

从互联网消费信贷看消费复苏

华泰研究

2023 年 9 月 22 日 | 中国内地

专题研究

互联网消费贷先于小微企业贷复苏

年初以来互联网消费贷放款量不断修复，而互联网小微企业贷放款量仍在探底，隐含不同的复苏节奏。消费贷金额小、期限短，对经济复苏更为敏感。消费贷的修复亦能和今年宏观消费、收入和就业数据的改善相互印证。小微企业贷金额大、周期长，在经济复苏早期或仍面临存量贷款风险的出清压力。从头部平台数据看，小微贷放款量仍在收缩，表明复苏较为滞后。我们认为伴随经济复苏，消费贷的增长势头有望持续，且信贷质量可控，消费贷平台估值有望得到支撑。我们看好奇富科技和信也科技。

互联网消费贷持续复苏

今年以来助贷平台消费贷款持续复苏，奇富、信也、乐信上半年放款规模同比增速达到 21.2%。消费贷具有久期短（不到 1 年），金额小（小于 1 万元）的特征，对经济复苏更为敏感。经济复苏会推升消费贷需求。互联网消费贷款增速与消费类和收入类宏观指标表现出联动关系。2Q23 社零、城镇居民人均消费性支出以及城镇居民人均可支配收入同比增速延续修复趋势，包含传统金融机构在内更广义的消费信贷需求在今年也显现出明显的复苏迹象，2Q23 金融机构境内人民币短期消费贷款余额同比增速 10.0%，中长期消费贷余额（不含购房贷款）同比增速 15.5%。

小微企业贷仍待修复

相较消费贷，小微企业贷的复苏势头不明显。陆金所是头部小微企业贷款平台，上半年的放款量为 1,105 亿人民币，同比降低 62.4%。小微企业贷久期长（平均合约期限 3 年左右），金额大（笔均金额 20 万以上），对经济复苏的敏感性弱于消费贷。此外，存量贷款风险仍面临持续出清压力，2Q23 陆金所 90 天以上逾期率为 3.6%，C-M3 比率为 1%。从宏观指标上看，2Q23 居民可支配收入中的经营净收入相对 2019 年复合增速为 5.3%，低于居民可支配收入相对 2019 年复合增速的 6.7%，我们认为，这表明小微企业经营状况有所修复但基础仍不稳固。

消费贷“质”“量”同步

助贷平台的 90 天以上贷款逾期率与城镇调查失业率之间具有较为显著的相关性，可能由于就业情况影响借款人的还款能力。未来就业情况改善或将带动助贷平台贷款质量提升，8 月城镇调查失业率约 5.2%（7M23: 5.3%）。历史数据显示助贷平台贷款质量的拐点通常伴随着放款量增速的拐点。助贷平台的放款策略通常是根据贷款质量灵敏地调节放款力度，当前的货币环境相对宽松，贷款需求逐步回暖，有利于稳定贷款质量，我们预计助贷平台将持续加大放款力度。

助贷平台估值具备吸引力

2022 年 10 月底至今，助贷平台股价波动背后的主要原因是估值的变动。回顾助贷平台 2020 年以来的估值表现，尽管受到疫情扰动、互联网金融监管收紧、中概股退市风波以及贷款定价承压等外部因素影响，我们认为，贷款质量和放款量增速仍是助贷平台估值的主要驱动力。考虑到宏观经济稳健修复和贷款质量预期好转，助贷平台估值有望进一步修复，建议关注奇富科技和信也科技。

风险提示：1) 助贷平台经营数据与宏观指标不存在必然的因果关系；2) 助贷平台经营数据与估值不存在必然的因果关系；3) 宏观经济修复节奏；4) 行业监管风险。

多元金融

增持（维持）

研究员

SAC No. S0570521010001
SFC No. AWF297

李健, PhD

lijian@htsc.com
+(852) 3658 6112

联系人

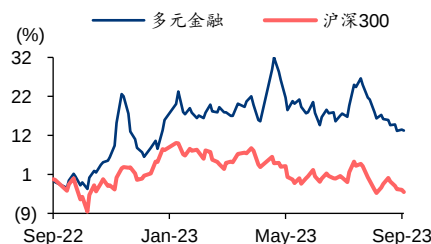
SAC No. S0570122070171 chenxuan020827@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

陈宇轩

华泰证券研究所分析师名录



行业走势图



资料来源：华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
奇富科技	QFIN US	27.17	买入
信也科技	FINV US	6.47	买入

资料来源：华泰研究预测

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

互联网消费贷先于小微企业贷修复	3
互联网消费贷修复与宏观指标相互印证	6
互联网金融监管进入常态化，政策呵护消费贷发展	9
消费贷“量”“质”同步	10
估值修复短期休整，未来关注经济复苏节奏	11
风险提示	16

互联网消费贷先于小微企业贷修复

互联网助贷平台的新增贷款规模和贷款质量在一定程度上反映了宏观经济状况，一方面是因为宏观经济会影响借款人的还款行为，平台出于把控风险的目的，通常根据宏观经济情况和自身贷款质量调整放款策略；另一方面宏观经济状况影响社会整体信贷需求。因此宏观经济和助贷平台的经营数据可以交叉验证并互为指引。我们发现，助贷平台贷款量与宏观指标如社会消费品零售总额、人均消费性支出有着较强的相关性，均在 2023 年显现出复苏的迹象。

互联网贷款产品可以分为消费贷款和小微企业贷款，最大的区别在于笔均贷款规模和贷款期限。陆金所（LU、增持）是典型的小微企业信贷科技平台，奇富科技（QFIN、买入）、信也科技（FINV、买入）和乐信（LX）是典型的消费信贷科技平台。互联网消费贷款的目标客户为 20-40 岁的中青年人群，贷款规模通常在一万元以下，平均贷款期限在一年左右，主要用以日常消费，典型用途包括购买 3C 电子产品、家电和家具等。互联网小微企业贷款的目标客户为小微企业主，贷款规模通常在 20-40 万元，平均合约期限 3 年左右，通常被小微企业主用以企业的日常经营。

图表1：互联网消费贷款产品比较

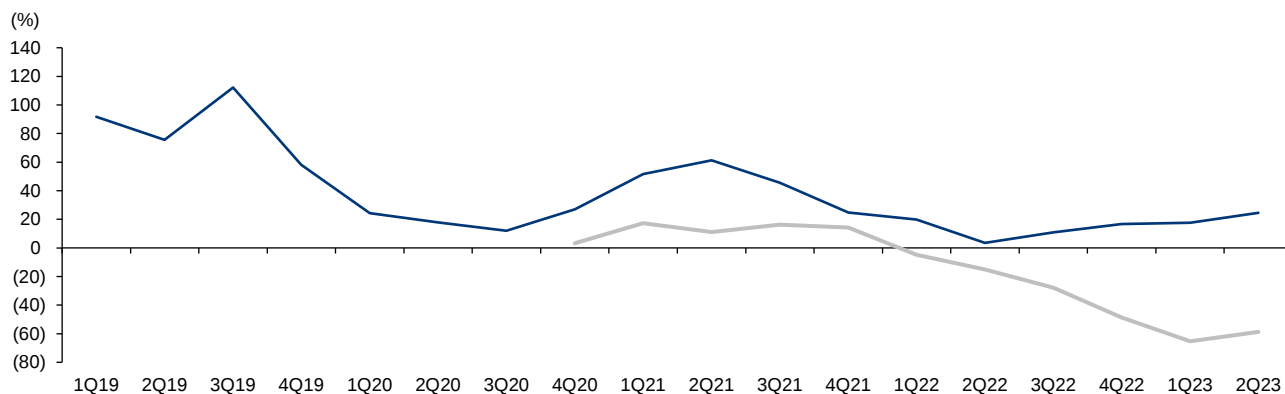
	陆金所	信也科技	奇富科技	乐信	工商银行个人消费贷款（融e借）	工商银行信用卡
目标客户	小企业主和上班族	20-40 岁对互联网借款接受度较高的群体	年轻借款人和小企业主	23-40 岁的年轻人和小微企业主	年满 18 周岁，有良好还款意愿和还款能力的群体	消费稳定型的客户，包括年轻消费者群体，高学历消费者群体等
累计借款人数	1,970 万	2,840 万	2,850 万	授信用户 4,100 万		
贷款产品种类	信用贷款、抵押贷款 小微企业贷款为主	信用贷款 个人消费贷款为主	信用贷款 个人消费贷款为主	信用贷款 个人消费贷款为主	信用贷款 个人消费和经营周转等	信用贷款
最长借款期限（月）	2021 年至 2023 年期间最大合约期限为 60 个月，后调整至 36 个月	24（2022）	36（2022）	36（2022）	一般不超过 2 年，部分客户可选择最长 5 年	信用卡账单分期最高 36 期；信用卡现金分期最高 36；e 分期最高 60 期
平均期限（月）	合约期限 无抵押贷款：38.0 抵押贷款：38.8（2022） 有效期限 无抵押贷款：19.75 抵押贷款：14.62（表外贷款，2022）	8.4（合约期限）	11（合约期限）	14.7（合约期限）		
最高贷款额度	抵押贷款 1,000 万； 信用贷款 100 万（2022）	小微企业贷最高 20 万（2022）	30 万（2022）	通常 5 万，有良好信用的借款人最高 20 万（2022）	600 元至 80 万元	
单笔平均贷款金额（元）	无抵押贷款：240,179 抵押贷款：438,675 消费金融贷款：5,979（2022）	7,816	8,800	8,753（2021）		
APR 年利率（IRR，%）	无抵押贷款：21.1 抵押贷款：15.7 消费金融贷款：20.7（2022）	22.3	约 22	24.1（4Q22）	实施差异化定价，最低年利率为 4.35%	信用卡账单分期：账单分期 12 期基准手续费率 7.2%，近似折算年化利率 13.03% 信用卡现金分期：现金分期 12 期基准手续费率 9%，近似折算年化利率 16.22% e 分期：12 期基准手续费率 4.2%，近似折算年化利率（单利）7.66%

