

质量持续修复，盈利拐点仍需等待

华泰研究

2024 年 10 月 22 日 | 美国

季报点评

其他多元金融

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

3.44

研究员

SAC No. S0570521010001
SFC No. AWF297

李健, PhD

lijian@htsc.com
+(852) 3658 6112

研究员

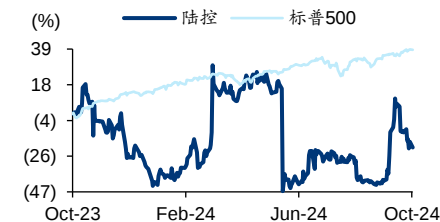
SAC No. S0570524070010 chenxuxuan020827@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

陈宇轩

基本数据

目标价(美元)	3.44
收盘价(美元 截至 10 月 21 日)	3.03
市值(美元百万)	2,626
6 个月平均日成交额(美元百万)	11.31
52 周价格范围(美元)	0.97-4.15
BVPS(美元)	22.67

股价走势图



资料来源: S&P

陆金所公布 3Q24 业绩: 收入 55.4 亿元, 同比-31.1%, 环比-7.2%; 归母净利润-8.75 亿元, 同比盈转亏, 环比亏损增加 10.4%。公司亏损环比扩大主要由于重资本模式贷款余额占比进一步增加, 提升了预计的信用减值损失, 同时公司在计算预期信用损失时采取了相对审慎的财务处理。3Q24 贷款质量持续修复, 小微贷的 C-M3 比例环比持平于 0.9%, 不良贷款率降低至 1.2% (2Q24: 1.4%)。另外 3Q24 放款量为 505 亿人民币, 环比提升 12%, 主要由消费贷驱动。随着重资本业务规模快速提升的阶段过去, 我们认为公司未来能够实现盈利。维持“买入”评级。

量: 消费贷带动放款量环比提升

3Q24 新增放款 505 亿元(同比/环比: 0%/+12%), 3Q24 末贷款余额为 2,131 亿元(同比/环比: -42%/-9.0%)。3Q24 长江商学院的中国企业经营状况指数(BCI)弱于 2Q24, 7/8/9 月全部在荣枯线以下, 显示小微企业经营状况仍待修复。考虑到高质量小微贷需求仍然偏弱, 普惠业务保持谨慎经营, 1H24 小微贷放款量环比微增 4.3%, 而消费贷放款量环比快速提升。3Q24 新发消费贷 264 亿元(环比: +19.5%), 占新增放款量的 52%。转向 100% 担保模式的过程中, 由于承担更多风险, 3Q24 收入端 take rate 提升至 9.8% (2Q24: 9.3%)。随转型持续推进, 我们预计 take rate 或延续上涨趋势。

质: 贷款质量持续修复

3Q24 末小微贷贷款质量的前瞻风险指标 C-M3 比率维持在 0.9% (2Q24: 0.9%)。由于 C-M3 比例在分母端受到贷款余额的影响, 余额下降往往放大实际的风险, 我们认为小微贷的实际贷款质量已经好转。3Q24 消费贷的 NPL 比例降至 1.2% (2Q24: 1.4%), 资产质量亦有所好转。目前小微企业经营状况仍未完全修复, 我们预计公司仍会采取相对谨慎的放款策略, 未来贷款质量有望持续修复。尽管贷款质量好转, 但 3Q24 信用减值损失占承担信用风险贷款余额的比例提升至 9.6% (2Q24: 7.7%)。我们认为一方面是因为 100% 担保模式持续推进, 3Q24 重资本放款量环比提升, 贷款余额中承担信用风险的比例上升至 64.2% (2Q24: 56.7%), 推升了信贷损失, 另一方面是因为公司在计算预期信用风险时采取了谨慎的会计处理。

盈利预测与估值

考虑重资本业务增长初期预提的信贷准备和公司谨慎的财务处理, 我们下调公司 2024/2025/2026 年归母净利润预测至-33.43/14.37/27.50 亿人民币(前值: -21.64/23.62/32.72 亿人民币), 下调目标价至 3.44 美元(前值: 3.6 美元)。当前股价交易于 0.22x 2025E PB, 建议关注。

