

中信证券研究部



邵子钦
首席非银分析师
S1010513110004



薛姣
非银分析师
S1010518110002



童成墩
联席首席非银分析师
S1010513110006



田良
联席首席非银分析师
S1010513110005



陆昊
非银金融分析师
S1010519070001

核心观点

公司核心价值是收入占比 95%的平安普惠，定位于小微企业主的大额信贷，是轻资本的第三方增信助贷商业模型。壁垒体现在：拥有 15 年历史的成熟商业模式、全价值链风控能力、对监管的理解能力以及强大的平安基因。公司是 13 家被监管约谈对象之一，并在小微企业贷市场份额排名第二，有望成为强监管环境下行业供给侧改革的受益者。

■ **陆金所控股的核心价值是平安普惠（零售信贷）。2020 年公司收入结构是 95% 零售信贷+3%财富管理。截至 2020 年，股权结构是平安集团持股 38.6%，员工持股 39%。**

■ **平安普惠：定位于满足小微企业主的大额信贷需求。2020 年末余额 5452 亿元，其中无抵押贷款占比 82%。拥有小微企业信贷市场 32% 市场份额，行业排名第二。无抵押贷款户均余额 16.4 万元，APR~27%，贷款期限~35 个月，~19 个月提前还款。由于主要采用轻资本的第三方增信助贷模式，因此 2020 年末有信用风险敞口的信贷余额占比仅为 6%。2021Q1 无抵押贷款 30 天和 90 天逾期率分别为 2.3%和 1.2%。**

■ **竞争壁垒：①成熟的商业模式。**平安普惠的历史可追溯至 2005 年，创始团队来自韩国花旗小贷，在韩国商业模式和风控模型基础上，结合平安普惠和平安集团数据资源，已成功运行 15 年。**②O2O 展业+数据和模型能力+贷后催收服务搭建的全价值链的风控能力。**信贷成本可分为获客成本、资金成本、运营成本、信用风险成本。其中信用风险成本弹性最大，风控是整个信贷业务的核心。平安普惠通过直销渠道的贴地经营，将风控前置，降低了风险成本；贷中审批要经历四轮过滤，多方独立风控；完善的贷后管理和专属催收团队，保障合规性和回收率。除获客采用 O2O 保证有效性外，其它流程全部线上化，从而降低了运营成本。**③监管领悟能力。**监管政策变化是金融科技公司面临的最重要的风险。公司因监管政策变化，经历三次重大转型（其中包括清退 P2P）后屹立不倒，与管理层深厚的金融背景密切相关。**④深厚的平安基因。**平安普惠~6 万健康的人力增长，源自平安的执行基因以及对销售人员的技术赋能。2020 年平安生态交叉销售促成新增信贷占比 36.3%。平安产险在增信业务中占比 85.3%。平安集团品牌背书，降低公司与金融机构业务合作和向大众客群展业的成本。

■ **资金方、增信方、平安普惠三方共赢。**由于存在增信方代偿，银行作为资金方获取的几乎为无风险收益。平安产险作为第三方增信方，2012 年以来，除 2020 年受疫情冲击外，承保利润率基本保持在 10%以上。陆金所控股 2007 年至今归母净利率均在 20%以上，尽管模式调整对盈利造成一定压力，但公司积极进行内部优化，利润率有望回升。2021Q1 在模式调整完毕后归母净利率重回 33%。

■ **未来展望：料将为强监管下供给侧改革的受益者。**是否被纳入约谈名单是重要分水岭。陆金所集团作为 13 家网络平台之一被监管约谈。由于主业持牌经营，没有支付牌照，信贷与支付间不存在业务嵌套等，公司整改压力不大。减费让利影响程度有待观察，引流费率压降幅度尚不明确。目前平安普惠处于有序压降综合费率进程中，有望通过成本优化维持总体 take rate 相对稳定。由于强监管的目的是让行业发展行稳致远，在市场 2/3 零售信贷需求尚未被满足的背景下，行业发展仍是主基调。强监管有助于产业出清和市场份额向头部集中。

■ **风险因素。**监管针对零售信贷综合利率及 take rate 出台政策压降超预期；监管政策继续收紧程度超预期，信贷资产质量大幅波动，市场竞争激烈程度超预期。

■ **投资建议：首次覆盖给予“买入”评级。**预计 2021/2022/2023 年归母净利润分

陆金所控股	LU
评级	买入 (首次)
当前价	9.30 美元
目标价	12.00 美元
总股本	1,231 百万股
流通股本	1,231 百万股
总市值	229 亿美元
近三月日均成交额	7846 万美元
52 周最高/最低价	20.17/8.70 美元
近 1 月绝对涨幅	-24.27%
近 6 月绝对涨幅	-36.91%
近 12 月绝对涨幅	-27.63%

别为 163/187/213 亿元人民币，同比增长 32%/15%/14%，对应摊薄 EPS 预测分别为 6.50/7.45/8.51 元人民币。当前公司股价对应 2021/2022/2023 年 PE 分别为 9.3/8.1/7.1x。受 2020 年末开始的监管不确定因素冲击，叠加部分股东 6 个月锁定期已过，年内股价已回落 35%。考虑到当前监管政策正在明朗化，行业整改细则逐步落地，我们认为目前公司估值已较充分反映政策风险的负面影响。鉴于中小微企业主潜在刚性需求缺口仍大，公司估值已具备吸引力，建议关注左侧布局机会。综合相对估值和绝对估值，我们给予公司 2021 年 12x PE，目标价 12 美元/ADS，首次覆盖给予“买入”评级。

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	47,834	52,046	60,179	68,212	76,883
增长率 YoY%	18%	9%	16%	13%	13%
归母净利润(百万元)	13,332	12,354	16,285	18,666	21,323
增长率 YoY%	-2%	-7%	32%	15%	14%
EPS (摊薄, 元)	6.13	5.55	6.50	7.45	8.51
ROAE	32%	19%	16%	14%	14%
PE (x)	9.6	10.6	9.3	8.1	7.1
PB (x)	2.7	1.8	1.2	1.1	0.9

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2021 年 7 月 16 日收盘价

目录

陆金所控股：核心价值是零售信贷	1
收入结构：95%零售信贷+3%财富管理	1
历史沿革：P2P 经历过山车，零售信贷可追溯至 2005 年	2
股东结构：平安集团 38.6%+平安员工持股 39%	6
商业模式：线上-线下一体化轻资本商业模式	6
零售信贷：聚焦小微企业主大额信贷需求	7
战略定位：用户定位小微企业主，产品定位大额零售信贷	7
产品定位：向小企业主提供高额长久期信用贷款	8
商业模式：轻资本的第三方增信助贷模式	11
业务发展：授信额度充足，风险敞口小，盈利能力稳定	17
行业空间：2/3 需求尚未得到满足，线上增速快于行业平均	20
竞争壁垒：成熟模式+全价值链风控+监管领悟+平安基因	21
平安普惠独具特色，市场份额排名第二	21
壁垒一：成熟的商业模式	24
壁垒二：贷前-贷中-贷后全价值链风控体系	25
壁垒三：监管领悟能力	33
壁垒四：深厚的平安基因	34
财富管理：恰逢压力与机遇并存的转型期	36
用户定位：中产和富裕用户，主要靠产品拉力获客	36
收入来源：主要收取产品代销服务费	41
转型压力：产品替换和用户留存是重要观察点	42
转型机遇：种子客户和服务体系仍在	43
未来展望：强监管下供给侧改革的受益者	44
是否被纳入约谈名单是重要分水岭	44
对照监管要求，陆金所控股面临的调整压力相对较小	44
有望成为供给侧改革的受益者	46
财务分析：通过内部优化积极应对模式调整压力	46
风险因素	50
投资建议：性价比提升，估值已具备吸引力	51
核心关键假设	51
盈利预测及估值	51

插图目录

图 1: 陆金所业务架构	2
图 2: 陆金所控股组织架构图	2
图 3: 陆金所控股股权架构	6
图 4: 平安普惠零售助贷的中心辐射商业模式	7
图 5: 无抵押贷款新增规模结构 (额度别)	10
图 6: 无抵押贷款 2020 年新增规模结构 (APR 别)	10
图 7: 2020 年末平安普惠未偿信贷余额拆分	14
图 8: 平安普惠零售信贷业务模式	14
图 9: 韩国小微企业在就业中贡献	15
图 10: 韩国小微企业贷款规模 (万亿韩元) 及占比	15
图 11: 韩国中小企业贷款多层次体系, 信用担保基金发挥重要作用	16
图 12: KODIT 担保余额结构 (百万美元)	17
图 13: KODIT 担保违约率	17
图 14: 平安普惠新增贷款增信方式	19
图 15: 零售贷款规模及利润贡献结构 (2019)	19
图 16: 公司零售信贷业务 take rate	20
图 17: 中国消费信贷余额 (万亿元)	21
图 18: 单笔金额小于 50 万元小微企业者经营贷余额 (万亿元)	21
图 19: 平安普惠在零售信贷市场差异化定位	23
图 20: 陆金所控股归母净利润率	24
图 21: 无抵押贷款 DPD 90+ Vintage 曲线	31
图 22: 抵押贷款 DPD 90+ Vintage 曲线	31
图 23: 无抵押贷款 1-89 天迁徙率	32
图 24: 抵押贷款 1-89 天迁徙率	32
图 25: 平安普惠线上申请流程	33
图 26: 陆金所财富管理客群聚焦于中产和富裕阶层	37
图 27: 陆金所产品风险等级结构 (2020)	40
图 28: 零售信贷业务模式与盈利对应分析 (2020 年数据)	47
图 29: 陆金所控股归母净利润及净利率 (百万元)	50

表格目录

表 1: 陆金所控股收入结构拆分	1
表 2: 陆金所发展历史	4
表 3: 平安普惠零售信贷相关收入及占比	8
表 4: 平安普惠借款人画像特征 (2020)	8
表 5: 平安普惠零售信贷核心数据	9
表 6: 平安普惠无抵押贷款借款人风险结构	9
表 7: 平安普惠典型信贷产品 (2020)	10
表 8: 平安普惠促成未偿贷款余额 (产品别)	10
表 9: 平安普惠当年新促成贷款额 (产品别)	11
表 10: KODIT 影响下韩国银行企业贷款结构变化	16

表 11: KODIT 担保贷款投向行业 (2019)	17
表 12: 零售信贷新增贷款资金来源	18
表 13: 中国零售信贷行业规模及增速	20
表 14: 中国零售信贷市场 Top 5 非传统金融服务商 (2020H1)	21
表 15: 中国小微企业贷款市场 Top 5 非传统金融服务商 (2020H1)	22
表 16: 陆金所控股分支结构遍布全国 (家)	23
表 17: 平安产险保证保险综合成本率及分析	24
表 18: 平安普惠助贷业务获客成本	24
表 19: 平安寿险代理人收入概况	26
表 20: 零售信贷新增贷款渠道结构	26
表 21: 平安普惠风控数据包含企业主和企业两个层面	27
表 22: 平安普惠促成贷款整体逾期率表现	30
表 23: 无抵押贷款逾期率表现 (借款利率别)	30
表 24: 平安普惠“行云”AI 智能贷款解决方案	33
表 25: 陆金所控股核心高管团队	34
表 26: 直销渠道队伍规模及人均产能	35
表 27: 前五大非传统金融机构 - 按财富管理客户资产规模排名	36
表 28: 前五大非传统金融机构 - 按财富管理客户资产规模排名 (不含货币基金)	36
表 29: 陆金所财富管理核心数据概览	37
表 30: 陆金所财富管理客户资产结构 (地区别) (2020)	37
表 31: 陆金所活跃投资者风险偏好结构	38
表 32: 陆金所产品类型概要 (2020)	38
表 33: 陆金所财富管理产品结构	39
表 34: 陆金所客户资产渠道结构	41
表 35: 陆金所投资人获客成本	41
表 36: 陆金所交易和服务费收入结构	42
表 37: 剔除关联公司后陆金所平均 take rate	42
表 38: 当前产品客户 AUM 对平台 AUM 贡献结构	43
表 39: 监管约谈提出要求	44
表 40: 陆金所控股收入结构及增速	47
表 41: 陆金所控股营业支出费用率及结构	49
表 42: 可比公司 Bloomberg 一致预测 PE 估值 (x)	52
表 43: 公司 DCF 结果 (单位: 百万元)	52
表 44: 陆金所控股盈利预测	53

■ 陆金所控股：核心价值是零售信贷

收入结构：95%零售信贷+3%财富管理

陆金所控股两大主要业务板块：零售信贷和财富管理。随着 P2P 业务被清退，公司当前业务主要分为零售信贷和财富管理两大板块，致力于解决中国中小微企业主和工薪阶层对个人贷款的巨大未满足需求，并为中国快速增长的中产阶级和富裕人口提供量身定制的财富管理解决方案。2020 年零售信贷和财富管理相关收入分别占其总收入的 95%和 3%。

- ✓ **零售信贷：以平安普惠为品牌，聚焦小微企业主大额信贷需求，通过 O2O 获客，增信助贷模式。**2020 年全年陆金所控股零售信贷相关收入达到 493 亿元，占总收入的 95%；2021Q1 相关收入达到 142 亿元，占总收入的 93%。截至 2021 年 3 月末，陆金所平台提供的信贷产品余额达到 5,826 亿元人民币，累计借款人 1,510 万人，逾期天数（DPD）30+和 90+分别为 2.0%和 1.1%。无抵押贷款产品件均~15 万元，抵押贷款件均超过 40 万元，期限一般为 3 年。业内一般消费金融贷款件均~1 万元，期限一般不超过 1 年。
- ✓ **财富管理：采用轻资本的产品代销模式，仍处于产品结构调整转型期。**截至 2021 年 3 月末，财富管理注册用户 4650 万人，活跃投资者 1480 万人，客户资产规模 4211 亿元。2020 年财富管理业务收入为 18 亿元，占总收入的 3%；2021Q1 收入为 11 亿元，占总收入的 4%。2020 年遗留的 P2P 产品和 2020 年末下架的银行存款产品，分别贡献收入的 42%和 16%，未来一年仍将面临产品调整带来的收入结构优化挑战。

为便于区分，报告中涉及零售信贷主要以“平安普惠”统称，涉及财富管理主要以“陆金所”统称，针对上市公司主体，主要以“陆金所控股”或“公司”代称。

表 1：陆金所控股收入结构拆分

百万人民币	2017	2018	2019	2020	2021Q1
零售信贷相关	24,858	36,792	44,578	49,326	14,166
财富管理相关	1,885	2,645	2,604	1,765	625
投资收入	1,060	1,017	579	940	490
权益投资法之前的扣税净利润	16	46	73	15	-30
总收入	27,819	40,500	47,834	52,046	15,251
结构					
零售信贷相关	89%	91%	93%	95%	93%
财富管理相关	7%	7%	5%	3%	4%
投资收入	4%	3%	1%	2%	3%
同比					
零售信贷相关		48%	21%	11%	14%
财富管理相关		40%	-2%	-32%	53%
投资收入		-4%	-43%	62%	116%
总收入		46%	18%	9%	17%

资料来源：公司招股说明书、财报，中信证券研究部

图 1：陆金所业务架构

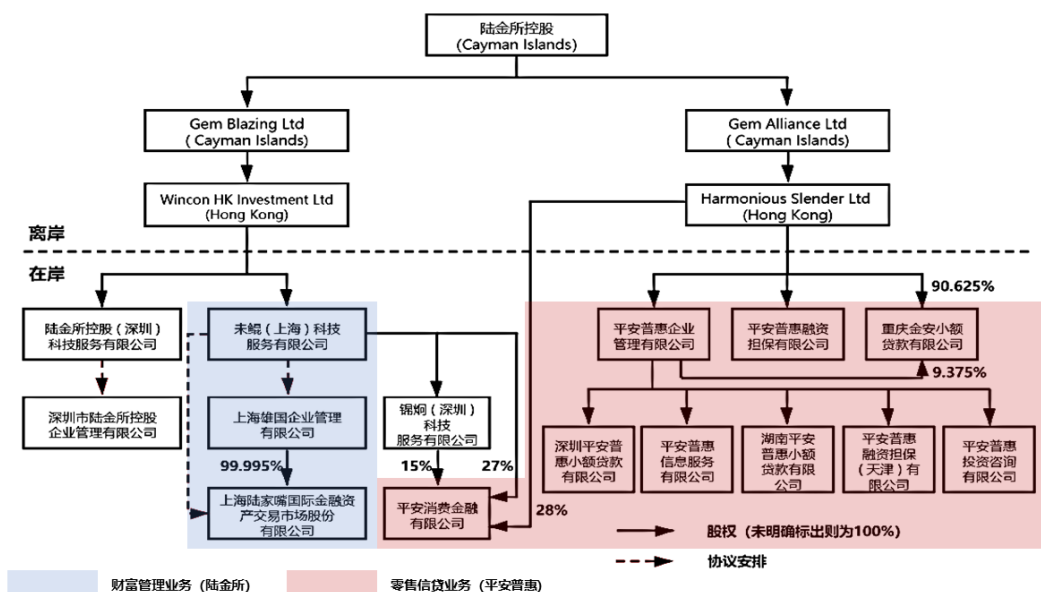


资料来源：公司官网

历史沿革：P2P 经历过山车，零售信贷可追溯至 2005 年

陆金所控股经历了探索期（2005-2014 年）、整合期（2015-2017 年）和转型期（2017 年至今）三个阶段。陆金所成立于 2011 年 9 月，2012 年 3 月正式开始运营 P2P 业务。2014 年 12 月平安集团在开曼群岛注册成立了陆金所控股。2016 年陆金所控股重组平安普惠和金交所，形成陆金所、重金所、前交所以及普惠金融“三所一惠”的战略布局。随着监管框架不断完善，公司积极调整为轻资产的商业模型，不断对资产负债表业务做减法。例如，2017 年后财富管理彻底转向第三方代销；随着 P2P 的清退，零售信贷转向第三方增信的助贷模式。

图 2：陆金所控股组织架构图



资料来源：公司财报，中信证券研究部

零售信贷承自“平安普惠”，可追溯至 2005 年。

- ✓ **零售信贷承自“平安普惠”。**零售信贷业务于 2016 年 5 月完成收购，并入陆金所控股，系整合平安集团旗下平安信保、平安直通贷、富登融保以及陆金所原 P2P 小额信用贷而成的平安普惠金融业务集群。后顺应监管要求，在清退 P2P 的同时，于 2020 年获批消金牌照。
 - **平安信保：**发轫于 2005 年 8 月深圳，采用信托放款，信安易贷开门店形式开展业务。2007 年平安产险成立信保事业部，通过“保证保险+银行贷款”模式将这一业务推向全国，即为“平安易贷险”。
 - **平安直通贷：**创立于 2010 年，与保险电网销同属于平安渠道发展咨询有限公司，2014 年改名平安直通咨询有限公司。
 - **富登融保：**于 2014 年被平安集团收购，原为淡马锡旗下富登金控在国内设立的规模最大的外资担保公司，其在小微企业融资担保领域具有丰富的资源和业务经验。收购后改名平安普惠融资担保有限公司。
 - **陆金所原 P2P：**于 2012 年 3 月正式上线，长期为国内借贷余额最大的 P2P 平台。2016 年 12 月，由于监管禁止投融资混业经营，P2P 业务被剥离至陆金所控股旗下子公司陆金服，并于 2019 年开始逐步清退，2020 年停止运营。
 - **平安普惠金融业务集群：**2015 年中国平安将旗下零售信贷业务整合为统一的“平安普惠金融”业务集群，打通天、地、网资源，将陆金所 P2P 业务平台、平安直通的线上能力和平安信保的线下能力相结合，形成合力。
- ✓ **目前主要通过平安普惠平台开展助贷业务。**此外，通过其持有的小额贷款公司牌照（重庆金安小额贷款有限公司、深圳平安普惠小额贷款有限公司和湖南平安普惠小额贷款有限公司），以及消费金融牌照（平安消费金融有限公司）发放表内贷款。公司还持有两张融资担保牌照，对部分表外助贷业务进行增信。

财富管理承自 Lufax.com，伴随 P2P 监管经历过山车。

- ✓ **陆金所成立于 2011 年 9 月，2012 年 3 月 Lufax.com 正式上线，是平安互联网金融业务布局的起点。**
 - **稳盈-安 e 贷：** P2P 首款产品“稳盈-安 e 贷”，门槛 1 万元，期限 1-3 年，按月等额还本付息。
 - **稳盈-安业贷：** 门槛 25 万元起，期限 12 个月内，按月付息，到期还本。
 - **财富汇系列：** 以平安信托为底层资产，陆金所提供居间服务，募集开始即明示制定标的期限、收益等情况，投资人可根据自身偏好选择。
 - **彩虹系列：** 以平安银行委托贷款为底层资产，陆金所提供委托贷款债权转让，

