

非银金融行业

互联网消费金融行业：涅槃待扬帆

核心观点：

- **互联网消费金融市场容量大，监管推动市场竞争格局头部集中。**中国消金体系主要由商业银行、持牌消金公司和互联网消金平台构成。根据艾瑞咨询统计，2022年互金平台对狭义消费信贷余额贡献高达16%。根据同花顺 iFind，2023年我国消费信贷余额占GDP比重为15.7%，低于美国的18.4%，未来发展空间依旧广阔。此外，随着监管趋严，牌照价值提升，竞争格局呈现出头部化趋势，根据艾瑞咨询统计，2022年我国互联网消费金融放款规模CR10达66.7%。
- **收入来源及成本构成多元化，轻重资本业务模式各有千秋。**互联网消金业务的收入端主要由利息、助贷服务以及担保收入构成，成本端则包括获客、风控、融资以及贷后管理成本。根据是否承担信用风险，业务模式可分为轻资本和重资本两类，前者规避了信用风险，突破了资金对扩大规模限制，但依赖较高的科技水平与服务能力；后者则承担更多信用风险，带来更高 take rate，但对融资能力和风险管理要求更高。多数互联网消金平台采取轻重资本混合模式，本篇选取陆金所、奇富科技、信也科技、乐信和小赢科技为样本进行分析比较。其中，2023年奇富科技轻资本贷款余额规模和收入占比分别高达61.4%和27.9%，信也科技仅为15.6%和12.3%，陆金所则转向100%担保模式。
- **获客端开源节流，自营流量建设和海外拓客或为决胜关键。**线上第三方引流是消金行业最主要的获客方式，但成本较高，自营流量建设是节流的长期策略，2022年持牌消金公司线上自营获客占比大于50%的仅有4家，互联网消金平台在自营流量方面具备显著优势。开源方面，国内市场增速有限，东南亚等国际市场发展条件优越，无垄断型竞争对手，且收益率更高。2023年信也科技海外季度营收 take rate 为50%左右，国内仅4%左右。尽管东南亚国家监管红利尚存，未来监管趋严可能导致合规成本增加，国内平台出海应注重可持续发展。
- **建议关注：奇富科技、信也科技、陆金所等头部平台各具特点。**奇富科技轻资本模式表现不俗，2023年轻资本营收贡献27.9%，贷款余额占比达61.4%，是业务规模增长的主要动力，金融科技全流程赋能支撑其轻资本下的规模扩张优势。信也科技拓展海外市场，海外业务已成第二增长点，2024Q1海外营收和贷款余额占比分别为18.79%和1.94%，海外业务的高 take rate 支撑信也科技的盈利能力。陆金所营收规模最大，转向100%担保模式业绩遭遇短期阵痛，但盈利能力增长，24Q1年化营收 take rate 为9.5%，税前利润为4.5亿元，已扭亏为盈，信贷减值损失为影响盈利稳健增长的关键因素。
- **风险提示：**政策变动风险；宏观经济波动风险；利率下行风险等。

行业评级

买入

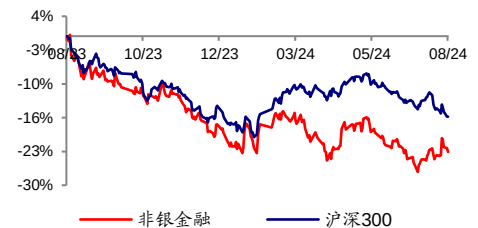
前次评级

买入

报告日期

2024-08-07

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901

chenfu@gf.com.cn

分析师：

严漪澜



SAC 执证号：S0260524070005



0755-88286912



yanyilan@gf.com.cn

请注意，严漪澜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- | | |
|---|------------|
| 非银金融行业：预定利率下调
压降负债成本，建议关注板
块估值修复 | 2024-08-04 |
| 非银金融行业：稳增长发力改
善市场预期，建议关注板块
估值修复 | 2024-07-28 |
| 非银金融行业：证券行业基金
持仓延续走低，保险行业基
金持仓低位回升—2024Q2
公募基金持仓分析 | 2024-07-21 |

