆金所的资产负债表（表外贷款），因为这些贷款的资金由出资伙伴提供，包括银行和信托公司。

表内贷款：陆金所通过其三家小额贷款子公司（包括重庆金安小额贷款、深圳平安普惠小额贷款和湖南平安普惠小额贷款）以及一家消费金融子公司（平安消费金融）发放资产负债表上的贷款（表内贷款）。截至 1H20，陆金所的自有资金贷款仅占贷款余额总额的 0.9%。

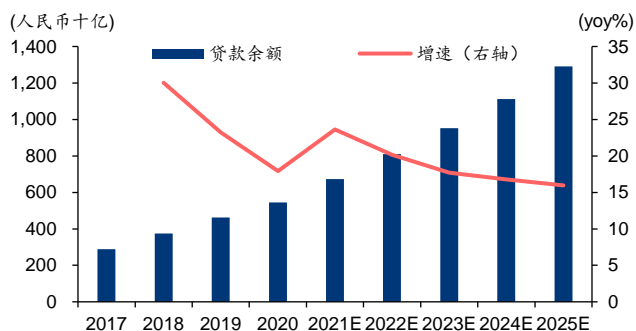
此外，根据国际财务报告准则第 10 号，由信托计划提供资金的一部分贷款（由陆金所持有的劣后级）也记入陆金所的资产负债表中，因为这些贷款给陆金所带来的回报是可变的。尽管如此，大多数并表信托贷款是由第三方保险公司提供担保。截至 1H20 末，并表信托贷款占贷款余额的 15%，占表内贷款余额的 95%。

有信用风险敞口的贷款：陆金所通过其两家融资担保子公司平安普惠融资担保和平安融资担保（天津）提供融资担保，承担少量的表外贷款的信用风险。

无信用风险敞口的贷款：第三方信用保险承担大部分信用风险。平安产险是陆金所最大的信用保险合作伙伴，据公司管理层四季度业绩会，2020 年 4 季度，平安产险承担了新增贷款 77.7% 的信用风险，比此前有所下降。

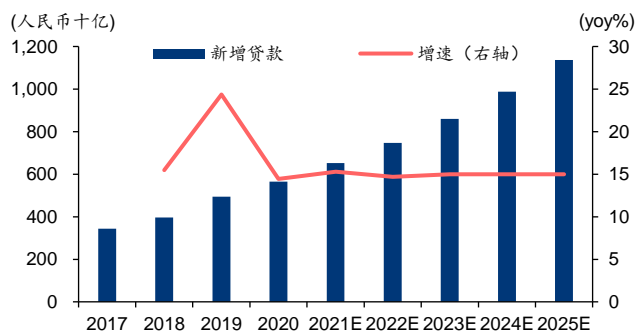
得益于其轻资本商业模式，资金对陆金所贷款增长的约束较少。在过去几年中由陆金所促成的贷款余额录得强劲增长。

图表11: 陆金所促成的贷款余额



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

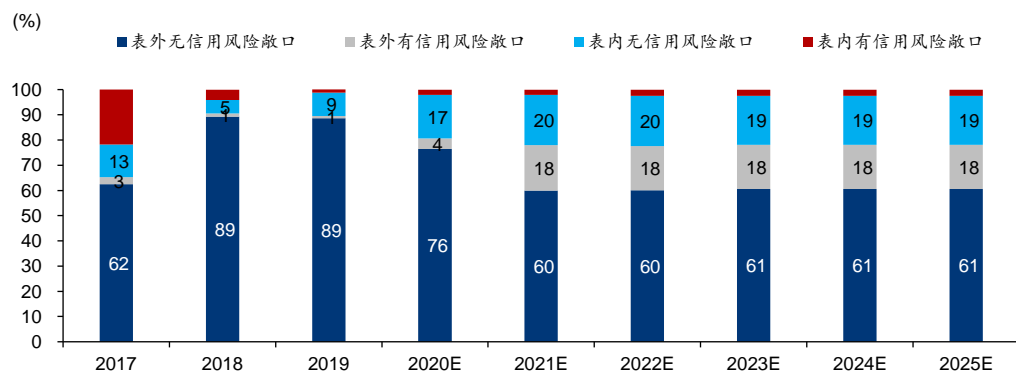
图表12: 陆金所促成的新增贷款



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

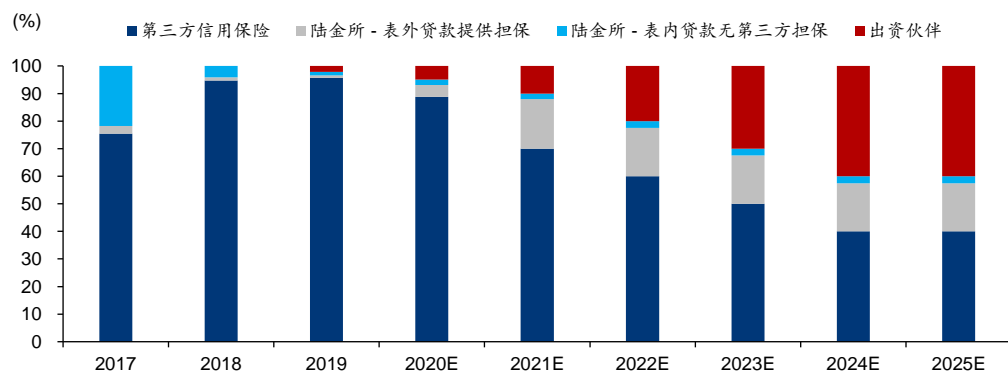
展望未来, 为适应监管要求, 并且为了降低平安产险对其未来贷款增长可能的限制, 陆金所计划逐步承担更多的信用风险, 据公司招股说明书和业绩会, 2021 年中达到总贷款额的 20%, 主要通过提供更多信用担保来实现。随着未来第三方保险比例的下降, 出资伙伴将被鼓励承担更多的信用风险。我们认为, 这种转变不会实质性地改变陆金所的轻资本模式。

图表13: 贷款余额 (按风险敞口划分)



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表14: 陆金所和合作伙伴的信用风险分担

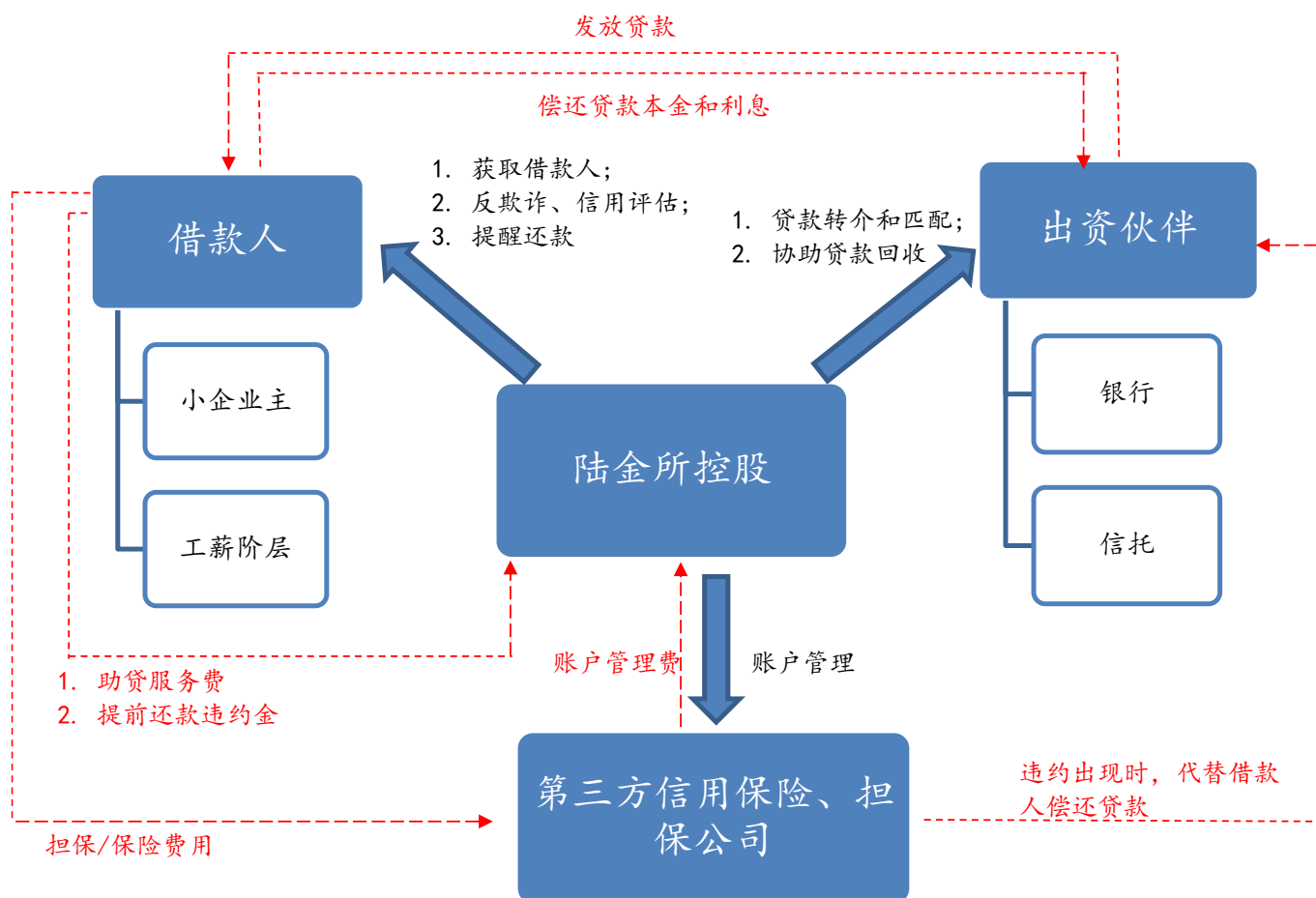


资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

连接优质借款人和传统金融机构的枢纽

陆金所是连接优质借款人与传统金融机构的枢纽。一笔典型的陆金所不承担信用风险的表外贷款, 涉及陆金所和另外三方 (借款人、出资伙伴和第三方保险公司或金融担保公司)。下图显示了在贷款生命期内陆金所提供的服务和现金流。

图15: 表外无信用风险敞口贷款: 陆金所提供的服务和现金流



注: 红色虚线和文字表示现金流, 蓝色箭头表示陆金所提供的服务。

资料来源: 华泰研究

让对的产品触达对的客户

为借款人创造价值: 快速获得大额贷款

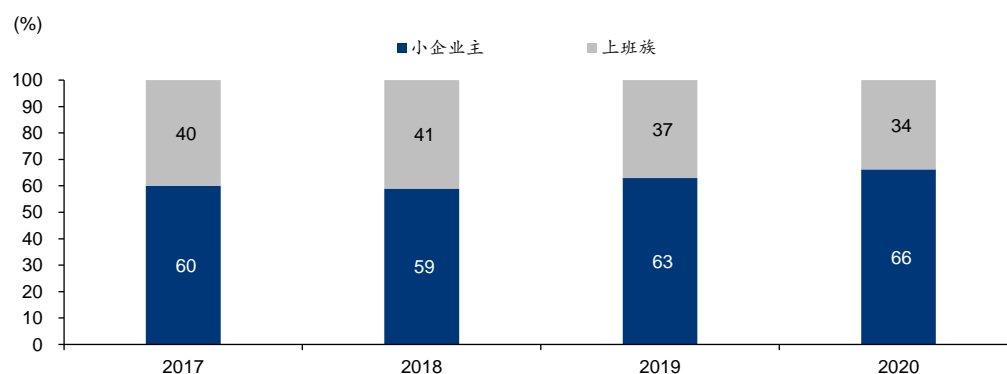
陆金所的目标市场独特, 不同于大多数互联网借款平台和传统银行专注的市场, 并且提供以客户为中心的贷款产品。陆金所典型的客户群是小企业主以及工薪阶层。这些借款人通常需要贷款来补充运营资金或流动资金, 因此, 他们需要在短时间内获得大量资金。传统银行耗时的贷款审批流程无法满足此类需求, 而典型的基于互联网的借款平台提供大额贷款受限并且缺乏有效的线下渠道, 因而往往也无法满足此类需求。