风险提示: 放款量增长和贷款质量受经济、监管变化影响。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入及其他收益(人民币百万)	58,116	34,255	24,215	25,623	27,192
+/-%	(6.01)	(41.06)	(29.31)	5.81	6.12
归属母公司净利润(人民币百万)	8,699	886.87	(3,343)	1,437	2,750
+/-%	(48.23)	(89.81)	(476.92)	143.00	91.33
EPS(人民币, 最新摊薄)	3.79	1.54	(1.24)	0.41	0.79
PE(倍)	3.56	14.12	(4.33)	13.03	6.81
PB(倍)	0.35	0.14	0.23	0.22	0.21
ROE(%)	9.34	0.96	(3.89)	1.73	3.16
股息率(%)	11.34	78.83	0.00	2.30	4.41

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

100%担保模式推进速度大于此前预期，同时公司在计算预期信用损失时采取了谨慎的会计处理，基于此我们调整盈利预测：

图表1：陆金所：盈利预测变化

(人民币百万)	2024E			2025E			2026E		
	此前预测	新预测	变化 (%)	此前预测	新预测	变化 (%)	此前预测	新预测	变化 (%)
总收入	25,674	24,215	-5.7	27,160	25,623	-5.7	27,209	27,192	-0.1
Take rate (%)	9.7	9.4	-0.4pp	12.3	11.8	-0.5pp	12.5	12.6	0.2pp
信用减值费用	(11,278)	(11,650)	3.3	(9,986)	(10,781)	8.0	(8,638)	(10,546)	22.1
贷款余额中承担信用风险的比例 (%)	70.0	70.0	0.0pp	65.0	80.0	15.0pp	65.0	85.0	20.0pp
归母净利润	(2,164)	(3,343)	-54.5	2,362	1,437	-39.2	3,272	2,750	-15.9
ROE (%)	-2.5	-3.9	-1.4pp	2.8	1.7	-1.1pp	3.7	3.2	-0.5pp

资料来源：华泰研究预测

估值方法

考虑到陆金所的商业模式，我们认为使用 DCF 估值法对其进行估值较为合适。我们使用三阶段（50 年）DCF 估值法，基于我们对其未来利润的预测，对公司股票进行估值。

1) 阶段一：前 3 年我们的模型给出明确的预测。我们预测 2024/2025/2026 年归母净利润为人民币-33.43/14.37/27.50 亿人民币

2) 阶段二：接下来 11 年视为稳定期，我们假设中国经济和零售信贷需求增长均放缓，但仍具有韧性。我们假设公司业务逐渐回暖，资本回报率较第一阶段提升，资本投资增速逐渐修复。

3) 阶段三：再接下来 36 年视为长期阶段。我们假定长期资本回报率有望修复至正常水平，资本增长在基数效应下放缓。

我们用资本资产定价模型（CAPM）推导出资本成本。无风险利率考虑了陆金所业务的地理分布情况。我们使用 10 年期中国国债收益率（2.2%）作为无风险利率。我们假设股权风险溢价为 850 基点。我们对陆金所的贝塔值预测反映其面临的市场风险敞口。

图表2：陆金所：关键假设

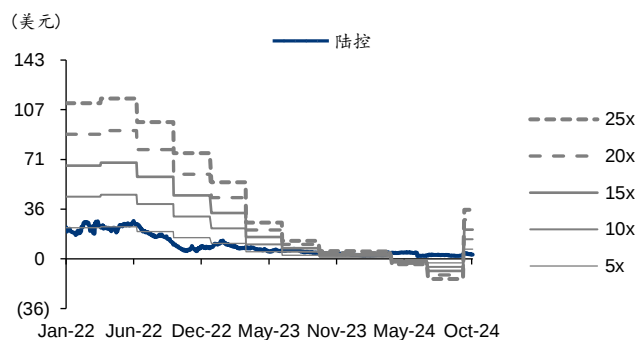
无风险利率 (%)	2.2					
市场风险溢价 (%)	8.5					
假设杠杆率 (x)	1.1					
权益成本 (%)	11.6					
(人民币百万元)	2024E		2025E		2026E	
投入资本	79,781		85,990		88,119	
经调整净利润	-3,343		1,437		2,750	
(%)	2025E	2026E	2027E	2028E	2037E	2074E
资本回报率 (50 年)	1.8	3.2	5.0	5.0	8.0	11.6
资本增速 (50 年)	7.8	2.5	4.0	8.0	8.0	0.5