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

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
中国银河	601881.SH	CNY	10.77	20240430	买入	17.26	0.86	0.94	12.52	11.46	0.87	0.83	7.00%	7.30%
华泰证券	601688.SH	CNY	12.87	20240430	买入	24.96	1.62	1.64	7.94	7.85	0.62	0.59	6.70%	7.60%
中信证券	600030.SH	CNY	19.11	20240426	买入	25.00	1.37	1.59	13.95	12.02	0.99	0.93	9.10%	9.80%
东方证券	600958.SH	CNY	8.46	20240430	买入	11.37	0.37	0.47	22.86	18.00	2.17	1.73	5.50%	5.90%
国泰君安	601211.SH	CNY	14.18	20240430	买入	22.50	1.19	1.37	11.92	10.35	0.76	0.71	6.60%	7.00%
东方财富	300059.SZ	CNY	10.75	20240315	增持	16.46	0.55	0.6	19.55	17.92	1.81	1.48	10.45%	10.22%
招商证券	600999.SH	CNY	14.68	20240428	买入	19.40	1.09	1.21	13.47	12.13	0.98	0.92	8.00%	8.80%
东吴证券	601555.SH	CNY	6.22	20240430	买入	10.47	0.41	0.42	15.17	14.81	0.71	0.65	5.20%	5.60%
财通证券	601108.SH	CNY	6.71	20240426	买入	9.35	0.5	0.55	13.42	12.20	0.86	0.83	6.60%	8.30%
兴业证券	601377.SH	CNY	5.34	20240428	买入	7.78	0.3	0.33	17.80	16.18	0.82	0.77	4.33%	4.35%
越秀资本	000987.SZ	CNY	5.17	20240430	增持	6.70	0.48	0.49	10.77	10.55	0.84	0.78	7.80%	7.30%
同花顺	300033.SZ	CNY	102.06	20240424	买入	147.75	2.96	3.62	34.48	28.19	6.55	5.18	20.70%	24.20%
江苏金租	600901.SH	CNY	4.76	20240428	增持	5.80	0.67	0.74	7.10	6.43	1.15	1.07	15.60%	16.20%
南华期货	603093.SH	CNY	9.15	20240422	增持	14.40	0.8	0.87	11.44	10.52	1.34	1.20	11.60%	11.30%
HTSC	06886.HK	HKD	8.51	20240430	买入	15.89	1.62	1.64	4.82	4.76	0.38	0.35	6.70%	7.60%
中信证券	06030.HK	HKD	11.54	20240426	买入	16.89	1.37	1.59	7.72	6.66	0.55	0.51	9.10%	9.80%
东方证券	03958.HK	HKD	3.18	20240430	买入	4.44	0.37	0.47	7.88	6.20	0.75	0.60	5.50%	5.90%
国泰君安	02611.HK	HKD	8.15	20240430	买入	13.62	1.19	1.37	6.28	5.46	0.40	0.37	6.60%	7.00%
中金公司	03908.HK	HKD	8.35	20240430	买入	14.85	1.62	1.64	4.73	4.67	0.40	0.38	4.80%	5.40%
招商证券	06099.HK	HKD	6.04	20240428	买入	8.40	1.09	1.21	5.08	4.58	0.37	0.35	8.00%	8.80%
中银航空租赁	02588.HK	HKD	66.50	20240710	买入	78.00	1.21	1.28	7.06	6.68	0.94	0.87	14.60%	13.40%
香港交易所	00388.HK	HKD	224.40	20240425	增持	343.00	10.41	11.85	2.77	2.43	0.66	0.62	25.10%	27.30%
拉卡拉	300773.SZ	CNY	12.20	20240424	增持	17.70	0.9	1.12	12.43	9.99	2.77	2.24	16.20%	16.80%