年化收益率比同期理财产品收益高 10-15%，期限从 7 天到 12 个月。

- **本息担保：**P2P 业务和委托贷款/个人借款债权转让项目均由平安旗下担保公司提供本息担保。
- ✓ **收购重金所和前交所：**2016 年 3 月和 5 月，公司分别完成收购重庆金融资产交易所和前海金融资产交易所。重金所旨在打造地方政府融资平台，撮合金融机构间的产品交易；前交所聚焦 B2B 业务，利用深圳前海的政策优势聚焦票据业务和跨境资金业务。
- ✓ **通过“大拆小”解决产品供给瓶颈，并降低认购门槛。**由于陆金所提供的产品收益高且提供担保，是实质性刚兑类固收产品。因此自其创立起始终面临产品供给短缺的问题。陆金所通过将金交所以及以企业贷款为基础资产的非标产品“大拆小”，解决了大标上量和低投资门槛的矛盾，允许投资者使用少量本金获取高门槛才可享受的收益率。
- ✓ **2014 年后随着监管环境变化，P2P 经历过山车。**
 - **2016 年 12 月，陆金所将 P2P 业务剥离至陆金服平台。**2016 年 8 月，经过征求意见后，《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》正式下发，明确要求 P2P 平台不得“将融资项目的期限进行拆分”、“自行发售理财等金融产品募集资金，代销银行理财、券商资管、基金、保险或信托产品等金融产品”、“开展类资产证券化业务或实现以打包资产、证券化资产、信托资产、基金份额等形式的债权转让行为”。
 - **2017 年下半年陆金所停止新增 B2C 产品，并从投资者手中回购了部分 B2C 资产以加速存量化解。**2017 年 7 月，监管下发《关于对互联网平台与各类交易场所合作从事违法违规业务开展清理整顿的通知》（64 号文），要求平台停止与各类交易场所合作开展违法违规业务增量，妥善化解存量业务。2018 年 3 月，29 号文进一步收紧通过互联网开展资产管理业务口径。
 - **2019 年 8 月陆金所停止新增 P2P 业务，目前仍处于逐步清退阶段。**

表 2：陆金所发展历史

	零售信贷	财富管理	组织架构
探索期（2005 年—2014 年）			
2005 年 8 月	中国平安成立深圳信安易贷有限公司，为平安信托个人消费信贷事业部独家推荐客户，率先于深圳开启个人消费信贷业务探索，11 月改组为平安产险信用保证保险事业部		
2007 年 12 月	平安信保首创“保证保险+银行贷款”的业务模式，推出针对个人消费信贷的保证保险“平安易贷险”帮助个人客户从合作银行获取无抵押贷款		
2010 年	平安直通咨询有限公司成立远程贷款中心，创立平安直通贷，开展贷款产品的线上销售服务		
2010 年 9 月	成立“信安小贷”，探索小额现金贷业务		

	零售信贷	财富管理	组织架构
2011 年 9 月		平安集团成立上海陆家嘴国际金融资产交易市场股份有限公司，作为其财富管理子公司	
2012 年 3 月	陆金所正式上线 Lufax.com 网络投融资平台，开展 P2P 业务		
2012 年 3 月	平安信保推出“小微企业信贷保证保险”，在上海、青岛、福州、昆明、苏州、广州 6 个城市先行试点，但贷款新增并不理想		
2012 年 12 月	平安信保接入央行征信系统		
2014 年 1 月		非标资产交易金融服务平台 Lfex 正式上线，主要面向机构	
2014 年 8 月	平安海外收购原淡马锡旗下富登融保，并更名平安普惠融资担保，拓展小微企业市场		
整合期（2014 年—2016 年）			
2014 年 12 月			陆金所控股有限公司在开曼群岛注册成立
2015 年 3 月	集团整合平安信保、平安直通货、富登融保以及陆金所原 P2P 小额信用贷，成立平安普惠金融业务集群，打通“天地网”信贷资源		陆金所明确平台化转型方向，完成 A 轮融资
2015 年 9 月			陆金所完成品牌升级，全新品牌 Lu.com 全面上线
2016 年 1 月			陆金所完成 B 轮融资
2016 年 3 月		完成收购重庆金融资产交易所有限责任公司	
2016 年 5 月		完成收购前海金融资产交易所有限公司	
2016 年 5 月	陆金所控股完成收购零售信贷业务		形成“大陆金所”概念，搭建“三所一惠”战略布局
2016 年 9 月		KYC 2.0 诞生，建立了包括客户风险识别标准 (KYC) 和资产风险识别标准 (KYP) 等全球领先的风控体系	
			宣布拆分 P2P 业务，由旗下平台上海陆金所互联网金融服务有限公司继续运营，以“陆金服”品牌继续运营
2017 年 1 月		陆国际(新加坡)金融资产交易所有限公司于新加坡成立	
转型期（2017 年至今）			
2017 年 7 月		主动预判监管形势，开始清理 B2C 产品，不再新发，存量业务自然到期，部分进行回购，2018 年 6 月末全部清零	
2017 年 9 月	平安普惠与非平安集团旗下保险公司开展合作，增信方进一步增加		
2017 年 12 月	141 号文后 ABS 融资模式收紧，P2P 作为融资渠道重要性凸显		
2018 年 3 月	平安普惠有抵押产品全新升级，转型专注服务小微企业主及个体工商户，助力实体经济发展		
2018 年 9 月	平安普惠无抵押业务实现 100%全线上流程，引入人脸识别、微表情等，提升客户体验		

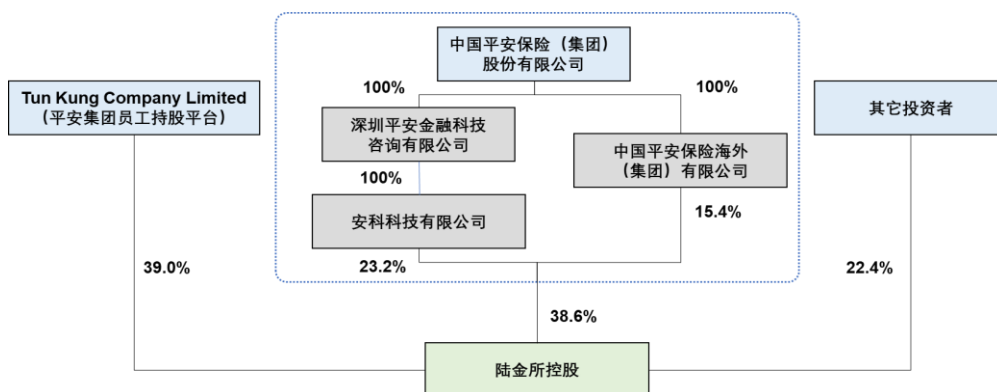
	零售信贷	财富管理	组织架构
2018 年 10 月		陆金所正式发布 KYC 4.0, 实现更精准的适当性管理	
2019 年 3 月			陆金所控股完成 C 轮融资
2019 年 7 月		陆金所推出 KYI 意图预测模型系统	
2019 年 8 月	陆金所携 AI 科技成果亮相世界人工智能大会		
2019 年 8 月	宣布逐步退出 P2P 业务, 并开始逐步清退		
2019 年 11 月	陆金所累计获五项国家网信办区块链备案		
2020 年 4 月	平安消金正式成立, 成为第 25 家开业的消费金融公司		
2020 年 5 月	陆金所 2 款 App 通过首批移动金融客户端备案		
2020 年 6 月		陆国际 (香港) 有限公司获香港证监会第 1、4、9 类牌照	
2020 年 8 月		“陆香港” App 正式上线服务香港投资者	
2020 年 10 月			陆金所控股正式登陆纽交所, 股票代码 “LU”
2021 年 1 月		监管叫停中小银行第三方平台存款展业, 停售互联网存款	

资料来源: 公司招股说明书、官网, 平安普惠官网, 中国人民银行, 中信证券研究部

股东结构: 平安集团 38.6%+平安员工持股 39%

中国平安为公司第一大股东。截至 2021 年 3 月末, 平安集团通过安科科技有限公司与中国平安保险海外 (集团) 有限公司间接持有陆金所控股 38.6% 的股权, Tun Kung Company Ltd 作为平安集团员工持股平台持有陆金所控股 39.0% 的股权。

图 3: 陆金所控股股权结构



资料来源: 公司招股说明书, 公司财报, 中信证券研究部

商业模式: 线上-线下一体化轻资本商业模式

轻资本的中心辐射型 (Hub & Spoke) 商业模式。以零售信贷为例, 资产端以平安普惠为品牌, 搭建从获客、风控、放款到还款、催收和坏账处理的全生命周期闭环信贷业务服务体系, 通过 O2O 辐射约 1510 万客户。资金端主要资金来自第三方, 截至 2021 年 3 月末, 平安普惠已与 52 家银行、6 家信托公司达成资金合作协议。2020 年合作银行放贷

金额中股份制银行占比 46.7%，城商行占比 35.7%，农商行占比 17.6%。另外，平安普惠已与 6 家保险和担保公司达成增信合作，利用第三方增信转移信用风险。

图 4：平安普惠零售助贷的中心辐射商业模式



资料来源：公司招股说明书、财报，中信证券研究部

2020 年零售信贷 85%新增放款量来自线下获客的 O2O 商业模式。平安普惠的商业模式具有低频高效的金融属性。平安普惠主要通过直销和平安生态渠道合作进行线下获客，其自身拥有一支~6 万人的全职直销团队，贡献 2020 年新增信贷规模 49%；平安代理人的线下综合拓展贡献 36%。通过多渠道获取具有信贷需求的传统金融机构未能覆盖的部分下沉用户，通过线上提供低成本高效能的个性化服务。

零售信贷：聚焦小微企业主大额信贷需求

战略定位：用户定位小微企业主，产品定位大额零售信贷

近年与零售信贷相关的收入占比 90%以上，是公司的核心价值来源。平安普惠主要提供的服务是将资金方与借款人的贷款需求相匹配，并通过第三方增信或自有担保，在满足用户需求的同时，令金融机构获取高性价比的风险收益。从收入占比来看，2017-2020 年零售信贷占陆金所控股收入比例分别为 89%/91%/93%/95%。其中包括平台撮合费、自有牌照及并表信托的利息净收入、旗下担保公司的担保收入，以及针对信用保证保险收取的账户管理费和罚息收入等。

表 3：平安普惠零售信贷相关收入及占比

百万元	2017	2018	2019	2020	2021Q1
零售信贷	24,858	36,792	44,578	49,326	14,166
零售信贷服务费用收入	15,336	29,576	39,325	39,457	9,665
利息净收入	7,256	5,894	3,909	7,750	2,911
担保收益	1,456	814	465	602	551
其他收益	810	508	879	1,517	1,039
陆金所控股总收入	27,819	40,500	47,834	52,046	15,251
占比					
零售信贷	89%	91%	93%	95%	93%
零售信贷服务费用收入	55%	73%	82%	76%	63%
利息净收入	26%	15%	8%	15%	19%
担保收益	5%	2%	1%	1%	4%
其他收益	3%	1%	2%	3%	7%

资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信证券研究部

产品定位：向小企业主提供高额长久期信用贷款

目标客户：小微企业主是金融供给不足的优质客群

从用户画像看，平安普惠的目标客群以小微企业主为主，兼顾工薪阶层。平安普惠 2020 年新增贷款中 99% 抵押贷和 65% 无抵押贷发放给了小企业主。截至 2021 年 3 月末，平安普惠累计借款人达到 1510 万人，其中 2021Q1 新增贷款客户中 76% 为小企业主。由于授信对象为小企业主个人，即使其公司出现风险，借款人不能以承担债务有限责任为由逃避偿债。

与银行客群重叠度较高，拥有信用卡、房产或金融资产，属于优质客群。为维持经营或保持流动性，借款人往往所需贷款额度远大于一般消费信贷。但这类小企业主多为个体户，员工不超过 30 人，年收入不超过 500 万，多数没有公司层面的可抵押品，从银行获得的信贷服务难以完全满足其信贷需求，仍需要较高额度的增量贷款。鉴于其从银行获取信贷资金成本较低，因此对于增量贷款的定价容忍度更高；另一方面，贷款用途决定其对于增量贷款的额度、期限、审批时效性和便利性有更高要求。

表 4：平安普惠借款人画像特征（2020）

累计借款人（百万）	14.5
未偿还余额借款人（百万）	4.4
平均年龄	40
女性占比	44%
至少有一张信用卡*	91%
有寿险保单**	52%
有住宅物业**	43%
无未偿还银行无抵押贷款*	59%
小企业主画像	多为零售、批发、制造、建筑、服务等行业，一般雇员不超过 30 人，年收入小于 500 万元
工薪阶层画像	消费目的主要为教育、家装、耐用消费品等

资料来源：公司财报，中信证券研究部 注：含*数据为公司自央行获得，**数据根据客户资源提供，由于并非所有人都选择提供信息，实际数字应高于这一数据

表 5: 平安普惠零售信贷核心数据

	2017	2018	2019	2020	2021Q1
累计借款人数 (百万)	7.5	10.3	12.4	14.5	15.1
小企业主占比	60%	59%	63%	74%	76%
贷款余额 (亿元)	2884	3750	4622	5452	5826
新增贷款 (亿元)	3438	3970	4937	5650	1724

资料来源: 公司招股说明书, 公司财报, 中信证券研究部

表 6: 平安普惠无抵押贷款借款人风险结构

占新增无抵押贷款额百分比	2017	2018	2019	2020
G1	7.7%	10.2%	13.3%	17.1%
G2	11.2%	18.2%	23.0%	23.6%
G3	15.8%	18.7%	22.2%	22.7%
优质借款人合计	34.7%	47.1%	58.5%	63.4%
G4	20.7%	28.1%	19.7%	19.4%
G5	21.0%	14.7%	13.3%	11.1%
G6	9.8%	6.4%	7.2%	5.3%
G7	13.2%	3.5%	1.2%	0.9%
G8	0.6%	0.1%	0.1%	0.0%
总计	100%	100%	100%	100%

资料来源: 公司招股说明书, 公司财报, 中信证券研究部 注: 公司将合格借款人分为 8 个风险等级 G1-G8, G1 为最低风险, G8 为最高风险。优质借款人指 G1-G3 借款人。借款人的风险水平基于两个主要考虑因素确定。第一信用风险评分, 基于中国人民银行征信中心的记录以及借款人的还款、拖欠和申请历史等历史记录。第二客户的资产, 例如住宅物业、车辆和保单。信用风险评分较高和资产较好的借款人将被分配到较低的风险级别。

产品特色: 高额度、长久期、可提前还款的无抵押贷款

经过超过 15 年的经营和探索, 平安普惠形成了丰富的产品矩阵, 并与自身客群高度匹配。从品类看, 目前主要包括无抵押贷款和抵押贷款。

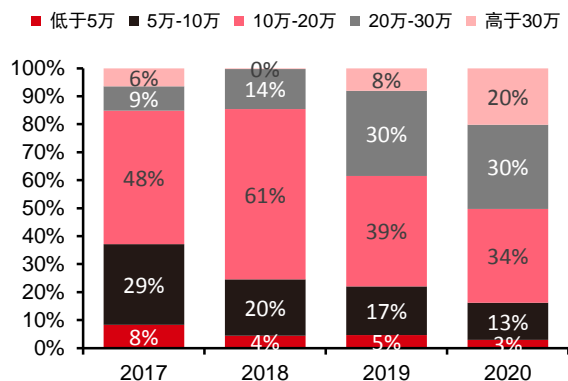
- ✓ **无抵押贷款:** 贷款额度一般为 10-20 万元, 2020 年件均 16.4 万元, 最高额度上限为 100 万元, 而一般非传统金融机构的消费信贷件均大多不超过 1 万元。2020 年无抵押贷款 APR 26.7%, 2020 年 9 月 4 日之后发放所有新增贷款, APR 均低于 24%。贷款期限~35 个月, 一般在 19 个月左右即提前还清。
- ✓ **抵押贷款:** 几乎所有贷款抵押品均为住宅, 多数位于房价相对稳定的经济较发达城市。客户集中于零售、批发、制造建筑和服务等行业。抵押贷款平均贷款金额~40 万元, 最高不超过 1000 万元, 2020 年平均贷款价值比为 67%, APR 17.4%, 贷款期限~3 年, 一般 1 年左右提前还清。
- ✓ **i-Loan:** 平安普惠曾于 2015 年通过信安小贷牌照尝试经营小额消费信贷“i-Loan”, 一款额度 2000 元—30000 元的循环信贷。通过纯线上方式进行获客和风控。由于战略调整, 2020 年上半年已停止新增, 2020 年末未偿余额不足 4 亿元。
- ✓ **消费金融:** 2020 年 6 月, 平安普惠通过消费金融牌照开始面向年轻借款人发放循环消费信贷。截至 2020 年末, 平安消金累计拥有客户约 20 万, 平均年龄 33 岁, 平均贷款金额~3 万元, APR 19.1%。

表 7：平安普惠典型信贷产品（2020）

借款人	无抵押贷款		抵押贷款
	工薪阶层	小微企业主	小微企业主
贷款用途	个人消费	小微企业运营	小微企业运营
信用风险评估	个人	个人、企业	个人、企业、抵押品
平均贷款规模(元人民币)	139,411	182,501	390,467
额度上限	100 万元		1000 万元
平均合同时长（月）	35.2	35.4	36.0
预估有效期限（月）	19.2		12.6
信审时间	最快 20 分钟		2 小时
APR	26.8%	26.7%	17.4%
年名义借款利率	15.5%	15.4%	11.6%
还款计划	等额分期	等额分期	等额分期或者期末整付

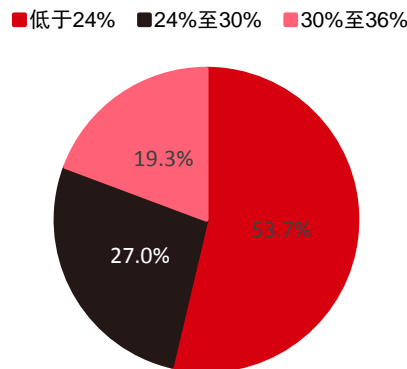
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 5：无抵押贷款新增规模结构（额度别）



资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信证券研究部

图 6：无抵押贷款 2020 年新增规模结构（APR 别）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

产品结构：无抵押贷款占比~80%并持续提升

无抵押贷款是信贷规模增长的主要驱动力。从存量规模看，2020 年平安普惠未偿余额 5452 亿元，其中无抵押贷款 4475 亿元，抵押贷款 937 亿元，消费金融年末余额 36 亿元，i-Loan 尚余 4 亿元。无抵押贷款占比自 2017 年的 55%，逐年提升至 2020 年的 82%。从增量规模看，2020 年平安普惠新发放贷款 5650 亿元，其中无抵押贷款 4361 亿元，抵押贷款 1223 亿元，消费金融 65 亿元。无抵押贷款占比自 2017 年的 46%提升至 77%。

表 8：平安普惠促成未偿贷款余额（产品别）

促成的未偿贷款余额（十亿元）	2017	2018	2019	2020
当前产品	253.6	331.6	455.1	544.8
无抵押	159.3	266.2	366.5	447.5
有抵押	94.3	65.4	88.6	93.7
消费金融贷款				3.6
旧无担保贷款	34.9	43.4	7.2	0.4
总计	288.4	375.0	462.2	545.2

促成的未尝贷款余额（十亿元）	2017	2018	2019	2020
结构				
当前产品	88%	88%	98%	100%
无抵押	55%	71%	79%	82%
有抵押	33%	17%	19%	17%
消费金融贷款	0%	0%	0%	1%
旧无担保贷款	12%	12%	2%	0%
总计	100%	100%	100%	100%
增速				
当前产品		31%	37%	20%
无抵押		67%	38%	22%
有抵押		-31%	35%	6%
消费金融贷款				
旧无担保贷款		24%	-84%	-95%
总计		30%	23%	18%

资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信证券研究部

表 9：平安普惠当年新促成贷款额（产品别）

年新发放贷款额（十亿元）	2017	2018	2019	2020
当前产品	279.5	326.8	492.7	565.0
无抵押	159.1	275.2	375.3	436.1
有抵押	120.4	51.6	117.3	122.3
消费金融贷款				6.5
旧无担保贷款	64.3	70.1	1.1	-
总计	343.8	397.0	493.7	565.0
同比				
当前产品	81%	82%	100%	100%
无抵押	46%	69%	76%	77%
有抵押	35%	13%	24%	22%
消费金融贷款	0%	0%	0%	1%
旧无担保贷款	19%	18%	0%	0%
总计	100%	100%	100%	100%
增速				
当前产品		17%	51%	15%
无抵押		73%	36%	16%
有抵押		-57%	127%	4%
消费金融贷款				
旧无担保贷款		9%	-98%	-100%
总计		15%	24%	14%

资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信证券研究部

商业模式：轻资本的第三方增信助贷模式

零售信贷的两种主流模式：助贷和联合贷款

- ✓ **联合贷款**：最早由微众银行探索，后被行业普遍采纳。主要是银行、消费金融以及信托等金融机构与其他有贷款资质的机构（主要为持牌小贷公司）共同出资发放贷款（按比例出资放款金额、按比例承担风险损失）。另外，平台方还可以收