快速获取信贷: 陆金所线上贷款申请系统以科技驱动, 利用 AI 反欺诈和信贷评估, 可以将信贷审批流程缩短至 20 分钟。在 1H20, 陆金所发放的信用贷款和抵押贷款的申请平均用时分别为 30 分钟和 2 小时, 资金通常在同一天发放。

单笔大额贷款: 陆金所与传统金融机构合作, 通过其强大的线下渠道有效地触达目标客户。1H20 的最大允许贷款金额为信用贷款人民币 100 万元, 抵押贷款人民币 1,000 万元。

此外, 陆金所促成的贷款在还款时间、抵押品、合同期限和提前还款选项方面具有灵活性, 可满足小企业主的需求。

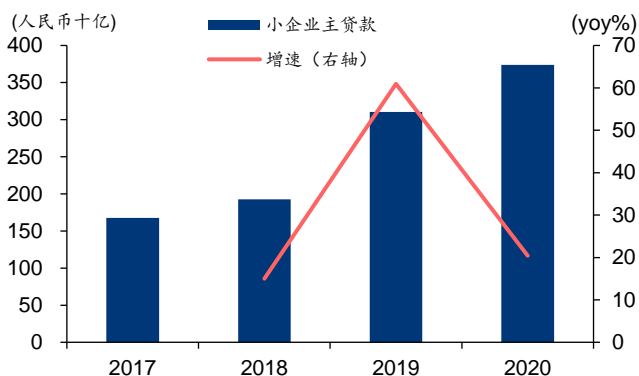
图表16： 新增贷款（按借款人类型划分）



注：现有产品

资料来源：公司公告，华泰研究

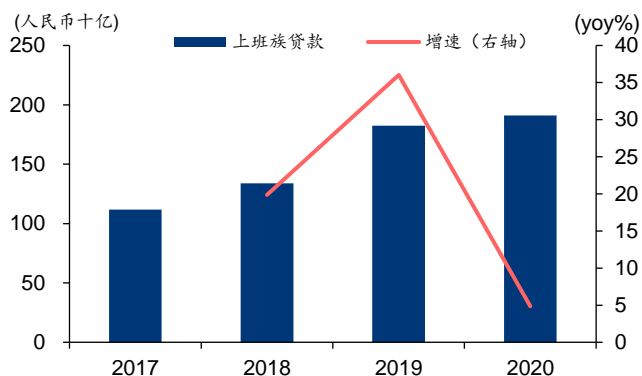
图表17： 向小企业主提供的新增贷款



注：现有产品

资料来源：公司公告，华泰研究

图表18： 向工薪阶层提供的新增贷款



注：现有产品

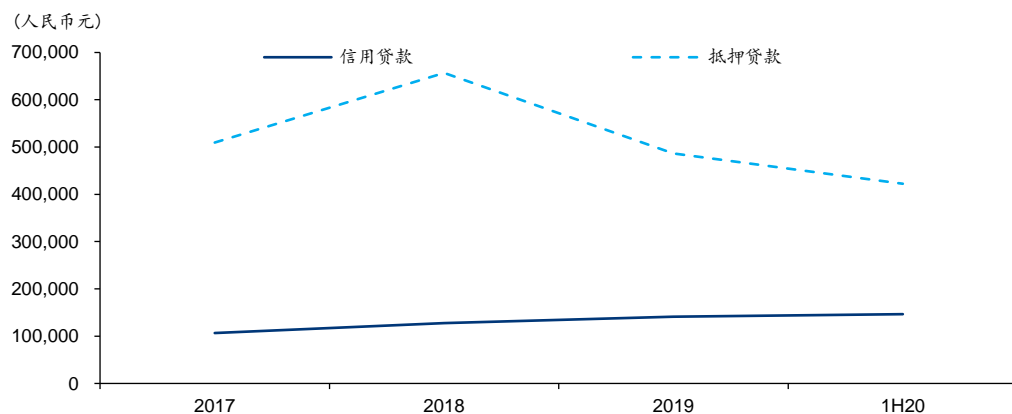
资料来源：公司公告，华泰研究

图表19： 陆金所促成的贷款：主要特征（1H20）

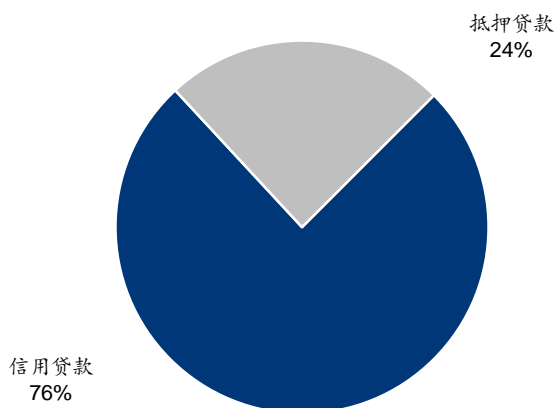
		一般信用贷款	抵押贷款
平均贷款批准时间		30 分钟	2 小时
单笔贷款额度上限		1 百万	1 千万
平均单笔贷款金额	165,266	125,818	422,398
借款人	小企业主	工薪阶层	小企业主
信用风险评估	个人和企业	个人	个人、企业、抵押物
平均合同期限	35.3 个月	34.9 个月	36.0 个月
能否提前还款	可以	可以	可以
APR	28.9%	28.2%	17.4%
年化名义借款利率	17.0%	16.5%	11.5%
还款方式	等额分期付款	等额分期付款和循环信贷	等额分期付款和期末大额还款

注：APR 指年化百分率，是指每月的总成本，包括：1) 利息，2) 保险保费或担保费和 3) 零售信贷便利化服务费，按占年化未偿还贷款的百分比乘以 12。年化名义借贷成本是年化总成本占原始本金的百分比。

资料来源：公司公告，华泰研究

图表20： 陆金所促成的贷款平均金额

资料来源：公司公告，华泰研究

图表21： 1H20 新增贷款（按产品划分）

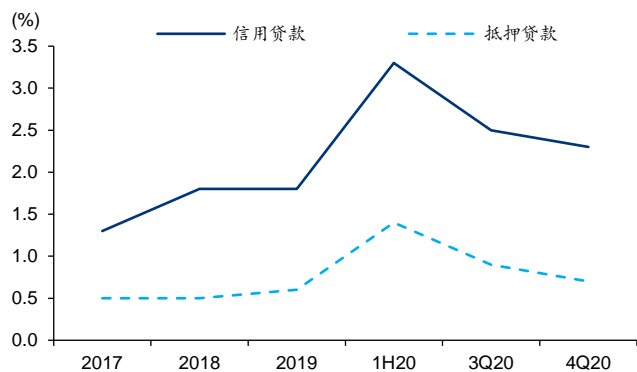
资料来源：公司公告，华泰研究

金融专业知识和技术为良好贷款质量提供支撑

基于 15 年的运营积累，平安生态系统提供的分析和见解，陆金所利用信用、财务和行为数据，以及第三方数据，建立了风险管理模型。信用评估从 6,000 多个预测变量开始，陆金所最终选择的指标中，接近 92% 的指标与信用和财务相关。这与其他一些互联网贷款平台不同，后者的风险评估可能更多的基于消费和行为数据。

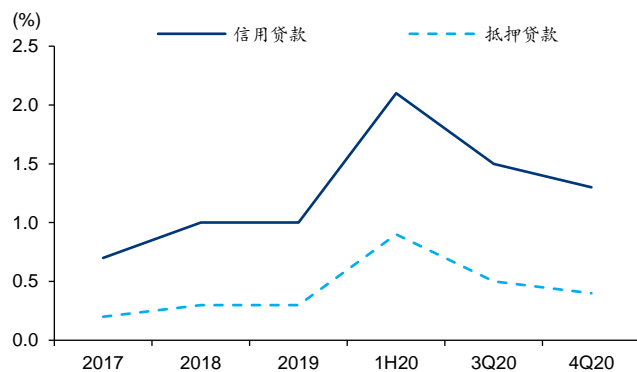
凭借对金融的深入了解，并结合其先进的 AI、大数据和区块链技术，陆金所能够准确高效地进行风险定价，尤其是针对大额贷款。陆金所促成的贷款中 90 天以上逾期贷款占比表现优于其他金融科技零售信贷提供商。

图表22: 30 天以上逾期率 (按余额计)



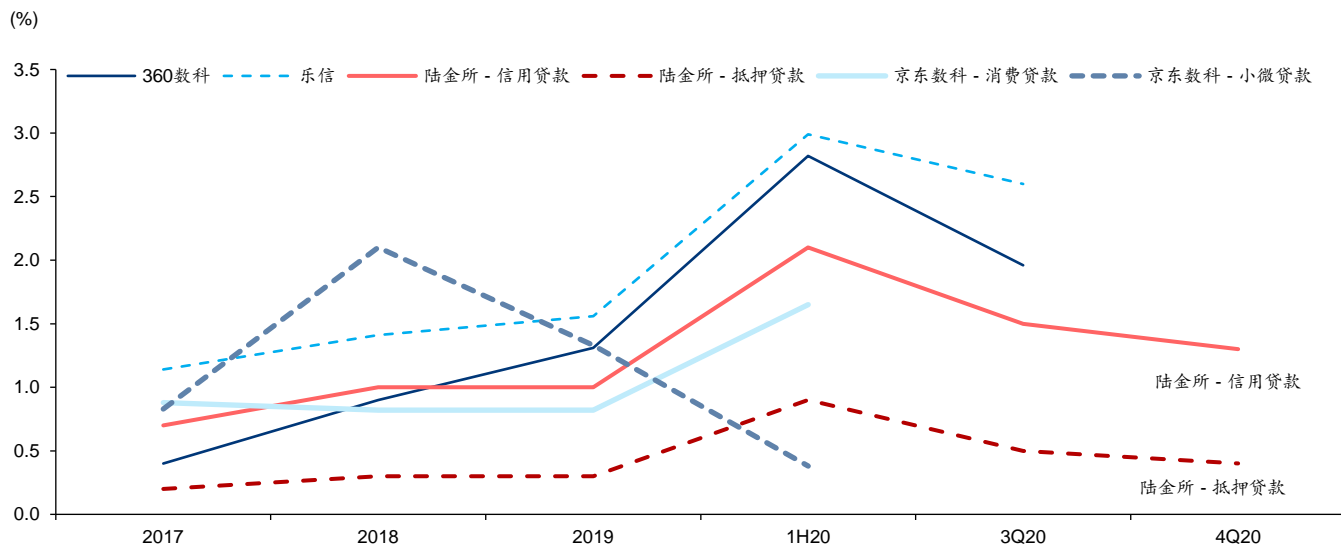
资料来源:公司公告, 华泰研究

图表23: 90 天以上逾期率 (按余额计)



资料来源:公司公告, 华泰研究

图表24: 金融科技公司: 90 天以上逾期率 (按余额计)



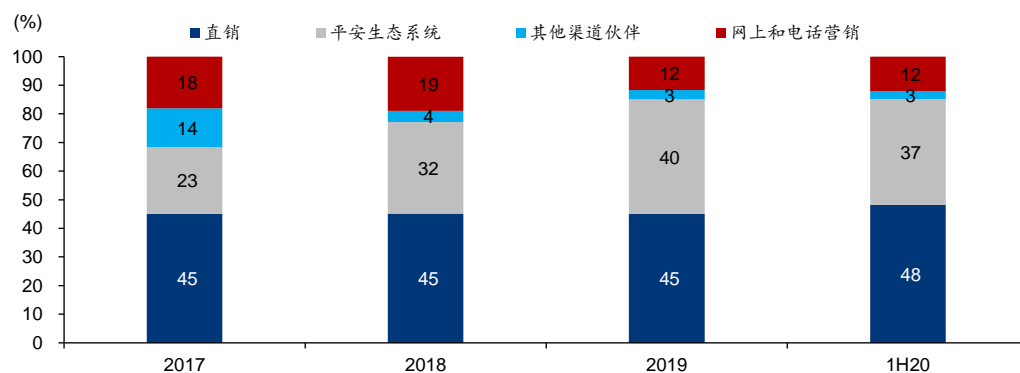
资料来源:公司公告, 华泰研究

强大的线下渠道和与平安集团的协同效应

我们认为,强大而独特的线下渠道是陆金所的主要竞争优势。据招股说明书披露,截至 1H20,陆金所拥有一支由 56,000 多名全职员工组成的直销团队,其中 94%受过大学教育,遍布几乎所有省份,覆盖 270 个城市。陆金所为其销售人员配备了移动应用程序,帮助他们触达具有高销售潜力的客户群体。通过面对面的互动,有时是口口相传,这些销售人员可利用其对当地的了解和联系找到有借款需求的小企业主。