注：可比性下仅呈现部分更新最新业绩的公司，A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。EPS 中中银航空租赁的货币为美元，而其余为人民币；收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。数据来源： 、广发证券发展研究中心

目录索引

一、互联网消费金融的发展空间和市场格局.....	6
（一）消费复苏带来消金行业发展增量空间，互联网消金贡献突出.....	6
（二）监管趋严，互联网消金由无序分散到规范集中化发展.....	9
二、互联网消费金融的盈利模式和业务发展趋势.....	15
（一）盈利模式：依托能力及牌照多元化发展，以联合贷和助贷为主.....	15
（二）业务模式：轻重资本业务模式各有优势.....	17
（三）客群优化：自营流量优化获客成本，海外拓客成为新增长点.....	22
三、核心信贷科技平台.....	27
四、风险提示.....	39

图表索引

图 1: 中国消费金融产业链	6
图 2: 美国个人消费支出、消费信贷余额、个人可支配收入增速 (%)	7
图 3: 中国居民人均可支配收入、人均消费支出、消费信贷余额增速 (%)	7
图 4: 2019-2023 我国三驾马车对 GDP 贡献率 (%) 以及最终消费对 GDP 增长拉动 (百分点)	8
图 5: 2016 年至今中国房地产开发投资 (月度)	8
图 6: 中美消费信贷余额占 GDP 比重 (%)	8
图 7: 2020-2022 年中国狭义消费信贷余额结构 (%)	9
图 8: 2020-2022 年中国狭义消费信贷余额 (万亿人民币)	9
图 9: P2P 待还余额和 P2P 新增平台数	9
图 10: 小额贷款公司数量 (家)	12
图 11: 消费金融公司数量 (家)	12
图 12: 中国互联网消金业务规模 (万亿人民币)	15
图 13: 中国互联网消费金融放款规模 CR10 占比	15
图 14: 互联网消费金融企业收入端和成本端主要构成	16
图 15: 消金业务模式流程	17
图 16: 陆金所、奇富科技、信也科技轻资本业务模式贷款余额占比 (%)	18
图 17: 奇富科技、信也科技、乐信轻资本模式收入占比 (%)	18
图 18: 营收 take rate 对比	18
图 19: 贷款余额/净资本对比	19
图 20: 5 家代表公司贷款余额 (百万人民币)	20
图 21: 5 家代表公司融资成本率	20
图 22: 5 家代表公司权益乘数对比	20
图 23: 奇富科技、信也科技、陆金所杠杆倍数对比	20
图 24: 12 个月预期 PE	21
图 25: 2021-2023 五家代表公司 ROE (%)	22
图 26: 消费金融行业主要线上引流合作机构	22
图 27: 移动互联网用户 (万户) 及 yoy (右轴)	22
图 28: 传统消金公司线上引流方式家数	23
图 29: 2022 至今部分消金类 APP 月活用户 (万)	24
图 30: 中国、印尼、菲律宾、墨西哥消费信贷余额占 GDP 比重	24
图 31: 印尼、菲律宾、越南、马来西亚、墨西哥最终消费支出占 GDP 比重 (%)	24
图 32: 中国、印尼、菲律宾、马来西亚、越南、墨西哥 2022 年人口结构	25
图 33: 印尼、菲律宾、马来西亚、越南电商 GMV (十亿美元, 左轴) 及增速 (右轴)	25
图 34: 印尼市场主要玩家构成及部分代表	26
图 35: 信也科技海外累计借款人数量 (百万)	26
图 36: 信也科技海外助贷规模 (百万人民币)	26