取一定比例的技术服务费。

- ✓ **助贷：**助贷机构利用自身的流量及技术等优势，为银行提供获客、风控及贷后管理等服务，银行再对客户进行独立风控后进行授信审批，助贷机构从中获得一定的服务费。目前的助贷模式主要包括以下几种：
 - **分润模式：**放贷金融机构以助贷方提供的信息作为辅助，按照自己的风控逻辑和模型进行审批，风险一般都是由放贷机构来承担，双方按事先约定比例对放贷利润进行分润。目前主要适用于头部大型机构较优质的信贷资产，中腰部的机构也在积极向这一模式转型。
 - **融资担保模式：**助贷方引入持牌的融资担保公司向放贷机构提供融资担保服务，并由借款人支付相应的费用。借款人违约时，融资担保公司履行担保责任，向放贷机构进行代偿，并负责催收、诉讼等贷后管理。此前，市场存在助贷方自担保问题，在 2019 年《融资担保公司监督管理补充规定》发布后这一模式被逐步规范。
 - **信用保证保险模式：**助贷方引入保险公司向放贷机构提供保证保险；借款人违约时，借款人达到保险合同约定的理赔时间仍未清偿贷款或满足保险合同约定的理赔条件时，保险公司启动理赔程序。保险公司与放贷机构共同协商如何对逾期未还款项向借款人进行催收，双方按合同约定开展催收工作。信用保证保险最初主要由平安产险开展，由于承保利润率具备吸引力，吸引了包括众安保险、人保财险等众多财险公司参与。
 - **信托模式：**第三方信托公司设立信托计划，投资者通过银行指导的散户资金、银行、证券和保险公司的机构资金、公开市场发行资金等三大资金来源向信托计划供资。助贷平台可以信托为主体进行 ABS，并购买劣后资产或作为资产管理人。部分平台会提供相关融资担保服务。由于信托牌照具备放贷资质，该业务成为 2017 年信托通道业务受限后的一个新的业务增长点，部分中腰部信托参与较多。

平安普惠以轻资产助贷模式为主

平安普惠主要采用助贷模式，几乎不涉及联合信贷。除少量通过自有小贷和消金牌照发放的表内贷款外，绝大部分为助贷模式下的表外贷款。具体包括以下四种类型：

- ✓ **表内资产，自担风险：**公司通过旗下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）出资发放贷款，并完全自主承担风险。
- ✓ **表内资产，第三方增信，无信用风险敞口：**1) 公司通过自持牌照出资发放表内贷款，但引入第三方增信的保险公司进行风险代偿。主要对应信用保证保险助贷模式。2) 部分由信托作为资金方，公司提供劣后或作为管理人，业务实质与表外资产差异不大。根据国际会计准则，通过信托出表的信贷资产，平安普惠若承

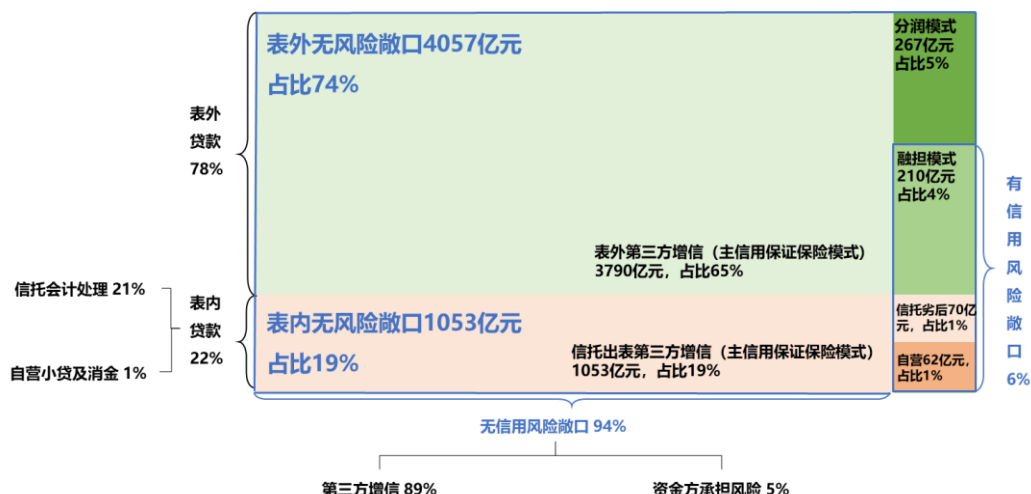
担劣后风险或作为资产管理方，则需全部并表处理，此类对应信托模式。

- ✓ **表外资产，公司旗下融担公司承担风险：**由银行等机构出资发放贷款，平安普惠除提供平台服务外，还通过两家融资担保子公司提供融资担保，承担信用风险。主要对应融资担保助贷模式。
- ✓ **表外资产，第三方增信，无信用风险敞口（四种模式中占比最高）：**由银行等机构出资发放贷款，引入第三方增信的保险公司进行风险代偿。平安普惠仅提供获客、初步风险评估辅助以及后续的还款提醒和催收等服务，核心风控由资金方负责。主要对应信用保证保险助贷模式，针对少量资产质量较好的抵押贷款则采用分润模式。

2020 年末有信用风险敞口信贷余额占比 6%。2020 年平安普惠撮合的未偿信贷余额 5452 亿元，其中表外余额 4267 亿元，占比 78%，表内余额 1185 亿元，占比 22%。其中，2020 年表内信托计划余额 1123 亿元，公司自有小贷及消金信贷余额仅 62 亿元。按风险承担模式看，有信用风险敞口余额 343 亿元，占比 6%，拆算小贷和消金自营余额 62 亿元，信托劣后风险余额 70 亿元，融资担保余额 210 亿元。无信用风险敞口余额 5108 亿元，占比 94%。其中第三方增信余额 4841 亿元，资金方承担余额 267 亿元。

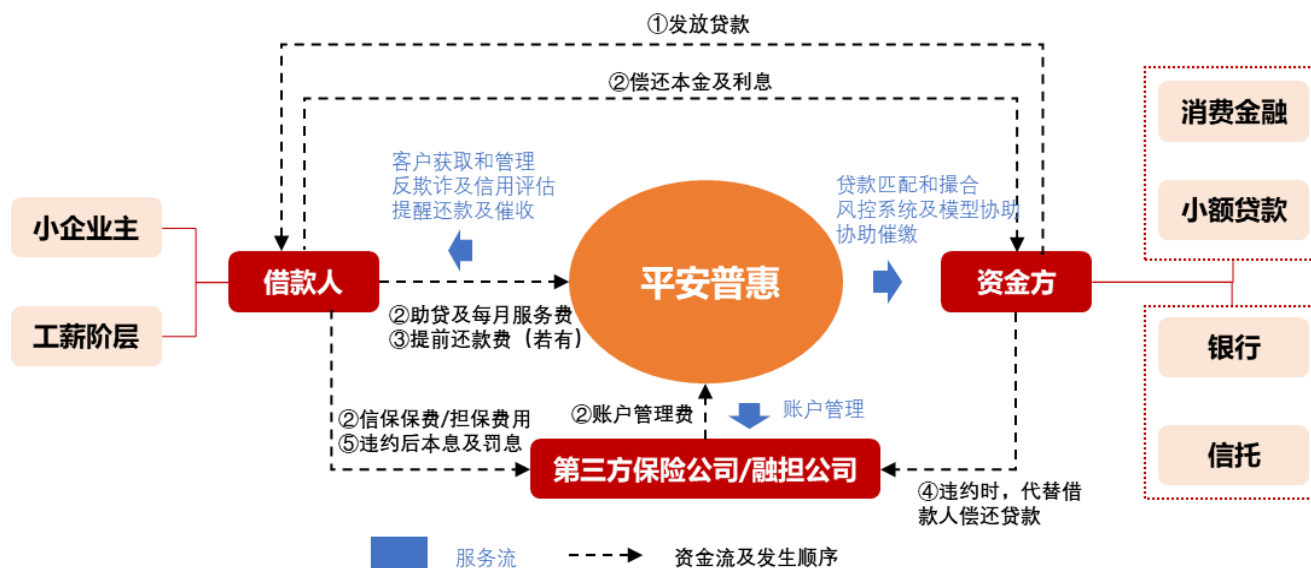
通过风险定价能力，赚取风险收益比较高的服务费。平安普惠与每个资金方及增信机构签署三方协议，其中通常包括增信机构的担保贷款额比例，以及各方合作的地域范围，部分规定了资金方对贷款收取的利率。平安普惠主要居间提供获客，并通过反欺诈和还款能力评估进行客户筛选，将其推荐给相匹配的银行，并提醒客户还款。资金方和第三方增信机构独立进行风控和审批，通过后直接向借款人发放贷款。一旦客户逾期超过 80 天，则由保险公司先行代偿，平安普惠则通过外包方协助增信方进行催收。在此模式下，资金方赚取年化实际利率约 6%-8% 的利息收入，增信保险公司赚取年化费率 5%-7% 的保费。平安普惠则在自身风险承担比例较低的前提下获取较高的中间收入（all in take rate 在 9%-11%）。

图 7：2020 年末平安普惠未偿信贷余额拆分



资料来源：公司财报，中信证券研究部测算 注：部分助贷模式并未实现完全风险出表，可能存在风险共担情况，如 ABS 涉及劣后，融担/信保/分润模式几方分摊风险，本图内比例按实际承担风险余额占比划分

图 8：平安普惠零售信贷业务模式



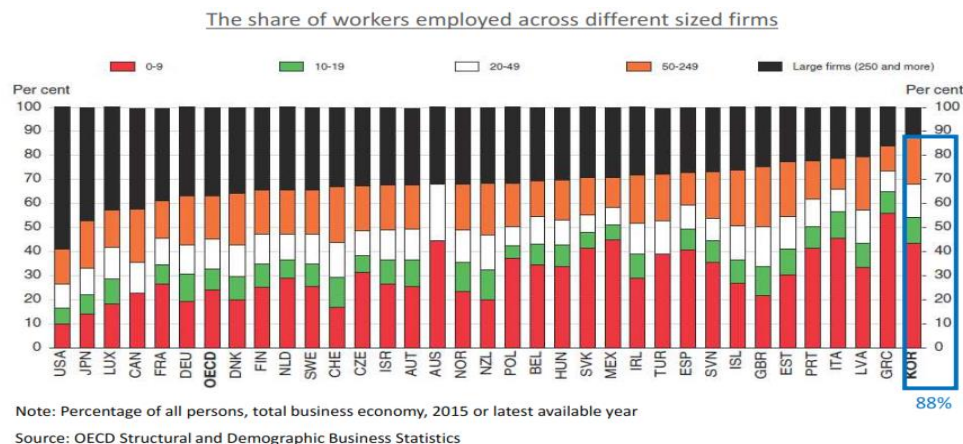
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

从韩国发展经验看，信用保证保险模式是成熟且稳定的商业模型。

- ✓ 韩国小微企业贷款占有企业贷款的 82%。根据 OECD 数据，韩国中小企业占其市场经营主体~99%，贡献了~88%的就业以及~1/3 的出口贸易额。自 20 世纪 60 年代开始政府即将支持中小企业发展作为一项基本经济国策，陆续出台了一系列法律法规，并建立了以支持中小企业为目的的政策性金融机构和社团组织，如韩国企业银行（Industrial Bank of Korea）、韩国信用保证基金（Korea Credit Guarantee Fund, KODIT）、韩国技术信用保证基金（Korea Credit Technology Guarantee Fund, KOTEC）、信用保证基金联盟（Federation of Credit Guarantee Foundation, KOREG）等。从信贷总额看，2020 年末韩国小微企业贷款规模达

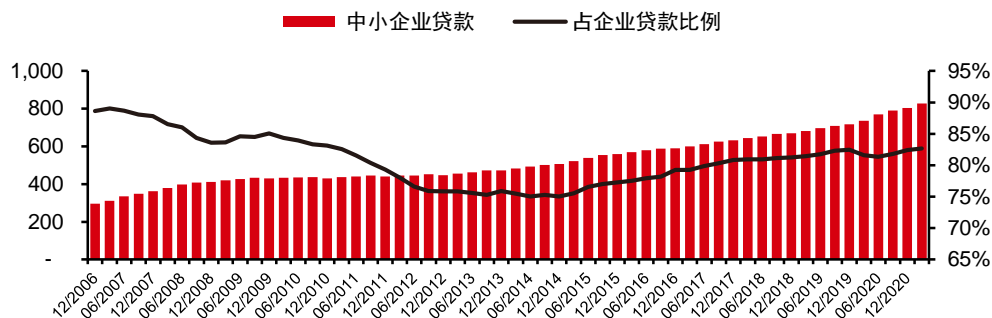
到 805 万亿韩元，占企业贷款余额的 82%，占全部贷款余额的 41%。

图 9：韩国小微企业在就业中贡献



资料来源：OECD, UNESCAP

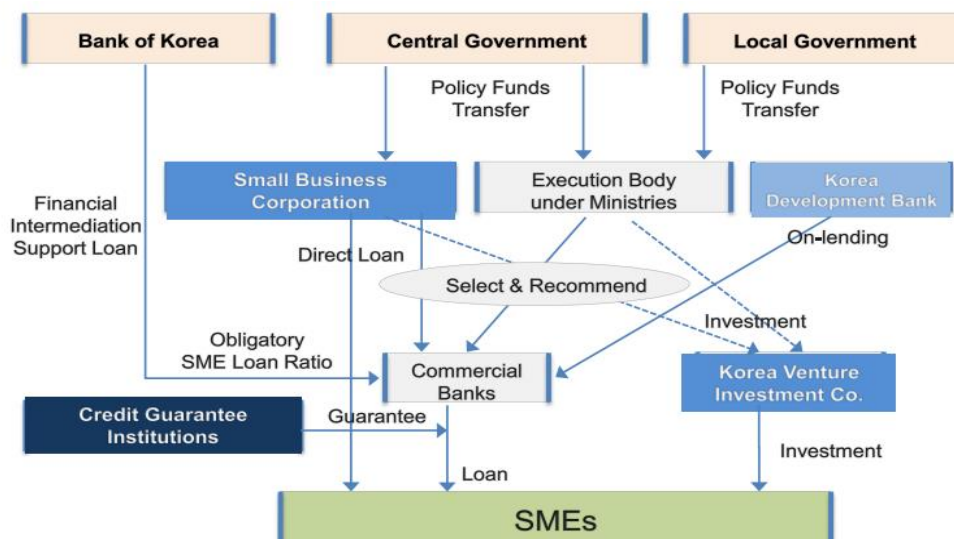
图 10：韩国小微企业贷款规模（万亿韩元）及占比



资料来源：CEIC, Wind, 中信证券研究部

- ✓ **韩国小微企业贷市场由政府主导，信用保证基金发挥重要作用。**韩国的小微企业贷款信贷扶持主要通过三大政策性工具实现：监管窗口指导、专业银行和信用担保基金。特别是专业银行和信用担保基金是扶持体系的核心。
 - **专业银行主要是指韩国企业银行，其主要职能就是执行政府的中小企业信贷政策。**2020 年末专业银行 68% 的贷款投向企业，在韩国企业贷市场份额达到 43%。
 - **另一大政策工具即为信用担保组织。**目前韩国共有三家，分别是成立于 1976 年的 KODIT，成立于 1989 年的 KOTEC 和成立于 1999 年的 KOREG。其中 KODIT 是全球最大的单体信用担保机构，2015 年时占有韩国信用担保市场 57% 的份额。

图 11: 韩国中小企业贷款多层次体系, 信用担保基金发挥重要作用



资料来源: KODIT

- ✓ **KODIT 使得银行得以控制小微企业贷风险敞口, 有效解决中小企业融资难问题。**一般而言, KODIT 的担保额度为贷款的 70%-85%, 按照被担保中小企业的信用等级收取一定比例的担保费。银行风险敞口得以控制, 使其企业贷款逾期率得到有效控制, 2020 年末仅为 0.4%。这使得银行对中小企业贷态度转向积极, 1975 年韩国银行中小企业贷规模仅为 7 亿美元, 占其企业贷款的 35.7%; 2015 年银行中小企业贷规模达到 5000 亿美元, 占其企业贷款的 76.7%。

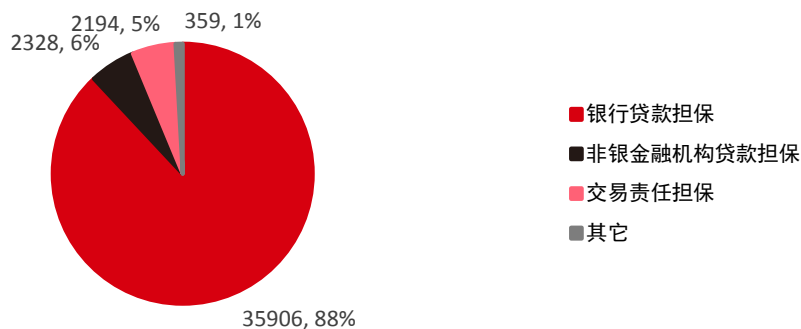
表 10: KODIT 影响下韩国银行企业贷款结构变化

\$Bn	1975		2015	
	Amount	%	Amount	%
LEs	1.1	64.3%	152	23.3%
SMEs	0.7	35.7%	500	76.7%
Total	1.8	100.0%	652	100.0%

资料来源: KODIT, 中信证券研究部 注: USD 1= KRW 1150

- ✓ **KODIT 主要提供两类产品, 一类是融资担保, 主要面向银行贷款; 一类是信用保证保险, 主要为企业应收账款信用保证保险。**2019 年 KODIT 一般担保余额为 408 亿美元, 其中银行贷款担保余额为 359 亿美元。根据 KODIT 数据, 2015 年韩国银行小微企业贷的 12.7% 由 KODIT 担保。主要投向行业为零售、制造以及服务, 以初创和外贸企业为主。从 2006 年韩国信用卡危机过后年份违约率看, 大致在 3-5%。韩国信用保证保险于 1997 年推出, 主要为了防止中小企业因买家拖欠账款遭遇财务困难, 2019 年保额达到 174 亿美元, 共服务 1.47 万中小企业。

图 12: KODIT 担保余额结构 (百万美元)



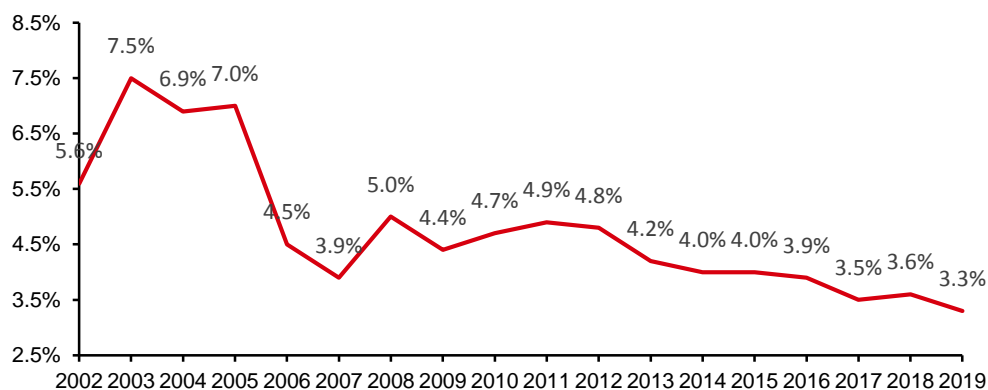
资料来源: KODIT 年报, 中信证券研究部

表 11: KODIT 担保贷款投向行业 (2019)

	企业数	担保规模 (百万美元)
制造业	61,304	15,333
零售业	87,894	14,434
建筑业	15,463	2,486
商务服务	5,080	5,683
其它	12,622	2,852
总额	39,340	40,788

资料来源: KODIT 年报, 中信证券研究部

图 13: KODIT 担保违约率



资料来源: KODIT 年报, 中信证券研究部 注: 2003-2005 年为韩国信用卡危机时期

业务发展: 授信额度充足, 风险敞口小, 盈利能力稳定

当前以银行和信托为主要资金来源, 可授信额度充足。平安普惠大部分资金来源于金融机构 (银行和信托), 少量来自于其持牌的消费金融子公司。信贷来源相对分散, 2020 年没有单一融资来源占比 10% 以上。历史上曾将 P2P 和小贷子公司作为资金来源, 目前已停止新增。

✓ **银行:** 截至 2020 年末, 平安普惠与 51 家银行合作 (2019 年为 47 家), 包括股

份制银行、城商行和农商行。2020 年银行提供资金在新贷款中占比 63%，银行向借款人授信额度使用率为 53%。银行渠道中，股份制银行占比 46.7%，城商行占比 35.7%，农商行占比 17.6%。

- ✓ **信托：**截至 2020 年末，公司与 6 家信托公司合作，较 2019 年增加 3 家。2020 年新增贷款中，35% 资金由信托计划提供，信托向借款人授信额度使用率为 37%。
- ✓ **小贷和消费金融公司：**2020 年新增贷款中，公司旗下三家小贷子公司以及持牌消金公司资金来源占比 1.6%。随着 2020 年 11 月《网络小额贷款业务管理暂行办法》（征求意见稿）下发，公司停止使用小贷牌照进行放款。2020 年 6 月，其消费金融子公司开始运营，并在 2020 年提供了平台新增贷款 1.2% 的资金。
- ✓ **P2P：**在 2017 年 12 月 141 号文限制小贷牌照 ABS 出表模式后，P2P 曾经是平安普惠信贷业务重要的资金来源。为满足监管要求，平安普惠已于 2019 年 8 月停止使用该类资金。由于 2021 年 3 月末 P2P 余额已不足 40 亿元，我们推断 2021Q2 应已完成清理。

表 12：零售信贷新增贷款资金来源

十亿元	2017	2018	2019	2020
第三方	178.1	384.2	492.9	555.8
银行	66.5	186.2	312	357.6
信托		5.0	104.9	198.2
P2P	111.6	193.0	76.0	
自有（小贷及消金）	165.7	12.7	0.8	9.2
合计	343.8	396.9	493.7	565.0
结构				
第三方	52%	97%	100%	98%
银行	19%	47%	63%	63%
信托	0%	1%	21%	35%
P2P	32%	49%	15%	0%
自有（小贷及消金）	48%	3%	0%	2%