此外,陆金所利用与平安生态系统的交叉销售机会,由平安系统为陆金所引荐借款人,陆金所支付介绍费。平安生态系统已经成为陆金所重要的渠道合作伙伴,2019-1H20 贡献近 40% 的新增贷款。

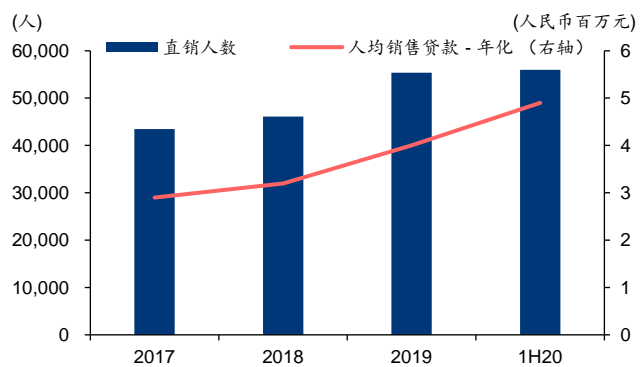
其他渠道,包括网上和电话营销以及其他渠道合作伙伴,1H20 分别贡献了近 12% 和 3% 的新增贷款。

图表25： 各渠道产生的新增贷款

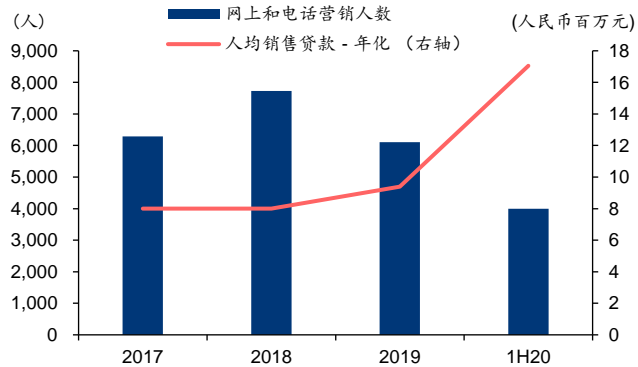
注：现有产品

资料来源：公司公告，华泰研究

单个销售人员贡献的新增贷款一直在上升，我们认为这一指标可以帮助衡量陆金所效率改善情况和科技赋能的有效性。

图表26： 直销渠道

资料来源：公司公告，华泰研究

图表27： 网上和电话营销渠道

资料来源：公司公告，华泰研究

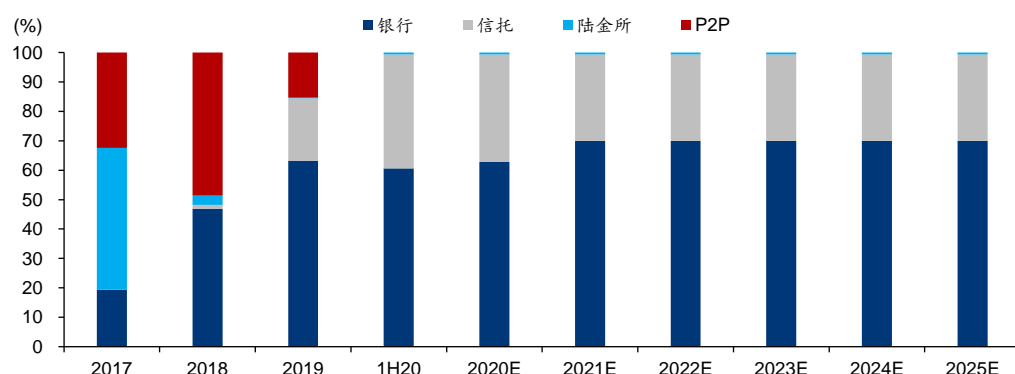
多元化的资金来源支持增长和盈利能力

我们认为，陆金所的领先地位可以帮助其保持多元化的资金来源，从而实现较低的资金成本并降低资金受限带来的风险。我们认为，由于陆金所、出资伙伴和信用保险公司收到的总现金流量可能随借贷综合成本下降而减少，陆金所的 **take rate** 也将下降，但下降幅度可控。

银行和信托公司是主要的出资伙伴

据公司招股说明书，1H20 陆金所与 49 家银行和 5 家信托公司合作。根据信用评估结果，陆金所将合适的借款人与出资伙伴进行匹配，从而使这些合作伙伴能高效的找到正确的客户。通过引入信用保险，陆金所降低了出资伙伴的信用风险敞口。在贷款服务过程中，陆金所帮助提高贷款管理和催收效率。同时，通过与陆金所合作，较小的银行可以积累风险管理数据和经验。

图表28： 新增贷款的资金结构



注：我们预计公司继续保持多元化的资金来源，银行和信托对资金贡献比例和 2020E 类似

资料来源：公司公告，华泰研究预测

担保和自有资金贷款的杠杆约束

从理论上讲，由第三方保险公司或担保公司提供担保的表外贷款可以使陆金所免于受到当前监管关注的杠杆或资本约束，因此这部分贷款可以几乎没有任何限制地扩大。另一方面，陆金所的两个融资担保子公司、三个小额贷款子公司和一个消费金融子公司必须遵守各自的监管法规，需要满足相应的杠杆率要求。下表总结了当前监管对这些子公司的杠杆率要求。

图表29： 陆金所子公司面临的杠杆率监管要求

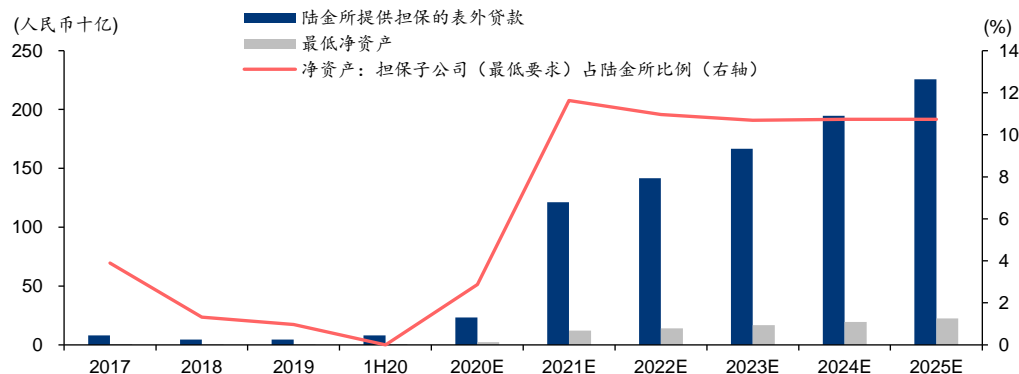
受监管子公司	杠杆率监管要求
金融担保公司	融资担保规模 $\leq 10x$ 净资产
小额贷款公司	1) 非标准债务融资工具（包括银行贷款、股东贷款、其他等） $\leq 1x$ 净资产 2) 标准化债务工具（包括债券、ABS、和其他等） $\leq 4x$ 净资产 最大杠杆率 $\leq 6x$
消费金融公司	1) 资本充足率需满足银保监会要求（与商业银行相似） 2) 同业拆借 $\leq 1x$ 净资本 3) 资产损失准备充足率 $\geq 100\%$ 最大杠杆率约 $12.5x-20x$

资料来源：中国人民银行，中国银保监会，公司公告，华泰研究预测

融资担保：据招股说明书和业绩会，陆金所计划在未来为其表外贷款提供更多担保，这将要求其融资担保子公司的净资产相应的扩大。考虑到首次公开招股筹资近人民币 158 亿元、2020 年的净利润超过人民币 120 亿元以及未来几年的增长潜力，我们认为净资产不会成为贷款增长的制约因素。但是，值得注意的是，这些表外贷款担保承诺的最大信用风险敞口

并未反映在陆金所的资产负债表上。信用减值损失将随着信用风险敞口扩大而上升，此外由于会计准则对会计确认时点的要求，减值损失短期波动也可能变大。但一般而言，在整个贷款期限内，担保收入应足以弥补减值损失。

图表30： 陆金所融资担保子公司的最低净资产



资料来源：公司公告，华泰研究预测

Take rate: 短期压力缓解，长期仍面临压力，但下降幅度可控

贷款总收益在出资伙伴、第三方保险公司或融资担保公司和陆金所之间分配。此外，提前还款占贷款损耗的很大一部分，侵蚀了三方能分得的现金流总额。据公司招股说明书，1H20期间，提前还款占信用贷款损失总额的43%，占抵押贷款损失总额的70%。

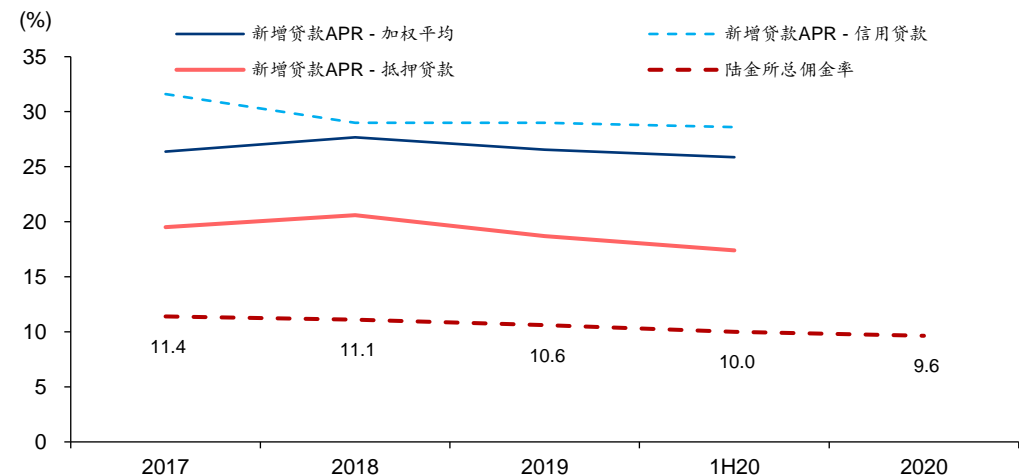
在不同贷款模式下，陆金所的收入确认模式不同。根据我们的测算，对于典型的无信用风险的表外贷款，陆金所收取的服务费率在2020年达到约9.1%，略高于出资伙伴，第三方保险或担保公司的利率。

图表31： 不同贷款模式下，陆金所的收入确认

贷款类型	表外，无信用风险敞口贷款	表外，有信用风险敞口贷款	表内，无信用风险敞口贷款	表内，有信用风险敞口贷款
融资成本	出资伙伴	出资伙伴	陆金所 - 利息收入	陆金所 - 利息收入
信用保险	第三方保险公司	陆金所 - 担保费	第三方保险公司	陆金所 - 利息收入
助贷服务费	陆金所 - 服务费	陆金所 - 服务费	陆金所 - 利息收入	陆金所 - 利息收入

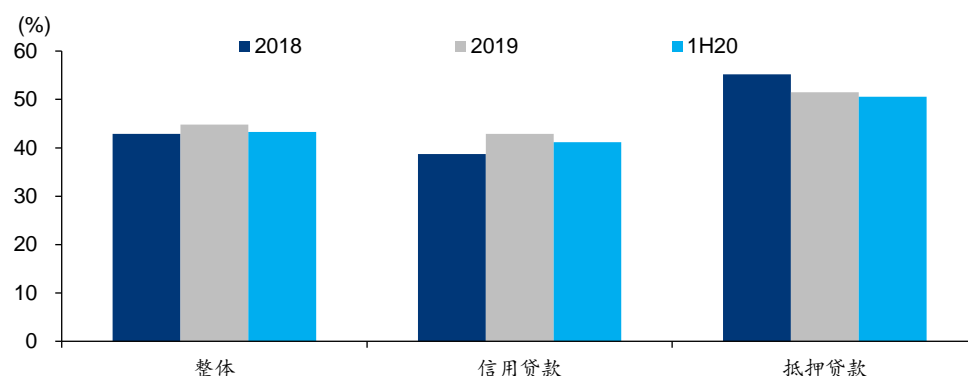
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表32： 陆金所促成的新贷款的年化百分率（APR）和总体 take rate