图 37: 信也科技季度营收 take rate 分地区	27
图 38: 近三年六家互联网消金公司 PE (TTM) 估值复盘	29
图 39: 奇富 GPT	30
图 40: 奇富科技放贷规模 (百万人民币)	31
图 41: 奇富科技贷款余额规模 (百万人民币)	31
图 42: 奇富科技的金融科技支撑	31
图 43: 奇富科技营收及净利润 (亿人民币)	32
图 44: 奇富科技营收结构 (亿人民币)	32
图 45: AdaKami 和 JuanHand 界面	33
图 46: 信也科技海外市场地位	33
图 47: AdaKami 合作的印度尼西亚当地银行	33
图 48: 信也科技海外贷款余额及占比 (十亿人民币)	34
图 49: 信也科技单季海外营收及占比 (百万人民币)	34
图 50: 信也营收、净利润 (百万人民币) 及净利率	34
图 51: 信也科技质量保证承诺信用损失 (百万人民币)	34
图 52: 信也国际营收季度环比和奇富、信也、陆金所、乐信、小赢、嘉银总营收季度环比	35
图 53: 信也科技单季度质量保证承诺信用损失 (百万人民币)	35
图 54: 陆金所有关的主要母子公司股权结构	36
图 55: 陆金所件均贷款额 (人民币)	37
图 56: 陆金所平均合同贷款期限 (月)	37
图 57: 陆金所 90 天以上逾期率 (%)	37
图 58: 陆金所融资担保子公司杠杆倍数	37
图 59: 陆金所年化营收 take rate	38
图 60: 陆金所单季度营收、税前收入、净利润 (百万人民币)	38
表 1: 2015-2019 互联网消金行业监管政策	10
表 2: 2020 年至今互金行业监管政策	11
表 3: 金融牌照分类、监管主体及法律依据	12
表 4: 商业银行、消金公司、小额贷款公司牌照区别	13
表 5: 互联网消金的四种主要盈利模式	16
表 6: 中国及东南亚国家监管要求区别	25
表 7: 互联网消金平台 2023 年收入、净利润、净利率、营收 takerate、ROE、ROA、90 天+逾期率及收入构成	27
表 8: 陆金所新增贷款来源于平安生态系统占比	36