注：除特殊标注外，数据截至 2Q23

资料来源：工商银行官网，工商银行 APP，公司公告，华泰研究

由于借款人和用途不同，互联网消费贷款和小微企业贷款对宏观经济的反映并不一致。互联网消费贷金额小、期限短，对宏观经济环境的变化反映更灵敏；小微企业贷金额大、周期长，对宏观经济环境的反映相对滞后。这种反差在今年反映地较为明显，我们看到互联网消费贷款随着消费复苏在反弹，而小微企业贷仍然下滑。我们认为，一方面经济在疫后的复苏已经映射到互联网消费贷领域；另一方面，小微企业可能仍面临压力，或者前期积累的压力仍在出清当中。

图表2：互联网消费贷贷款量同比增速 vs 小微企业贷贷款量同比增速

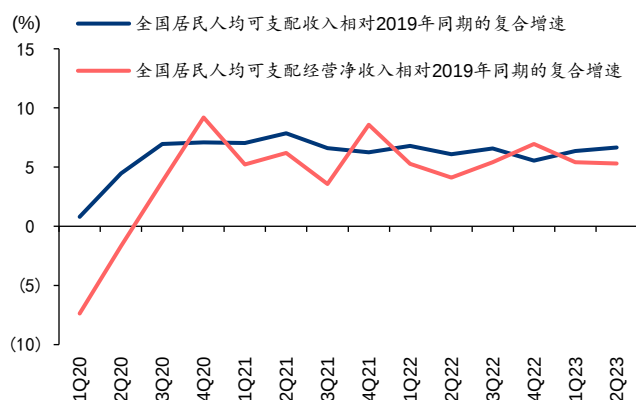


注：消费贷款平台统计的新增贷款量是奇富科技、信也科技、乐信新增贷款量的总和

资料来源：公司公告，华泰研究

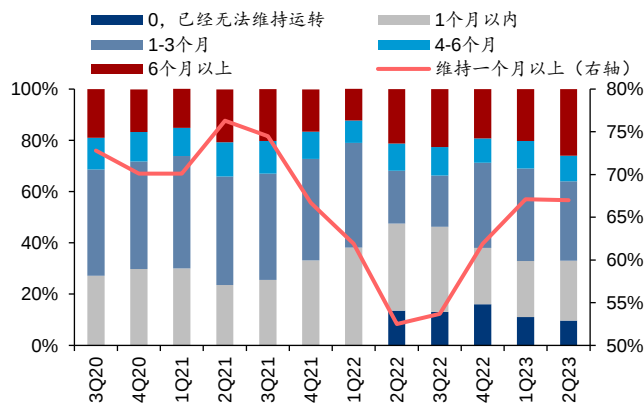
小微企业经营状况有所修复但基础仍不稳固。2Q23 居民可支配收入中的经营净收入相对 2019 年复合增速为 5.3%，低于居民可支配收入相对 2019 年复合增速的 6.7%，反映了小微企业收入修复仍然面临压力。此外根据《中国小微经营者调查报告》，尽管 2Q23 现金流能够维持经营一个月以上的小微企业占比延续自 2Q22 触底以来的回升趋势，但仍低于 3Q21 前的水平。

图表3：居民人均可支配收入 vs 居民人均可支配收入经营净收入



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表4：小微企业现金流维持情况



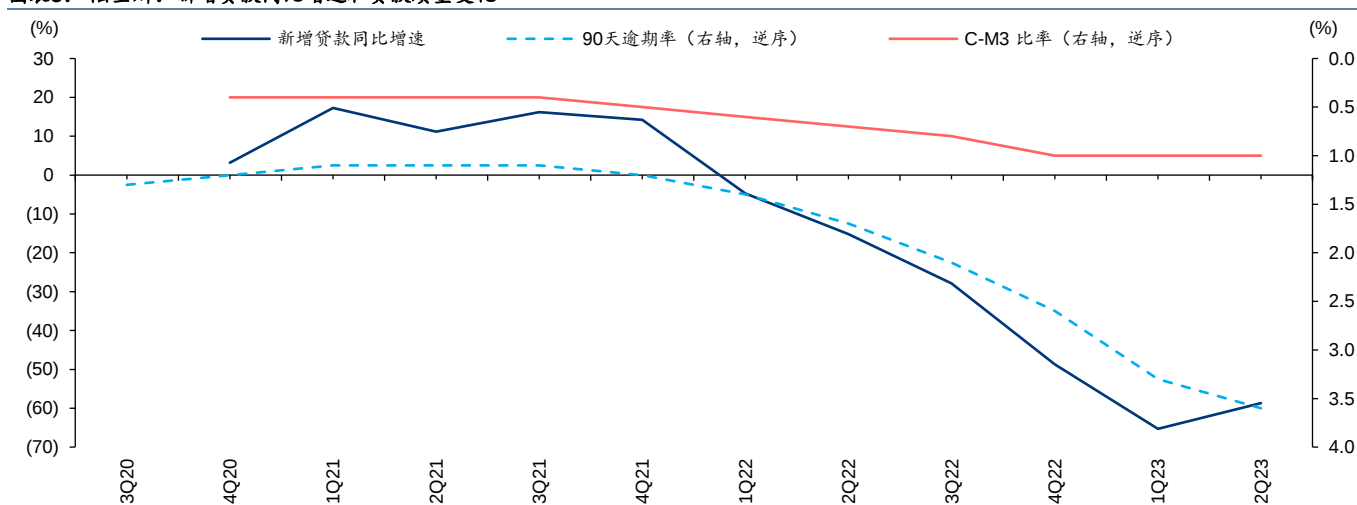
资料来源：《中国小微经营者调查报告》，华泰研究

小微企业经营状况影响互联网小微贷款放款量和贷款质量。一方面，小微企业现金流和收入承压将导致存量贷款逾期风险提升。另一方面，小微企业经营状况修复偏弱压制互联网小微贷需求。

小微企业弱复苏背景下，陆金所贷款质量前瞻指标已有企稳迹象，但新增贷款量增速和贷款质量触底时间滞后于消费贷助贷平台。小微企业经营状况弱复苏带动 1Q-2Q23 陆金所贷款质量前瞻指标 C-M3 比率企稳，但高风险存量贷款仍未出清，互联网小微贷需求尚在修复，陆金所仍维持谨慎的放款策略，2Q23 陆金所新增贷款同比增速-58.7%，90 天以上逾期率仍未企稳，陆金所放款量增速和贷款质量修复节奏滞后于消费贷助贷平台。基于小微企业弱复苏态势、陆金所的存量贷款期限和 C-M3 比率的企稳迹象，我们认为，陆金所的新增贷款量增速的跌势有望于 2H23 企稳回暖，但增速转正或需等至 2024 年。

小微企业是我国市场主体的重要组成部分，是经济复苏和消费复苏的晴雨表，具有创造就业、促进经济活力的作用。陆金所和消费贷助贷平台放款量和贷款质量之间的不匹配反映小微企业尚未完全复苏，疫后“疤痕效应”仍然存在。