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表33： 年化贷款损失率



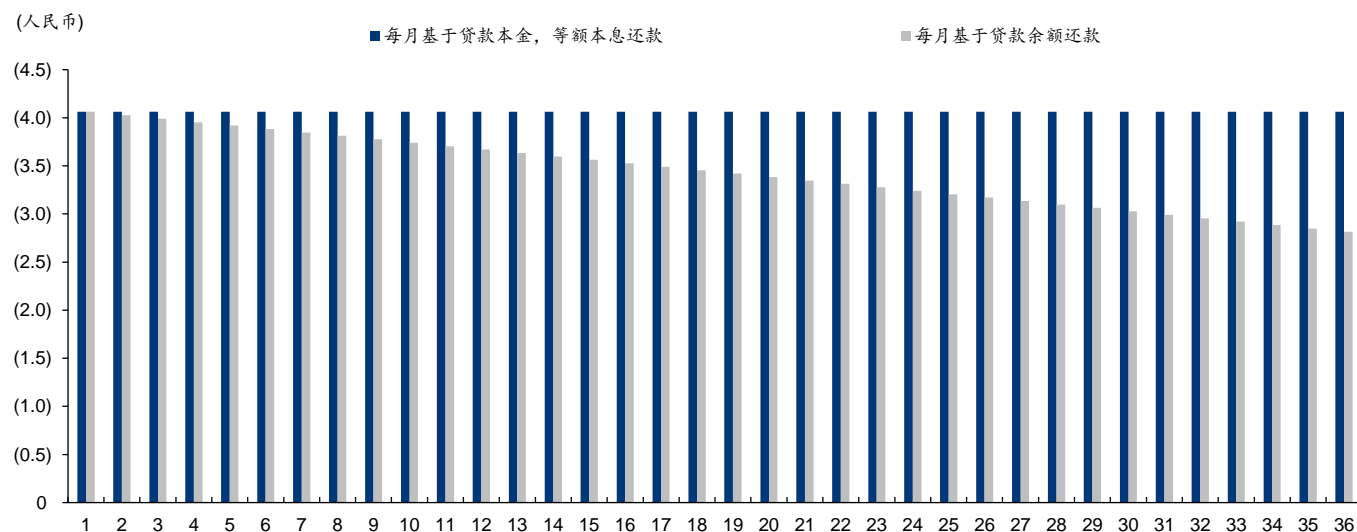
资料来源：公司公告，华泰研究

2020年8月，中国最高人民法院将民间借贷利率的司法保护上限修改为一年期贷款市场报价利率(LPR)的4倍，即4倍LPR规则，截至2021年1月，对应名义年化利率为15.4%，假设每月固定金额还款，相当于约26.6%的IRR。为符合监管要求，陆金所在9月之后将新增贷款的综合成本下调到24%以下（据公司管理层三季度业绩会）。陆金所的整体年化take rate（与零售信贷业务相关的净收入除以平均贷款余额），从1H20的10%降至2H20的9.3%。

近期地方法院判例和最高法院均明确说明4倍LPR规则不适用于金融机构和小贷公司等类金融机构。这将减轻陆金所在短期内降低所促成贷款的综合借贷成本和take rate的压力。

长期来看，我们认为综合借贷成本仍面临下行压力，考虑到1) 政府希望降低实体经济和小企业融资成本，以及2) 出资方、第三方信用保险机构和陆金所均有降低利率和take rate的余地。据银保监会数据，2020年新发放的中小企业贷款的平均利率为5.88%，低于陆金所出资伙伴的利率，同时考虑到信用保险的存在，出资方的利率有下调的余地。我们认为，考虑到综合借贷成本长期可能下降，以及出资伙伴可能承担更多的信用风险，三方或重新考虑如何分配利益，可能导致陆金所的助贷服务take rate下降。

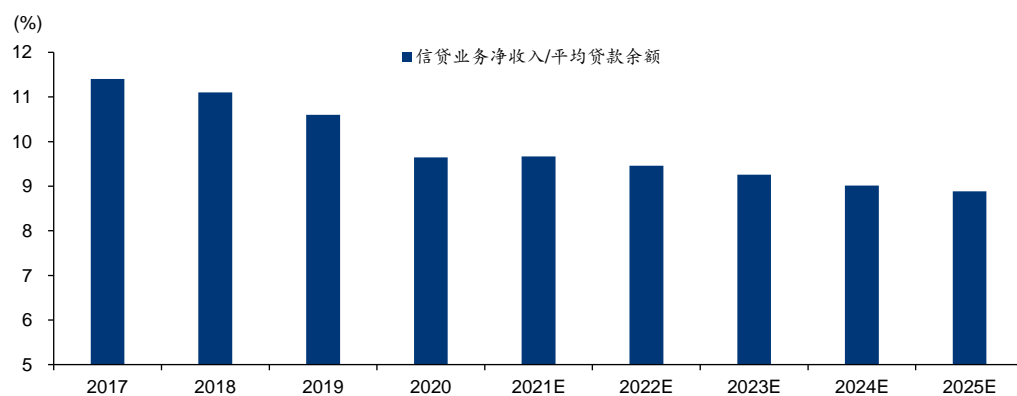
为了管理整体take rate，2020年9月陆金所调整了借款人的还款方式，由原先的基于贷款本金每月收取固定费用，变为基于贷款余额每月还款。这将帮助借款人节省利息支出，降低IRR，从而可能鼓励更多的贷款和减少提前还款，也有助于陆金所的整体take rate保持稳定。下图显示了为偿还一笔合同期限为36个月，名义利率为15.4%的100元贷款，借款人的现金流。

图表34： 两种收费方式下借款人的还款现金流示意图

资料来源：华泰研究

其次，据招股说明书和公司业绩会，陆金所将为更多的表外贷款提供担保。我们认为，增加的担保收入可部分弥补服务费率下降。

第三，据公司四季度业绩会，陆金所将增加对高质量借款人的贷款，这也意味着更低综合借贷成本以及更好的贷款质量。

图表35： 陆金所的总体 take rate

资料来源：公司公告，华泰研究预测

监管是最主要的不确定因素

2020 年下半年以来，中国政府加强了对金融科技巨头的监管。最近的两个监管动作包括，2020 年 11 月，中国银保监会和中国人民银行发布了《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》，并于 2021 年 1 月叫停商业银行在第三方网络平台开展存款业务。我们认为这些监管动作与陆金所业务最为相关，可能对陆金所产生显著影响。

我们认为，监管机构意在规范行业运营，重点在更严格的风险管理，更高的透明度，更加清晰的参与者定位，更好的客户保护和更强的合规性。金融科技公司在为大众提供普惠金融和财富管理服务中起着至关重要的作用。在网络小贷行业经过多年的激进扩张和快速创新后，监管机构正快速追赶，对创新和各种商业模式持更加审慎的态度。

我们认为，监管变化可能给陆金所带来几个方面的影响，具体包括商业模式、与机构伙伴的合作、贷款定价和利润共享、以及行业格局等。陆金所已经历过多轮监管周期，当时监管方面的变化给其产品结构和贷款资金来源带来较大变化（见下表）。由于监管变化，陆金所将增加信用风险分担，提高业务运营合规性，加强客户保护，增加产品和服务透明度。

鉴于陆金所的定位和目标市场，我们认为其业务符合政府支持实体经济的方向。随着监管收紧，较小的市场参与者可能面临更大的挑战，而合规的领先企业可以在调整时期体现更强的业务韧性并将长期受益。

图表36： 主要监管规定及对陆金所的影响

时间	监管文件	主要内容	对陆金所影响
2010年3月	融资性担保公司管理暂行办法	融资担保公司担保规模不能超过净资产的10倍	限定陆金所表外贷款信用风险敞口规模
2013年11月	消费金融公司试点管理办法	对消费金融公司业务范围、资金来源、股东资质等全面规范	对平安消费金融公司的全面监管
2017年12月	关于规范整顿“现金贷”业务的通知，141号文	1) 各类机构以利率和各种费用形式对借款人收取的综合资金成本应符合最高人民法院关于民间借贷利率的规定，禁止发放或撮合违反法律有关利率规定的贷款。 2) 不得以暴力或其他违法方式催收贷款 3) 小额贷款公司监管部门暂停新批设互联网小额贷款公司；暂停新增批小额贷款公司跨省（区、市）开展小额贷款业务。已经批准筹建的，暂停批准开业。 4) 互联网小贷公司禁止发放校园贷 5) 暂停发放无特定场景依托、无指定用途的网络小额贷款，逐步压缩存量业务，限期完成整改。 6) 银行业金融机构（包括银行、信托公司、消费金融公司等）及其发行、管理的资产管理产品不得直接投资或变相投资以“现金贷”、“校园贷”、“首付贷”等为基础资产发售的（类）证券化产品或其他产品。 7) 以信贷资产转让、资产证券化等名义融入的资金应与表内融资合并计算，合并后的融资总额与资本净额的比例暂按当地现行比例规定执行，各地不得进一步放宽或变相放宽小额贷款公司融入资金的比例规定。	限制贷款APR（IRR） 贷款催收必须合规 市场已有参与者面临的新加入者竞争变少 由于市场定位不同，对陆金所影响有限 贷款必须基于一定场景或有指定用途 陆金所2018年停止使用ABS对小贷子 公司发放的贷款进行资产证券化，自 有资金发放贷款大幅下降
2015年中-2019	针对P2P的多项监管措施		2019年8月起，陆金所停止提供P2P投 资产品和以P2P为资金来源的贷款产 品
2018年12月	关于做好网贷机构分类处置和风险防范工作的意见，175号文	严格限制P2P贷款余额和价收入	
2019年1月	关于进一步做好P2P网络借贷合规检查和后续工作的通知	所有平台必须压降P2P贷款，借款人和投资者	
2020年7月	商业银行互联网贷款管理暂行办法	商业银行：1) 应当建立合作机构准入机制，实行名单管理，2) 不得与无资质的信用增信机构或有违法违规记录的贷款清收机构合作，3) 应当独立承担风险评估、授信审批等关键主体责任	具有良好经营历史、大型合规的机构 在与银行、消费金融公司和汽车金融 公司建立合作时更有优势
2020年8月	最高人民法院关于修改《关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》的决定	以4倍LPR作为司法保护民间借贷利率上限，替代2015年提出的24%和36%的上限	贷款APR（IRR）承压
2020年9月	关于加强小额贷款公司监督管理的通知	1) 限制小贷公司的杠杆率：小额贷款公司通过银行借款、股东借款等非标准化融资形式融入资金的余额不得超过其净资产的1倍；通过发行债券、资产证券化产品等标准化债权类资产形式融入资金的余额不得超过其净资产的4倍。地方金融监管部门根据监管需要，可以下调前述对外融资余额与净资产比例的最高限额。 2) 贷款集中度管理：小额贷款公司对同一借款人的贷款余额不得超过小额贷款公司净资产的10%；对同一借款人及其关联方的贷款余额不得超过小额贷款公司净资产的15%。地方金融监管部门根据监管需要，可以下调前述贷款余额最高限额。 3) 运营：小额贷款公司不得从贷款本金中先行扣除利息、手续费、管理费、保证金等 4) 经营地域：小额贷款公司原则上应当在公司住所所属县级行政区域内开展业务。经地方金融监管部门同意，可以放宽经营区域限制，但不得超出公司住所所属省级行政区域。经营网络小额贷款业务等另有规定的除外	限制重资本业务模式，有利于轻资本 业务模式 限制资本薄弱的小贷公司发放单笔大 额贷款 小额贷款公司运营更加合规 利好现有的互联网小贷公司，助贷服 务不受限制
2021年1月	关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知	商业银行不得通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务	陆金所下架现金投资产品
2021年1月	消费金融公司监管评级办法(试行)	对消费金融公司的监管和评级机制，基于公司治理与内控，资本管理，风险管理，专业服务质量，信息科技管理	对平安消费金融公司的评级将影响监 管对待、监管行为和市场准入等