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

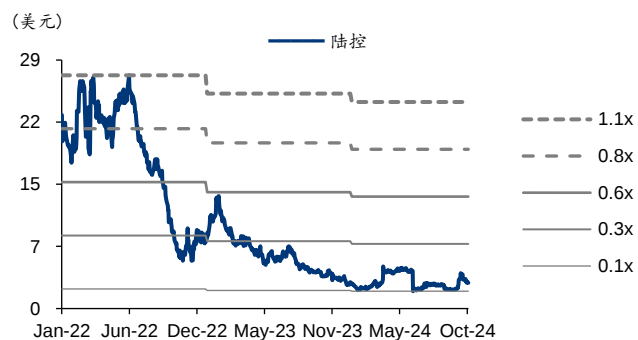
经济和监管风险可能会影响陆金所新促成的贷款增速和贷款质量表现。如果经济下行压力加大，陆金所可能采取更加审慎的风险控制策略，从而影响贷款增速；若监管进一步指导贷款利率下降，也可能影响陆金所的风控和放贷策略；经济波动、监管和政策变动可能影响促成贷款的质量。

图表3: 陆控 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表4: 陆控 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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
核心业务收入	55,572	32,067	22,617	24,568	26,147
投资收益净额	1,306	1,050	763.21	788.50	845.10
其他收入	1,238	1,138	835.33	266.95	199.66
收入及其他收益	58,116	34,255	24,215	25,623	27,192
雇员及相关费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资讯技术支出	(1,872)	(1,387)	(872.50)	(640.58)	(679.80)
其他运营支出	(41,994)	(31,020)	(23,982)	(21,907)	(22,155)
EBITDA	14,249	1,849	(639.53)	3,075	4,357
折旧及摊销	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运利润	14,249	1,849	(639.53)	3,075	4,357
融资成本	(1,239)	(414.02)	(234.67)	(525.25)	(482.07)
其他成本	3.46	210.34	(328.54)	(238.87)	(198.93)
所占合资公司溢利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	13,013	1,645	(1,203)	2,311	3,676
税项	(4,238)	(610.63)	(1,987)	(768.70)	(815.75)
净利润	8,775	1,034	(3,190)	1,542	2,860
少数股东应占净利润	75.67	147.62	152.58	105.00	110.25
归母净利润	8,699	886.87	(3,343)	1,437	2,750

每股数据

会计年度 (人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股股息	1.53	17.14	0.00	0.50	0.95
EPS	3.80	1.54	(4.98)	1.66	3.17
EPS (最新摊薄)	3.79	1.54	(1.24)	0.41	0.79
每股净资产	38.72	160.76	91.91	99.07	101.52

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	70,391	50,745	53,708	43,068	40,426
金融资产	33,806	31,904	35,602	37,405	39,668
应收账款	227,205	136,988	104,898	120,899	130,631
无形资产	9,797	9,786	10,184	10,177	10,170
于合资公司的权益	39.27	2.61	2.26	1.97	1.73
其他资产	8,026	7,598	7,522	6,502	5,680
总资产	349,263	237,023	211,918	218,054	226,577
保证金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融负债	184,480	88,436	57,309	53,153	49,987
结算所基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	52,366	44,474	49,648	51,344	59,045
其他负债	17,630	10,430	23,537	25,870	27,673
总负债	254,476	143,339	130,494	130,367	136,705
股东股本权益	93,190	92,142	79,781	85,990	88,119
少数股东权益	1,597	1,541	1,643	1,696	1,752
股本权益总额	94,787	93,684	81,424	87,686	89,872

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE (倍)	3.56	14.12	(4.33)	13.03	6.81
PB (倍)	0.35	0.14	0.23	0.22	0.21
ROE	9.34	0.96	(3.89)	1.73	3.16
ROA	2.45	0.30	(1.49)	0.67	1.24
股息率	11.34	78.83	0.00	2.30	4.41

免责声明

分析师声明

本人，李健、陈宇轩，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。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “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

- 分析师李健、陈宇轩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。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 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

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

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53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司