图表5：陆金所：新增贷款同比增速和贷款质量变化



注：C-M3 比率为当前的贷款在 3 个月后会成为不良贷款的比例

资料来源：公司公告，华泰研究

互联网消费贷修复与宏观指标相互印证

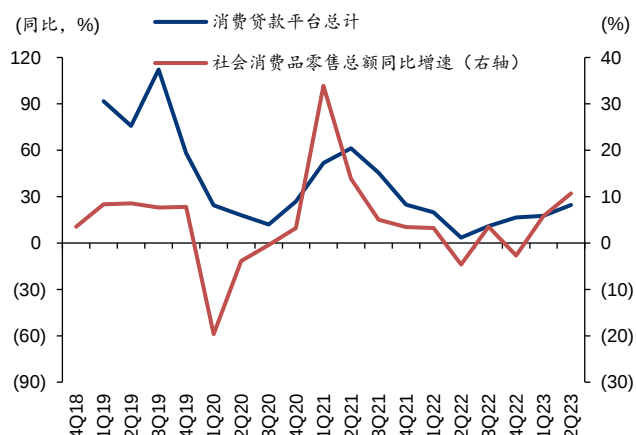
互联网消费贷款增速与消费和收入类宏观指标表现出显著相关性，体现出消费贷款平台的顺周期特性。**社会消费品零售总额**和**城镇居民人均消费性支出**代表居民消费需求，**人均可支配收入**体现居民消费能力。受到疫情扰动，社零、城镇居民人均消费性支出和城镇居民人均可支配收入的同比增速于1Q20触底后回升至1Q21，并于2Q22再次触底后波动上升；1Q20助贷平台消费贷款的放款量增速快速下滑，并在3Q20触底，后同样于2Q22触底后缓慢修复。

1Q-3Q20 消费贷款助贷平台放款量增速和宏观指标背离，主要由于疫情扰动叠加互联网贷款监管收严促使消费贷助贷平台采取了更加谨慎的放款策略。

3C 产品销量是更细化的消费指标，为互联网消费贷款放款量增速提供参考。互联网平台消费贷款笔均金额约 8,000-9,000 元，主要被用以购买 3C 产品和家居家装，因此 3C 产品销量能够更直接地反映互联网消费贷款需求。

宏观指标和互联网消费贷款放款量增速在趋势上相互印证，2Q22-2Q23 各类宏观指标呈现修复趋势，互联网消费贷款从 2Q22 开始加速增长，一定程度上印证了疫后消费复苏的趋势。