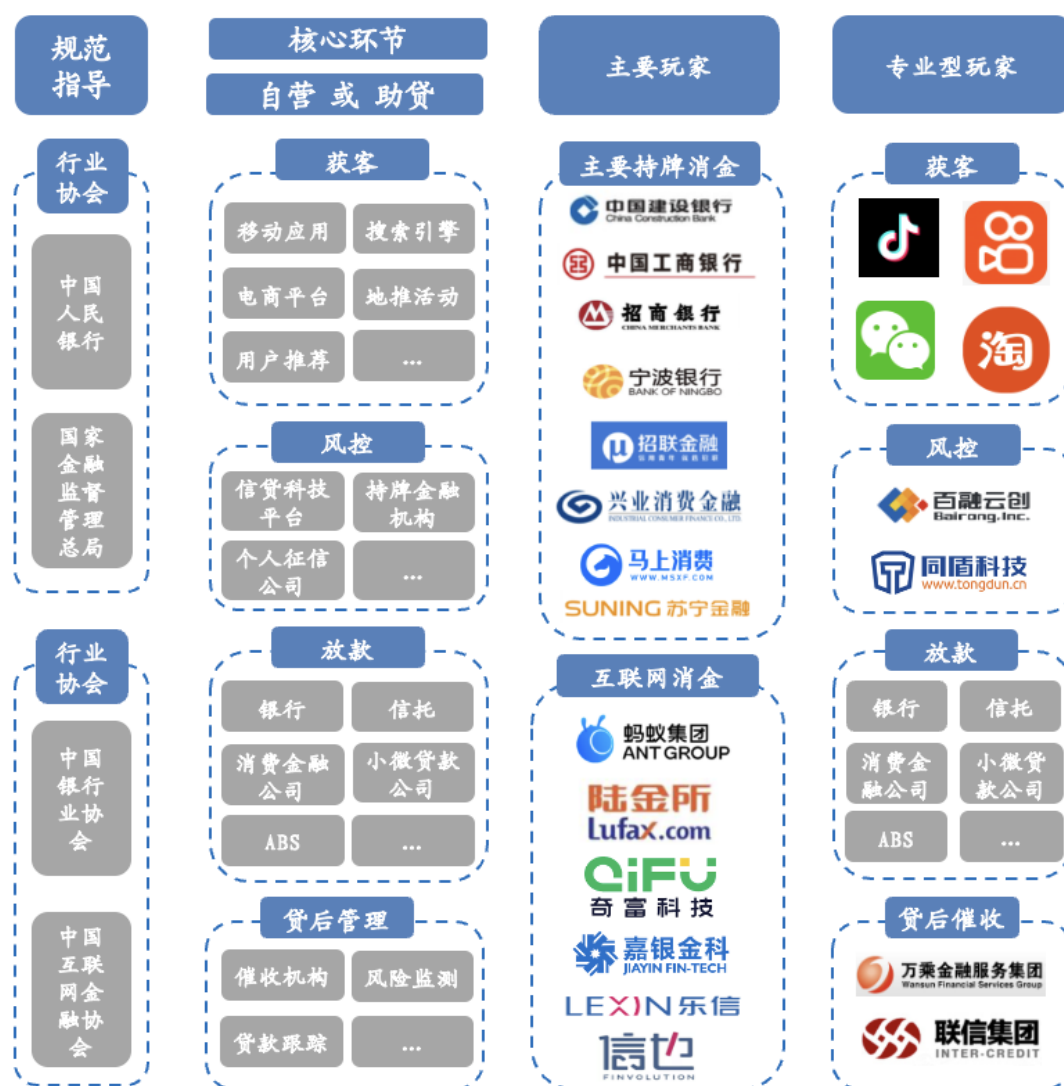
一、互联网消费金融的发展空间和市场格局

（一）消费复苏带来消金行业发展增量空间，互联网消金贡献突出

消费金融是国家金融体系的重要组成部分。根据《消费金融公司管理办法》，消费金融是指为中国境内居民个人提供消费贷款的现代服务方式。广义上，消费金融包括所有以消费为目的的贷款服务，而狭义上的消费金融不包括房贷服务。当前，国内的消费金融体系主要由传统商业银行、持牌消金公司和互联网金融平台共同构成。

我国消费金融行业产业链已形成一个多元化、高效协同的金融生态体系。监管层面为产业的稳健运行提供政策支持。产业价值沿展业核心环节分布，不仅有业务覆盖全面的消金公司，也催生出了专业型参与者。各参与主体协同合作，通过精准的获客策略、严格的风控体系、灵活的放款机制以及全面的贷后管理，为消费者提供便捷、个性化的消费金融服务。