资料来源：中国银保监会，中国人民银行，华泰研究

财富管理业务增长潜力较大

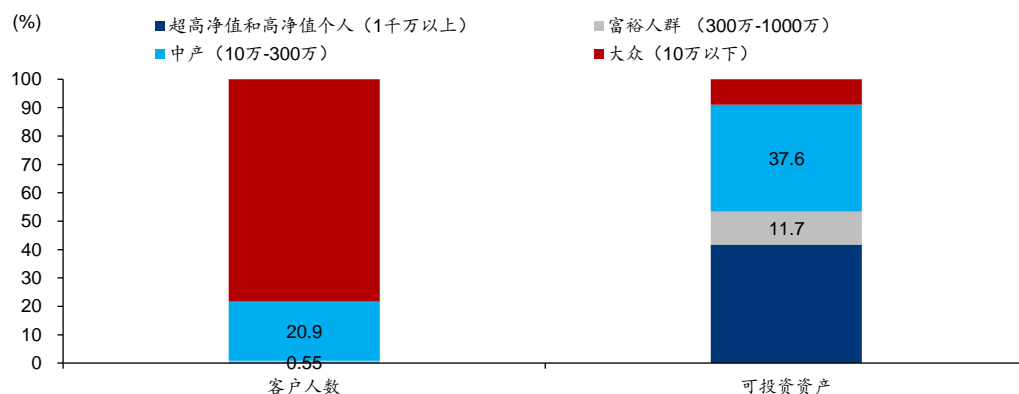
陆金所的财富管理业务自 2018 年以来进行了重大产品调整，目前相对于零售信贷业务而言规模较小，占 2020 年总收入的 3.4%。我们相信，随着产品调整的影响减弱，财富管理业务将迅速恢复。

陆金所的目标市场介于私人银行的高净值客户与许多金融科技公司的广大客户之间，这部分中产和富裕人群，拥有大量可投资资产（据奥纬咨询，2019 年约为人民币 95 万亿元），对财富管理的需求也在不断增长。陆金所具有强大的产品采购、技术赋能的个性化和增值金融服务，多元获客渠道以及与平安生态系统的协同，这将支持陆金所平台上客户资产的持续快速增长，激发高客户忠诚度，提升 take rate。与此同时，通过增加覆盖在新加坡以及中国香港的富裕中国人，陆金所将扩大其客户基础，有望进一步解锁未来的增长潜力。

中产和富裕人群市场空间较大

陆金所聚焦的细分市场是介于私人银行和大众市场投资者之间的中产阶级和富裕个人。据奥纬咨询（Oliver Wyman），2019 年该细分市场在中国财富管理市场的 10 亿客户中占比 21.5%，占中国个人可投资资产总额（人民币 192 万亿元）的 49.3%。中产投资者的可投资资金可能尚未达到私人银行的门槛（例如人民币 300 万元），因此他们无法获得私人银行的服务；同时，富裕人群和中产投资者对投资产品和服务的需求比大多数大众市场产品所能提供的更为复杂。

图表37： 不同类型投资者的可投资资产（2019 年）

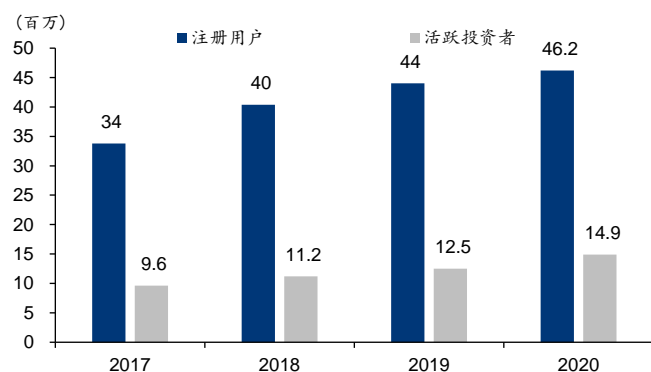


资料来源：奥纬咨询，华泰研究

2020 年底陆金所平台上有 4,620 万注册投资者和约 1,490 万活跃投资者。在过去三年中，投资者数量和客均现有产品资产规模稳步增长。截至 1H20 末，这些投资者平均年龄为 38 岁，在平台上客均资产接近 3 万元，地域分布广阔。1H20 末陆金所平台资产超过 100 万元的客户贡献了陆金所客户总资产的 47%。

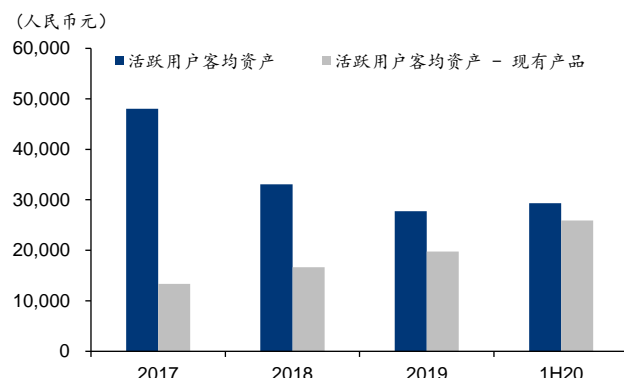
据公司招股说明书，陆金所正将其财富管理服务扩展至新加坡和中国香港的富裕中国人群体，我们认为这将有助于陆金所发展其客户基础并抓住未来的机会。

图表38: 陆金所平台上投资者数量



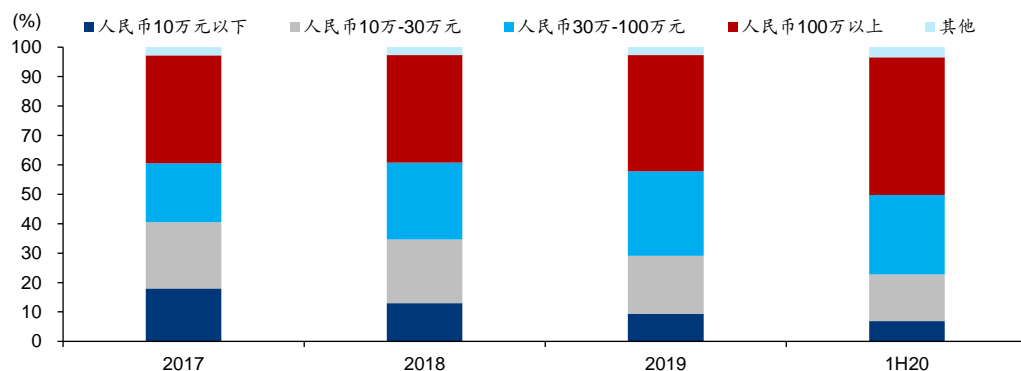
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表39: 客均资产



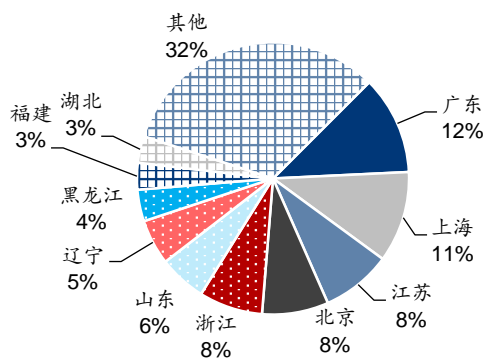
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表40: 按投资者类型划分的客户资产结构-现有产品



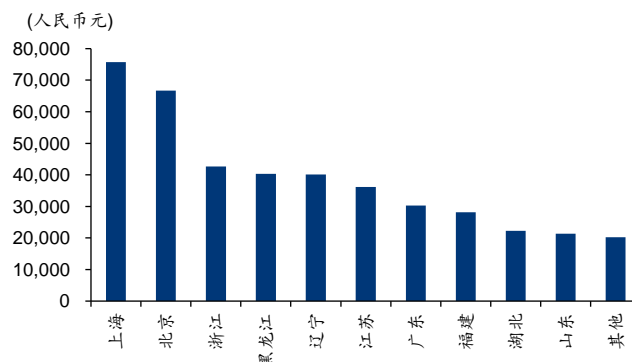
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表41: 各省总客户资产 (1H20)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表42: 各省活跃客户客均资产

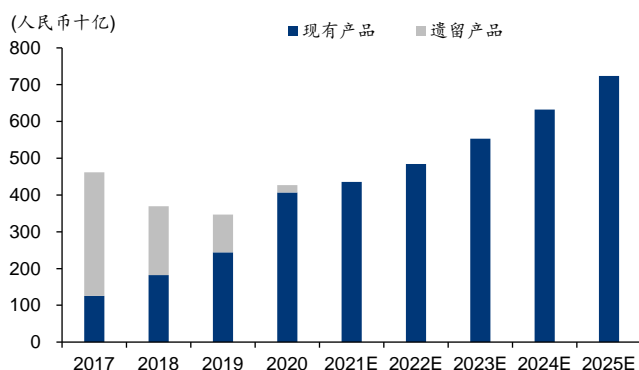


资料来源: 公司公告, 华泰研究

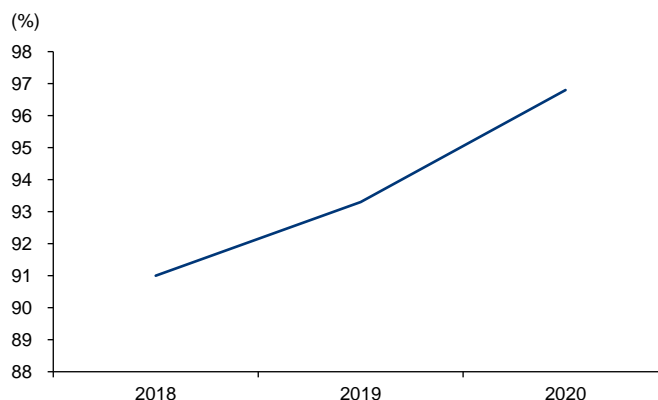
强大的产品采购和技术赋能的金融服务

陆金所提供广泛的金融产品, 据公司招股说明书, 涵盖来自 429 个第三方产品提供商的约 8,600 种产品, 并提供个性化的产品和服务。由于监管变化, 陆金所平台上的客户总资产在 2017-19 年有所萎缩, 原因是公司自 2H17 起停止提供 B2C 产品, 自 2019 年 8 月起不再提供 P2P 产品, 这两种产品合称遗留产品。但得益于其多样化的产品组合, 客户总资产在 1H20 保持稳定。凭借其强大的产品采购能力和为客户服务的金融专业能力, 陆金所的投资留存率保持在 90% 以上, 并且自 2019 年以来一直在提升。

除了传统的产品服务外，陆金所还提供自动投资组合服务，包括自行设计的投资组合策略和第三方设计的策略。自动投资组合工具基于其强大的技术和 KYP（了解您的产品）和 KYC（了解您的客户）评级，为投资者量身定制投资组合。过去几年，自动投资组合工具发展势头强劲，使用自动投资组合工具的投资者的资产持有期往往更长，产品的 take rate 也更高（据公司招股说明书，1H20：比不使用该工具的公募基金产品高 11 个基点）。未来，凭借更全面的、个性化的和增值服务，陆金所有望维持强客户忠诚度，支持平台客户资产快速增长。

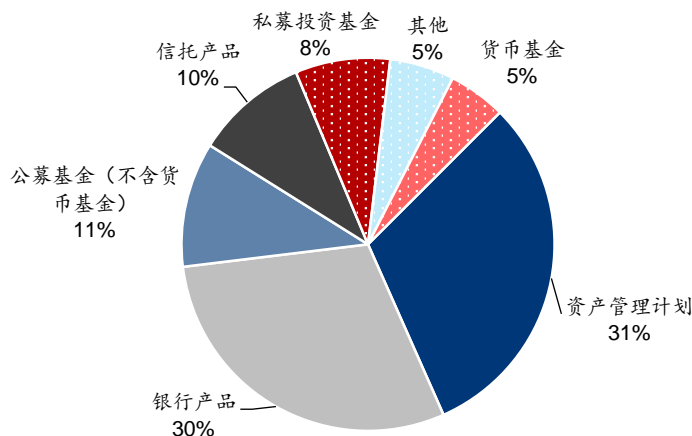
图表43： 陆金所平台上的总客户资产


资料来源：公司公告，华泰研究预测

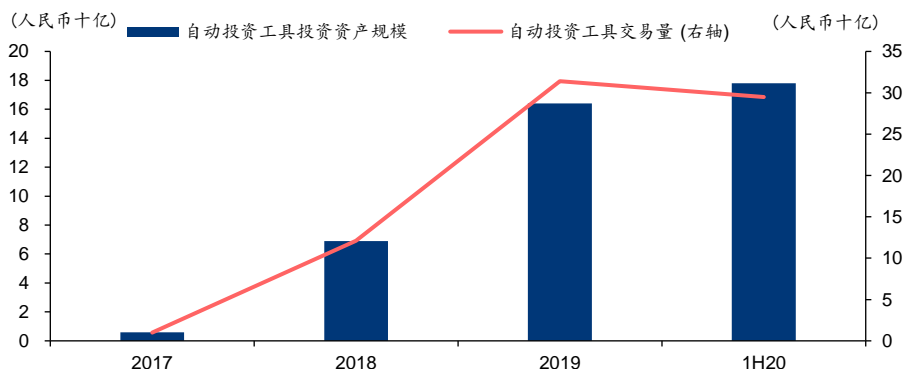
图表44： 投资者留存率


注：留存率是指任一时间点的活跃投资者中，一年前也是活跃投资者的比例

资料来源：公司公告，华泰研究

图表45： 按产品类型划分的现有产品中的客户资产 (1H20)