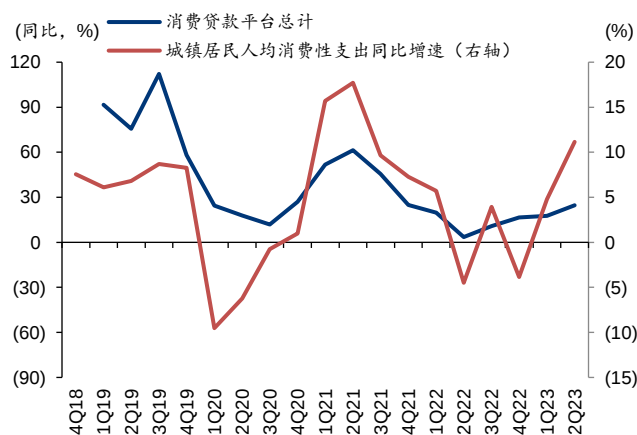
图表6：助贷平台新增消费贷款增速 vs 社会消费品零售总额增速



注：消费贷款平台总计的新增贷款量是奇富科技、信也科技、乐信新增贷款量的总和

资料来源：公司公告，国家统计局，华泰研究

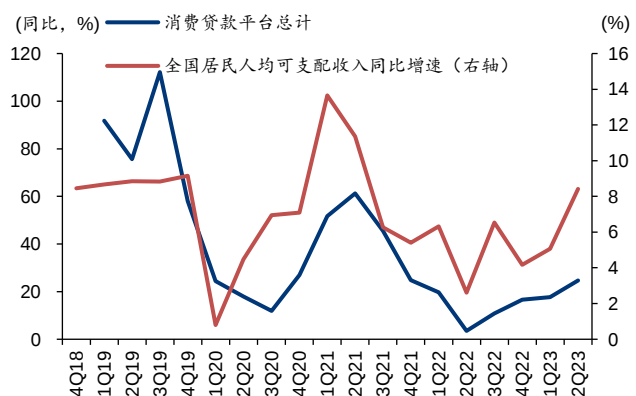
图表7：助贷平台新增消费贷款增速 vs 城镇居民人均消费性支出增速



注：消费贷款平台总计的新增贷款量是奇富科技、信也科技、乐信新增贷款量的总和；计算居民人均消费性支出当季值时假设年内人口不变

资料来源：公司公告，国家统计局，华泰研究

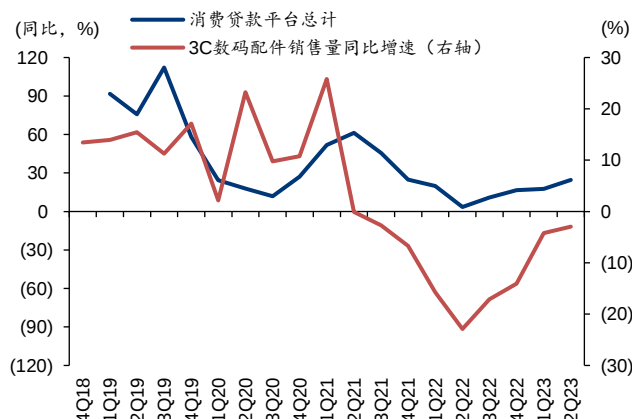
图表8：助贷平台新增消费贷款增速 vs 全国居民人均可支配收入增速



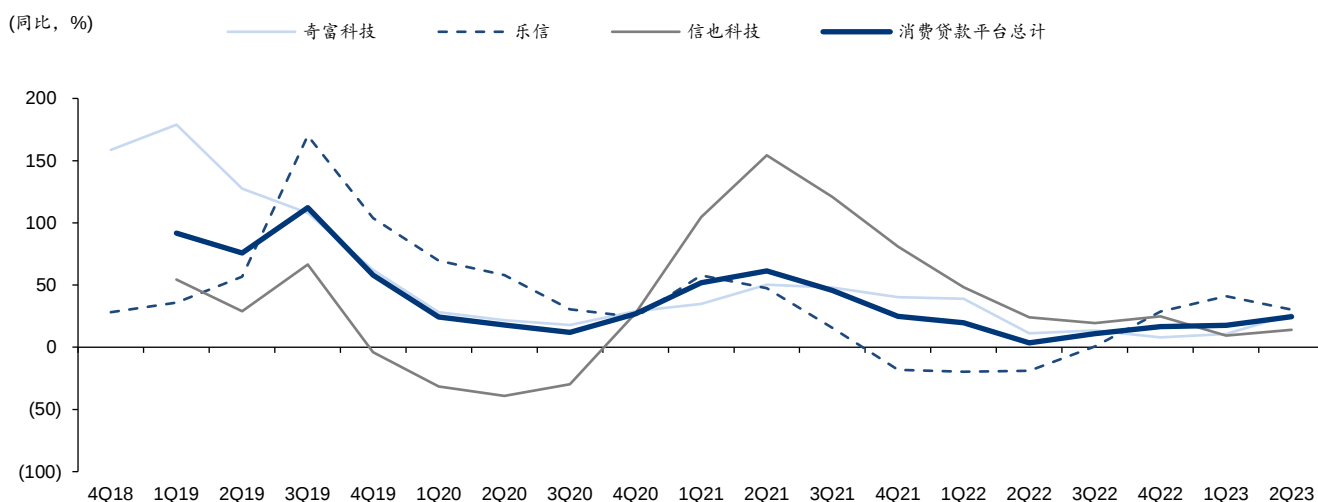
注：消费贷款平台总计的新增贷款量是奇富科技、信也科技、乐信新增贷款量的总和

资料来源：公司公告，国家统计局，华泰研究

图表9：助贷平台新增消费贷款增速 vs 3C 数码产品销量



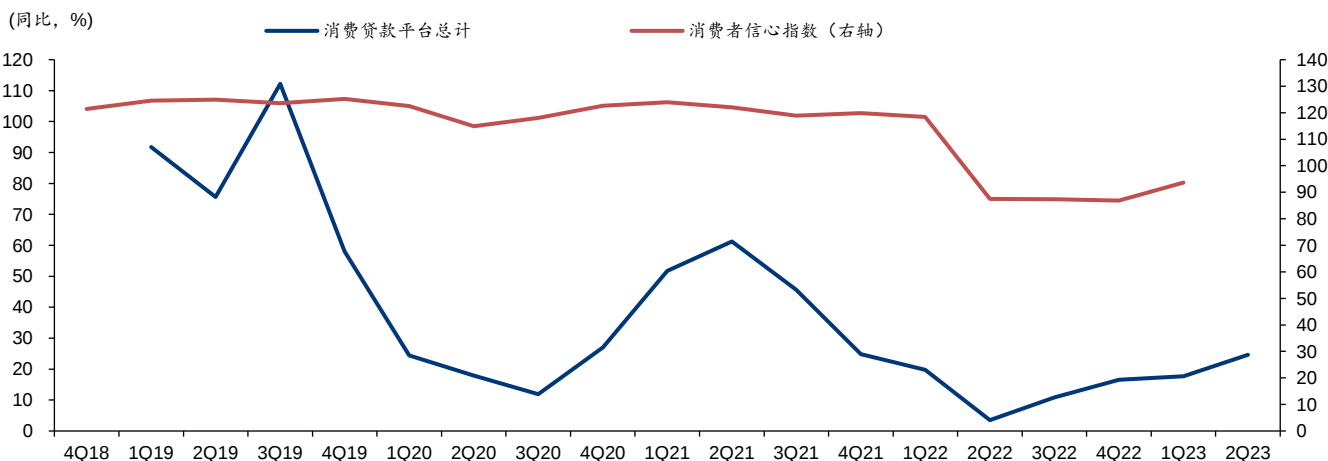
资料来源：数据威，华泰研究

图表10：信也科技、奇富科技、乐信、陆金所新增贷款量同比增速和消费贷款平台新增贷款量同比增速


注：消费贷款平台总计的新增贷款量是奇富科技、信也科技、乐信新增贷款量的总和

资料来源：公司公告，华泰研究

助贷平台消费贷款量同比增速隐含消费者对未来的信心。消费者信心指数反映消费者对未来经济生活的预期和对当下经济生活的满意程度，是社会消费趋向的前瞻指标。互联网消费贷款需求与消费者对自身未来还款能力预期有关，受消费者信心影响。回顾历史数据，消费者信心指数在 2Q20 和 2Q22 走弱，且 2Q22 下滑幅度更大。与之对应，助贷平台新增消费贷款同比增速分别在 3Q20 和 2Q22 触底，并且 2Q22 触底后修复幅度弱于 3Q20。我们认为，2Q22-2Q23 助贷平台消费贷款的修复势态反映出消费者信心在回暖但仍有修复空间。

图表11：助贷平台新增消费贷款增速 vs 消费者信心指数


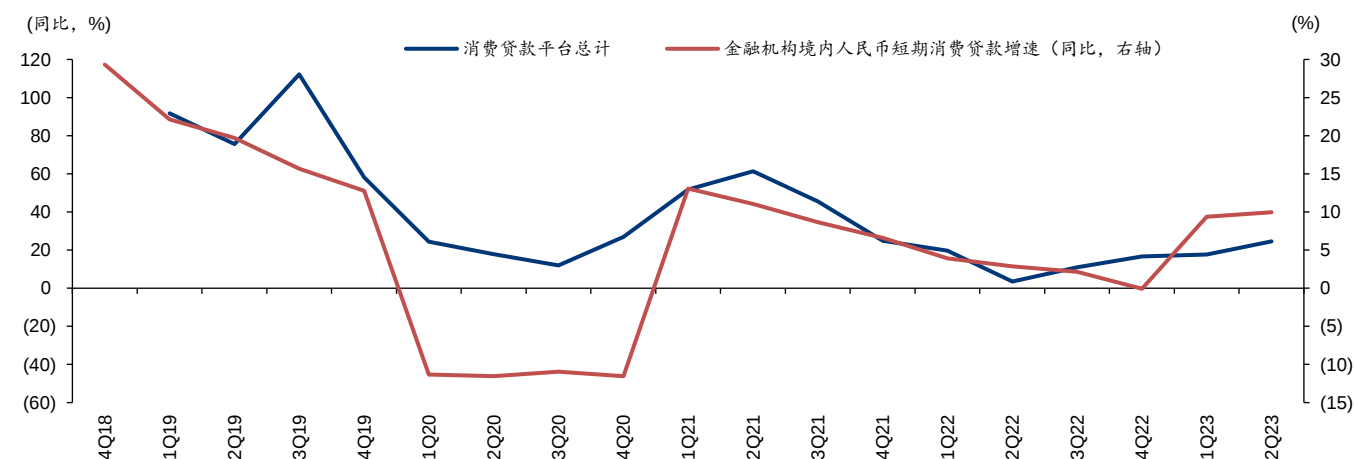
注：三家消费助贷平台包括奇富科技、信也科技、乐信

资料来源：公司公告，国家统计局，华泰研究

更广义的短期消费贷款在 2023 年也显现出明显的修复迹象，同样印证了宏观疫后复苏的趋势。互联网消费贷款规模相对较小，2Q23 三家头部消费贷助贷平台贷款余额约为金融机构短期消费贷款的 3.6%。相比传统消费信贷产品，互联网消费贷款目标客群更加下沉，贷款产品的 APR 年利率约 20-24%，低于银行信用卡以及消费贷款年利率。我们认为，由于规模和客群的差异，互联网助贷平台对宏观经济的敏感性可能高于传统金融机构，助贷平台和传统金融机构贷款量增速在 2023 年修复反映了宏观经济的复苏势态。

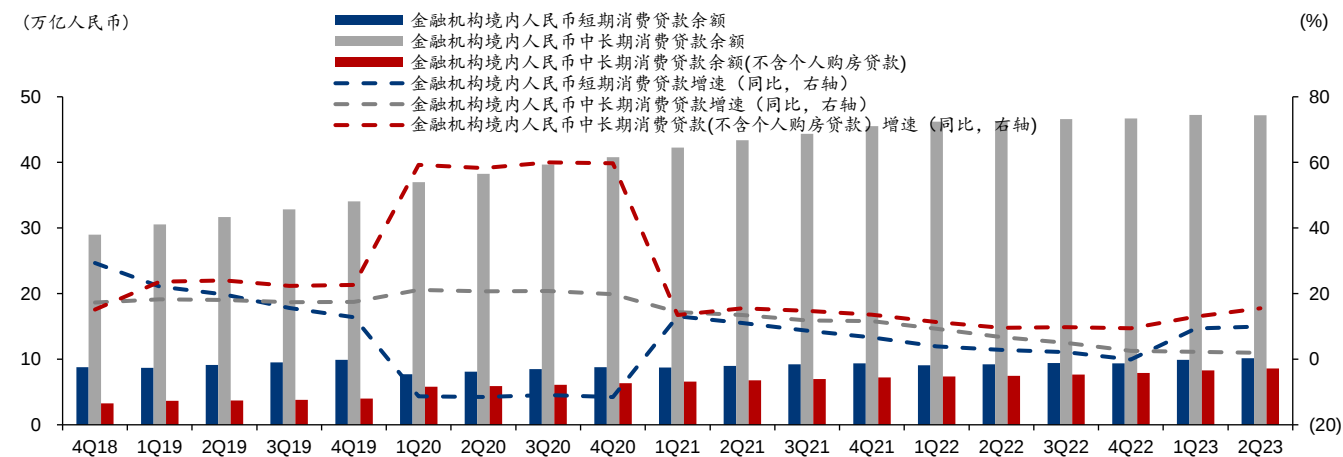
居民对非购房消费贷款的需求逐步回暖。2023 年短期消费贷款余额增速好于中长期消费贷款余额增速，主因是 2023 年房地产市场表现疲弱，以及居民提前偿还房贷。1Q/2Q23 短期消费贷款余额增速达到 9.4/10.0%，高于中长期消费贷款余额增速的 2.3/1.9%。去除购房贷款后，1Q/2Q23 中长期消费贷款余额增速为 13.0/15.5%，消费贷款总体余额增速可达 11.0/12.4%。中长期消费贷款中 80%以上是个人购房贷款，今年以来，房地产市场遇冷，叠加国内利率下行促使居民提前偿还贷款，1Q/2Q23 个人住房贷款余额同比增速仅为 0.3/-0.7%。我们认为，房地产市场低迷是压制中长期消费贷款增长的主要原因，但非购房贷款的消费贷款需求正逐步回暖，反映了社会消费的修复趋势。

图表12：助贷平台新增消费贷款增速 vs 金融机构境内人民币短期消费贷款增速



资料来源：公司公告，中国人民银行，华泰研究

图表13：金融机构境内人民币短期和中长期消费贷款余额和增速



资料来源：中国人民银行，华泰研究

互联网金融监管进入常态化，政策呵护消费贷发展

从 2015 年开始整治 P2P 行业，2017 年规范“现金贷”业务，到 2020 年 7 月规范银行互联网贷款等，监管不断结合互联网金融创新带来的新风险调整力度和策略。

我们认为，监管对互联网平台参与信贷业务的态度和思路越来越清晰：

一、明确信贷业务中各方的定位和职责，金融的归金融，科技的归科技。互联网平台公司参与贷款出资，需要有消费金融公司牌照、小贷牌照或者互联网小贷牌照，共同出资的联合贷款需要满足 30% 出资比例的要求。平台公司承担信用风险需要有担保牌照；