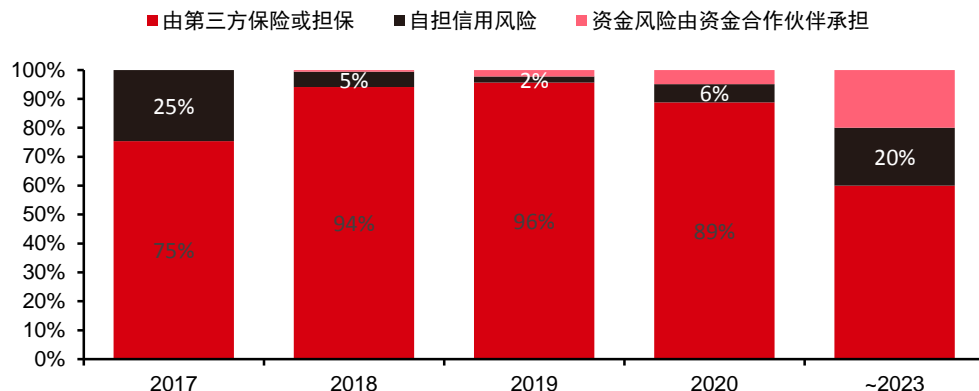
资料来源：公司招股说明书、财报，中信证券研究部

三方增信以平安产险为主，占比计划逐步下降。

- ✓ **三方增信是平安普惠的特色模式，公司既不风险承担，也不进行现金支付。**2020 年，平安普惠合作的第三方增新机构达到 10 家，包括 6 家保险公司和 4 家担保公司。2020 年其促成的新增贷款中，88.8% 由第三方增信机构提供信保或担保，大幅降低资金方信用风险敞口。
- ✓ **最重要的增信方为平安产险。**截至 2020 年末，平安产险为平台未偿贷款余额的 85.3% 提供增信。公司计划通过提高自身及合作伙伴承担风险比例，降低对第三方特别是平安产险的依赖。2021Q1 不包括消费金融子公司，公司自身承担的新增贷款风险为 12.5%，17 家银行承担了新增贷款 12.5% 的风险。截至 2020 年 3 月末，不包括消费金融子公司，第三方增信提供信保或担保占比降至 86.8%，

其中平安产险降至 78.3%。预计平安普惠将提升自身风险承担至 20%，平安产险增信比例降至 50%以下。

图 14：平安普惠新增贷款增信方式

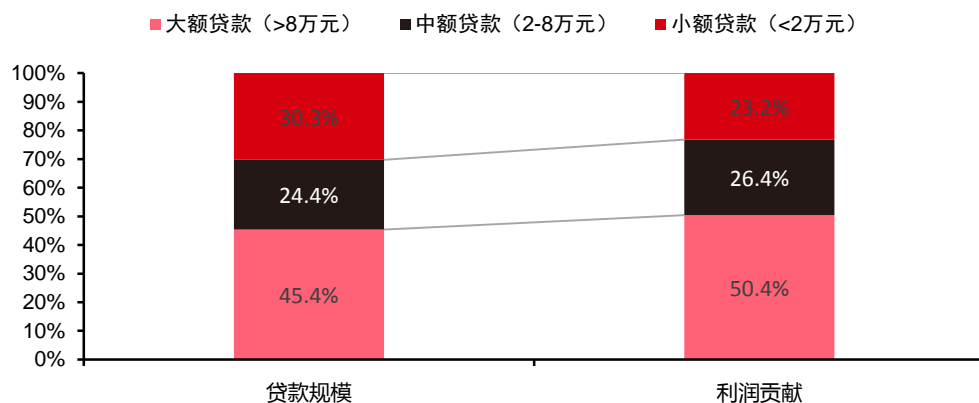


资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信证券研究部预测

大额贷款盈利能力更强，多模式平台保障盈利能力稳定。

大额贷款盈利能力是小额贷款的 1.5 倍。由于大额贷款通常在发起过程中需要向借款人提供额外的咨询服务，风控过程更加繁琐，因此与小额消费贷相比，发放成本更高，但也产生了更多的价值。根据 Oliver Wyman 数据，2019 年大额贷款（>8 万元）占全市场零售信贷规模的 45.4%，但贡献了 50.4% 的利润，盈利能力是小额贷款的 1.5 倍。平安普惠填补了大额信贷市场中过往未被满足的空白需求，因此平台的 take rate 相对更高。

图 15：零售贷款规模及利润贡献结构（2019）

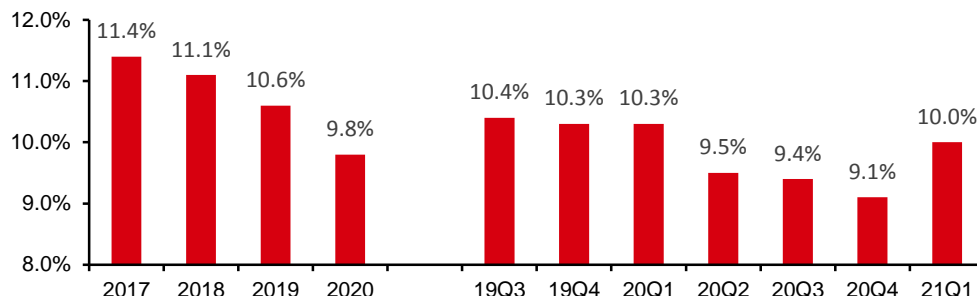


资料来源：Oliver Wayman，公司招股说明书，中信证券研究部

全牌照带来多元化收入类型和较高 take rate。公司持有三张小贷牌照、一张消金牌照和两张融担牌照，齐全的牌照使其除信保模式外，兼有自营、担保、信托以及分润模式等其他业务模式。零售信贷相关收入除最主要的助贷服务费外，还包括自营模式的利息净收入、自身融担牌照针对第三方资金的担保收益，以及三方增信模式下提供给增信方贷后管

理获得的账户管理费、滞纳金和提前还款费用等。多元化的收入类型使得公司信贷业务尽管经历多次模式调整，依然能保持较高 take rate。

图 16：公司零售信贷业务 take rate



资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信证券研究部

行业空间：2/3 需求尚未得到满足，线上增速快于行业平均

小微企业在经济中占据重要地位，具备庞大的未被服务/充分服务的信贷需求。

- ✓ **银行仅覆盖零售信贷市场的 1/3。**根据 Oliver Wayman 数据，2019 年中国小微企业对 GDP 的贡献率达到 60%，占总就业的 80%，然而小微经营者信贷余额规模仅占企业贷款总余额的 32%。根据央行数据，截至 2021 年 3 月末，主要金融机构小微企业普惠贷款月达到 16.7 万亿元，累计服务小微商户达到 3527 万户，银行覆盖的小微经营主体仅约全市场的 1/3。
- ✓ **零售信贷 2014-2020 年 CAGR 20%。**中国的零售信贷市场主要包括：①个人经营贷，是指企业主借入的贷款。②狭义个人消费贷款，是指除住房抵押贷款外，个人为一般消费目的借入的贷款。根据央行数据，2020 年个人经营贷规模达到 13.6 万亿元，2014-2020 年 CAGR 10%；狭义个人消费贷规模 15.1 万亿元，2014-2020 年 CAGR 21%；若剔除信用卡后规模 7.9 万亿元，2014-2020 年 CAGR 20%。

表 13：中国零售信贷行业规模及增速

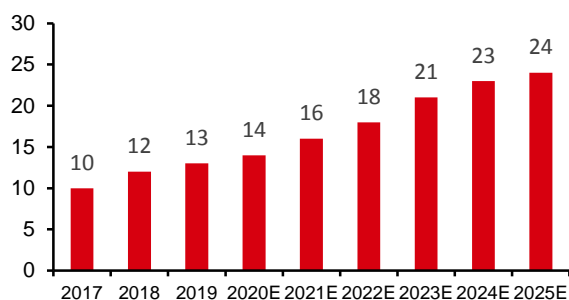
万亿元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
住户贷款	23.2	27.0	33.4	40.5	47.9	55.3	63.2
经营贷	7.8	8.1	8.3	9.0	10.1	11.4	13.6
同比增速	13%	4%	3%	8%	12%	12%	20%
消费贷	15.4	19.0	25.1	31.5	37.8	44.0	49.6
剔除住房按揭	10.6	13.1	18.0	21.9	25.8	30.2	34.5
狭义个人消费贷	4.8	5.9	7.1	9.6	12.0	13.8	15.1
同比增速	20%	23%	20%	36%	25%	15%	9%
剔除信用卡	2.3	3.1	4.1	5.6	6.9	7.6	7.9
狭义且剔除信用卡后	2.4	2.8	3.0	4.1	5.2	6.2	7.2
同比增速	14%	14%	8%	36%	27%	20%	16%

资料来源：中国人民银行，中国银保监会，中信证券研究部

非传统金融服务提供方零售信贷过往 5 年 CAGR 90.4%。2015 年后，各大互联网平台纷纷推出具备场景的信用支付和可取现贷款服务，特别是 2017 年以来保持较高增速。根据 Oliver Wayman 数据，2020 年 6 月末主要非传统金融服务提供商（多为助贷平台）的零售信贷未偿贷款余额总额达到 3.6 万亿元，其中个人消费贷款余额为 2.8 万亿元，小微企业主贷款余额为 0.8 万亿元。主要非传统金融服务提供商的未偿零售信贷余额总额过往 5 年 CAGR 为 90.4%

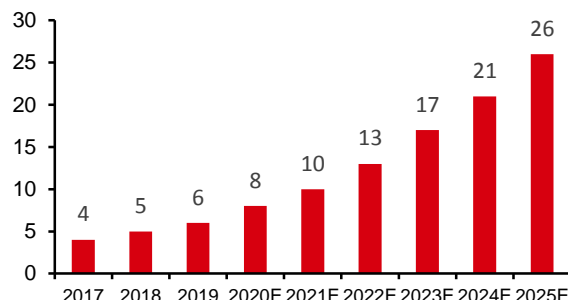
2025 年零售信贷市场规模有望超 50 万亿元，线上渗透率达到 50%。根据 Oliver Wayman 预测数据，中国消费信贷市场规模将从 2019 年的 13 万亿元增长至 2025 年的 24 万亿元，期间年均复合增长率为 11%；中国的在线消费信贷规模在 2025 年将达到 19 万亿元，年均复合增长率达到 20%；中国单笔金额低于 50 万元的小微经营者信贷余额将从 2019 年的 6 万亿元增长至 2025 年的 26 万亿元，期间年均复合增长率达到 27%；在线小微经营者信贷规模到 2025 年可达到 16 万亿元，2019 年至 2025 年间年均复合增长率为 41%。

图 17：中国消费信贷余额（万亿元）



资料来源：Oliver Wayman（含预测），中信证券研究部

图 18：单笔金额小于 50 万元小微企业经营者经营贷余额（万亿元）



资料来源：Oliver Wayman（含预测），中信证券研究部

■ 竞争壁垒：成熟模式+全价值链风控+监管领悟+平安基因

平安普惠独具特色，市场份额排名第二

在小微企业贷款市场，平安普惠市场份额排名第二。从竞争格局看，在小额、高利率、长久期的小微企业主贷款市场，平安普惠规模明显领先大多数同业。根据 Oliver Wayman 数据，2020 年 6 月末，在中国零售信贷市场，平安普惠市场份额~12%；在小微企业贷款市场，平安普惠市场份额为 32%，与第一名 38%-48% 的市场份额差距较小。从平均贷款额看，平安普惠显著高于一般 Fintech 平台，是同业的 3-5 倍。

表 14：中国零售信贷市场 Top 5 非传统金融服务商（2020H1）

	提供商	估测余额（十亿元）	市场份额	估算平均贷款额（元）
1	Player 1	2,000–2,300	46–53%	5,000
2	Lufax	519	12%	146,513 (一般无抵押) 422,398 (抵押)
3	Player 3	330–380	7–9%	9,000
4	Player 4	200–250	4–6%	3,000

5	Player 5	90-120	2-3%	3,000
---	----------	--------	------	-------

资料来源: Oliver Wayman, 中信证券研究部

表 15: 中国小微企业贷款市场 Top 5 非传统金融服务商 (2020H1)

	提供商	估测余额 (十亿元)	市场份额	贷款类型
1	Player 1	400-500	38-48%	中等额度, 无抵押
2	Lufax	331	32%	大额, 无抵押及有抵押贷款
3	Player 3	40-70	4-7%	大额, 无抵押
4	Player 4	30-40	3-4%	大额, 无抵押
5	Player 5	20-30	2-3%	大额, 无抵押

资料来源: Oliver Wayman, 中信证券研究部

平安普惠专注于解决小微企业主的大额信贷难题。小微企业融资具有“短、小、频、急”的特点和“缺信息、缺信用”的弱点。面临周期波动或外部竞争时, 容易出现流动性问题。风控难点体现在: ①从信贷特征看, 小微企业资本实力较弱, 缺少固定资产可资抵押, 难以适用传统金融机构的风控策略。②从财务特征看, 小微企业很多是“夫妻店”模式, 缺乏成熟的财务管理机制, 生产经营日常生活现金流混用, 提高了放贷机构的风险评估难度。③从风险特征看, 这类企业融资渠道不畅, 再融资能力匮乏, 信贷违约技术性规避能力差, 容易从逾期向坏账迁移。

与 Fintech 公司和商业银行形成错位竞争。

- ✓ **多数流量平台主要专注于纯线上贷款模式, 平均授信额度较小, 利率更低。**流量平台通常依赖生态场景实现用户洞察、风险定价、贷后管理和债务追偿, 较低的风险成本使其有能力为客户提供更低的利率。此类商贸场景下, 小微客户借款需求主要来自短期流动性周转, 额度不高。如网商银行的网商贷平均额度在 2-3 万元之间, 贷款期限不超过 12 个月, 实际已结清贷款平均期限少于 3 个月。
- ✓ **中大型商业银行出于成本和坏账率考虑, 难以下沉至平安普惠的客群。**商业银行主攻优质小微企业, 提供贷款额度更大, 利率更低。根据监管要求, 《关于 2021 年进一步推动小微企业金融服务高质量发展的通知》提出普惠型小微企业贷款全年要继续实现增速、户数“两增”的目标, 其中五家大型银行要继续维持普惠型小微企业贷款全年增长 30% 以上。银行为了保持较高增速, 其户均贷款规模一般在 100 万元以上, 最高可达 1000 万元。另外, 商业银行对小微客群下沉态度谨慎:
 - 银行风控繁琐, 通过率低, 单账户运营成本高。
 - 监管要求为中小企业减负 (降低利率), 低利率难以覆盖信用风险成本。
 - 根据我们对平安产险保证保险的测算, 平安普惠在未核销、无增信进行代偿下, 实际坏账率一般在 3%-5%, 特殊年份可达到 6-7%, 这是银行难以接受的。
- ✓ **少数城商行具有竞争力, 但其经营受到地域限制。**在长三角部分城商行普惠业务

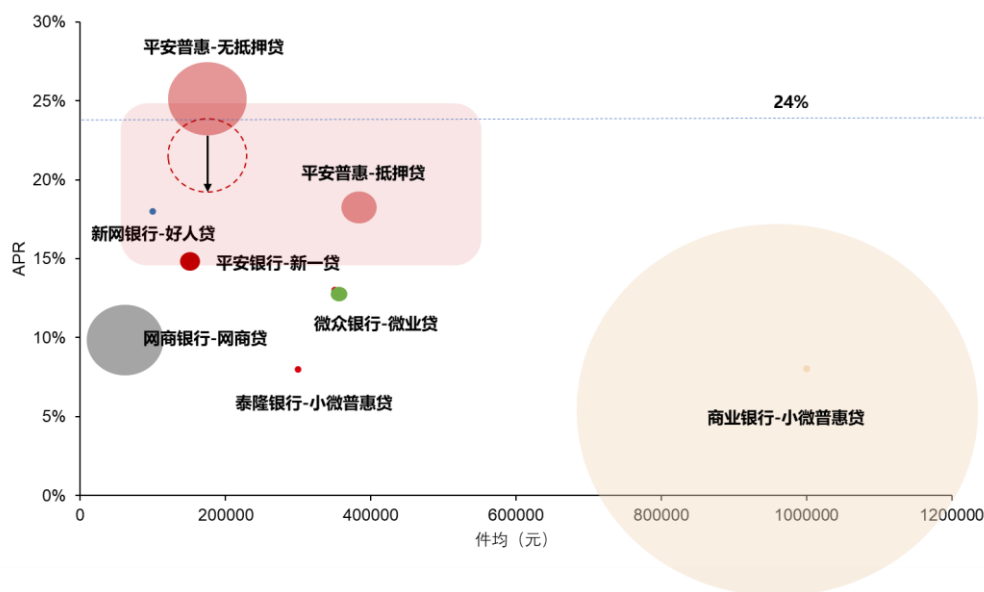
发展良好，如台州银行，浙江泰隆商业银行。但其经营受地域限制，而平安普惠网点已遍布全国。

表 16：陆金所控股分支结构遍布全国（家）

地区	办公室数量
广东	78
上海	20
江苏	57
四川	31
山东	31
安徽	23
河南	34
湖北	28
河北	25
浙江	42
其它	289
合计	658

资料来源：公司财报，中信证券研究部

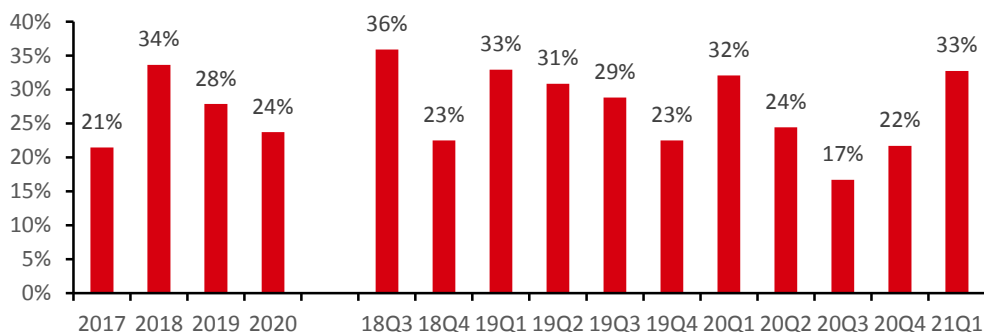
图 19：平安普惠在零售信贷市场差异化定位



资料来源：Wind，各公司财报，中信证券研究部

资金方、增信方和平安普惠三方共赢，过往均取得丰厚利润回报。由于存在增信方代偿，银行作为资金方获取的几乎为无风险收益，即使扣减自身运营成本，在其高杠杆模式下，ROE 依然可观。从陆金所控股过往利润率看，2017 年至今归母净利润率均在 20% 以上，2021Q1 在模式调整完毕后重新又回到了 33%。对于第三方增信方，我们以承保份额占比最高的平安产险为例，其保证保险自 2012 年以来，除 2020 年由于疫情冲击承保亏损外，均实现承保盈利。承保利润率基本保持在 10% 以上，自 2015 年以来累计为产险贡献了 79 亿承保利润。

图 20: 陆金所控股归母净利润率



资料来源: Refinitiv, 中信证券研究部

表 17: 平安产险保证保险综合成本率及分析

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
承保金额	109,425	117,407	148,538	16,828	36,404	119,883	131,296	264,214	335,613	374,438	412,645
保费收入	1,653	4,731	7,974	9,605	15,299	13,532	8,136	19,880	33,012	34,708	37,429
已赚保费								12,066	19,414	24,135	28,323
赔款支出	67	176	602	1,233	1,987	3,325	3,091	8,130	13,789	18,307	26,065
承保利润	-39	-21	348	1,288	2,765	3,198	2,696	1,379	2,205	1,552	-3,125
准备金余额	2,028	4,773	11,103	13,120	18,214	20,385	19,265	31,830	46,411	55,359	64,710
综合成本率	102.4%	100.4%	95.6%	86.6%	81.9%	76.4%	66.9%	88.6%	88.6%	93.6%	111.0%
分析											
信保费用率	1.5%	4.0%	5.4%	57.1%	42.0%	11.3%	6.2%	4.6%	5.8%	6.4%	6.9%
坏账率	0.1%	0.1%	0.4%	7.3%	5.5%	2.8%	2.4%	3.1%	4.1%	4.9%	6.3%
实际费率差	1.4%	3.9%	5.0%	49.8%	36.6%	8.5%	3.8%	1.5%	1.7%	1.6%	0.5%

资料来源: 平安产险财报, 中信证券研究部 注: 以保费收入/承保金额衡量借款人所需支付信用保证保险费率, 以赔款支出/承保金额衡量平安产险承担风险部分坏账率, 由于入账时点不同和会计准则影响, 与真实情况存在一定偏差

表 18: 平安普惠助贷业务获客成本

占新增贷款额比率	2017	2018	2019	2020
新借款人获客成本	2.5%	2.6%	2.8%	2.4%
助贷一般销售和营销费用	1.1%	1.1%	0.8%	0.8%
合计	3.6%	3.7%	3.6%	3.2%

资料来源: 公司招股说明书, 公司财报, 中信证券研究部

壁垒一: 成熟的商业模式

平安普惠创始团队来自韩国花旗小贷, 他们带来了韩国成熟的商业模式和积累的风控模型。2007 年平安自韩国花旗引入了其小贷团队的三位高管:

- ✓ **宋光洙 (Kwang Soo Song, KS)**, 平安财险原副总经理兼信保事业部总经理, 2014 年前负责平安信保业务。曾就职于韩国花旗银行, 此前在小额信贷及信用保险领域具有 20 年经验, 有超过 10 年风控领域工作经验。
- ✓ **赵容爽 (Yong Suk Cho, YS)**, 现任平安普惠 CEO, 是平安当初引入的另一位韩国花旗“外脑”, 追随他在花旗时的老板, 当时任平安银行行长的 Richard 一

同加盟平安。自 1999 年至 2007 年任韩国花旗投资组合管理团队副总裁，2006 至 2007 年间担任汇丰银行首尔分行市场部高级副总裁。2007 年加入平安后曾任信保事业部总助及副总经理，分管企划、财务和风控。2014 年接任信保事业部总经理，并于 2015 年主导了平安普惠的整合并掌舵至今。

- ✓ **林允祯**，为平安普惠副总经理兼 CRO，负责风险管理和贷后管理。曾任韩国花旗银行信用卡业务规划与分析部主管及渣打银行个贷风控部主管。2007 年加盟平安后，曾担任多个个贷业务风险管理职位。从 2016 年开始，通过引入人脸识别、语音识别、语音转文字、机器人催收和 AI 审批等新技术，林允祯女士领导平安普惠将风险管理从传统模式转型为基于新技术和数据的线上模式。

学习韩国经验，推出“保证保险+银行贷款”模式，并已成功运作 15 年。在 2007 年推出“保证保险+银行信贷”模式前，平安的小额贷款主要通过平安信托的信安易贷进行，当时市场主体众多，竞争激烈，而且信托无法异地放款。彼时借鉴韩国经验，平安提出信用保证保险贷款模式，得以在全国展业。整个风控流程需经平安产险和银行“双层过滤”。平安信保完全承担客户不还款责任，银行不承担风险成本，双方责任清晰。**信用保证保险经监管合规备案，该模式已成功运作 15 年。**

壁垒二：贷前-贷中-贷后全价值链风控体系

风险成本弹性最大，风控是信贷业务的核心。信贷业务是标准化金融业务，成本是竞争焦点。我们将信贷成本分为四部分：获客成本、资金成本、运营成本（包括风险评估与交易尽调等在内的风控成本以及其它运营成本），以及信用风险成本。四类成本中，资金成本相对刚性，上下限相对固定；获客成本由获客场景和商业模式决定；运营成本随着规模经济性可被逐渐摊薄，信用风险成本弹性最大。风控本质是通过增加运营成本替代风险成本，通过减少信息不对称抑制信用风险。因此，风控能力是整个信贷业务的核心。

全价值链风控能力是平安普惠的核心竞争力。平安普惠通过控制获客成本和运营成本，成功限制了资金方风险敞口，进而与其建立了长期信任，进一步降低了资金成本，以及信贷价值链整体成本。这依赖于平安普惠早期的业务团队，在平安集团支持下，经过 15 年积累，建立了丰富的数据库和风控模型，叠加成熟的贷前-贷中-贷后管理体系。

全价值链风控体系包括：

- ✓ **贷前：**O2O 展业模式带来的风控前置，是公司有别于其它平台的最核心竞争力；
- ✓ **贷中：**平安普惠拥有 15 年积累的专有数据+外部第三方数据+打磨成熟的风控模型，需经过多方独立的四轮审批流程；
- ✓ **贷后：**自有催收服务体系和完善的贷后管理。

贴地经营有助于风控前置，降低风险成本。

- ✓ **平安普惠主要通过三大渠道获客：**直销团队、渠道合作伙伴以及电销团队。

- **直销渠道：**通过直接向客户经理依据贷款规模按比例支付佣金进行获客。截至 2020 年末，公司直销渠道拥有 5.88 万名全职员工，其中 95% 以上的员工具有大专以上学历，覆盖了除西藏以外的全国所有省份的 280 多个城市。2020 年直销渠道新增贷款达到 2746 亿元，占比 49%，渠道占比持续提高，各渠道中增速最快。按获客成本/新增表外贷款估算佣金率，直销渠道相较于渠道合作更加可控和经济，2020 年平均佣金率为 1.8%。平安普惠正着手在提高客均借贷规模的同时下调佣金率，希望在客户经理佣金收入保持不变的情况下，进一步压降获客成本。
- **渠道合作伙伴：**包括平安生态以及其它 280 多家活跃的第三方渠道，作为直销渠道的重要补充。渠道机构向平安普惠介绍借款人，平安普惠则按笔为贷款支付转介费。平安是其最重要也是最优质的合作渠道，主要通过寿险代理人面向 2.18 亿存量客户筛选和推介。平安生态 2020 年新增贷款达到 2049 亿元，占比 36%。根据公司招股书披露，约 100 万平安代理人中仅有高个位数的参与了平安普惠贷款的交叉销售。我们预计未来这一比例有望提升至 10%。按典型佣金率 2%-2.5%，单个代理人月营销一单 20 万元贷款计算，其综拓收入可达到 4000-5000 元。与平安代理人平均 5000-6000 元的寿险收入相比，具有吸引力。而且，在当前寿险行业存在转型压力下，刚需的贷款有助于代理人维持客户黏性。其它渠道包括支付机构销售点、税务系统提供商以及二手车平台等，2020 年新增贷款 190 亿元，占比仅 4%。

表 19：平安寿险代理人收入概况

	2017	2018	2019	2020
月均代理人数量（万）	126	132	120	105
代理人收入（元/人均每月）	6,250	6,294	6,309	5,793
其中：寿险收入（元/人均每月）		5,414	5,512	4,629
代理人个险新保单件数（件/人均每月）	1.22	1.22	1.38	

资料来源：中国平安财报，中信证券研究部

- **电销渠道：**平安普惠拥有一支约 4000 名员工的电销团队。主要面向一般无抵押贷款的回头客。针对连续 9 个月偿还当前贷款的借款人和已经偿还贷款的借款人，申请流程可以简化并迅速完成。电话销售主要为这部分客户提供协助，既能够降低平安普惠的边际获客成本，又有助于跟踪当前未偿余额的风险情况。

表 20：零售信贷新增贷款渠道结构

十亿元	2017	2018	2019	2020
直销	126.0	147.5	221.6	274.6
渠道合作伙伴	103.2	117.6	213.6	223.9
其中：平安生态	65.1	104.5	197.4	204.9
在线和电话营销	50.3	61.8	57.4	66.5
合计	279.5	326.9	492.6	565.0
结构				
直销	45%	45%	45%	49%

十亿元	2017	2018	2019	2020
渠道合作伙伴	37%	36%	43%	40%
其中：平安生态	23%	32%	40%	36%
在线和电话营销	18%	19%	12%	12%
增速				
直销		17%	50%	24%
渠道合作伙伴		14%	82%	5%
其中：平安生态		61%	89%	4%
在线和电话营销		23%	-7%	16%
合计		17%	51%	15%

资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信证券研究部

- ✓ **贴地经营有助于风控前置，是借款人还款能力判断的必要手段。**平安普惠的渠道建设与其客群相匹配，因为贷款需求在 10-40 万元间的小微企业主通常年龄在 40 岁左右，对技术不敏感，通过网上申请贷款的积极性不高。加之目前借款人的财务和信用信息线上化率不足，过度收集可能带来合规风险。直销团队与借款人接触密切，相较信审人员对借款人了解更加全面。由于销售人员的佣金与贷款质量挂钩，在获客时实际已经进行了第一道风控。因此线下渠道对于打入中小企业市场并获得目标客户至关重要。

依托平安普惠 15 年数据积累和中国平安广泛的数据资源，已获得成熟的风控模型。

- ✓ **平安普惠风控数据包含企业主和企业两个层面。**小微企业信贷同时兼具个人零售和企业经营双重属性，欺诈风险和信用风险双高。因此，除针对小企业主个人授信以防止其通过对企业有限责任逃避债务外，在风控中平安普惠既关注借款人的个人情况，也关注企业经营层面数据。

表 21：平安普惠风控数据包含企业主和企业两个层面

个人情况 KYC (Know your customer) 主要信息	
信用记录	征信报告，黑名单等
非信用证明	保险、房产、车产、收入证明等
消费相关	银联数据，电商消费数据等
行为数据	GPS 定位及活动轨迹，APP 操作行为等
AI related	人脸、人声、微表情及周边背景等
企业情况 KYB (Know your business) 主要信息	
信用记录	企业征信记录，企业工商登记历史等
财务相关	完税证明，POS 流水，银联数据
业务相关	水电费、专利权、企业保险等

资料来源：平安普惠官网，中信证券研究部

- ✓ **通过数据驱动的风险管理，更偏重于信用和财务信息。**平安普惠既依赖于自身专有数据库，也广泛采购第三方数据，并通过外部数据商合规访问平安生态数据。这些数据包括央行征信数据、其它政府信息公开数据、各种消费、社交和其它行为数据，经用户授权后进行合规访问。相较于其它线上助贷机构，平安普惠的信用评估数据具有以下鲜明特征：

- **自身专有的超过 15 年的全周期信贷数据。**这是平安普惠最大的数据财富，15 年间平安普惠接受了约 5400 万个独立的个人申请人，并可访问约 1000 个企业的企业数据。由于平安普惠自诞生以来目标客群即相对稳定，特别是展业初期，客群相较现在更加下沉，在此数据集训练下，风控模型有效性已经较为成熟。
- **通过壹账通合规访问平安生态数据。**2020 年平安普惠~40%的借款人来自于平安生态交叉销售，普遍具有保单作为增信依据。通过壹账通提供的风控服务，平安普惠可以获取这部分借款人在平安综合金融生态体系下脱敏后的信用评估结果。
- **通过地方政府和外部服务商收集的区域特征数据。**小微企业的地域特征鲜明，因此对于不同地区的小微企业所需数据不同。而且这些数据通常较为分散，不同地区由不同的政府部门和服务商负责管理和服务。这需要在地方具有广泛的长期合作关系，并在长期业务实践中慢慢积累。
- **更聚焦于信贷和财务数据。**在反欺诈过程中，行为数据的交叉验证信用和财务一样有效。而在评估借款人还款能力的过程中，信用和财务数据的预测能力更强。相较纯线上平台，平安普惠对信贷和财务数据依赖度更高。平安普惠从借款人的 7000 多个变量中，选择 1591 个最相关的变量来构建反欺诈模型，选择 1570 个最相关的变量来构建贷款决策模型。信用和财务数据约占平安普惠反欺诈评估变量的 60%和信用评估变量的 89%。

贷中审批是风控体系的重中之重，三方增信模式下借款人需要经历四轮审批过滤。借款人在约 20 分钟的信贷评估审批中，需要经过四轮过滤才能申请成功。

- ✓ **平安普惠反欺诈评估：**主要针对身份冒用、负面记录和有组织骗贷。平安普惠利用面部识别、指纹、身份信息和银行卡交叉印证借款人数据；通过黑名单和负面清单过滤；并通过图谱、NPL 等技术识别有组织的欺诈意图。平安普惠的欺诈检测模型包含 1000 多条专家规则。
- ✓ **平安普惠信用评估：**主要包括应用评分模型、基于风险的定价模型和贷款规模模型三个关键模型。
 - **应用评分模型：**为每个借款人生成评分，用以确定借款人是否有资格获得给定的贷款，G8 及以上风险评级才有资格。2020 年，平安普惠对 67.8%的无抵押贷款借款人进行了人工智能辅助的现场访谈或纯人工智能访谈，其余 32.2%借款人数据没有进一步面谈确认的需要。现场采访通过网络视频进行，并通过微表情和语音情感分析借贷人的情绪反馈，以帮助评估借贷人的可信度。随着“行云”AI 智能贷款系统推出，未来平安普惠有望实现 100%全自动信审。
 - **风险定价模型：**考虑借款人的风险评级和债务收益率以及借款人资产的价值，以确定适当的基于风险的定价。只有当其定价不高于法律允许最高 APR 时

才有资格获得贷款，目前 APR 上限为 24%。

- **贷款规模模型：**主要基于借款人授权使用的信用和财务信息，除必须的央行征信查询外，还包括如其他贷款或信用卡还款记录、保险还款记录、汽车价值、社会保险记录等。由于平安普惠专注于大额贷款，借款人只有在达到最低信用门槛（至少 2 万元人民币）时才有资格获得贷款。

- ✓ **第三方增信独立评估：**涉及第三方增信的贷款申请，平安普惠会将贷款申请提交给增信机构独立评估。
- ✓ **资金方独立风控：**平安普惠将认为符合资金方贷款标准的借款人匹配给资金合作伙伴，将贷款申请提交给资金方进行独立风控。资金方需独立审查所有申请信息，并作出决定是否放款。贷款由资金方直接支付给借款人。

完善的贷后管理和专属催收团队保障合规性和回收率。

- ✓ **分类监控资产风险，针对性提供自动化还款提醒。**平安普惠定期检查借款人的央行征信贷款记录，并利用客户细分模型将其贷后服务风险进行分类。针对低风险借款人，通过短信提醒；中高风险借款人则通过 AI 电话完成。2020 年平安普惠 57% 的还款提醒通过短信完成，43% 通过人工智能电话。借款人逾期一天，即会收到 AI 电话联系；80 天以内的催收由平安普惠自有贷后服务团队完成；超过 80 天的拖欠贷款则由外包第三方负责。
- ✓ **自建万人催收团队，保障合规性和有效率的同时，实现对风控模型反哺。**由于平均贷款规模较大，自建催收团队对平安普惠而言更具成本效益。截至 2020 年末，其自有催收团队员工数为 10070 人。平安普惠建有严格的合规催收流程，催收人员无法获取借款人的手机号码，只能通过公司系统与借款人联系，联系全过程将被记录和保存在区块链上，用于解决投诉争议和合规检查。技术赋能下产能提升，催收员的人均服务未偿余额从 2018 年的 3460 万元提升至 2020 年的 5410 万元。
- ✓ **平安普惠针对抵押贷款提供抵押贷款止赎服务。**作为第三方增信合作伙伴的代理，平安普惠通过其当地团队（必要时通过第三方本地服务商）回收抵押品，并给出评估建议，启动住宅止赎程序。一旦需要，平安普惠将通过拍卖或寄售方式处置抵押品，尽量减少担保方损失。

稳定的资产质量是三方共赢的基础。

- ✓ **从资产质量看，平安普惠过往保持相对稳定。**信贷资产质量作为风控结果，最能反映平台风控能力的高低。遵循行业惯例，平安普惠共使用逾期率，逾期率 Vintage 曲线以及迁徙率三类指标衡量贷款质量。
- ✓ **由于三方增信模式下超过 180 天核销坏账由保险或担保机构代偿，逾期率可反映平台整体促成信贷资产质量。**平安普惠用 30 天逾期率和 90 天逾期率来衡量。

30 天逾期率定义为该时点逾期 30 到 179 天的未偿贷款余额/该时点总余额；90 天逾期率定义为该时点逾期 90 到 179 天的未偿贷款余额/该时点总余额。

- ✓ **无抵押贷款逾期率已恢复至疫情前水平。**2019 年无抵押贷款的 30 天逾期率和 90 天逾期率分别为 1.8%和 1.0%，抵押贷款则为 0.6%和 0.3%。2020 年由于新冠疫情冲击走高，但随着下半年疫情好转。无抵押贷款 30 天逾期率从 6 月末的 3.3%下降至年末的 2.3%，2021 年 3 月末仍稳定于 2.3%；90 天逾期率则从 6 月末的 2.1%下降至年末的 1.3%，2021 年 3 月末进一步下降至 1.2%。
- ✓ **抵押贷款逾期率也恢复至疫情前水平。**抵押贷款 30 天逾期率从 6 月末的 1.4%下降至年末的 0.7%，2021 年 3 月末降至 0.6%；90 天逾期率则从 6 月末的 0.9%下降至年末的 0.4%，2021 年 3 月末进一步下降至 0.3%，均已恢复至 2019 年末水平。

表 22：平安普惠促成贷款整体逾期率表现

	2017	2018	2019	2020	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
DPD30+								
一般无抵押贷款	1.3%	1.8%	1.8%	2.3%	3.3%	2.5%	2.3%	2.3%
有抵押贷款	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	1.4%	0.9%	0.7%	0.6%
合计	1.0%	1.5%	1.6%	2.0%	2.9%	2.2%	2.0%	2.0%
DPD90+								
一般无抵押贷款	0.7%	1.0%	1.0%	1.3%	2.1%	1.5%	1.3%	1.2%
有抵押贷款	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.9%	0.5%	0.4%	0.3%
合计	0.5%	0.9%	0.8%	1.2%	1.8%	1.3%	1.2%	1.1%

资料来源：公司招股说明书、公司财报，中信证券研究部

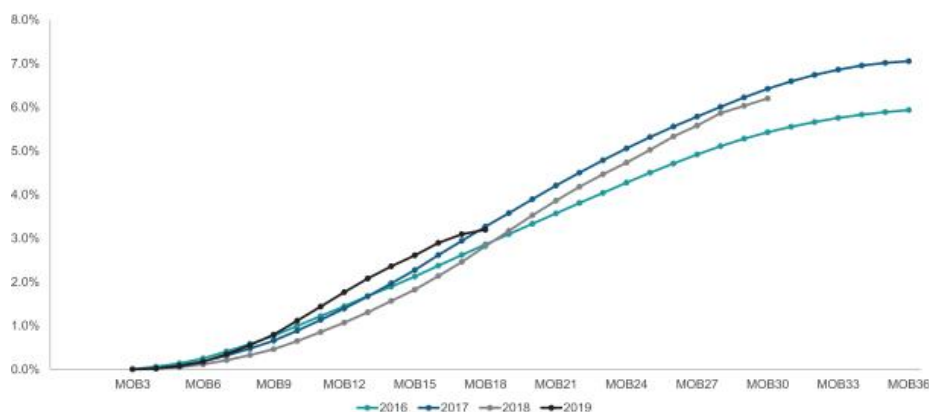
表 23：无抵押贷款逾期率表现（借款利率别）

	2017	2018	2019	2020
24%以下	0.9%	0.6%	0.7%	0.4%
24%-30%	0.6%	1.0%	1.4%	3.2%
30%以上	2.1%	3.3%	3.0%	4.9%
合计	1.3%	1.8%	1.8%	2.3%

资料来源：公司招股说明书、公司财报，中信证券研究部

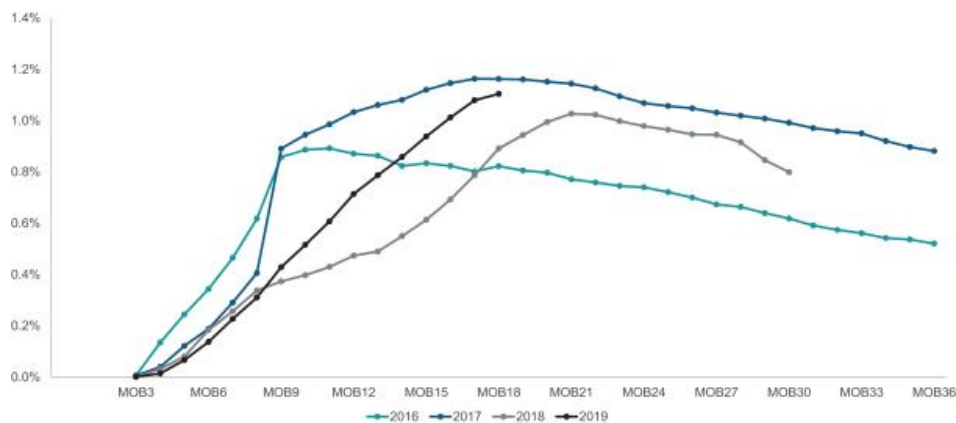
- ✓ **相较于核销后的逾期率,DPD 90+ 的 Vintage 曲线更能反映其真实的资产质量。**平安普惠无抵押贷款的 DPD 90+的 Vintage 曲线最终稳定值在 6%-7%，而抵押贷款的高点则在 1%-1.2%。

图 21：无抵押贷款 DPD 90+ Vintage 曲线



资料来源：公司财报

图 22：抵押贷款 DPD 90+ Vintage 曲线



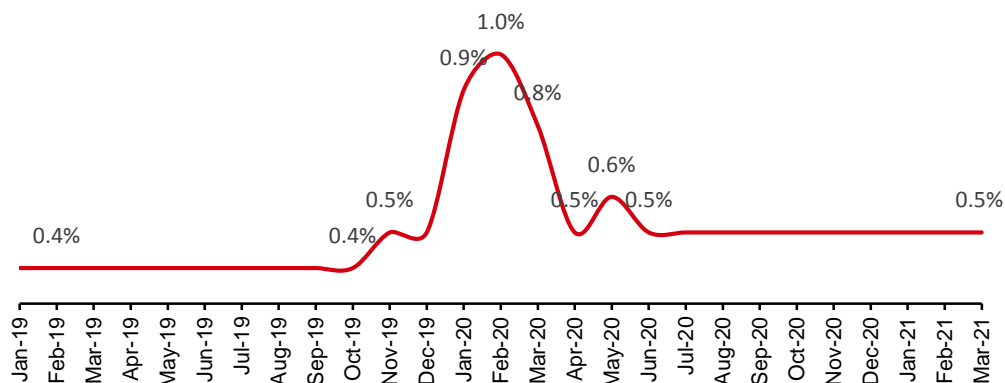
资料来源：公司财报

- ✓ **迁徙率作为前瞻指标。**对未来 30 天逾期率具有指引作用。对于逾期 1-89 天产品，迁徙率被用来估计在三个月结束时将变为不良资产的贷款比例。迁徙率定义为：

$$\frac{\text{本月 } 1-29 \text{ DPD}}{\text{上月当前贷款余额}} \times \frac{\text{本月 } 30-59 \text{ DPD}}{\text{上月 } 1-29 \text{ DPD}} \times \frac{\text{本月 } 60-89 \text{ DPD}}{\text{上月 } 30-59 \text{ DPD}}$$