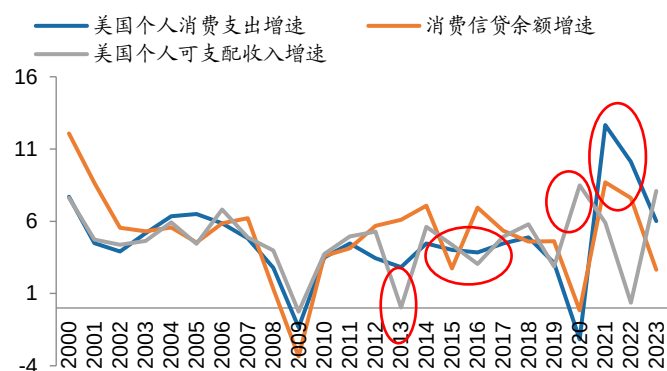
图1：中国消费金融产业链



数据来源：广发证券发展研究中心

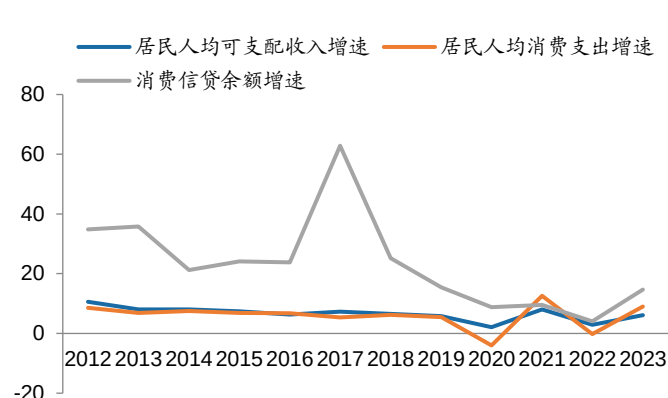
从需求端来看，消费信贷余额的增长动力来自于居民可支配收入以及居民消费支出的增长。以成熟的美国消费金融市场为例，2011年前，美国消费信贷余额增速、个人可支配收入增速、个人消费支出增速的变化是同向同步的；2011年后美国消费信贷余额增速、个人消费支出增速的变化滞后于美国个人可支配收入增速的变化。原因可能是消费者保护增强、消费习惯的变化、财政补贴刺激购买力等提振居民消费信心。对比来看，我国消费信贷余额增速的变化与居民人均可支配收入和居民人均消费的增速变化保持一致。2017年的例外大概率源于2015、2016年消费信贷支持政策的滞后性影响。2017年末监管开始进行大力整顿后逐渐恢复正常趋势。

图2：美国个人消费支出、消费信贷余额、个人可支配收入增速（%）



数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

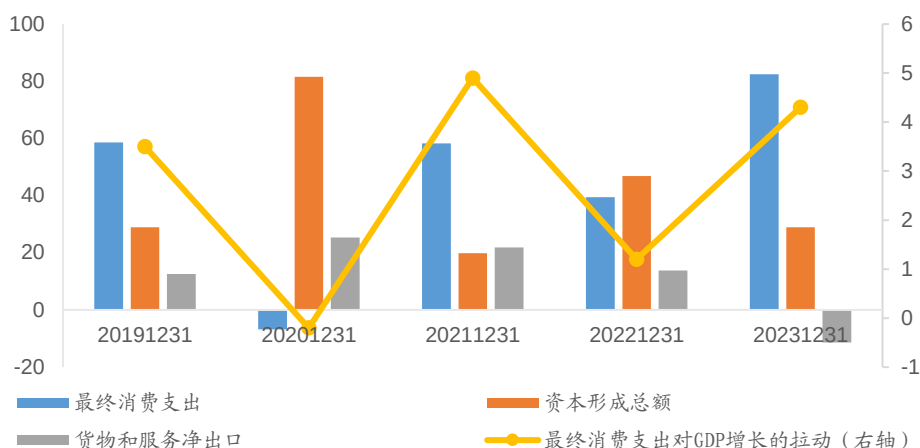
图3：中国居民人均可支配收入、人均消费支出、消费信贷余额增速（%）



数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

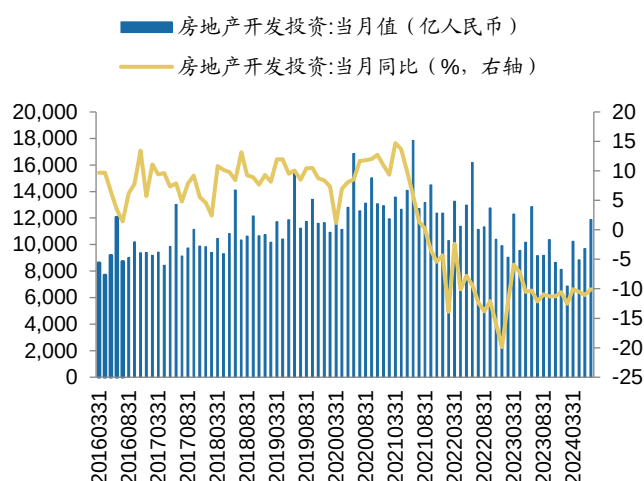
消费复苏释放需求，消费信贷余额有望加速增长且发展空间广阔。根据iFind数据统计，2023年末，最终消费支出对GDP的贡献高达82.5%，为近十年最高水平；最终消费支出对GDP增长的拉动恢复至4.3个百分点，远高于近十年平均水平。与此同时，我国房地产发展和投资增速放缓，2024年1-6月份，全国房地产开发投资同比下降10.1%。我国房地产已步入政策引导与租购并举的新模式发展阶段，地方政府财政体系改革深化，提振内需对经济发展的贡献显得愈发重要，发展消费金融是提振消费需求的长效机制之一。此外，我国消费金融行业起步晚，虽然发展迅速，但相比于起步较早且相对更加成熟的美国市场，我国消费信贷余额占GDP比重依然较低。未来我国消费金融行业依旧有着较为广阔的发展空间。