二、所有的金融业务都要纳入监管，持牌经营，同样的业务要接受同样的监管；

三、信贷业务的核心是信用，监管希望通过持牌的征信机构加强对个人征信业务的规范；

四、强化金融机构尤其是银行在放贷业务中的核心主体责任，强化互联网贷款中资金流和信息流的穿透式监管。

互联网金融监管已进入常态化。2023 年 7 月，四部门联合发布《金融管理部门善始善终推进平台企业金融业务整改 着力提升平台企业常态化金融监管水平》，指出互联网平台金融业务的大部分问题基本完成整改，金融管理部门的工作重点转入常态化监管，下一步是提升常态化监管水平。蚂蚁集团和旗下机构被处以罚款 71.23 亿元，财付通被处以罚款约 29.9 亿元。我们认为，伴随监管部门此次发文，为期 3 年的专项整改基本收尾，互联网金融监管已进入常态化阶段。此外，信贷业务“断直连”整改日期截止 2023 年 6 月，各家平台的整改基本完成，我们认为，监管的不确定性已逐步减少。

近期政策文件强调金融对消费的支持作用，呵护消费贷平稳发展。2023 年 7 月 31 日，国务院办公厅转发国家发展改革委《关于恢复和扩大消费措施》的通知，其中第十八条明确提出加强金融对消费领域的支持。8 月 21 日，商务部、国家发展改革委、国家金融总局发布《关于推动商务信用体系建设高质量发展的指导意见》，其中提出促进信用消费发展，合理增加对消费者购买汽车、家电、家居等产品的消费信贷支持，持续优化利率和费用水平。我们认为，相关文件强调并肯定了金融在消费复苏进程中的作用，在政策引导下，互联网消费贷有望受益于消费回暖的趋势，并为消费复苏助力。

图表14：金融科技信贷相关业务主要监管政策文件

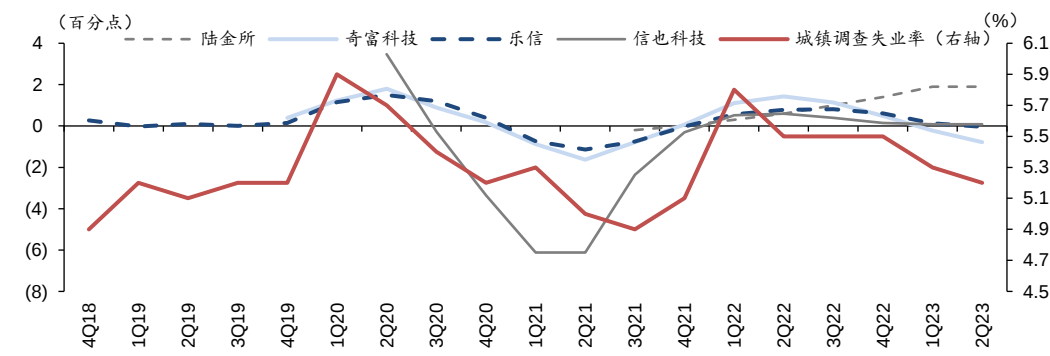
时间	监管文件
2010 年 3 月	融资性担保公司管理暂行办法
2013 年 11 月	消费金融公司试点管理办法
2017 年 12 月	关于规范整顿“现金贷”业务的通知，141 号文
2015 年中-2019	针对 P2P 的多项监管措施
2018 年 12 月	关于做好网贷机构分类处置和风险防范工作的意见，175 号文
2019 年 1 月	关于进一步做好 P2P 网络借贷合规检查和后续工作的通知
2020 年 7 月	商业银行互联网贷款管理暂行办法
2020 年 8 月	最高人民法院关于修改《关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》的决定
2020 年 9 月	关于加强小额贷款公司监督管理的通知
2020 年 11 月	网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）
2021 年 1 月	消费金融公司监管评级办法（试行）
2021 年 1 月	征信业务管理办法（征求意见稿）
2021 年 2 月	关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知
2021 年 3 月	关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知
2021 年 9 月	征信业务管理办法
2022 年 7 月	中国银保监会发布《关于加强商业银行互联网贷款业务管理 提升金融服务质效的通知》
2023 年 7 月	《金融管理部门善始善终推进平台企业金融业务整改 着力提升平台企业常态化金融监管水平》

资料来源：国家金融监督管理总局，人民银行，华泰研究

消费贷“量”“质”同步

消费贷质量与城镇失业率数据之间具有显著相关性。2020年和2022年失业率上升期间，互联网助贷平台逾期率同步上升。2023年以来，失业率有所改善，也得到了平台贷款逾期率同比下降的印证。

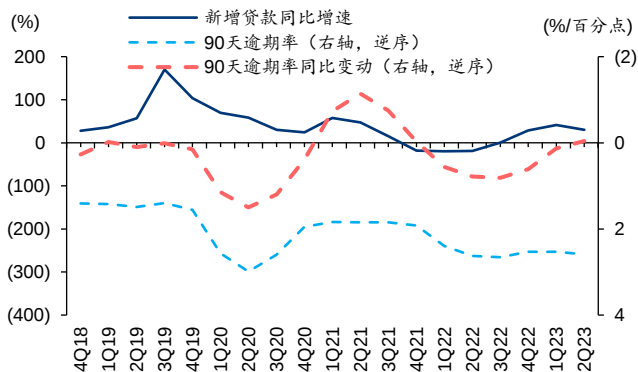
图表15：90天以上贷款逾期率同比变动 vs 城镇失业率



资料来源：公司公告，国家统计局，华泰研究

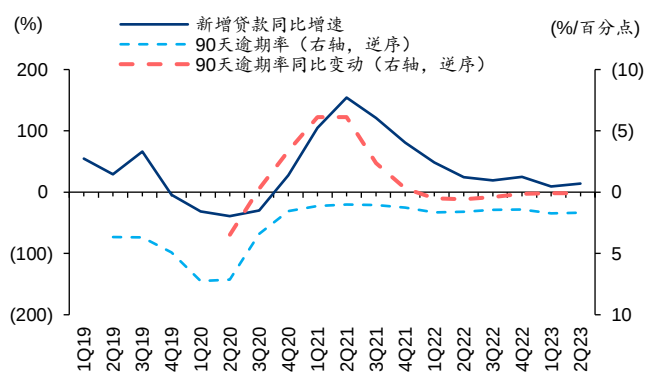
贷款质量和互联网消费贷放款量增速同步变动。通过观察消费贷助贷平台新增贷款量增速和贷款质量，我们发现贷款质量与新增贷款增速通常同趋势变动；首日逾期率作为领先指标，拐点时刻更早于90天以上逾期率。这主要和助贷平台放款策略有关，平台通常会根据贷款质量调整放款节奏，以实现稳健发展。我们认为，就业情况向好趋势有望带动贷款质量修复，进而支撑新增贷款量增速回暖。

图表16：乐信：新增贷款同比增速和90天以上贷款逾期率



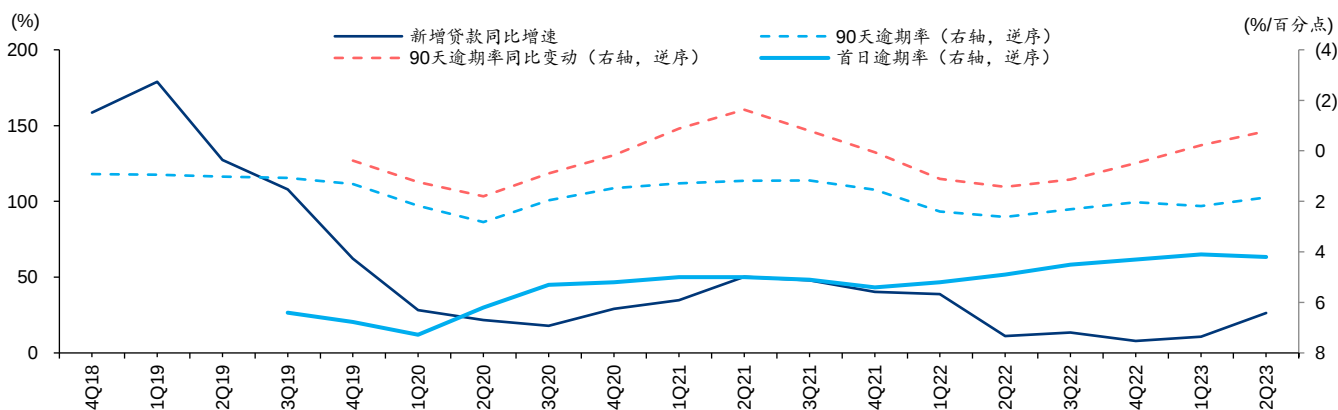
资料来源：公司公告，华泰研究

图表17：信也科技：新增贷款同比增速和90天以上贷款逾期率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表18：奇富科技：新增贷款同比增速和90天以上贷款逾期率