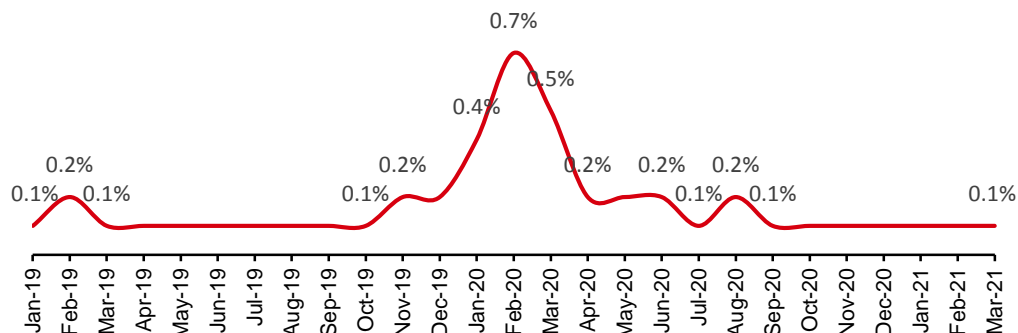
平安普惠 2021 年无抵押贷款迁徙率维持在 0.5%，2020 年疫情期间最高达到 1.0%。
抵押贷款 2021 年迁徙率维持在 0.1%，2020 年疫情期间最高达到 0.7%。

图 23：无抵押贷款 1-89 天迁徙率



资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信证券研究部

图 24：抵押贷款 1-89 天迁徙率



资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信证券研究部

申请流程线上化摊薄运营成本。除前端获客外，平安普惠整个信贷业务的其它申请流程均通过线上完成。线下-线上无缝衔接提升用户体验。

- ✓ **借款人通过手机号码即可创建账户，并通过面部识别或指纹验证身份。**一旦确认借款人身份，平安普惠即可通过数据分析实时进行信贷评估。APP 允许借款人自主上传保单、房产、车产、税单以及 POS 流水等资料进行增信。针对担保贷款，平安普惠正在试点在线抵押流程，并且仅需访问一次抵押品在政府部门登记记录。
- ✓ **2021 年 6 月，平安普惠正式推出 AI 智能贷款解决方案“行云”，面向无抵押贷款的 AI 申请和审批流程。**该流程使用自动语音识别、OCR 和自然语言处理与潜在借款人进行沟通。整个流程仅需 20 分钟，完全实现屏幕交互，0 文本输入。在面谈过程中，后台无缝进行反欺诈、信用评估和贷款审批流程。交互结束前即可完成信审，借款人在线签署合同后，同一天即可完成资金划转。目前，“行云”AI 智能贷款解决方案已经在平安集团兄弟公司中实现输出并实际应用，未来将输出给更多信贷服务机构。

图 25：平安普惠线上申请流程



资料来源：陆金所控股官网

表 24：平安普惠“行云”AI 智能贷款解决方案

技术	具体应用	效果提升
真人 AI 影像技术 全面对面服务	借助 14 大专业知识库，实现 7*24 小时 AI 客服智能引导，主动实时识别客户疑虑、解答客户疑问，全程无断点申请，将接近真人的 AI 专业服务应用于整个借款流程	该系统减少断点 47%，审批、出额无缝衔接，有效避免客户脱落；
零文本输入 减少客户操作	借助 OCR 光学字符识别、ASR 自动语音识别、NLP 智能语义理解、电子签章等技术，让借款人只需与 AI 客服面对面交流就可借款，将传统借款流程超过 300 个文本输入直接降至 0	
无感授信 瞬间出额	客户与 AI 沟通过程中即完成通过直连外部财务、行业、经营数据，实现最高 100 万额度无感授信	
无感风控 边问边审	客户仅需与 AI 交流一些基本信息，同时后台引进应用客户关系网络、AI 相面、微表情、黑背景识别、黑声纹等审批黑科技技术实现实时审批	小微客户借款申请流程平均耗时降低 44%，大幅节省客户操作时间。
将消费者保护融入整个借款流程	通过 AI 技术实现了整体操作流程的数字化再造，保证用户隐私数据不被泄露 将客户授权、权益确认、服务及收费确认等消保措施无缝衔接，连贯打通，创新地进行全程视频录音录像、全程无感身份认证，通过第三方存证+电子签章技术，全面保护客户知情权、自主选择权	消费者保护取得成效，贷款相关异议咨询下降 50%。

资料来源：陆金所控股官网，中信证券研究部

壁垒三：监管领悟能力

对监管政策的理解能力和前瞻判断是金融科技公司的核心竞争力。完善的监管体系是金融科技行业行稳致远的基础，监管政策变化是金融科技公司面临的最重要的风险。陆金所控股的业务结构，伴随金融科技监管政策的变化而几经更迭，体现了公司对监管政策的洞察力和强大的执行力。公司经历了三次重要转型：

- ✓ **剥离 P2P 业务，下架 B2C 产品，向轻资产第三方代销平台转型。**2015 年 7 月开始，监管针对 P2P 平台监管意见陆续出台，开始打击行业内大量自融/虚假标的/集资诈骗等行为。2016 年 8 月后，随着《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》《互联网金融风险专项整治工作实施方案》等下发，监管态度逐渐清晰。陆金所积极顺应监管要求，在 2016 年 12 月即对 P2P 业务进行剥离。2017 年 12 月 57 号文后监管明确打击 B2C 产品，陆金所也迅速反应，停止新增产品。2017 年末，平台尚余 1984 亿 B2C 产品，在 2018 年内全部清退，是少数按照

监管规定在 2018 年 6 月末实现全部清零的平台之一。陆金所彻底转向代销第三方产品的轻资产模式，不对风险进行兜底。

- ✓ **应对 ABS 纳入小贷杠杆约束，融资模式转向 P2P 和金融机构并重。**2017 年前，通过小贷牌照将信贷资产 ABS 是公司零售信贷业务重要的资金来源。2017 年 12 月，141 号文下发，监管要求 ABS 出表规模纳入小贷公司杠杆计算。由于彼时小贷公司普遍杠杆限制在 2-3 倍，这使得 ABS 模式难以适应业务增长需要，平安普惠融资渠道转向零售与机构并重，在拓宽银行和信托渠道同时，通过 P2P 提高资金来源的多元和灵活性。2017 年末，来自于自有小贷渠道资金占比仍达 48%，P2P 占比 33%，银行占比 19%。2018 年末，自有小贷渠道资金占比仅余 3%，P2P 渠道占比达到 49%，银行和信托占比 48%。
- ✓ **清退 P2P 业务，零售信贷和财富管理彻底转型轻资本模式。**随着 P2P 行业整治力度持续加大，监管清退态度逐步明晰，公司于 2019 年 8 月宣布将停止新增 P2P 业务，并逐步清退存量。自此，公司财富管理平台不再提供 P2P 产品，并同时停止使用 P2P 资金作为零售信贷资金来源。2019 年末，P2P 占其信贷资金渠道比例为 15%，较 2018 年的 49%大幅降低，2020 年中期末已全部清零。另一方面，2017/2018 年末，理财平台 P2P 产品规模分别达到 1380 亿元/1869 亿元，2019 年末压降至 1033 亿元，2020 年末已清退至 194 亿元，2021Q1 进一步缩减至 40 亿元，我们推断二季度已实现清零。

公司管理团队深厚的金融背景，有望在面对未来监管不确定性中保持优势。首先，控股股东中国平安，作为综合金融控股集团，与监管部门有长达 20 多年的沟通经验。其次，现有高管团队具有深厚的金融背景，对金融产品、监管政策、执行尺度、监管逻辑具有深刻洞察。这是与其他互联网背景的零售信贷平台最大的差异。陆金所控股在积极拥抱监管的同时，有机会积极推动监管改革以适应市场需求，这将使其在应对未来监管的不确定性中有望持续领先。

表 25：陆金所控股核心高管团队

高管	简介
冀光恒 陆金所控股董事长兼执委会主任	曾先后出任上海浦发银行总行副行长、上海农商银行董事长和宝能集团副董事长、联席总裁，有丰富的金融行业和多元产业集团经营管理经验。
计葵生 陆金所控股联席首席执行官	2011 年加入平安集团，并曾担任平安首席创新官。计葵生先后担任麦肯锡公司全球资深董事及台新金融控股公司运营长，在金融投资领域拥有超过 20 年的跨国和本土工作经验。
赵容爽 陆金所控股联席首席执行官	2007 年加入平安集团。自 2016 年起，担任平安普惠首席执行官。此前，曾担任花旗银行（韩国、泰国）全球个人业务副总裁、汇丰银行（韩国）个人金融服务及市场营销部高级副总裁，在消费金融业务领域具有累积近 20 年的丰富专业经验。

资料来源：陆金所控股官网，中信证券研究部

壁垒四：深厚的平安基因

健康的人力增长源自平安的执行基因和对销售人员的技术赋能。平安普惠的贷款增长驱动不仅来自于直销队伍的扩张，更多来自于人均产能的提升。过去 3 年间，人均产能的增速高于队伍规模扩张速度。招募队伍并保证队伍活动的积极性和合规性正是平安基因带

给平安普惠的先天优势。预计随着信贷与理财、保险产品交叉销售的加强，以及队伍规模达到一定量级后必然的增速放缓，未来平安普惠直销产能提升的重要性将进一步提升。

- ✓ **从队伍管理角度看，借鉴平安集团行之有效的队伍培训和管理经验。**相比于寿险的金字塔架构，平安普惠的直销团队架构更加扁平，管理人员和销售人员划分更加清楚，因此管理难度较寿险队伍小。从队伍规模看，相较于百万人级别的寿险代理人，平安普惠~6 万销售管理难度也更加小。因此，集团已经行之有效的培训和管理经验，对于平安普惠而言具有重要参考价值。平安普惠的代理人配有专属 APP，该系统能够实时跟踪并显示所有销售人员的位置和行踪数据；而且对于展业物料都有统一的制式要求，这有助于平安普惠强化队伍管理，保证合规展业。另一方面，队伍的培训也是重中之重。平安普惠的销售拥有专门经验交流的论坛和培训课程，通过行之有效的培训课程提高销售展业能力。
- ✓ **从技术赋能角度看，优化销售人员的时间管理，提升获客效率。**平安集团在技术赋能寿险代理人方面投入了大量精力和财力，积累了丰富的底层技术和经验。平安普惠代理人专属 APP 还配置了 AI 热力图，能够显示潜在借款人的位置与用户特征，并基于平安普惠的数据库给予信贷额度和通过率的初步评估。有助于销售人员锁定具有更高营销潜力的地区和潜在借款人，优化他们的时间和精力。此外，APP 还会根据销售所覆盖客户的行业特征，为销售推送行业新闻，帮助其提升对行业认知，丰富与客户的交流内容。

表 26：直销渠道队伍规模及人均产能

	2017	2018	2019	2020
年人均促成贷款额（百万元）	2.9	3.2	4.0	4.7
直销队伍规模（万人）	4.3	4.6	5.5	5.8
增速				
年人均促成贷款额		10%	25%	18%
直销队伍规模		6%	20%	5%

资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信证券研究部

平安集团内交叉销售是业务拓展和用户留存的有效手段。根据草根调研，业务员接触借款人后的转化成功率~16%。这意味着接触 10 个客户，有 8.4 个可能流失掉。平安集团 2.18 亿合规脱敏后的用户数据是潜在资源，通过交叉销售可以提高用户转化率和留存率。2020 年平安生态年促成平安普惠贷款规模 2049 亿，占公司新增贷款比重 36.3%；促成陆金所财富管理业务 1865 亿，占比 49.4%，导入财富管理用户量 460 万，对平安用户的渗透率仅为高个位数。

平安集团品牌背书，降低公司与金融机构业务合作和向大众客群展业的成本。平安普惠依托集团背书，更易获得传统金融机构的信任，这也使得其资金来源足够多元化，数轮模式调整对业务实质未造成明显冲击。借助集团品牌背书，更易与客户建立信任关系，降低获客成本。

平安产险的增信服务曾为平安普惠的发展奠定坚实的基础，未来需要降低平安产险风险承保比例，减少争议性关联交易。2020 年平安产险在平安普惠的增信业务中占比 85.3%。

为顺应监管变化，平安普惠将提高旗下担保子公司对表外贷款的增信比例，降低对平安产险的依赖。根据 2021Q1 业绩会管理层表态，公司计划最迟 7 月底完成风险承担结构调整，平安产险占比将降到 70%，未来将继续下降。余量部分由平安融担承接增加普惠自身风险承担比例，部分由其他 5 家增信合作伙伴承接。此外公司也在试水分润模式，目前 52 家合作银行中 17 家参与了这一计划。

■ 财富管理：恰逢压力与机遇并存的转型期

用户定位：中产和富裕用户，主要靠产品拉力获客

行业第三大非传统金融财富管理平台。根据 Oliver Wayman 报告，截至 2020 年 6 月末，陆金所是中国第三大非传统金融财富管理服务商，市场份额~5%，若剔除货币基金市场份额~9%。有别于流量平台主要聚焦于长尾用户，陆金所主要聚焦于中高净值客群，2020 年末活跃投资者客均资产规模达到 2.86 万元，是同业的 3 倍以上。

表 27：前五大非传统金融机构 - 按财富管理客户资产规模排名

排名	机构	客户资产规模 (亿元)	市场份额	客均资产 (元)
1	Player 1	40000-42000	48-51%	8000
2	Player 2	13000-15000	16-18%	8000
3	Lufax	3750	5%	29000
4	Player 4	2500-3000	3-4%	8000
5	Player 5	1800-2100	2-3%	11000000

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部 注：数据截至 2020 年 6 月 30 日

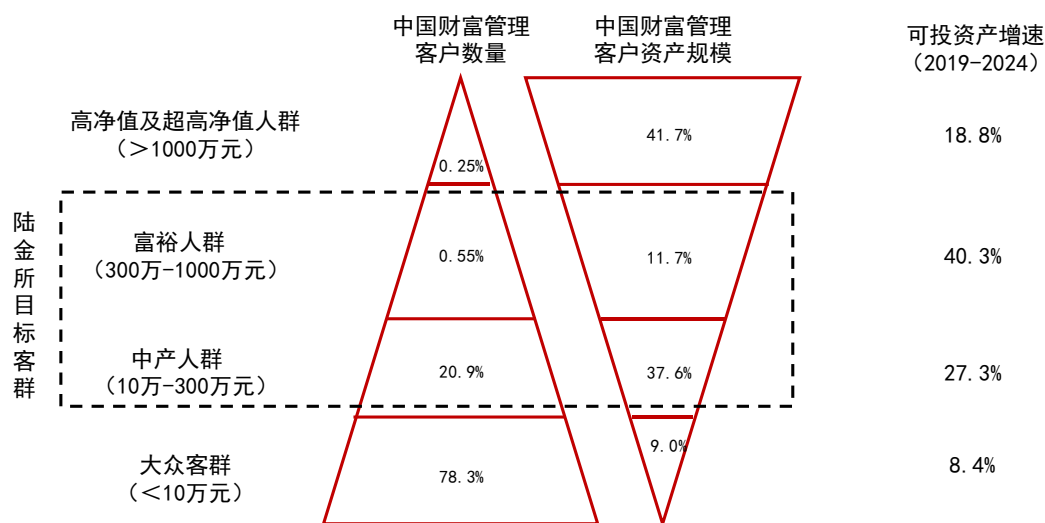
表 28：前五大非传统金融机构 - 按财富管理客户资产规模排名（不含货币基金）

排名	机构	客户资产规模 (亿元)	市场份额
1	Player 1	15000-17000	37-42%
2	Player 2	4500-5000	11-12%
3	Lufax	3580	9%
4	Player 4	1800-2100	4-5%
5	Player 5	1500-1800	3-4%

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部 注：数据截至 2020 年 6 月 30 日

以陆金所品牌为中产和富裕用户提供财富管理服务。陆金所的目标客户是中产（可投资资产 10 万-300 万）和富裕人群（可投资资产 300 万-1000 万），介于银行私行服务的高净值及超高净值客户（可投资资产超过 1000 万）和互联网平台服务的长尾客群（可投资资产小于 10 万）之间。截至 2021 年 3 月末，注册用户数达到 4650 万，活跃投资者数达到 1480 万。客户总资产达到 4211 亿元，其中现有产品达到 4171 亿元，等待自然到期的 P2P 产品占比降至 0.9%。76.3% 的客户资产由在平台上投资超过 30 万元的客户贡献。

图 26：陆金所财富管理客群聚焦于中产和富裕阶层



资料来源：Oliver Wayman，公司招股说明书，中信证券研究部

表 29：陆金所财富管理核心数据概览

财富管理	2017	2018	2019	2020	2021Q1
注册用户数（百万）	33.8	40.4	44.0	46.2	46.5
活跃投资者数量（百万）	9.6	11.2	12.5	14.9	14.8
活跃度	28%	28%	28%	32%	32%
客户留存率		91.0%	93.3%	96.8%	96.6%
活跃投资者客均资产（万元）	4.81	3.30	2.78	2.86	2.85
活跃投资者客均当前产品资产（万元）	1.31	1.63	1.95	2.73	2.82
AUM30 万元以上投资者比例	77%	73.2%	73.1%	75.5%	76.3%

资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信证券研究部

早期通过产品拉力吸引中端客户，积累了一批种子客户。

- ✓ 陆金所客户多集中于长三角、珠三角以及一线城市等发达地区，以中年客户为主。根据 2020 年财报，陆金所平台投资者平均年龄为 38 岁，约 54% 为女性；活跃投资者在平台上注册的时间平均超过三年半。广东、上海、江苏、北京和浙江为客户资产规模前五大省份和直辖市，以 33% 的活跃客户贡献了 46% 的客户资产，客均规模也明显高于平均水平。

表 30：陆金所财富管理客户资产结构（地区别）（2020）

	客户资产		活跃投资者		户均资产
	规模（十亿元）	占比	客户数（万人）	占比	万元
广东	56.60	13%	178	12%	3.17
上海	42.80	10%	68	5%	6.29
江苏	33.10	8%	108	7%	3.07
北京	32.80	8%	82	6%	4.00
浙江	32.30	8%	59	4%	5.52
山东	23.20	5%	118	8%	1.96
辽宁	21.30	5%	61	4%	3.50

	客户资产		活跃投资者		户均资产
黑龙江	14.80	3%	50	3%	2.94
福建	13.10	3%	41	3%	3.18
湖北	12.90	3%	65	4%	1.99
其它	143.70	34%	658	44%	2.18
合计	426.60	100%	1,488	100%	2.87

资料来源：公司财报，中信证券研究部

- ✓ **用户更偏好类固收产品，80%以上客户风险承受能力偏低。**陆金所品牌自开始运作，即主要以提供 B2C 和 P2P 产品，通过高收益和刚性兑付的产品拉力吸引了大量的具有一定资产规模的、偏好固收类产品的中端理财客户。这也是当前陆金所的理财客户画像。从 KYC 评级看，2020 年末，风险承受能力较低 C1 和 C2 客户分别达到 930 万和 300 万，占活跃投资者的 83%。

表 31：陆金所活跃投资者风险偏好结构

	活跃客户数（百万人）	占比	客户资产（十亿元）	占比	客均资产（万元）
C1 及未分级	9.30	62%	27.90	7%	0.30
C2	3.00	20%	92.40	23%	3.08
C3	1.70	11%	114.90	29%	6.76
C4	0.70	5%	87.80	22%	12.54
C5	0.20	1%	73.70	19%	36.85
合计	14.90	100%	396.60	100%	2.66

资料来源：公司财报，中信证券研究部 注：陆金所客户风险承受能力分为 C1-C5 5 个等级，C1 为风险最厌恶，C5 为风险偏好最高

产品构成与客群偏好匹配，以类固收产品为主。

- ✓ **产品体系全面，涵盖现金管理、类固收以及净值化产品。**截至 2020 年末，陆金所为投资者提供 436 家第三方产品提供商 9515 多种产品。产品提供商包括 102 家资管公司、44 家银行、27 家信托、105 家私募基金、124 家公募基金，以及券商、保险等其它 34 家产品提供商。产品包括 2943 种资产管理计划、326 种银行产品、5197 种共同基金产品、193 种私人投资基金产品和 691 种信托产品等。

表 32：陆金所产品类型概要（2020）

产品类型	产品细类	供应商数	产品数	最低投资门槛
资产管理计划	证券公司产品 养老保险公司产品	102	2943	1000 元-100 万元人民币
银行产品	网上存款产品 陆金所 APP 中平安银行旗舰店产品 商业银行理财子公司产品	44	203	
私募基金	证券投资基金 私募股权基金	105	193	100 万元人民币
公募基金	货币基金 混合基金 债券基金 股票基金	124	5197	1 元
信托产品	信托公司产品	27	691	通常为 100 万元，标准债权基信托可能低至 30 万元人民币