图4：2019-2023我国三驾马车对GDP贡献率（%）以及最终消费对GDP增长拉动（百分点）



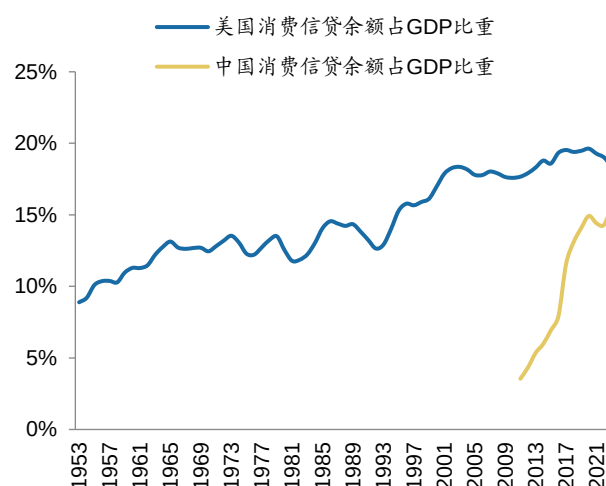
数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

图5：2016年至今中国房地产开发投资（月度）



数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

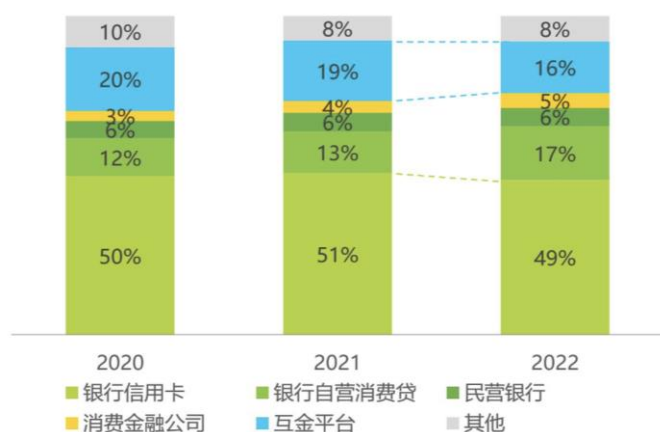
图6：中美消费信贷余额占GDP比重（%）



数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

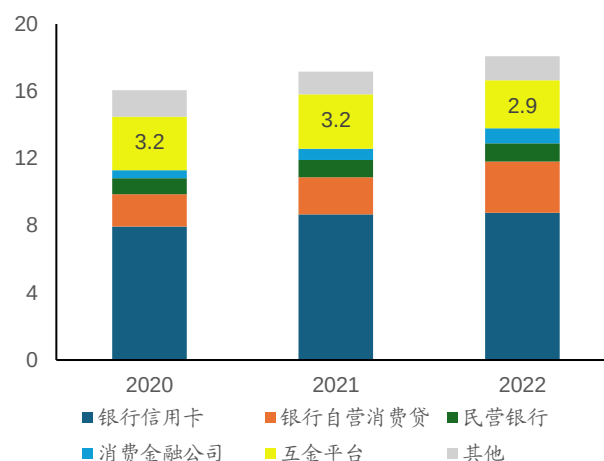
互联网消费金融是新型的消费金融服务方式，对整体消金贡献突出。根据《消费金融公司管理办法》和《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，互联网消费金融是指利用互联网技术和信息通信技术实现消费金融的服务方式。根据艾瑞咨询数据，2020-2022年整体来看，互金平台在中国狭义消费信贷余额中的占比仅次于银行信用卡。虽然互金平台市场份额有所下降，但这是受到了监管趋严和疫情因素贷款质量波动下互金平台主动收紧贷款审核的影响，互金平台对消费金融行业依旧有着突出贡献。未来，随着信贷需求和质量好转，互金平台的份额有望恢复提升。