资料来源：公司公告，华泰研究

估值修复短期休整，未来关注经济复苏节奏

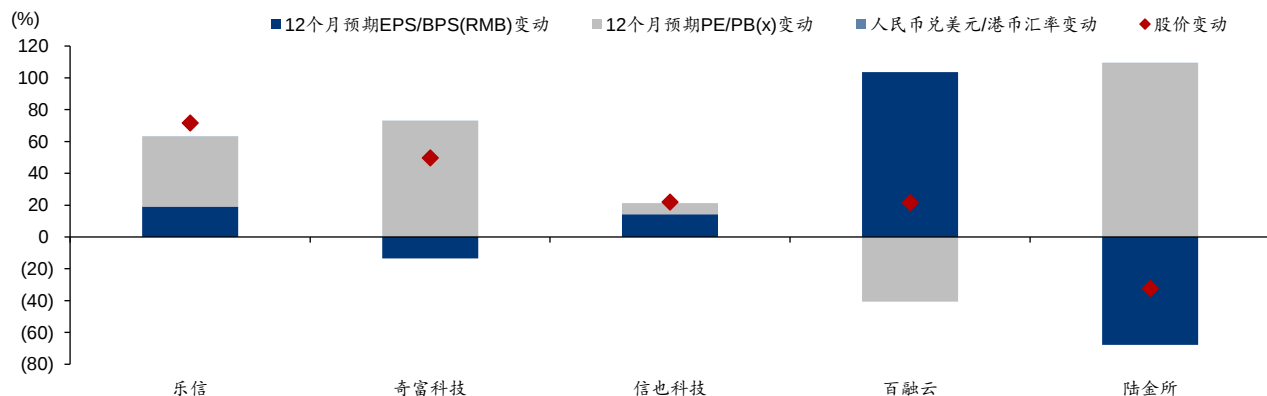
我们把股价的波动拆分为业绩预期变动，汇率变动和估值变动。自 2022 年 10 月 31 日后，信贷科技行业上市公司股价普遍经历一轮上涨，不同公司之间股价上涨的驱动力存在差异，估值修复和业绩预期增长分别是助贷平台和百融云本轮股价上涨的主要驱动力。我们认为助贷平台本轮估值修复反映了：1) 随着互联网金融行业整改逐步收尾，互联网金融监管进入常态化，市场担忧缓解，资本金充足、合规的龙头助贷平台有望获益；2) 宏观经济压力下降，经济环境改善，金融机构的放款策略更加积极，居民信贷需求边际回暖，信贷科技公司业绩有望进一步提振。

2023 年 2 月后，助贷平台估值短期休整，或受宏观经济弱修复和海外流动性收紧影响。回顾助贷平台 2020 年以来估值变动，尽管受到疫情扰动、互联网金融监管收紧、中概股退市风波以及贷款定价承压等外部因素影响，我们认为，贷款质量和新增贷款量增速仍是助贷平台估值的主要驱动力，建议关注宏观经济复苏节奏和公司业绩兑现。

助贷平台新增贷款增速和估值正相关，不同公司相关性不一。互联网金融是顺周期行业，放款量增速与宏观指标正相关，在经济上行周期中市场通常给予助贷平台更高估值。消费贷助贷平台估值与自身新增贷款增速的相关性更显著。互联网消费贷款笔均较小，期限较短，通常对经济周期的敏感性更强，因此宏观经济变动对消费贷助贷平台估值的影响更加明显。

助贷平台贷款逾期率与公司估值负相关，我们认为这是因为：1) 前文中影响两者的宏观指标周期错位；2) 助贷平台和金融机构会根据贷款质量来调整未来的贷款策略；3) 借款人质量变动与借款需求变动负相关。

图表19：信贷科技公司近期股价变动拆分（2022 年 10 月 31 日至 2023 年 9 月 18 日）



注：预期 EPS/BPS 和预期 PE/PB 来自 Bloomberg；信也科技为 PB/BPS 的变动，其余为 PE/EPS 变动；百融云为人民币兑港币变动，其余为人民币兑美元变动
资料来源：Bloomberg，华泰研究

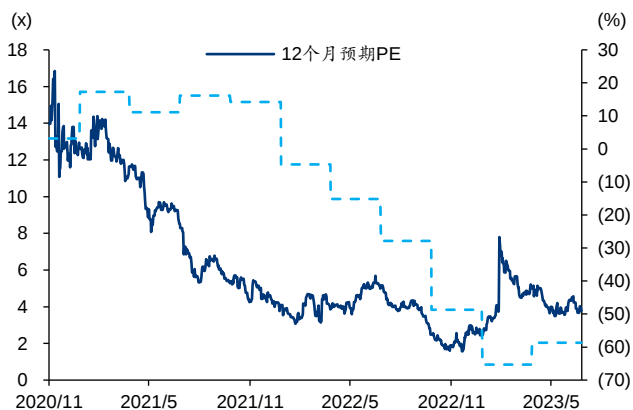
1H23 社会信贷需求弱修复推动信贷科技公司业绩边际好转，但修复力度仍然偏弱，信贷科技公司业绩分化，部分公司的业绩修复受到压制。1H23 资金供给和需求的错配推升了金融机构对于存量用户精准促活的需求，百融云通过自身领先的技术实力把握机会，1H23 公司 BaaS 金融行业云业务贷款撮合规模同比提升 72%；MaaS 业务核心客户平均收入同比提升 11.4%达到 243 万元，核心客户数量同比增长 14 家至 146 家。

1H23 消费贷助贷平台仍然受到信贷需求修复乏力的影响，头部平台仍然维持相对谨慎的放款策略，但从放款量和放款质量上看，消费贷平台最困难的时间或已过去。1H23 消费贷助贷平台放款量 4,492 亿元，同比提升 21.2%。我国 8 月新增社融 3.12 万亿，好于彭博一致预期的 2.69 万亿，我们认为，2H23 信贷需求有望维持修复趋势，或将利好消费贷助贷平台业绩。

1H23 小微企业贷助贷平台的修复面临挑战，小微商户经营活动仍然面临压力，对于大额低息贷款的需求仍然较为疲弱，陆金所存量贷款风险仍在出清，公司维持相对谨慎的放款策略，1H23 放款量同比下滑 62.4%。

陆金所估值与贷款量增速正相关，与贷款逾期率负相关，但 2022 年 10 月底后这种相关性减弱。2022 年 10 月底前，疫情扰动下小微企业经营状况持续承压，陆金所新增贷款同比增速降低，贷款质量恶化，EPS 增速放缓，估值走弱。2022 年 10 月底后，新增贷款增速和贷款质量未见好转，但估值回升。这主要是由于小微企业经营状况修复仍然不稳固导致陆金所放款量和贷款质量仍未修复，公司业绩预期快速下降导致估值短期提升。

