

3Q24 质量好转，未来盈利修复空间大

华泰研究

2024 年 11 月 27 日 | 美国

季报点评

其他多元金融

投资评级(上调):

买入

目标价(美元):

5.00

研究员

SAC No. S0570521010001
SFC No. AWF297

李健, PhD

lijian@htsc.com
+(852) 3658 6112

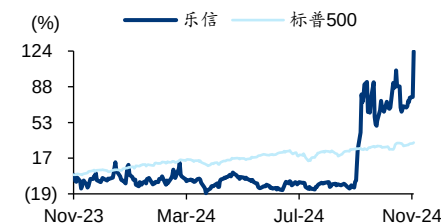
研究员

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

基本数据

目标价(美元)	5.00
收盘价(美元 截至 11 月 26 日)	4.27
市值(美元百万)	702.04
6 个月平均日成交额(美元百万)	7.13
52 周价格范围(美元)	1.50-4.70
BVPS(美元)	8.34

股价走势图



资料来源: S&P

乐信 3Q24 归母净利润 RMB3.1 亿 (同比/环比: -16/+37%)。盈利环比增速亮眼,主因资金成本、营销费用、信用成本降低。我们认为本季度贷款质量的持续修复超出市场预期,谨慎经营下新放款环比基本持平,但首日逾期率环比降幅 9%。质量提升表明风控升级正产生效果,我们预计信用成本未来或持续压降,带动明年盈利增长 74%。上调评级由“增持”至“买入”。

贷款质量改善为盈利快速修复奠定基础

3Q24 前瞻风险指标在好转,新增贷款的 FPD 7 环比降幅 13%,整体贷款的首日逾期率环比降低 9%,显示风控体系完善后贷款质量的修复趋势。3Q24 拨备及公允价值变动占新放款的比例略降至 3.15% (2Q24: 3.19%),我们认为领先风险指标压降,但是后验指标信用成本占比降幅较小的原因是存量高风险贷款未出清,且 3Q24 重资本占比可能提升。考虑领先指标好转,我们预计信用成本占比在 2025 年有望降至 2.3% (前值: 2.5%)。

3 个因素驱动 3Q24 净 take rate 提升,信用风险压降后修复空间大

资金成本、营销费用、信用成本的改善驱动 3Q24 净 take rate 增至 1.1% (2Q24: 0.8%)。信贷业务收入 take rate 为 11.9% (2Q24: 10.8%),主因充足的资金供给带动资金成本环比降 98bps 至 4.28%,相比同业约 3-4% 的资金成本,我们认为长期仍有下降空间。公司加强存量用户转化,推动获客成本降低,营销费用占放款量的比例降至 0.86% (2Q24: 0.91%)。贷款质量提升后信用成本环比降低 0.2 亿人民币。伴随贷款质量改善和资金成本降低,叠加轻资本占比提升,预计 2025 净 take rate 为 1.9% (前值: 1.2%)。

放款量修复可能在 25 年下半年,轻资本业务发展利好 25 年收入

3Q24 新放款 510 亿 (2Q24: 511 亿),环比基本持平,主因谨慎经营策略。考虑 1 年左右的贷款久期,预计 1H25 存量风险逐步出清,2H25 放款量有望提升,预计 25 年全年放款量同比提升 10%。风控能力提升后乐信与金融机构的合作方式拓宽,本季度推出轻资本的数字分发平台 (ICP)。出于对利润稳定性的考虑,我们认为未来 1-2 个季度内轻资本业务占比 (ICP+传统分润)或提升至约 30%,带动 25 年轻资本收入同比增 44% (前值: 21%)。

底部反转逐渐清晰,风险压降后盈利修复空间大

净 take rate 有望改善,我们上调 24/25/26 年归母净利预测至 11/19/23 亿元 (调整幅度: +17.0/+45.0/+28.3%)。可比公司平均 25E PB 0.84x,考虑净 take rate (25E: 1.9%) 向风控强的平台靠拢 (3-4%),我们降低估值折价,给予 0.5x 25E PB (前值: 0.23x),上调目标价至 USD5.0 (前值: USD2.1)。