产品类型	产品细类	供应商数	产品数	最低投资门槛
其它	股票、保险等	34	165	-
遗留产品	B2C 和 P2P			最后一笔 2022 年到期，预期 Q2 即可加速清零

资料来源：公司财报，中信证券研究部

- ✓ 从客户资产分布看，低风险稳定收益产品占比较高。从公司各类产品 AUM 看，类固收产品始终占据主流。2019 年前，以 P2P 和 B2C 为主，2017 年二者合计占比达到 73%。2018 年 P2P 产品占比达到 51%，2019 年仍然贡献了 30% 的 AUM。随着两类产品的清退，2020 年末 AUM 主要由资管计划和银行产品贡献，分别占比 22% 和 42%，此外信托占比 9%。

表 33：陆金所财富管理产品结构

十亿元人民币	2017	2018	2019	2020
资管计划	62.0	85.2	94.2	95.3
银行产品	-	6.8	49.2	177.1
私募基金	4.2	19.3	26.4	26.3
阳光私募	2.9	13.4	21.0	20.5
PEVC	1.3	5.9	5.4	5.8
非货基公募	5.3	16.9	22.6	30.3
股票基金	1.2	1.6	2.9	5.0
混合基金	2.0	7.1	10.0	17.6
固定收益基金	2.1	7.2	9.6	7.2
其它	-	1.1	0.1	0.4
货币基金	35.2	38.9	18.1	22.8
信托产品	2.2	0.6	16.0	36.8
其它	16.4	14.7	17.0	18.5
股票	3.2	3.6	5.2	7.4
保险	6.3	2.6	3.2	4.7
现金	6.9	8.5	8.5	6.3
当前产品合计	125.3	182.5	243.6	407.2
P2P	138.0	186.9	103.3	19.4
B2C 产品	198.4	-	-	-
旧产品合计	336.4	186.9	103.3	19.4
总和	461.7	369.4	346.9	426.6

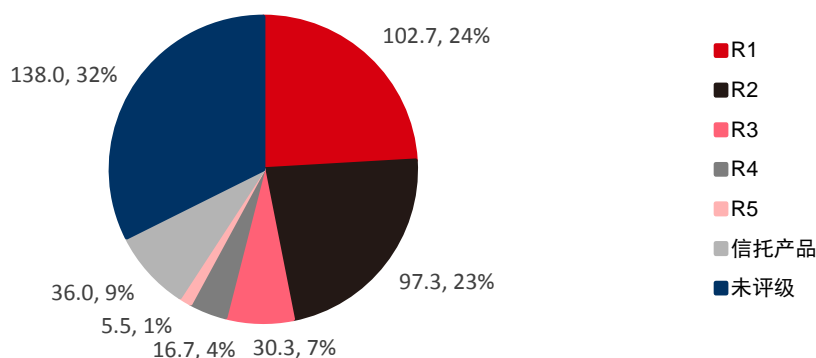
结构				
资管计划	13%	23%	27%	22%
银行产品	0%	2%	14%	42%
私募基金	1%	5%	8%	6%
非货基公募	1%	5%	7%	7%
货币基金	8%	11%	5%	5%
信托产品	0%	0%	5%	9%
其它	4%	4%	5%	4%
当前产品合计	27%	49%	70%	95%
P2P	30%	51%	30%	5%

十亿元人民币	2017	2018	2019	2020
B2C 产品	43%	0%	0%	0%
旧产品合计	73%	51%	30%	5%
总和	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信证券研究部

- ✓ **从产品风险度看，与客户画像基本匹配。**从 KYP 评级看，陆金所产品中风险最低的 R1 和 R2，以及未评级（主要为账户内现金）三者占比最高，达到 79%。与 KYC 画像匹配程度较高。

图 27：陆金所产品风险等级结构（2020）



资料来源：公司财报，中信证券研究部 注：陆金所产品风险等级分为 R1-R5，R1 为风险最低，R5 为风险最高，信托产品内有 7 个风险等级，不参与这一分类。未评级产品多为现金。

三大渠道获客，平安生态为核心渠道且客户质量最优。

- ✓ **平安生态：最核心获客渠道。**主要通过平安寿险综拓进行投资者转介。2020 年末平安生态获客渠道活跃投资者达到 460 万，占比 31%；贡献了 1865 亿元当前产品资产规模，占比 49%，户均资产达到 4.02 万元。从获客成本看，由于所获客户最优质的，因此公司给予平安生态的佣金激励最丰厚，该渠道 2020 年获客成本占比达到 59%。
- ✓ **在线直销：必要的营销渠道。**陆金所通过在线广告直接触达目标投资者。采量渠道包括搜索引擎、移动应用商店和平安集团许多公司网站的直接链接进行广告宣传。2020 年末在线直销渠道活跃客户数达到 540 万，占比 37%；AUM 贡献 1347 亿元，占比 36%。从获客成本看，该渠道获客成本 2020 年占比 36%。
- ✓ **会员推荐：低成本品牌力驱动。**主要来源于平台现有投资者介绍其家人或朋友入金，陆金所通过大数据识别平台投资者和其符合条件的关系人，并通过向其提供投资优惠券以激励其推荐陆金所平台。2020 年末，会员推荐渠道活跃投资者数 470 万，占比 32%；但仅贡献 561 亿元客户资产，占比 15%。从获客成本看，该渠道获客成本较低，2020 年渠道占比仅 5%。

在线直销和会员推荐渠道作为平安生态的有效补充，主要作用在于扩大陆金所的投资

者基数。尽管其客均资产低，但该类投资者有可能随着时间的推移增加其在陆金所平台上投资的 AUM，并在未来创造更大的价值。

表 34：陆金所客户资产渠道结构

客户资产（十亿元）	2017	2018	2019	2020	占比
平安生态	40.4	77.4	102.4	186.5	49%
在线直销	56.7	69.4	90.8	134.7	36%
会员推荐	24.9	31.1	43.6	56.1	15%
当前产品合计	122.1	177.8	236.9	377.3	100%
活跃投资者（百万）					
平安生态	2	3.2	4.3	4.6	31%
在线直销	3.2	3.6	3.8	5.4	37%
会员推荐	4.2	4.2	4.2	4.7	32%
当前产品合计	9.4	11	12.3	14.7	49%
各渠道户均当前产品资产（元）					
平安生态	20,534	24,455	23,800	40,158	
在线直销	17,792	19,183	23,611	25,175	
会员推荐	5,877	7,416	10,467	11,879	

资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信证券研究部

表 35：陆金所投资人获客成本

百万元	2017	2018	2019	2020
平安生态	307	495	476	485
在线直销	316	500	324	298
会员推荐	104	92	89	37
合计	727	1,087	889	820
结构				
平安生态	42%	46%	54%	59%
在线直销	43%	46%	36%	36%
会员推荐	14%	8%	10%	5%

资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信证券研究部

收入来源：主要收取产品代销服务费

财富管理收入占比不高，主要为第三方产品代销服务费。2017 年后陆金所彻底转向第三方代销，不承担任何产品风险，也不提供任何隐性担保及刚兑承诺。财富管理业务收入占比自 2017 年的 6.8% 下滑至 2020 年的 3.8%，2021Q1 略微回升至 4.1%。陆金所主要通过其专有的 LuFlex 系统，将合适的产品匹配给对的客户，从而降低与客户适当性相关的风险，并在销售后按比例收取一定服务费。

核心能力在于客户适当性管理，为客户提供多元选择以分散风险并获得稳定回报。由于陆金所大部分产品都具有合格投资者限制，因此客户适当性管理尤为重要。陆金所通过数字营销和运营系统 LuFlex，利用近 10 年积累的大数据开发了四类标签，包括 KYC（了解你的客户）、KYP（了解你的产品）、内容和营销。陆金所还在 LuFlex 中嵌入了一系列 KYI（了解你的意图）模型，用于实时分析和确定客户的意图和可能的下一步行动。在客户浏览和选择产品过程中，陆金所根据 KYC 和 KYP 评级，以及 KYI 模型，将投资者的风

险承受能力与产品和投资组合风险状况相匹配。

转型压力：产品替换和用户留存是重要观察点

未到期下架产品贡献收入的占比~50%。2020 年陆金所 38% 的财富管理交易和服务费来自于平台投资者，剩余 62% 来自于资产提供商。从服务费结构看，2020 年遗留的 P2P 产品依然贡献了总体收入的 42%，其 1.21% 的 take rate 也远高于现有产品。而根据监管要求，银行存款产品也已于 2020 年末下架。这意味着占比 16% 的银行产品收入也将被削弱。根据业绩交流会上公司管理层披露，2020 年末，陆金所客户持有 660 多亿元银行存款，占客户总资产的 16%，按标准 0.25% take rate 计算，2020 年贡献收入 1.7 亿元。加计本年内预期清零的 P2P，二者合计贡献财富管理收入~50%。虽然从公司整体收入角度看，银行存款收入仅占比 0.4%，但对于财富管理业务来说，如何承接这部分客户资产以确保客户留存，仍有待追踪观察。

表 36：陆金所交易和服务费收入结构

百万元	2017	2018	2019	2020
资管产品	31	85	139	153
银行产品	-	3	89	288
公募基金	46	126	69	42
信托产品	-	-	31	107
股票及保险	2	3	3	3
其它服务费（金交所）	200	190	129	429
当前产品	279	406	459	1,022
旧产品	1,606	2,239	2,146	743
合计	1,885	2,645	2,604	1,765
结构				
资管产品	2%	3%	5%	9%
银行产品	0%	0%	3%	16%
公募基金	2%	5%	3%	2%
信托产品	0%	0%	1%	6%
股票及保险	0%	0%	0%	0%
其它服务费（金交所）	11%	7%	5%	24%
当前产品	15%	15%	18%	58%
旧产品	85%	85%	82%	42%
合计	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信证券研究部

表 37：剔除关联公司后陆金所平均 take rate

	2017	2018	2019	2020
资管计划	0.10%	0.12%	0.15%	0.16%
银行产品	0.00%	0.09%	0.32%	0.25%
私募基金	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
公募基金	0.19%	0.26%	0.14%	0.09%
信托产品	0.00%	0.00%	0.37%	0.41%
当前产品	0.10%	0.26%	0.22%	0.31%
旧产品	0.43%	0.86%	1.48%	1.21%

	2017	2018	2019	2020
合计		0.32%	0.36%	0.23%

资料来源：公司财报，中信证券研究部

重点是收入优化和产品结构调整。随着遗留产品到期或赎回，预计公司将通过多样化的产品供应、匹配能力和个性化的投资服务，引导客户将资产转向当前货架上的产品，并加速引进 take rate 较高的股票类产品和保险类产品。公司有计划让平安普惠的直销团队交叉销售理财和保险产品，以增加新的获客渠道。尽管理财和信贷业务属性相悖，但为小企业主的闲置运营资金提供流动性管理尚有空间。

转型机遇：种子客户和服务体系仍在

财富管理市场多样化需求可以容纳众多垂直平台。用户基数决定赛道宽度，服务体系决定业务深度。不同平台有不同基因，适合不同的业务模式。凡是对用户需求和资源禀赋有深刻洞察，具有完备的产品体系和服务体系的公司，都有生存空间。

陆金所种子客户仍在。从陆金所客户结构看，2020 年持有资产规模在 10 万元以上的客户数仅 57 万人，但贡献了 95% 的当前产品资产规模，这是陆金所最核心的种子客户。尽管这一群体数量自高峰 75 万有所下滑，但剩余客户黏性较高。AUM10 万以上客户的平均持有产品数超过 4 个，AUM 100 万以上的甚至达到了 11 个。如何围绕这一客群打造自身的理财生态是重点。

用户服务体系仍在。目前陆金所“爱理财”为投资者提供自动化的投资组合工具，满足投资者咨询需求。当前这一服务免费，主要用于拉长客户持仓期限，提高资产保有量。基金投顾可以实现账户全委，是这一功能的升级版。目前第一批基金投顾 18 家试点已开展业务近 1 年，其中 3 家第三方基金销售公司均已推出产品，并取得了一定口碑。6 月 25 日，根据中国基金报报道，包括 6 家券商和 8 家基金公司获得第二批试点资格批文。根据业绩交流会上公司管理层披露，陆金所也拟申请基金投顾牌照。若将来顺利获批，陆金所则有望在这一蓝海市场分得一杯羹。

表 38：当前产品客户 AUM 对平台 AUM 贡献结构

	2017	2018	2019	2020
客户资产对平台 AUM 贡献				
10 万以下	18%	13%	9%	5%
10-30 万	23%	22%	20%	12%
30-100 万	20%	26%	29%	24%
100 万以上	37%	37%	40%	52%
其他（包括股票）	3%	3%	3%	7%
合计	100%	100%	100%	100%
平均持有产品数				
10 万以下	1.3	1.4	1.3	1.2
10-30 万	2.7	3.5	3.8	4.0
30-100 万	3.9	4.6	5.8	6.6
100 万以上	6.3	5.8	8.5	11.0
整体	1.7	1.7	1.6	1.5

	2017	2018	2019	2020
不同分层内客均资产（元）				
10 万以下	2,611	2,294	1,944	1,488
10-30 万	68,368	105,035	140,317	167,404
30-100 万	95,712	224,128	362,274	510,520
100 万以上	488,716	912,243	1,468,741	2,693,993
客均资产	13,333	16,637	19,774	27,671
客户数结构（万户）				
10 万以下	862	1,029	1,173	1,418
10-30 万	41	38	34	30
30-100 万	26	21	19	19
100 万以上	9	7	7	8
总客户数	940	1,097	1,231	1,472

资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信证券研究部

■ 未来展望：强监管下供给侧改革的受益者

是否被纳入约谈名单是重要分水岭

陆金所作为 13 家网络平台之一被监管约谈。2021 年 4 月 29 日，中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局等金融管理部门联合对部分从事金融业务的网络平台企业进行监管约谈，腾讯、度小满金融、京东金融、字节跳动、美团金融、滴滴金融、陆金所、天星数科、360 数科、新浪金融、苏宁金融、国美金融、携程金融等 13 家网络平台企业实际控制人或代表参加了约谈，监管提出了 7 条具体整改要求，进一步明确下一步整改方向。

表 39：监管约谈提出要求

监管要求
坚持金融活动全部纳入金融监管，金融业务必须持牌经营。
支付回归本源，断开支付工具和其他金融产品的不当连接，严控非银行支付账户向对公领域扩张，提高交易透明度，纠正不正当竞争行为。
打破信息垄断，严格通过持牌征信机构依法合规开展个人征信业务。
加强对股东资质、股权结构、资本、风险隔离、关联交易等关键环节的规范管理，符合条件的企业要依法申请设立金融控股公司。
严格落实审慎监管要求，完善公司治理，落实投资入股银行保险机构“两参一控”要求，合规审慎开展互联网存贷款和互联网保险业务，防范网络互助业务风险。
规范企业发行交易资产证券化产品以及赴境外上市行为。禁止证券基金机构高管和从业人员交叉任职，保障机构经营独立性。
强化金融消费者保护机制，规范个人信息采集使用、营销宣传行为和格式文本合同，加强监督并规范与第三方机构的金融业务合作等。

资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

对照监管要求，陆金所控股面临的调整压力相对较小

陆金所控股不一定需整体申请金控牌照，即使申请对其业务影响不大。公司主要涉及零售信贷和财富管理两大业务，均持牌经营，业务较为清晰。而且股东中国平安为典型金控集团，因此要求其整体申请金控牌照的意义不大。即使需要申请，由于其助贷业务属于轻资产模式，而自营和担保本身已受到严格的资本约束，各关联交易方本身均属严监管金

融持牌机构，我们预计金控新规也不会对其业务产生大的冲击。

陆金所控股没有支付牌照，信贷与支付间不存在业务嵌套问题。平安普惠收集的用于风险评估的数据排除了所有支付信息，严格符合《信用评分行业管理条例》的要求。因此当前整改意见中不确定性最高的“断开支付工具与其他金融产品的不当连接”与其无关。

征信业务相关：目前监管要求尚不明确，且对市场留有较长过渡期。平安普惠目前使用的数据来源均合法合规，与平安集团有关的数据已获得客户同意，并已彻底清理，以消除敏感性。未来是否会对其数据使用存在冲击需进一步观察。

互联网存款业务：目前陆金所已下架所有银行存款类产品。由于 2020 年末其在 AUM 中占比 16%，对收入的影响仅 0.4%，财务角度负面影响有限。

零售信贷业务：正在积极自查。根据 2021Q1 业绩会上公司管理层表态，公司正在针对监管关注的利率上限、额外资本金要求、捆绑销售、风险管理、资金用途和消费者保护等方面积极进行合规自查自纠。其中市场普遍比较关注的包括：

- ✓ **利率上限：**由于监管确认利率上限不适用于金融机构放款，公司应不受 4 倍 LPR 影响。2020 年 9 月以后公司所有零售信贷利率已压降至 24% 以下。
- ✓ **风险承担：**管理层表示 2021 年中期所有新增贷款的自有风险承担有望调整至 20%。
- ✓ **资本约束：**由于陆金所几乎没有联合借贷，因此不受 30% 出资比例约束。而针对担保业务，根据融资性担保公司的有关规定，融资性担保公司的注册资本最低限额不低于人民币 2000 万元，净资产不得低于其未偿担保总额的十五分之一。公司当前资本金足以覆盖展业需求。
- ✓ **捆绑销售：**根据业绩会管理层表态，未来平安普惠将为消费者提供更多增信方选择。
- ✓ **消费者保护：**平安普惠在全流程中都在加强消费者保护，如“行云”系统将消费者保护深度融入整个借款流程，将客户授权、权益确认、费用确认等消费者权益告知措施贯穿起来，全面保护客户知情权，给小微客户带来安全可靠的借款体验。

减费让利影响程度有待观察，引流费率压降幅度尚不明确。7 月 8 日，国务院政策例行吹风会银保监会消费者权益保护局局长郭武平指出，部分大型互联网平台通过导客引流来收取费用，可能就占到 6%-7%，再加上一些提供风险缓释措施的市场主体收取 6%-7%，真正银行收 4%-5%。“减费让利不仅涉及银行业，同时也涉及多方市场主体”，“既要规范银行这一端收费，同时还要在与融资收费相关的其他市场主体方面加大规范力度”。我们预计助贷平台和增信机构均将承受 take rate 下行压力，但目前压降幅度尚不明确。

目前平安普惠处于有序压降综合费率进程中，有望通过成本优化维持总体 take rate 相对稳定。2020 年 9 月以来，公司已着手压降借款人综合费率至 24% 以下。2020Q4 以来，融资成本优化，信用保险费率也在逐步下调。我们预计，随着公司整体客群向信用和

客户质量更好的客群集中，资金成本率和增信费率也将持续改善，借款人端的综合费率将进一步下降。平安普惠的 All-in take rate 除引流费外，还包括平安普惠承担的担保、自营、贷后管理、信托劣后等多元化服务。我们预计，多元化收入以及增信、融资成本的优化将反向对冲减费让利对公司整体 take rate 影响。叠加公司在压降获客佣金率等方面的努力，以及业务本身的规模经济性，公司利润率有望总体保持相对稳定。

有望成为供给侧改革的受益者

强监管下产业集中度有望向头部集中。强监管的目的是让零售信贷行业行稳致远，健康发展。整改化解了持续困扰行业多年的政策风险，潜在的流动性风险和信用风险都将大幅降低。小微企业贷属于政策鼓励的方向，潜在需求缺口大且刚性，填补这一领域的服务空白仍然需要大量助贷机构参与。从行业格局看，强监管后必然面临产业出清，份额向头部集中。陆金所控股由于具有全牌照、强大的金融基因，有望成为强监管的受益者，分享更大市场份额。

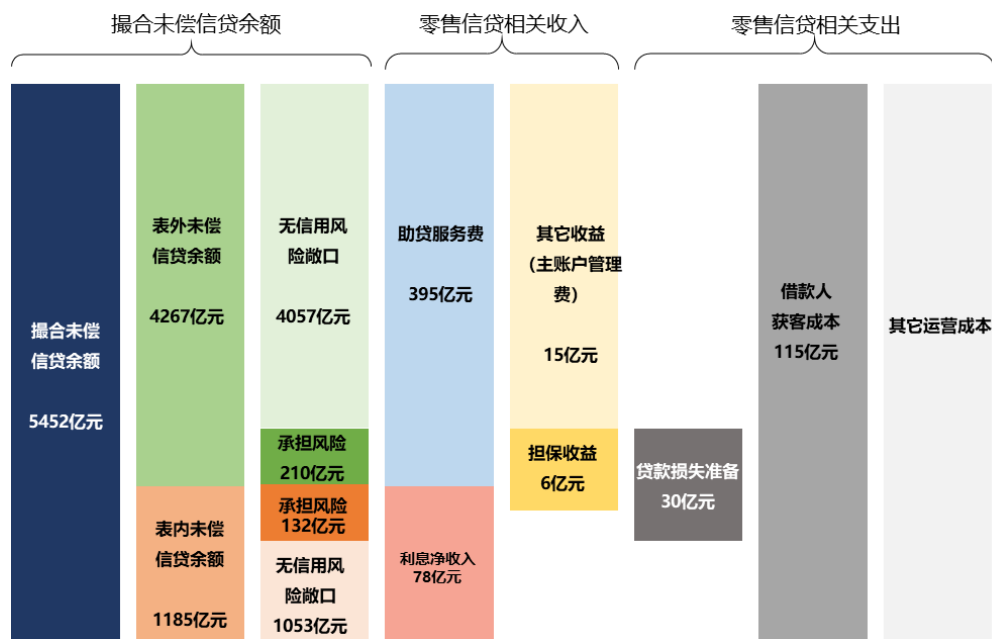
■ 财务分析：通过内部优化积极应对模式调整压力

监管和业务模式变动，转型期收入增速明显放缓。2020 年陆金所控股营收额达到 520 亿元，同比仅增长 9% (vs 2018 年 46%，2019 年 18%)。同时收入细项结构变动明显。主要影响包括：

