



主题研究：金融：持牌消费 金融公司如何估值？



观点聚焦

投资建议

城商行/互联网平台/头部投资机构纷纷发力消费金融，近期完成了包括杭银/蚂蚁/华融/苏宁消金等在内的一级市场持牌消费金融公司股权的投融资活动。我们认为国内持牌的消费金融公司，以利息收入为主，符合信贷机构如银行业的商业模式，应当使用 PB/ROE 为基础的估值框架。另外，风控扎实基础之上，若公司商业模式呈现差异化和高增长特征，亦可结合采用 PE 估值。

理由

从商业模式上看，我们认为国内持牌的消费金融公司以利息收入为主，符合信贷机构的商业模式。以头部消金公司为例，其以发放贷款获得利息收入作为主要营收模式，与银行类似。主要资产以贷款为主，远高于银行同业水平，负债端以同业负债为主。对比美股上市的助贷/联合贷公司（如 360 数科、乐信等），持牌消金公司盈利稳健。

从估值框架上，持牌消金公司更加适用于 PB/ROE 的估值框架，成长性好的信贷机构享有成长性带来的溢价，亦可结合采用 PE 估值。采用 2018-1H21 每半年可比估值进行相关性分析，国内在美股上市的助贷/联合贷公司 PB 与 ROE 相关性更高。经典的信贷机构如银行业不论 A/H 股，PB 与 ROE 相关度均较高。但是 PB 估值框架更加适用于已经进入了稳定增

长的阶段的金融企业，资本金成为规模扩张的边界，而对于早期的中国银行业（2010 年之前）或者成长性较好的信贷机构并不能完全适用，这类高成长标的将会享有成长性的溢价，亦可以采用 PE 估值框架。

在估值对标上可以考虑采用近期消费金融市场投融资估值/银行业估值，两种方式进行可比估值。我们认为，近期城商行/互联网公司纷纷发力消费金融，包括杭银/蚂蚁/华融/苏宁消金等交易对价可以作为对标。在实际的估值过程中需要寻找好基本面对标，分清楚购买的仅仅是牌照的价值还是公司价值。

另一类是以银行估值对标，以头部消金公司在商业模式上与信贷机构如银行等更加相似，但是成长性更强，享有成长性的估值。在此之上还需考虑溢价因素：1) 当下各大区域性银行纷纷发力消费信贷机构；2) 对于金融科技公司的监管导致流量回流持牌消费金融机构，且监管周期较长。

风险

消费信贷资产质量恶化，疫情导致消费能力和消费品供给能力不及预

目

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39607