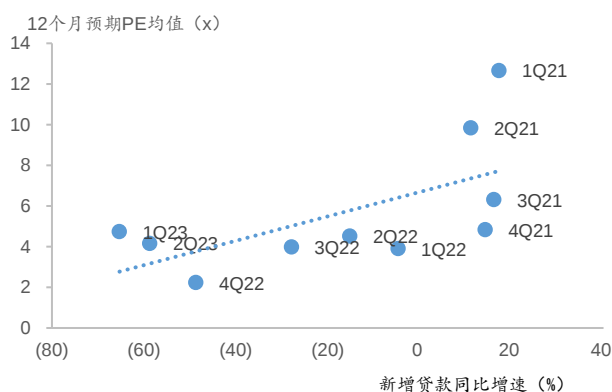
图表20：陆金所控股：12个月预期PE和新增贷款同比增速



注：12个月预期PE来自彭博一致预期；新增贷款增速为当期期末财报数据；数据截至2023年6月30日

资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰研究

图表21：陆金所控股：12个月预期PE均值和新增贷款同比增速拟合



注：12个月预期PE来自彭博一致预期；新增贷款增速为当期期末财报数据；数据截至2023年6月30日

资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰研究

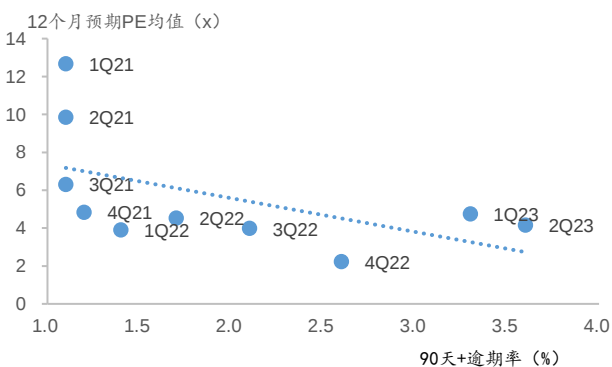
图表22：陆金所控股：12个月预期PE和90天+逾期率



注：12个月预期PE来自彭博一致预期；90天+逾期率为当期期末财报数据；数据截至2023年6月30日

资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰研究

图表23：陆金所控股：12个月预期PE均值和90天+逾期率拟合



注：12个月预期PE来自彭博一致预期；90天+逾期率为当期期末财报数据；数据截至2023年6月30日

资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰研究

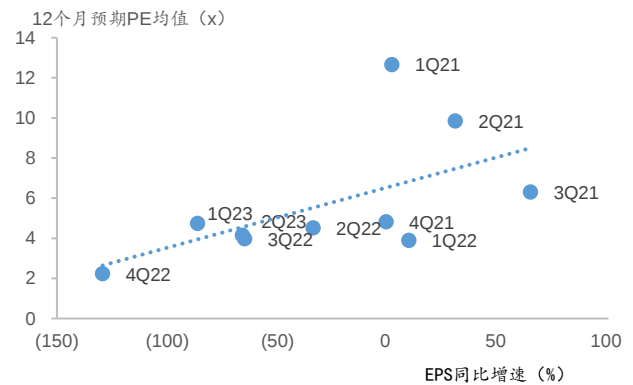
图表24: 陆金所控股: 12个月预期PE和EPS同比增速



注: 12个月预期PE来自彭博一致预期; EPS同比增速为当期期末财报数据; 数据截至2023年6月30日

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰研究

图表25: 陆金所控股: 12个月预期PE均值和EPS同比增速拟合



注: 12个月预期PE来自彭博一致预期; EPS同比增速为当期期末财报数据; 数据截至2023年6月30日

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰研究

奇富科技、乐信和信也科技是头部消费贷助贷平台, 其估值与放款量增速和逾期率之间的相关性更加显著。2022年10月底以来, 三家消费贷助贷平台的估值不同程度地回暖, 主要驱动力是宏观经济修复, 新增贷款量增速和贷款质量回暖。

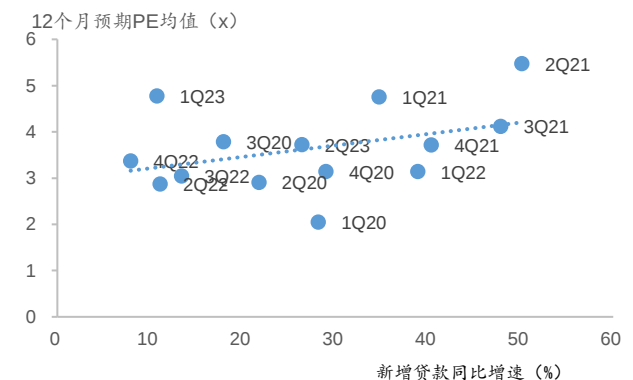
图表26: 奇富科技: 12个月预期PE和新增贷款同比增速



注: 12个月预期PE来自彭博一致预期; 新增贷款增速为当期期末财报数据; 数据截至2023年6月30日

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰研究

图表27: 奇富科技: 12个月预期PE均值和新增贷款同比增速拟合



注: 12个月预期PE来自彭博一致预期; 新增贷款增速为当期期末财报数据; 数据截至2023年6月30日

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰研究

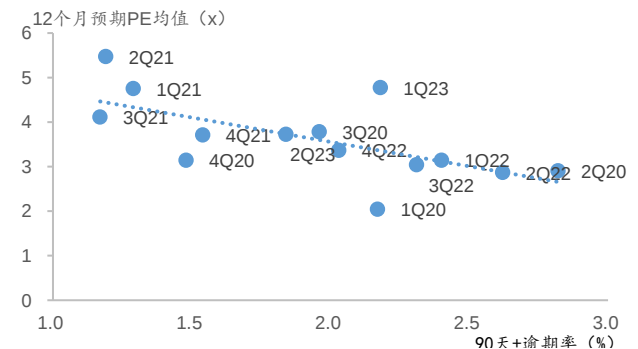
图表28: 奇富科技: 12个月预期PE和90天+逾期率



注: 12个月预期PE来自彭博一致预期; 90天+逾期率为当期期末财报数据; 数据截至2023年6月30日

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰研究

图表29: 奇富科技: 12个月预期PE均值和90天+逾期率拟合



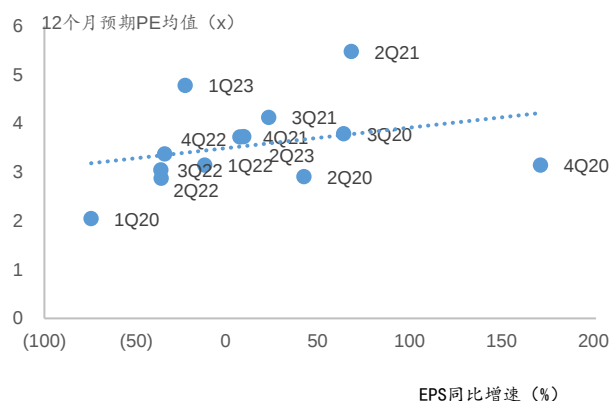
注: 12个月预期PE来自彭博一致预期; 90天+逾期率为当期期末财报数据; 数据截至2023年6月30日

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰研究

图表30：奇富科技：12个月预期PE和EPS同比增速

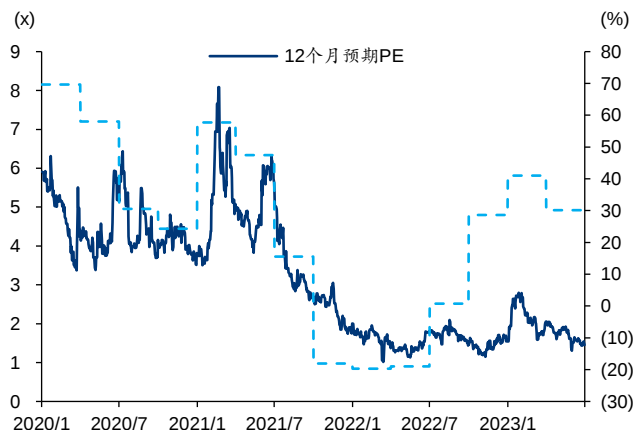
注：12个月预期PE来自彭博一致预期；EPS同比增速为当期期末财报数据；数据截至2023年6月30日

资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰研究

图表31：奇富科技：12个月预期PE均值和EPS同比增速拟合

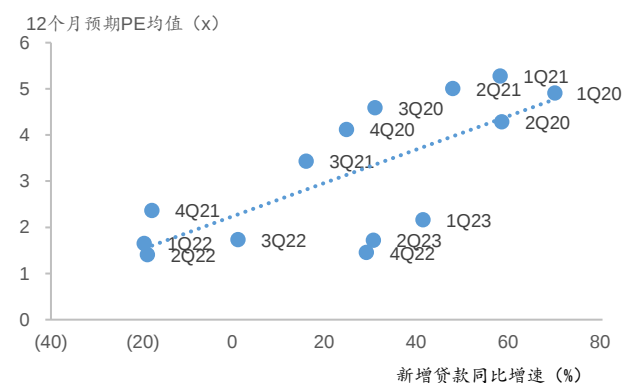
注：12个月预期PE来自彭博一致预期；EPS同比增速为当期期末财报数据；数据截至2023年6月30日

资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰研究

图表32：乐信：12个月预期PE和新增贷款同比增速

注：12个月预期PE来自彭博一致预期；新增贷款增速为当期期末财报数据；数据截至2023年6月30日

资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰研究

图表33：乐信：12个月预期PE均值和新增贷款同比增速拟合

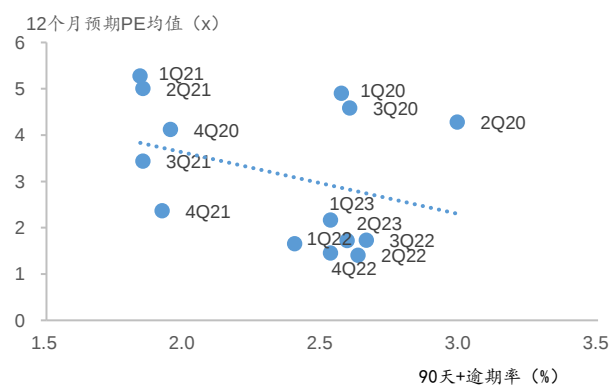
注：12个月预期PE来自彭博一致预期；新增贷款增速为当期期末财报数据；数据截至2023年6月30日

资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰研究

图表34：乐信：12个月预期PE和90天+逾期率

注：12个月预期PE来自彭博一致预期；90天+逾期率为当期期末财报数据；数据截至2023年6月30日

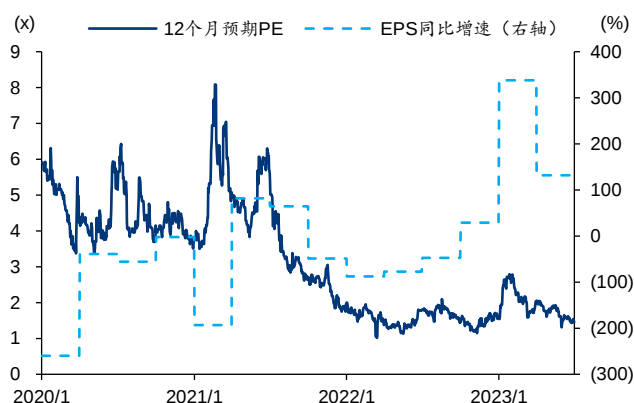
资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰研究