风险提示: 放款量大幅下滑; 贷款质量波动; 监管变动。

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)	9,866	13,057	14,230	14,964	15,864
+/-%	(13.31)	32.35	8.98	5.16	6.02
归属母公司净利润 (人民币百万)	819.75	1,066	1,085	1,890	2,319
+/-%	(64.88)	30.03	1.76	74.26	22.69
EPS (人民币,最新摊薄)	4.41	6.34	6.49	11.30	13.87
PE (倍)	2.97	2.06	4.77	2.74	2.23
PB (倍)	0.25	0.22	0.48	0.42	0.37
ROE (%)	9.83	11.61	10.69	16.74	18.01
股息率 (%)	0.00	9.89	5.30	9.24	11.33

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

估值和风险提示

我们上调公司 2024/2025/2026 的盈利预测至 10.8/18.9/23.2 亿人民币（调整幅度：+17.0/+45.0/+28.3%）。

由于公司风控体系升级→资产质量提升→盈利改善的底部反转逻辑能见度提升，我们下调 2025/2026 年拨备和公允价值变动（信用成本）占贷款余额的比例至 2.3/2.1%（前值：2.5/2.3%）。

另外由于公司轻资本业务占比可能逐步提升，预计科技赋能收入有望快速增长，预计科技赋能收入 2025/2026 年分别为 25.8/26.8 亿人民币（前值：22.3/23.7 亿人民币）。

3Q24 公司的净 take rate 1.1%，而行业内对风险把控较好的公司的净 take rate 在 3-4% 左右，我们预计随着公司资产质量持续好转，信用风险有望下降，叠加轻资本业务占比提升对利润的短期提振，净 take rate 有望向行业领先水平靠拢，上调 2025/2026 年净 take rate 至 1.9/2.4%（前值：1.2/1.6%）。

图表1：盈利预测调整

(百万人民币)	2024E			2025E			2026E		
	此前预测	最新预测	变动	此前预测	最新预测	变动	此前预测	最新预测	变动
放款量	212,563	211,316	-0.6%	223,191	232,448	4.1%	234,351	255,693	9.1%
贷款余额	102,678	102,092	-0.6%	108,626	95,573	-12.0%	114,261	101,742	-11.0%
总收入	13,830	14,230	2.9%	14,129	14,964	5.9%	14,706	15,864	7.9%
-科技赋能收入	1,844	1,789	-3.0%	2,232	2,580	15.6%	2,373	2,685	13.1%
收入端 take	11.2%	11.6%	0.4pp	12.4%	14.0%	1.7pp	12.2%	14.9%	2.8pp
归母净利润	927	1,085	17.0%	1,303	1,890	45.0%	1,808	2,319	28.3%
净 take rate	0.8%	1.0%	0.1pp	1.2%	1.9%	0.7pp	1.6%	2.4%	0.7pp
拨备和公允价值变动	6,000	6,011	0.2%	5,685	5,393	-5.1%	5,474	5,348	-2.3%
拨备和公允价值变动占新增贷款的比例	2.8%	2.8%	0.0pp	2.5%	2.3%	-0.2pp	2.3%	2.1%	-0.2pp

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表2：可比公司估值表

公司	代码	总市值 (十亿美元)	PE (x)			归母净利润增速 (%)			PB (x)			ROE (%)		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
陆金所控股	LU US	2.1	14.1	na	10.1	(89.8)	na	na	0.14	0.18	0.17	1.0	(3.9)	1.7
奇富科技	QFIN US	5.4	4.3	6.1	5.9	6.5	43.6	3.1	0.84	1.69	1.45	21.0	26.2	23.4
信也科技	FINV US	1.6	4.2	5.1	4.6	3.3	2.0	9.8	0.67	0.75	0.65	17.9	16.3	15.5
可比公司均值			7.5	5.6	6.9	(26.7)	22.8	6.4	0.55	0.87	0.75	13.3	12.9	13.6
乐信	LX US	0.7	2.1	4.8	2.7	30.0	1.8	74.3	0.22	0.48	0.42	11.6	10.7	16.7