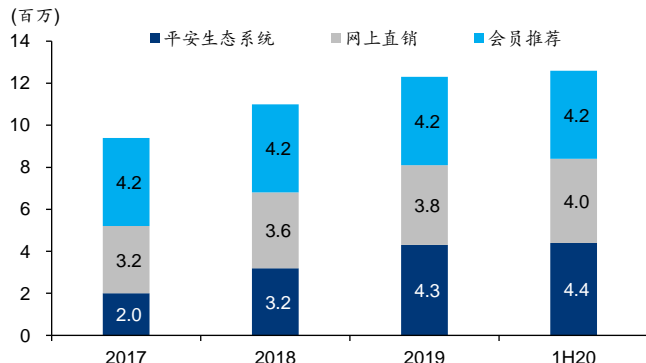
资料来源：公司公告，华泰研究

图表46： 自动投资工具势头强劲

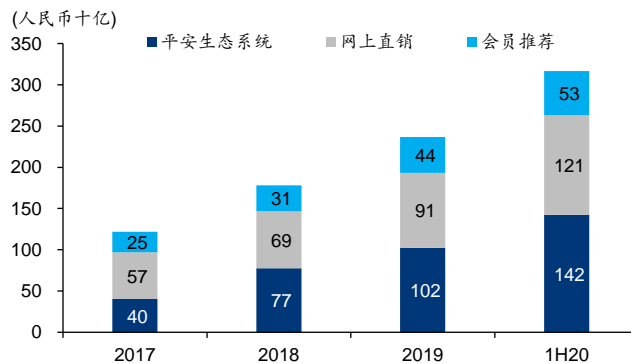
资料来源：公司公告，华泰研究

三大渠道推动用户增长

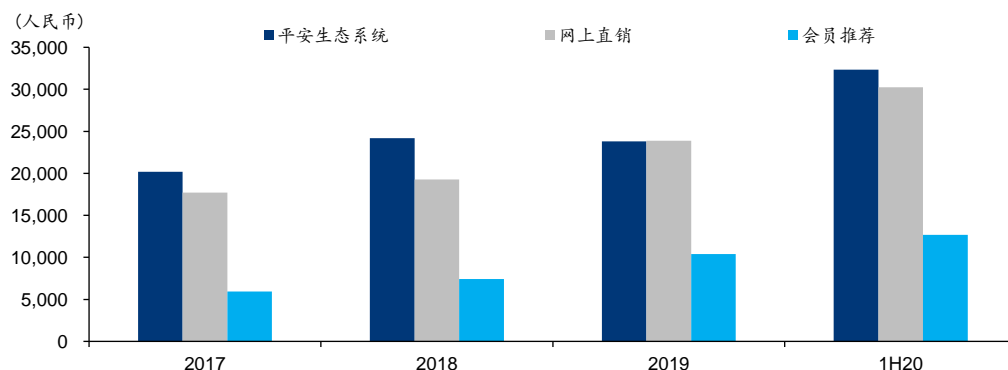
陆金所通过与平安集团的协同、线上营销和会员推荐方式获取投资者。与平安生态系统的协同不仅为客户总资产做出贡献（1H20 为 45%），而且提高了客户对平安生态系统和陆金所整体的忠诚度。通过搜索引擎广告、移动应用商店、来自其他网站的直接链接等线上营销（截至 1H20，占客户资产的 38%），陆金所可以以低成本的方式触达目标客户群。最后，通过大数据分析，陆金所鼓励用户推荐其他投资者到陆金所平台，会员推荐方式贡献了 17% 的客户资产（截至 1H20）。

图表47： 各渠道的活跃客户数量 - 现有产品

资料来源：公司公告，华泰研究

图表48： 各渠道的客户资产- 现有产品

资料来源：公司公告，华泰研究

图表49： 各渠道的平均客户资产 - 现有产品

资料来源：公司公告，华泰研究

Take rate 可能上行

陆金所主要基于其平台上客户资产的规模来收取财富管理服务费，1H20 财富管理交易和服务费中有 31% 来自投资者，69% 来自产品提供商。总体 take rate 和现有产品的 take rate 随产品结构的变化而波动；2020 年，遗留产品的 take rate 出现下降。

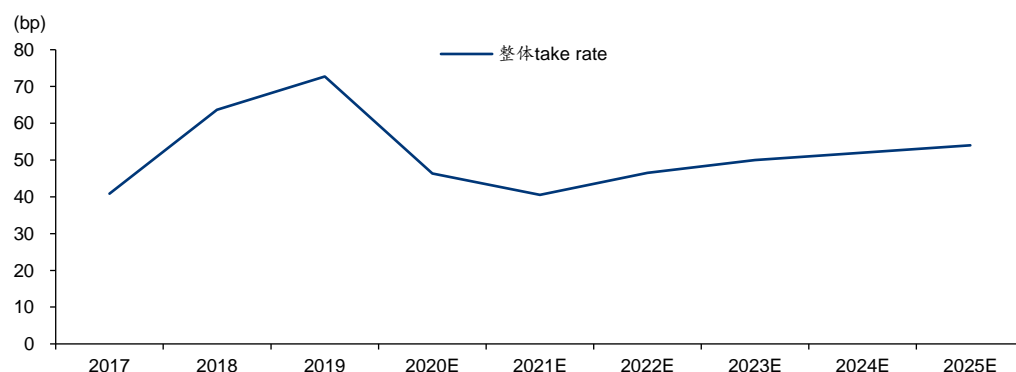
图表50： 财富管理产品：陆金所的 take rate

年化 take rate (bp)	2017	2018	2019	1H20	2020E
整体	40.8	63.7	72.7	38.8	46.4
现有产品	22.3	26.4	21.5	29.2	32
- 资产管理计划	17.7	27.6	23.0	21.9	
- 银行产品		7.9	31.7	37.4	
- 私募投资基金	234.6	117.2	80.1	88.3	
- 公募基金	31.8	41.3	35.4	49.1	
- 信托产品			37.1	56.8	
遗留产品	47.7	85.6	147.9	75.0	

资料来源：公司公告，华泰研究预测

我们预计，在遗留产品的影响消退后，陆金所财富管理业务的 take rate 将从 2022 年开始上行。据公司管理层四季度业绩会，陆金所将优化产品结构，聚焦财富管理，为机构合作伙伴科技赋能。我们认为，增加销售高费率的产品（例如保险产品和股票相关产品），和增加增值服务（例如自动证券投资服务）。

图表51： 陆金所财富管理业务的总体 take rate



资料来源：公司公告，华泰研究预测

财务分析和预测

我们预计，在新增贷款稳健增长、零售信贷业务总体 take rate 缓步下降以及财富管理业务复苏的推动下，陆金所的总收入和归母净利润在 2021-2025 年的年复合增长将达到 17% 和 19%。

我们预计，由于陆金所将通过为表外贷款提供担保的方式来分担更多的信用风险，而非利用其小额贷款和消费金融子公司来大量发放贷款，陆金所的资产负债表将保持稳健。由于信用风险敞口扩大，信用减值损失也将上升。据公司管理层四季度业绩会，公司今年 1 月已降低了销售佣金率，并将继续提高运营效率，这可能有助于提高利润率。我们假设，在 3Q23 的截止日期以前，2015 年 10 月发行的未偿还可转换本票和 2020 年 9 月发行的可转换本票（C 轮）将匀速转换为普通股，这将逐步增加净资产并降低陆金所的融资成本。

图表 52： 收入和净利润预测

人民币百万元	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
技术平台收入	17,221	32,221	41,929	41,222	43,598	50,681	58,972	67,735	77,458
增速 (同比%)		87	30	(2)	6	16	16	15	14
- 零售信贷助贷服务费	15,336	29,576	39,325	39,457	41,944	48,576	56,392	64,652	73,781
增速 (同比%)		93	33	0	6	16	16	15	14
- 财富管理和服务费	1,885	2,645	2,604	1,765	1,654	2,105	2,580	3,082	3,678
增速 (同比%)		40	(2)	(32)	(6)	27	23	19	19
净利息收入	7,256	5,894	3,909	7,750	11,024	13,033	15,240	17,048	19,735
增速 (同比%)		(19)	(34)	98	42	18	17	12	16
担保费收入	1,456	814	465	602	5,387	7,369	8,693	10,195	11,857
增速 (同比%)		(44)	(43)	29	795	37	18	17	16
其他收入	810	508	879	1,517	1,539	1,702	1,788	1,878	2,118
增速 (同比%)		(37)	73	73	1	11	5	5	13
投资收入	1,060	1,017	579	940	1,582	1,929	2,315	2,778	3,334
增速 (同比%)		(4)	(43)	62	68	22	20	20	20
权益法核算的投资净利润贡献	16	46	73	15	98	117	138	164	195
增速 (同比%)		182	59	(80)	561	19	19	19	19
总收入	27,819	40,500	47,834	52,046	63,227	74,831	87,147	99,798	114,697
增速 (同比%)		46	18	9	21	18	16	15	15
销售和营销费用	(7,451)	(10,767)	(14,931)	(17,814)	(18,309)	(21,654)	(25,383)	(29,167)	(33,534)
占总收入比(%)	26.8	26.6	31.2	34.2	29.0	28.9	29.1	29.2	29.2
管理费用	(2,823)	(2,796)	(2,853)	(2,976)	(3,773)	(4,461)	(5,194)	(5,947)	(6,836)
占总收入比(%)	10.1	6.9	6.0	5.7	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
信用减值损失	-	(935)	(1,863)	(3,035)	(6,468)	(9,928)	(11,714)	(13,607)	(15,657)
占总收入比(%)	-	2.3	3.9	5.8	10.2	13.3	13.4	13.6	13.7
融资成本 (净)	(1,297)	(900)	(1,520)	(2,866)	(991)	(488)	(42)	137	181
占总收入比(%)	4.7	2.2	3.2	5.5	1.6	0.7	0.0	(0.1)	(0.2)
其他运营成本和损失	(7,885)	(6,452)	(7,233)	(7,446)	(9,300)	(11,050)	(12,914)	(14,829)	(17,089)
占总收入比(%)	28.3	15.9	15.1	14.3	14.7	14.8	14.8	14.9	14.9
总成本	(19,455)	(21,850)	(28,400)	(34,136)	(38,840)	(47,580)	(55,246)	(63,414)	(72,937)
占总收入比(%)	69.9	54.0	59.4	65.6	61.4	63.6	63.4	63.5	63.6
税前利润	8,364	18,649	19,434	17,910	24,386	27,251	31,901	36,384	41,760
增速 (同比%)		123	4	(8)	36	12	17	14	15
所得税	(2,337)	(5,073)	(6,117)	(5,633)	(6,955)	(8,231)	(9,586)	(10,978)	(12,617)
占总收入比(%)	8.4	12.5	12.8	10.8	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
利润总额	6,027	13,576	13,317	12,276	17,431	19,019	22,315	25,406	29,144
增速 (同比%)		125	(2)	(8)	42	9	17	14	15
- 归属股东净利润	5,965	13,620	13,332	12,354	17,431	19,019	22,315	25,406	29,144
增速 (同比%)		128	(2)	(7)	41	9	17	14	15
- 归属少数股东净利润	62	(44)	(15)	(78)	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表53： 资产负债表预测