图表35：乐信：12个月预期PE均值和90天+逾期率拟合

注：12个月预期PE来自彭博一致预期；90天+逾期率为当期期末财报数据；数据截至2023年6月30日

资料来源：公司公告，Bloomberg，华泰研究

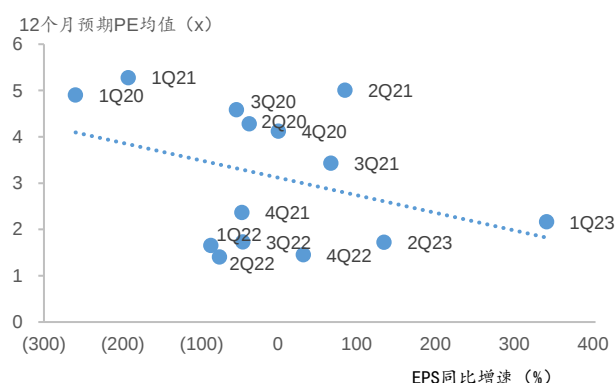
图表36: 乐信: 12个月预期PE和EPS同比增速



注: 12个月预期PE来自彭博一致预期; EPS同比增速为当期期末财报数据; 数据截至2023年6月30日

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰研究

图表37: 乐信: 12个月预期PE均值和EPS同比增速拟合



注: 12个月预期PE来自彭博一致预期; EPS同比增速为当期期末财报数据; 数据截至2023年6月30日

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰研究

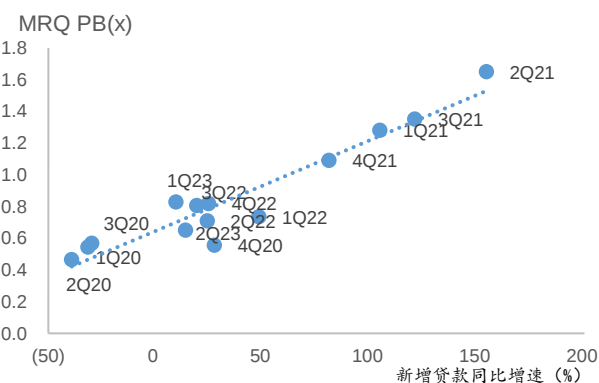
图表38: 信也科技: 历史PB和新增贷款同比增速



注: 新增贷款增速为当期期末财报数据; 数据截至2023年6月30日

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰研究

图表39: 信也科技: 历史PB均值和新增贷款同比增速拟合



注: 新增贷款增速为当期期末财报数据; 数据截至2023年6月30日

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰研究

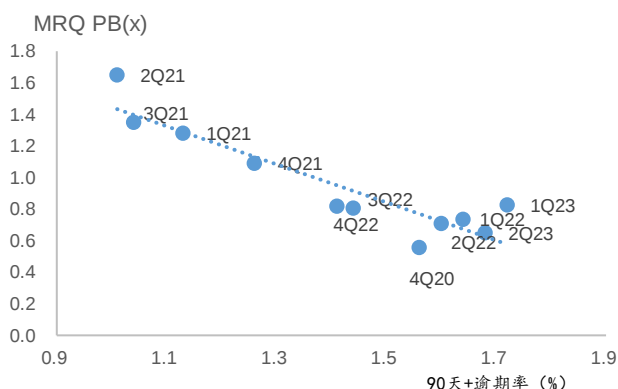
图表40: 信也科技: 历史PB和90天+逾期率



注: 90天+逾期率为当期期末财报数据; 数据截至2023年6月30日

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰研究

图表41: 信也科技: 历史PB均值和90天+逾期率拟合



注: 90天+逾期率为当期期末财报数据; 数据截至2023年6月30日

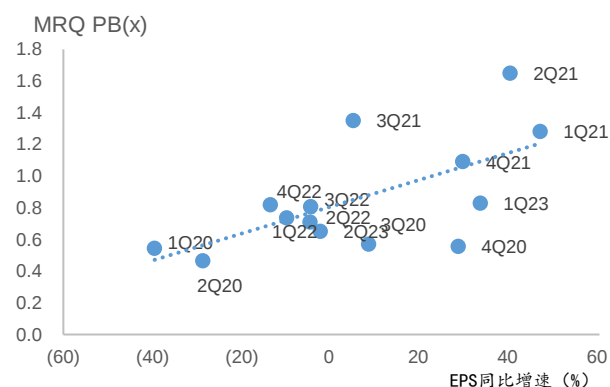
资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰研究

图表42: 信也科技: 历史 PB 和 EPS 同比增速



注: EPS 同比增速为当期期末财报数据; 数据截至 2023 年 6 月 30 日
 资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰研究

图表43: 信也科技: 历史 PB 均值和 EPS 同比增速拟合



注: EPS 同比增速为当期期末财报数据; 数据截至 2023 年 6 月 30 日
 资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰研究

风险提示

- 1) 助贷平台的营业数据与宏观指标的相关性并不说明二者有必然的因果关系。
- 2) 助贷平台的营业数据与估值的相关性并不说明二者有必然的因果关系。
- 3) 宏观经济复苏节奏存在不确定性。
- 4) 与互联网金融相关的监管政策收严。

图表44: 提及公司列表

公司	代码
百融云	6608 HK
陆金所	LU US
乐信	LX US
工商银行	601398 CH, 1398 HK
蚂蚁集团	未上市
财付通	未上市

资料来源: 华泰研究



图表45：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
奇富科技	QFIN US	买入	14.78	27.17	NA	25.00	26.77	33.67	37.83	4.24	3.96	3.15	2.80
信也科技	FINV US	买入	5.07	6.47	NA	7.79	8.95	11.58	15.42	4.67	4.06	3.14	2.36

注：数据截至 2023 年 09 月 22 日

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表46：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
奇富科技 (QFIN US)	宏观环境干扰公司业绩，新增放款量加速修复 奇富科技 2Q23 录得总收入人民币 39.1 亿元（环比/同比：8.8/-6.4%），归母净利润 11.0 亿元（环比/同比：17.5/12.0%）。2Q23 消费信贷需求修复不甚强劲，提前还款情况仍然压制公司收入 take rate 和贷款余额，公司首日逾期率环比小幅抬升。谨慎的放款策略下，公司扩宽与金融机构的合作并丰富获客渠道。受益于公司龙头地位和商业韧性，2Q23 宏观逆风下新增贷款量加速回升，资金成本下降，获客效率提升。我们认为，未来宏观回暖叠加公司多元化产品，放款量有望延续修复趋势，估值有望得到支撑。考虑到信贷需求偏弱和提前还款情绪，我们下调 2023/2024/2025 年归母净利润的预测至 44.3/55.7/62.6 亿元（前值：48.0/61.0/ 72.5 亿元），下调目标价至 27.17 美元（前值：29.16 美元），基于 PE（2023E PE 6.5x）和 DCF（预测期 50 年，权益成本 15.6%）法目标价的均值。 风险提示：宏观经济风险，贷款定价降低，监管风险。 报告发布日期：2023 年 08 月 23 日 点击下载全文：奇富科技(QFIN US,买入)：不惧挑战，稳步前进
信也科技 (FINV US)	国内放款仍然谨慎，海外贷款量提升 信也科技 2Q23 录得总收入 30.8 亿人民币，（同比/环比：+15.4/+0.8%），归母净利润 5.5 亿人民币（同比/环比：-4.6/-20.3%）。2Q23 国内贷款需求修复面临挑战，公司在国内市场仍采取谨慎的放款策略，境内放款量增速受到压制。海外放款量快速提升推高公司拨备和信贷损失并拖累公司净利润 take rate。海外业务快速发展，收入端占比环比提升并能够在净利润端做出贡献。公司整体仍然维持稳健的运营，信贷风险基本平稳，杠杆使用空间仍然充足，未来伴随国内信贷需求修复和海外市场的持续拓展，我们看好公司长期发展前景。短期考虑到国内信贷修复节奏和海外业务发展带来的拨备和信贷损失提升，我们下调公司 2023/2024/2025 年归母净利润至 25.6/33.1/ 44.1 亿人民币（前值：27.3/35.6/46.7 亿人民币）。我们维持信也科技目标价 6.47 美元，基于 DCF 估值法（权益成本 15.65%），维持“买入”评级。 风险提示：1）宏观经济风险；2）贷款定价持续承压；3）海外业务扩张不及预期；4）国内互联网金融行业监管收紧。 报告发布日期：2023 年 08 月 29 日 点击下载全文：信也科技(FINV US,买入)：国内稳健运营，海外快速发展

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，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

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司