注：数据截至 2024 年 11 月 27 日

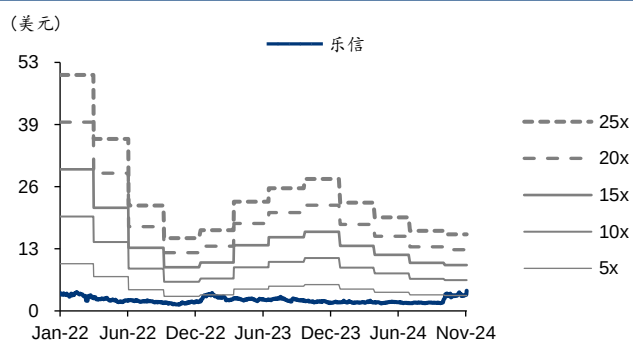
资料来源：Wind，华泰研究预测

我们选取头部信贷科技平台陆金所、奇富科技、信也科技作为乐信的可比公司。考虑到乐信的业务以重资本模式为主，我们采用 PB 估值法。三家信贷科技平台基于华泰预测的平均 2025E PB 为 0.75x，消费信贷平台（奇富科技、信也科技）的平均 2025E PB 为 1.05x。考虑到公司底部反转逐渐清晰，2025E ROE 可能快速修复，但考虑到 2025 年全年预期的净 take rate（1.9%）距离行业内风控较强的公司（3-4%）仍有距离，我们降低乐信的估值折价，但仍然保留一定折价，给予 2025E 0.5x 预期 PB（前值：0.23x），基于 73 人民币的 2025E 每 ADS 净资产，上调目标价至 5.0 美元（前值：2.1 美元）。

风险提示

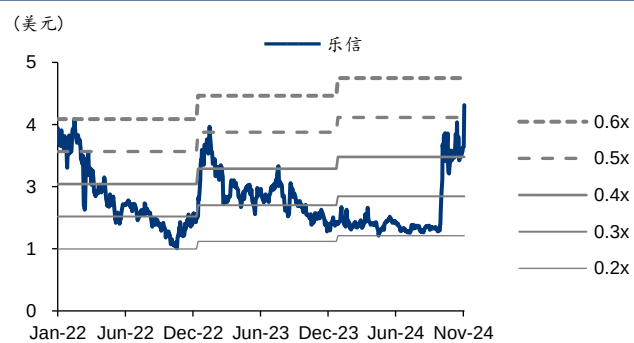
- 1) 放款量大幅下滑。受消费信贷需求不足因素影响，若公司放款量大幅下滑，公司收入和利润可能大幅下滑。
- 2) 贷款质量波动。若贷款质量大幅波动，公司拨备可能迅速提升，进而影响公司盈利。
- 3) 监管变动。若信贷行业监管再次大幅收紧，可能影响公司业务模式和盈利能力。

图表3: 乐信 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表4: 乐信 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	9,866	13,057	14,230	14,964	15,864
投资收益净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
收入及其他收益	9,866	13,057	14,230	14,964	15,864
雇员及相关费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资讯技术支出	(583.26)	(513.28)	(608.85)	(673.36)	(713.87)
其他运营支出	(8,430)	(10,151)	(11,033)	(11,092)	(11,629)
EBITDA	852.52	2,393	2,587	3,198	3,521
折旧及摊销	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运利润	852.52	2,393	2,587	3,198	3,521
融资成本	(518.07)	(513.87)	(359.82)	(304.12)	(290.54)
其他成本	694.12	(552.31)	(865.26)	(531.08)	(331.08)
所占合资公司溢利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1,029	1,327	1,362	2,363	2,899
税项	(202.64)	(260.84)	(277.61)	(472.55)	(579.79)
净利润	825.93	1,066	1,085	1,890	2,319
少数股东应占净利润	6.18	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	819.75	1,066	1,085	1,890	2,319

每股数据

会计年度 (人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股股息	0.00	1.29	1.64	2.86	3.51
EPS	4.71	6.49	6.56	11.44	14.03
EPS (最新摊薄)	4.41	6.34	6.49	11.30	13.87
每股净资产	53.15	59.16	64.38	73.01	83.61

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	4,610	4,763	4,345	6,253	8,334
金融资产	6,858	4,145	3,597	3,367	3,585
应收账款	4,499	6,713	7,438	8,344	9,408
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
于合资公司的权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他资产	6,803	7,520	6,812	5,738	6,314
总资产	22,771	23,141	22,193	23,702	27,641
保证金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融负债	6,601	5,748	4,846	5,802	7,760
结算所基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	3,382	1,532	580.02	870.02	870.02
其他负债	4,138	6,151	6,183	5,026	5,264
总负债	14,122	13,431	11,608	11,698	13,894
股东股本权益	8,649	9,710	10,584	12,004	13,747
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本权益总额	8,649	9,710	10,584	12,004	13,747

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE (倍)	2.97	2.06	4.77	2.74	2.23
PB (倍)	0.25	0.22	0.48	0.42	0.37
ROE	9.83	11.61	10.69	16.74	18.01
ROA	3.77	4.64	4.79	8.24	9.03
股息率	0.00	9.89	5.30	9.24	11.33

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