人民币百万元	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
现金	25,271	26,513	31,955	47,188	52,036	57,807	64,686	72,894	82,696
客户贷款	97,553	34,428	47,499	119,826	147,941	181,391	208,158	242,935	282,155
金融投资	22,687	19,552	27,206	41,688	54,194	65,033	78,040	93,648	112,377
应收账款	18,467	20,095	26,296	23,326	36,252	40,484	44,701	48,251	51,073
使用权益法核算的投资	316	362	435	490	619	736	874	1,039	1,234
无形资产	10,640	11,081	10,943	10,929	10,929	10,929	10,929	10,929	10,929
递延所得税资产	3,268	3,160	3,000	3,359	3,392	3,426	3,460	3,495	3,530
固定资产及其他	2,156	2,727	2,199	2,085	2,105	2,126	2,148	2,169	2,191
总资产	180,358	117,919	149,534	248,890	307,469	361,933	412,996	475,360	546,185
应付-合并结构实体投资者	114,728	31,810	47,243	110,368	146,406	178,351	203,229	236,002	273,159
应付-平台投资者	10,212	9,820	15,344	9,115	9,571	10,049	10,552	11,079	11,633
借款	15,102	5,186	2,990	10,315	11,347	12,482	13,730	15,103	16,613
可转换应付票据	8,071	9,135	10,014	10,117	6,029	2,584	-	-	-
可转换可赎回优先股	-	8,935	10,259	-	-	-	-	-	-
可转换期票	-	-	-	7,531	4,528	1,941	-	-	-
融资担保负债	564	274	243	749	4,852	5,668	6,671	7,789	9,032
租赁负债	865	773	939	979	1,028	1,080	1,134	1,190	1,250
应付账款和其他负债	9,579	17,037	14,356	16,565	17,393	18,263	19,176	20,135	21,142
总负债	159,122	82,971	101,388	165,739	201,154	230,416	254,491	291,298	332,829
净资产	21,236	34,948	48,145	83,151	106,315	131,517	158,506	184,062	213,356
- 股东权益	20,668	34,929	48,042	81,560	104,496	129,637	156,562	182,050	211,272
- 少数股东权益	569	19	104	1,592	1,820	1,880	1,944	2,012	2,084

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表54： 主要比率数据

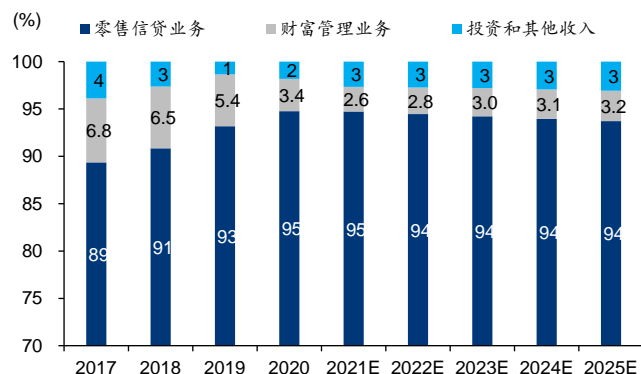
主要比率	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
ROE (%)	34.3	49.0	32.1	19.1	18.7	16.2	15.6	15.0	14.8
ROA (%)	3.8	9.1	10.0	6.2	6.3	5.7	5.8	5.7	5.7
经营利润率(%)	33.9	49.3	43.1	39.2	39.5	36.5	36.1	35.9	35.8
净利润率 (%)	21.7	33.5	27.8	23.6	27.6	25.4	25.6	25.5	25.4
杠杆率(总资产/净资产) (x)	8.5	3.4	3.1	3.0	2.9	2.8	2.6	2.6	2.6
客户贷款/总资产 (x)	0.54	0.29	0.32	0.48	0.48	0.50	0.50	0.51	0.52
客户贷款/净资产 (x)	4.59	0.99	0.99	1.44	1.39	1.38	1.31	1.32	1.32

资料来源：公司公告，华泰研究预测

收入结构有望微调，财富管理收入增长有望复苏

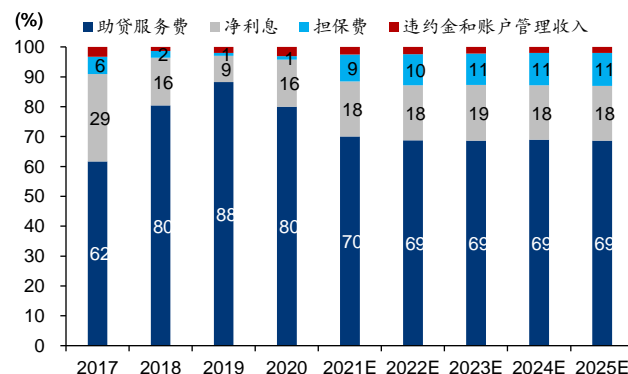
我们认为零售信贷业务将继续贡献陆金所的大部分收入，而财富管理业务将在产品结构调整的影响减弱后复苏。在零售信贷业务中，随着陆金所承担更多的表外贷款信用风险，增加由并表信托提供资金的表内贷款以及缓慢调整其助贷服务 take rate，担保收入和净利息收入的贡献将上升。

图表55： 收入结构



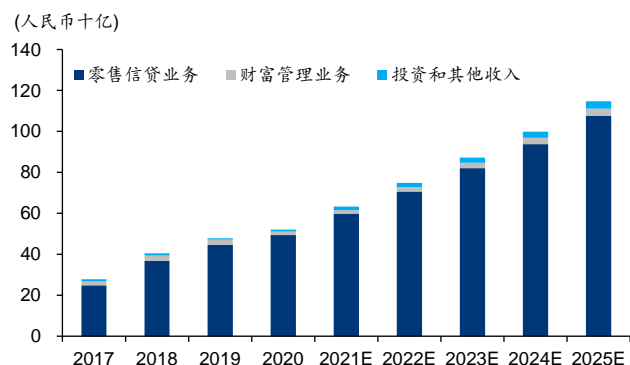
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表56： 零售信贷业务收入结构



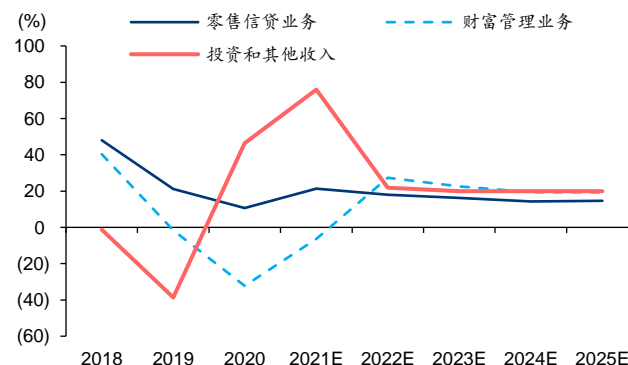
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表57： 收入



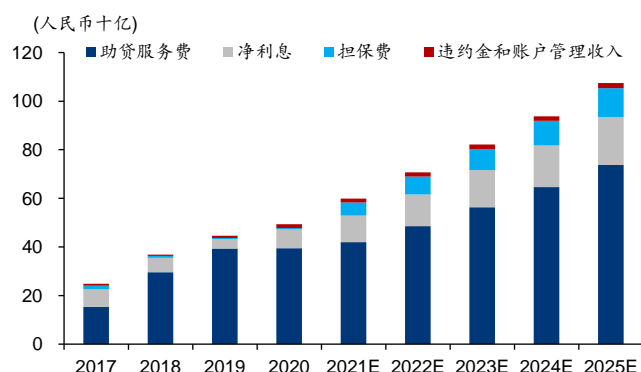
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表58： 收入增速



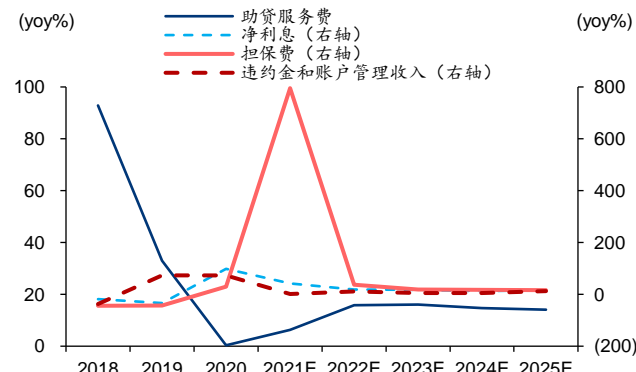
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表59： 零售信贷业务收入



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表60： 零售信贷业务收入增速



资料来源：公司公告，华泰研究预测

各业务主要假设

对于零售信贷业务，在中国零售信贷持续稳健增长和陆金所市场份额不断上升的推动下，我们预计陆金所的新增贷款增速维持在中双位数水平。随着综合借贷成本缓慢降低，总体贷款损耗率将小幅下降。因此，预计 2021-2025 年陆金所促成的贷款余额将以 19% 的年复合增长率扩张，由于高基数效应且更倾向高质量借款人，其增速略低于 2018-2020 年 24% 的年复合增长率。最近监管对 4 倍 LPR 规定的澄清缓解了借贷成本的短期压力，我们假设 **take rate** 将缓慢下降。随着管理层降低销售和营销费用率，贷款发放成本率可能会下降。信用减值损失除以表内贷款和表外贷款的信用风险敞口的历史数据对未来预测的指示作用不大，因为过去作为基数的两部分的贷款余额波动较大。随着经济的复苏和贷款质量的提升，我们认为信用减值损失占表内贷款风险敞口的百分比以及信用减值损失占表外贷款风险敞口的百分比相比 2020 年水平可能小幅下降。陆金所担保的表外贷款的信用减值损失将上升，但只要贷款质量不出现显著恶化，信用损失基本会被担保收入覆盖。

图表61：零售信贷业务主要假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
贷款									
新增贷款增速(同比%)		15.5	24.4	14.4	15.3	14.7	15.0	15.0	15.0
新增贷款 (人民币十亿)	344	397	494	565	651	747	859	988	1,136
- 银行	67	186	312	355	456	523	601	692	795
- 信托	-	5	105	207	191	219	252	290	333
- 陆金所	166	13	1	4	5	5	6	7	8
- P2P	112	193	76	-	-	-	-	-	-
整体贷款损耗率 (%)		42.9	44.8	46.6	43.7	43.0	42.9	42.7	42.6
- 信用贷款		38.7	42.9	44.4	41.5	40.9	40.8	40.5	40.5
- 抵押贷款		55.2	51.5	54.2	51.5	50.7	50.6	50.5	50.5
贷款余额 (人民币十亿)	288	375	462	545	674	810	953	1,113	1,290
- 表外贷款	188	340	414	440	526	628	745	869	1,008
- 表外，无信用风险敞口	180	335	409	416	404	486	578	675	782
- 表外，有信用风险敞口	8	5	5	23	121	142	167	195	226
- 表内贷款	98	34	47	105	148	181	208	243	282
- 表内，无信用风险敞口	38	20	43	94	134	161	184	215	250
- 表内，有信用风险敞口	63	15	6	11	13	20	24	28	32
费率 (take rate)									
整体 take rate (信贷业务收入除以平均贷款余额, %)	11.4	11.1	10.6	9.6	9.7	9.5	9.3	9.0	8.9
助贷服务费率 (%)	8.1	11.2	10.4	9.1	8.5	8.3	8.1	7.9	7.8
担保费 take rate (%)	18.1	12.9	9.9	5.4	5.8	5.6	5.6	5.6	5.6
其他收入 take rate (%)	0.4	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
表内贷款 take rate, 净 (%)	9.4	8.9	11.4	9.9	8.6	7.9	7.8	7.5	7.5
借款人获取成本和信用损失									
新发成本除以新增贷款 (%)	3.6	3.7	3.6	3.1	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
信用减值损失比例 (%)									
- 金融担保合同	9.1	7.9	2.6	7.8	5.3	6.0	6.0	6.0	6.0
- 表内有信用风险贷款	4.2	(1.1)	(0.7)	7.2	4.0	3.9	3.8	3.8	3.8