- ✓ 由于无抵押贷款 APR 自 2020 年 9 月后全部降至 24% 以下，使得 2020 年无抵押信贷 APR 下调至 26.7% (vs 2019 年 29.0%)，但信保费率和银行利率还未实时调降，导致其 take rate 下降至 9.8% (vs 2019 年 10.6%)。
- ✓ 2020 年更多新增贷款使用信托作为资金来源，占比调高到 35%。由于会计准则原因，66.6% 以信托作为资金来源的未偿余额入表，对应现金流被计入净利息收入逐步确认，初始较助贷模式确认比例低。公司利息净收入同比增长 98%。新增表外贷款下滑 4%，使得年末表外余额增长仅 3%，助贷服务费与 2019 年持平。
- ✓ 2020 年新增贷款中公司自担风险比例提高到 13.6%，担保收益同比增长 29%。
- ✓ P2P 产品加速清理，交易和服务费自 2019 年的 21 亿元下滑至 7 亿元，新产品自 5 亿提高到 10 亿元。财富管理总收入下滑 32%。

展望未来，助贷撮合费用占比会继续下滑，净利息收入及担保收益占比将继续提升。信托资金占比提升的负面效应也将继续体现。P2P 产品有望于 2021 年中清零，影响逐步减弱。

图 28：零售信贷业务模式与盈利对应分析（2020 年数据）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 40：陆金所控股收入结构及增速

结构	2017	2018	2019	2020	2021Q1
技术服务和云端平台收入	62%	80%	88%	79%	67%
零售信贷服务费用收入	55%	73%	82%	76%	63%
贷款撮合服务费	18%	20%	20%	14%	18%
贷款后服务费	37%	53%	62%	62%	37%
财富管理服务收入	7%	7%	5%	3%	4%
利息净收入	26%	15%	8%	15%	19%
担保收益	5%	2%	1%	1%	4%
其他收益	3%	1%	2%	3%	7%
投资收入	4%	3%	1%	2%	3%
权益投资法之前的扣税净利润	0%	0%	0%	0%	0%
营业收入总额	100%	100%	100%	100%	100%
增速					
技术服务和云端平台收入		87%	30%	-2%	-7%
零售信贷服务费用收入		93%	33%	0%	-9%
贷款撮合服务费		63%	17%	-26%	
贷款后服务费		108%	39%	9%	
财富管理服务收入		40%	-2%	-32%	53%
利息净收入		-19%	-34%	98%	112%
担保收益		-44%	-43%	29%	599%
其他收益		-37%	73%	73%	241%
投资收入		-4%	-43%	62%	116%
权益投资法之前的扣税净利润		182%	59%	-80%	75%
营业收入总额		46%	18%	9%	17%

资料来源：公司财报，中信证券研究部

此外，2017 年以来公司的业务转型对收入的影响主要包括：

- ✓ **2017 年 B2C 业务清理：**B2C 业务在 2018 年内清零，作为替代性产品，2018 年 P2P 产品资产规模大幅增长 35%。由于 P2P 产品费率更高，尽管遗留产品规模下滑 44%，但 2018 年遗留产品交易和服务费同比增长 39%，财富管理整体服务收入同比增长 40%。
- ✓ **2017 年末小贷杠杆受限，信贷资金来源改为 P2P 和机构资金并重：**2018 年减少利用自身牌照放款，新增贷款额仅 127 亿元。表外未偿信贷余额同比 80%，推动助贷服务费同比增长 93%。表内未偿余额下滑 65%，利息净收入下滑 19%。第三方增信余额占比自 2017 年的 75.4% 提高到 2018 年的 94.1%，2018 年担保收益下滑 44%。
- ✓ **2019 年财富管理停止新增 P2P 产品，信贷融资渠道停止使用 P2P 资金：**2019 年财富管理 P2P 资产规模下滑 45%，对应交易和服务费下滑 4%，财富管理整体收入同比下滑 2%。由于使用 P2P 提供了额外的投资者和借款人匹配服务，在借款初始确认服务费比例更高，因此尽管表外未偿余额增长 22%，贷款撮合服务费仅增长 17%。但由于贷款后服务费主要在贷款周期结束时确认，因此受 2017-2018 年放贷量高增长影响显著高于余额增速。总服务费增速高于贷款余额增速。

过往 3 年营业支出增速快于收入，主要由于销售和市场费用摊销使得总费用率提升。2020 年公司营业支出 341 亿元，同比增长 20%，占营业收入比例升高到 66% (vs 2019 年 59%，2018 年 54%)。陆金所控股支出项主要包括可变成本（销售和市场费、运营和服务费）、固定成本（管理行政费、技术分析费）、减值和拨备计提以及财务费用。从结构看，占比最大的为可变成本，固定成本随着规模经济性和效率提升被逐年摊薄。

销售和市场费主要为表外信贷获客成本，运营服务费主要由贷款余额增速决定。2020 年销售和市场服务费占营业支出的 52%，费用率自 2019 年的 31% 上升至 34%。主要由于借款人获客费用需资本化后按期摊销，因此 2020 年借款人获取费用同比增速超过表外未偿贷款余额。另一方面，提前还款会导致剩余销售费用在当期一次性确认，这也使得 2020 年实际确认费用偏高。对于财富管理，2018 年因上年停售 B2C，加大了对投资者留存的投入，后续随着效率提升，费用略有降低。2020 年运营及服务费用同比增长 18%，与未偿信贷余额增速一致。

由于表内信贷余额增长，以及担保比例提升，减值拨备大幅增加。2020 年减值拨备计提同比增长 52%，2021Q1 继续提升 110%。2020 年新增的零售贷款中公司自担风险比例提高，预计在 2021 年中期所有新增风险承担比例上调至 20% 的稳定水平。对于这一业务模式，IFRS9 要求新发贷款的首月必须计提拨备，而承担风险获取的担保收入需要在整个信贷周期逐步确认，因此收入和拨备计提的时间差会在业务初期降低陆金所的净利润率。

表 41：陆金所控股营业支出费用率及结构

费用率	2017	2018	2019	2020	2021Q1
销售和市场费用	-27%	-27%	-31%	-34%	-28%
借款人获取	-8%	-12%	-18%	-22%	
投资人获取和留存	-3%	-3%	-2%	-2%	
一般销售费用	-16%	-12%	-11%	-10%	
一般及行政开支	-10%	-7%	-6%	-6%	-6%
运营及服务费	-11%	-11%	-11%	-12%	-10%
技术和分析费	-5%	-4%	-4%	-3%	-3%
减值拨备	-13%	-2%	-4%	-6%	-7%
财务费用	-5%	-2%	-3%	-6%	-2%
营业支出/营业收入	-70%	-54%	-59%	-66%	-56%
费用结构					
销售和市场费用	38%	49%	53%	52%	50%
借款人获取	12%	22%	31%	34%	
投资人获取和留存	4%	5%	3%	2%	
一般销售费用	22%	22%	19%	16%	
一般及行政开支	15%	13%	10%	9%	10%
运营及服务费	16%	20%	19%	18%	18%
技术和分析费	7%	8%	7%	5%	5%
减值拨备	19%	4%	7%	9%	12%
财务费用	7%	4%	5%	8%	3%
其它损益	-1%	2%	-1%	-1%	2%
营业支出	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
销售和市场费用		45%	39%	19%	5%
借款人获取		105%	80%	32%	
投资人获取和留存		50%	-18%	-8%	
一般销售费用		11%	10%	3%	
一般及行政开支		-1%	2%	4%	24%
运营及服务费		42%	25%	10%	18%
技术和分析费		27%	18%	-8%	8%
减值拨备		-75%	112%	52%	110%
财务费用		-31%	69%	89%	-36%
其它损益		-287%	-177%	18%	-295%
营业支出		12%	30%	20%	17%

资料来源：公司财报，中信证券研究部

收入承压叠加费用率上升，2020 年归母净利率短暂承压。2020 年归母净利润 124 亿，同比下滑 7%，归母净利率 24%（vs 2019 年 28%，2018 年 34%）。

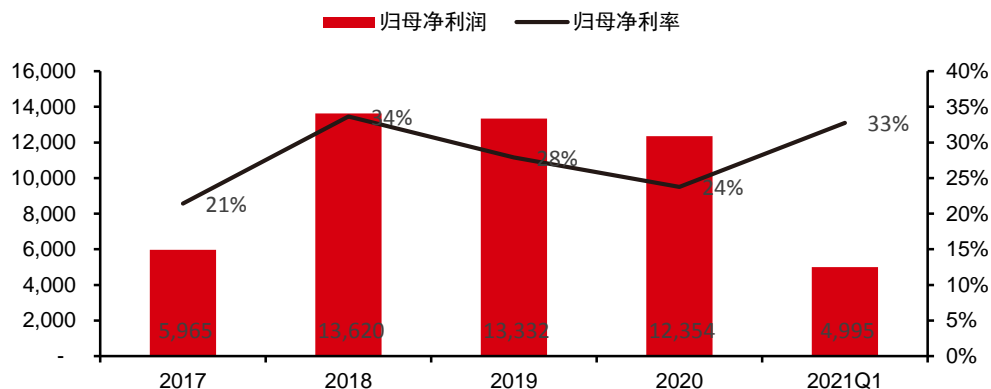
多措施积极调整，未来利润率有望回升。针对上述负面影响，陆金所控股通过多项措施增收降费，保证 take rate 稳定，提升净利率。2021Q1 公司 take rate 重新恢复至 10.0%，归母净利率回升至 33%。具体包括：

- ✓ 相应调整信用保证保费和融资利率，减少对自身 take rate 侵蚀。

- ✓ 针对借款人提前还款造成收入减少及销售费用提前确认，通过加收提前还款费以对冲影响。公司分别于 2018 年 11 月和 2019 年 5 月开始针对大部分新增抵押贷款和无抵押贷款收取提前还款费用，并于 2020 年 9 月起针对未偿余额收取每月服务费（随着每次还款而减少），以对冲提前还款对收入的负面影响。2021Q1 其它收益同比增长 241%。
- ✓ 针对直销渠道，提高单个借款人的平均借贷规模的同时下调佣金率。通过以量补价的形式，使得客户经理最终获得的绝对佣金保持稳定，进而压降获客成本。2021Q1 公司撮合余额同比增长 15.1%，销售和市场服务费仅增长 4%，销售和市场费率下降至 28%，与 2018 年相当。
- ✓ 客观上，下调 APR 对优质客户吸引力提升，也将减轻减值压力。

受益于经济复苏，2021 年 1 月新发放零售信贷规模接近 1000 亿元，为历史单月最高。2021Q1 新增贷款同比增长 17%，公司总收入同比增长 17%，增速回升。归母净利润达到 50 亿元，同比增长 19%。公司也将 2021 年上半年收入指引调整至 302 至 304 亿元，同比增长 12-15%；净利润 87-89 亿元，同比增长 19%-22%。我们预计，随着业务模式步入稳定，会计准则对增速的影响逐步消退，未来陆金所控股归母净利率仍有望回升至较高水平。

图 29：陆金所控股归母净利润及净利率（百万元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

■ 风险因素

- ✓ 监管针对零售信贷综合利率及 take rate 出台政策压降超预期；
- ✓ 监管政策继续收紧程度超预期，致使业务模式被迫调整带来新的不确定性。
- ✓ 信贷资产质量大幅波动，提升风险敞口后侵蚀盈利；或削弱与资金方议价能力，导致 take rate 下滑。

- ✓ 市场竞争激烈程度超预期，致使业务增长不及预期或借款人质量下滑。

■ 投资建议：性价比提升，估值已具备吸引力

核心关键假设

零售信贷业务：

- ✓ 2021/2022/2023 年新增贷款同比增长 17%/13%/11%。
- ✓ 2021/2022/2023 年新增贷款来自信托资金占比 30%，自有消金占比 2%，银行占比 68%。
- ✓ 2021/2022/2023 年促成的未偿贷款余额同比增长 15%/14%/12%，其中表内占比 23%/24%/24%，合计信用风险敞口余额占比 12%/16%/18%。
- ✓ 2021/2022/2023 年促成的平均未偿贷款余额同比增长 16%/14%/13%。
- ✓ 2021/2022/2023 年零售信贷 All-in take rate 分别为 9.8%/9.7%/9.7%。

财富管理业务：

- ✓ 2021/2022/2023 年活跃投资者分别增长 8%/7%/7%，客均资产分别达到 2.7/2.9/3.0 万元。
- ✓ 2021/2022/2023 年当前产品年末资产规模分别增长 7%/13%/13%，总产品资产规模分别增长 3%/13%/13%。
- ✓ 2021/2022/2023 年当前产品 take rate 分别为 0.33%/0.35%/0.36%，总产品 take rate 分别为 0.35%/0.35%/0.36%。

营业支出及费用率：

- ✓ 2021/2022/2023 年借款人获取成本/平均未偿信贷余额为 2.0%/2.1%/2.1%，投资人获客成本/平均客户资产规模为 0.21%/0.22%/0.22%。
- ✓ 2021/2022/2023 年一般及行政开支同比增长 5%/5%/5%，运营及服务费同比增长 16%/14%/13%，技术和分析费同比增长 5%/10%/10%。
- ✓ 2021/2022/2023 年信用减值准备为平均表内信贷余额的 2.8%/2.8%/2.8%，财务费用是表内平均金融负债的 5.8%/5.8%/5.8%。

盈利预测及估值

盈利预测。我们预计 2021/2022/2023 年公司营业总收入分别为 602/682/769 亿元人民币，同比增长 16%/13%/13%；归母净利润分别为 163/187/213 亿元人民币，同比增长

32%/15%/14%；归母净利率分别为 27%/27%/28%。考虑到可能存在的可转换本票的潜在稀释效应，对应 2021/2022/2023 年摊薄 ROAE 分别为 16%/14%/14%。

相对估值法结果为 277~327 亿美元。考虑到公司为典型有限风险敞口的轻资本模式，选取 PE 估值法进行估值。参考美股上市 3 家零售信贷可比公司，Bloomberg 一致预期下 2021 年动态 PE 估值平均值为 6x。陆金所控股面向的小微企业主客群更受政策鼓励，商业模式风险敞口控制清晰且稳定，面临的监管和模式调整压力相对较小，确定性高于行业，理应享有高于行业的估值溢价。另外，财富管理业务 PE 估值水平显著高于信贷业务，稳定期估值水平为 15-20xPE。我们给予陆金所控股 2021 年 11-13x PE，对应市值为 277~327 亿美元，对应股价为 11-13 美元/ADS。

表 42：可比公司 Bloomberg 一致预测 PE 估值 (x)

公司	2021E	2022E	2023E
360 数科	5.9	5.4	4.6
乐信	5.1	4.2	4.0
信也科技	6.7	5.9	5.3
平均	5.9	5.2	4.6

资料来源：Bloomberg 一致预测，中信证券研究部 注：按 7 月 16 日美股收盘价计算

绝对估值法结果为 323 亿美元。由于公司已进入盈利期，未来年度盈利状况及风险可预测且可用货币衡量，具备使用 DCF 的条件。以下，我们将对 DCF 模型中所涉及的参数进行合理假设，并最终计算公司发行后合理股权价值。

- 1) 参照国家 10 年期国债收益率，确定 R_f 近似值为 2.94%，参考 10 年 S&P500 指数平均收益率，确定风险溢价 12.15%。参考公司去年 11 月以来表现适度上浮，选取 1.1 作为公司的 β 系数。
- 2) 根据 CAPM 模型， K_e 为 16.31%， K_d 参考公司实际情况，数值为 6%。参考公司历史水平，考虑公司上市后现金充足，债务融资需求相对较少，我们假设目标资产负债率为 60%。参考公司当前所得税率 31.5%，根据公式计算出的 $WACC=8.99\%$ 。
- 3) 我们预计 2021~2025 年公司主营业务收入中高速增长 ($CAGR=14\%$)；伴随公司业务规模基数增大及行业增速放缓，出于谨慎考虑，我们预计 2026~2030 年公司主营业务收入增长逐渐放缓 ($CAGR=8\%$)；2030 年以后公司业务成熟，进入长期增长阶段，我们设永续增长率为 3%。

根据 DCF 估值模型，我们计算公司发行后的合理股权价值为 29,156 亿美元，对应股价为 12 美元/ADS。

表 43：公司 DCF 结果 (单位：百万元)

R_f	2.94%	永续增长率	3.00%
R_m	12.15%	预测期现值	110,954
β 系数	1.1	永续期现值	84,418
K_e	16.31%	企业价值	195,372
K_d	6.00%	债务总额	28,479
税率	31.50%	现金	21,758

Rf	2.94%	永续增长率	3.00%
D/(D+E)	60.00%	股权价值	188,652
WACC	8.99%	股权价值 (百万美元)	29,156

资料来源：中信证券研究部测算

投资建议：估值已具备吸引力，重视左侧布局机会，首次覆盖给予“买入”评级。我们预计 2021/2022/2023 年对应摊薄 EPS 分别为 6.50/7.45/8.51 元人民币。当前公司股价对应 2021/2022/2023 年 PE 分别为 9.3/8.1/7.1x。受 2020 年末开始的监管不确定因素冲击，叠加部分股东 6 个月锁定期已过，年内股价已回落 35%。考虑到当前监管政策正在明朗化，行业整改细则逐步落地，我们认为目前公司估值已较充分反映政策风险的负面影响。鉴于中小微企业主潜在刚性需求缺口仍大，公司估值已具备吸引力，建议关注左侧布局机会。综合相对估值和绝对估值结果，我们给予公司 2021 年 12x PE，目标价 12 美元/ADS，首次覆盖给予“买入”评级。

表 44：陆金所控股盈利预测

百万元人民币	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
核心指标					利润表				
归母净利润	12,354	16,285	18,666	21,323	技术服务费	41,222	43,066	46,815	51,356
同比	-7%	32%	15%	14%	零售信贷	39,457	41,549	45,185	49,446
经调整归母净利润	13,680	16,285	18,666	21,323	财富管理	1,765	1,517	1,630	1,910
同比	3%	19%	15%	14%	净利息收入	7,750	12,128	14,369	16,617
归母净资产	81,560	119,953	138,886	160,516	担保收入	602	1,851	3,592	5,146
同比	70%	47%	16%	16%	其他收入	1,517	1,861	1,952	2,087
简单平均 ROE	19%	16%	14%	14%	投资收益	940	1,258	1,470	1,663
EPADS(人民币元)	5.6	6.5	7.4	8.5	总收入	52,046	60,179	68,212	76,883
BVPADS(人民币元)	33.1	47.9	55.4	64.1	销售费用	-17,814	-18,261	-20,533	-22,984
税前利润率	34%	39%	40%	40%	管理费用	-2,976	-3,124	-3,281	-3,445
归母净利润率	24%	27%	27%	28%	运营和服务费用	-6,031	-7,002	-8,000	-9,051
核心假设					研发费用	-1,792	-1,882	-2,070	-2,277
零售信贷					信贷减值损失	-3,035	-4,475	-5,388	-6,273
贷款余额 (十亿元人民币)	545.1	624.3	711.7	799.8	资产减值损失	-7	-6	-7	-7
表内	118.5	145.2	170.7	194.6	财务费用	-2,866	-1,695	-1,731	-1,770
表外	426.7	479.1	541.1	605.2	税前净利润	17,910	23,735	27,203	31,077
新增贷款 (十亿元人民币)	565.0	658.7	747.5	829.4	归母净利润	12,354	16,285	18,666	21,323
Take Rate	9.8%	9.8%	9.7%	9.7%	资产负债表				
借款人获取/平均未偿余额	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	现金	24,159	21,758	21,354	20,091
财富管理					受限现金	23,030	25,148	27,487	29,843
AUM (十亿元人民币)	426.6	437.3	494.6	557.4	金融资产	41,688	50,524	57,196	64,717
现有业务	407.2	437.3	494.6	557.4	客户贷款	119,826	145,189	170,650	194,605
历史业务	19.4	-	-	-	总资产	248,890	290,800	331,004	370,996
Take Rate	0.46%	0.35%	0.35%	0.36%	应付平台投资者	9,115	9,115	9,115	9,115
投资者获取/平均客户资产规模	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	应付并表结构化主体投资者	110,368	136,316	160,500	181,882
费用相关					借款	10,315	10,831	11,373	11,941
一般行政开支同比	4%	5%	5%	5%	总负债	165,739	169,272	190,561	208,945
运营及服务费用同比	10%	16%	14%	13%	归母净资产	81,560	119,953	138,886	160,516

百万元人民币	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
信用减值准备/平均表内信贷余额	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	财务杠杆	2.0	1.4	1.4	1.3
财务费用/表内平均金融负债	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	ADS（百万）	2,462	2,506	2,506	2,506

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资决策委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。