资料来源：公司公告，华泰研究预测

对于财富管理业务，我们预计随着产品结构调整结束，客户资产将迅速恢复，2021-2025年期间将以 11% 的年复合增长率增长（2018-2020 年：年复合增长率为-3%）。随着陆金所提供更多的增值服务并增加高 take rate 的产品销售，总体 take rate 可能会上升。

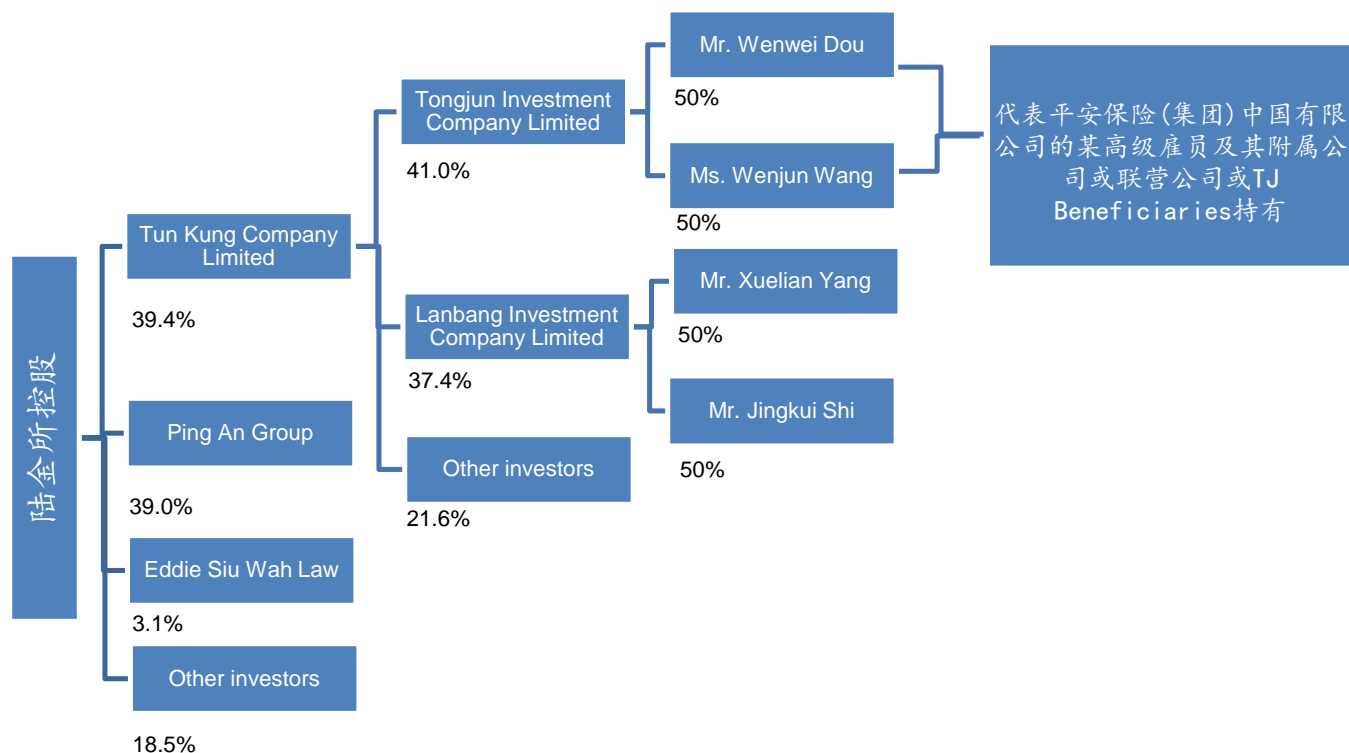
图表 62： 财富管理业务主要假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
总客户资产 (人民币十亿)	462	369	347	427	435	485	553	633	724
- 现有产品	125	183	244	407	435	485	553	633	724
- 遗留产品	336	187	103	19	-	-	-	-	-
增速,同比%		(20)	(6)	23	2	11	14	14	14
整体佣金率 (bp)	41	64	73	46	41	47	50	52	54
- 现有产品	22	26	22	32	41	47	50	52	54
- 遗留产品	48	86	148	54					
投资者获取和保有费用除以客户资产 (%)		0.26	0.25	0.28	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29

资料来源：公司公告，华泰研究预测

股东结构

图表63： IPO 后陆金所股东结构



资料来源：公司公告，华泰研究

估值方法

我们认为，考虑到陆金所的轻资本商业模式，使用 DCF 方法对陆金所进行估值是公允的。我们使用三阶段（50 年）DCF 法，基于我们对其未来利润的预测，对陆金所进行估值。

- 阶段一：头 5 年我们的模型给出明确的预测。我们预计，公司 2021E-2025E 的归母净利润为人民币 174 亿/190 亿/223 亿/254 亿/291 亿元，具体预测见前文。
- 阶段二：接下来的 9 年视为稳定期，鉴于我们假设中国经济增长放缓但具有韧性以及中国市场对零售信贷和财富管理的需求。我们假设资本回报率小幅下降且资本投资增速同样小幅放缓。
- 阶段三：接下来的 36 年视为长期阶段。我们假设长期资本回报率缓慢下降至资本成本，而再投资资本的增速与中国长期经济增速同步，我们假设为 5%。

我们用资本资产定价模型（CAPM）推导出资本成本。对于无风险利率，我们考虑了业务的地理分布。我们用 10 年期政府债券收益率（中国：2.8%）作为无风险利率。我们假设股权风险溢价为 800 个基点（据彭博数据，2020 年以来中国市场和美国市场股票平均风险溢价分别为 860 个和 800 个基点）。我们假设折现率为 11.6%。首次覆盖，给予陆金所买入评级，目标价为 21.5 美元。

图表64： 陆金所：估值主要假设

无风险利率 (%)						2.8
市场风险溢价 (%)						8.0
假设杠杆率 (x)						1.1
权益成本 (%)						11.6
(人民币百万元)						
投入资本	2021E		2022E		2023E	
	104,496		129,637		156,562	
净利润	17,431		19,019		22,315	
(%)	2022E	2023E	2024E	2025E	2034E	2071E
资本回报率(50 年)	18.2	17.2	16.2	16.0	16.0	11.6
资本增速 (50 年)	24.1	20.8	16.3	16.1	16.0	5.0

注：彭博，华泰研究预测

风险提示

我们的目标价格和评级面临的主要下行风险为：1) 如果陆金所大幅增加担保表外贷款比例或使用自有资金大量发放贷款，从而显著增加其信用风险敞口，我们的估值方法可能会改变；2) take rate 低于预期；3) 贷款质量明显恶化；4) 监管风险，例如，对中小企业贷款资金流向房地产市场进行全行业的更严格的审查，以及对金融机构与平台金融科技公司之间的合作进行更严格的规定。

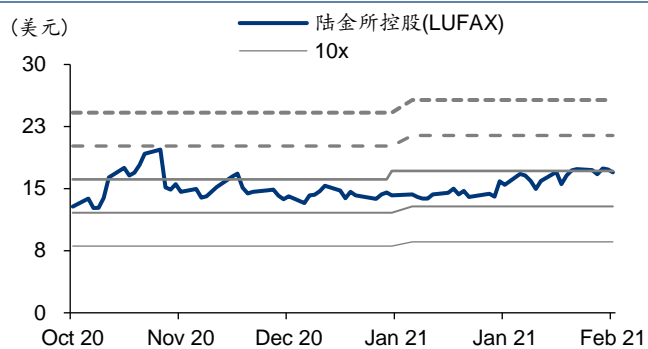
主要上行风险：1) 高质量借款人对零售信贷的需求增加；2) 综合借贷成本和助贷服务 take rate 好于预期；3) 投资者对陆金所平台上的财富管理产品的需求更旺盛，且 take rate 好于预期。

图表65： 提及公司列表

公司	代码	公司	代码
陆金所控股	LU US	湖南平安普惠小额贷款公司	未上市
360 数科	QFIN US	平安消费金融	未上市
乐信	LX US	平安普惠融资担保	未上市
信也科技	FINV US	平安融资担保（天津）	未上市
中国平安	2318 HK	深圳平安普惠小额贷款公司	未上市
Tun Kung Company Limited	未上市	重庆金安小额贷款公司	未上市
Tongjun Investment Company Limited	未上市	Lanbang Investment Company Limited	未上市
TJ Beneficiaries	未上市		

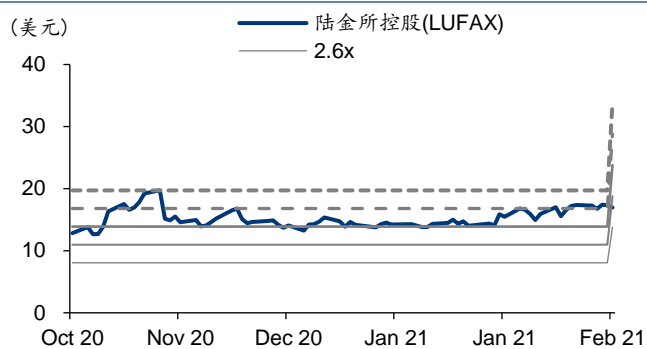
资料来源：彭博，华泰研究

图表66: 陆金所控股(LUFAX)PE-Bands



资料来源: S&P, 华泰研究

图表67: 陆金所控股(LUFAX)PB-Bands



资料来源: S&P, 华泰研究

盈利预测

损益表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
核心业务收入	47,182	51,091	61,547	72,785	84,693
投资收益净额	579.08	939.90	1,582	1,929	2,315
其他收入	72.81	14.84	98.06	116.51	138.42
收入及其他收益	47,834	52,046	63,227	74,831	87,147
雇员及相关费用	(17,784)	(20,789)	(22,082)	(26,114)	(30,577)
资讯技术支出	(1,952)	(1,792)	(2,188)	(2,587)	(3,012)
其他运营支出	(5,471)	(6,031)	(7,508)	(8,879)	(10,339)
EBITDA	22,626	23,433	31,449	37,251	43,219
折旧及摊销	(1,997)	(3,042)	(6,475)	(9,936)	(11,721)
营运利润	20,629	20,391	24,974	27,315	31,498
融资成本	(1,520)	(2,866)	(990.81)	(488.09)	(41.74)
其他成本	325.11	384.27	403.48	423.66	444.84
所占合资公司溢利	-	-	-	-	-
税前利润	19,434	17,910	24,386	27,251	31,901
税项	(6,117)	(5,633)	(6,955)	(8,231)	(9,586)
净利润	13,317	12,276	17,431	19,019	22,315
少数股东应占净利润	(15.29)	(77.87)	0.00	0.00	0.00
归母净利润	13,332	12,354	17,431	19,019	22,315

每股数据

会计年度 (人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS	6.13	5.59	7.01	7.47	8.57
EPS (最新摊薄)	6.13	5.59	7.01	7.47	8.57
每股净资产	21.40	33.24	41.53	50.27	59.62

资料来源：公司公告、华泰研究预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	31,955	47,188	52,036	57,807	64,686
金融资产	74,705	161,514	202,135	246,424	286,198
应收账款	26,296	23,326	36,252	40,484	44,701
无形资产	10,943	10,929	10,929	10,929	10,929
于合资公司的权益	434.77	489.93	619.40	735.91	874.33
其他资产	5,199	5,443	5,498	5,553	5,608
总资产	149,534	248,890	307,469	361,933	412,996
保证金	-	-	-	-	-
金融负债	83,103	137,879	171,385	198,592	220,451
结算所基金	-	-	-	-	-
借款	2,990	10,315	11,347	12,482	13,730
其他负债	15,295	17,544	18,422	19,343	20,310
总负债	101,388	165,739	201,154	230,416	254,491
股东股本权益	48,145	83,151	106,315	131,517	158,506
少数股东权益	103.80	1,592	1,820	1,880	1,944
股本权益总额	48,042	81,560	104,496	129,637	156,562

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE (倍)	-	16.61	15.58	14.64	12.76
PB (倍)	-	2.79	2.63	2.17	1.83
ROE	32.14	19.06	18.74	16.25	15.59
ROA	9.97	6.20	6.27	5.68	5.76
EV EBDITA	-	8.97	7.84	6.52	5.51
股息率	-	0.00	0.00	0.00	0.00

免责声明

分析师声明

本人，吕程、李健，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师吕程、李健本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司