图7: 2020-2022年中国狭义消费信贷余额结构(%)



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图8: 2020-2022年中国狭义消费信贷余额(万亿人民币)



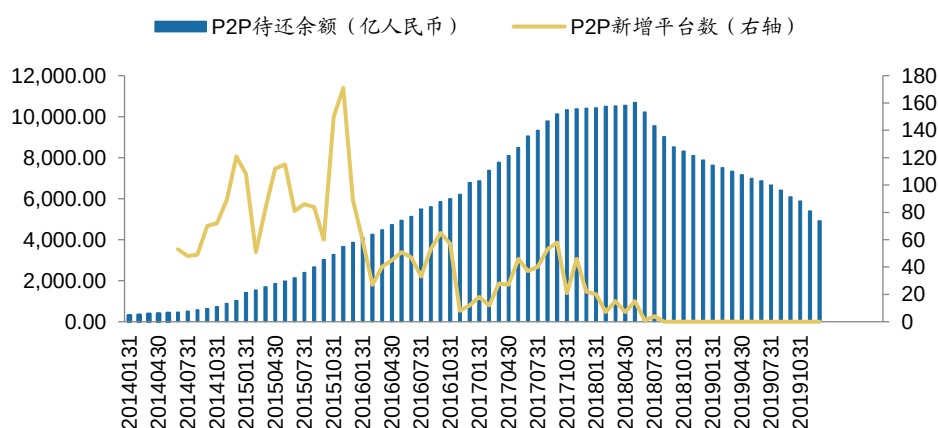
数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

(二) 监管趋严, 互联网消金由无序分散到规范集中化发展

1. 互联网消费金融行业步入规范发展阶段

无序扩张阶段(2013-2016): 2014年, 政府工作报告首次提出“促进互联网金融健康发展”。在监管政策相对薄弱的背景下, P2P网贷、第三方支付、众筹等业务模式快速扩展, 大量资本涌入互联网金融领域, 推动了行业无序扩张, 同时滋生了利率畸高、暴力催收、裸条贷款、隐私泄露等违法违规事件, 消费者的合法权益受到严重侵犯。

图9: P2P待还余额和P2P新增平台数



数据来源: 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

合规整顿阶段(2016-2020): 2016年, 国务院开展互联网金融风险专项整治工作, 拉开了对互联网金融乱象的整顺序幕。这一阶段监管加强了对非持牌机构的管控, 并提高了牌照发放门槛。同时, 监管对P2P平台大力进行清退。截至2020年末, P2P

平台数量已清零。部分P2P平台成功转型为助贷机构，例如陆金所（2019年不再提供P2P产品）、奇富科技（清退360金融旗下P2P平台）、乐信（2020年完成旗下桔子理财P2P业务清退）、信也科技（2020年拍拍贷完成P2P业务清零）、小赢科技（2020年旗下小赢网金完成P2P业务清零）、嘉银科技（2024年注销你我贷）等。

表1: 2015-2019 互联网消金行业监管政策

时间	政策	主要内容
2015.07	《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	明确了互联网金融的发展方向和监管原则，强调了互联网金融创新的重要性，同时提出了加强风险管理和保护消费者权益的要求。
2016.04	《互联网金融风险专项整治工作实施方案》	实施方案旨在通过专项整治行动，清理整顿互联网金融领域的风险，特别是针对 P2P 网络借贷、股权众筹等领域。
2016.08	《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》	对网络借贷信息中介机构的业务活动进行了规范，包括备案管理、资金存管、信息披露等方面的具体要求，提高了 P2P 平台的合规成本。
2017.06	《关于进一步做好互联网金融风险专项整治清理整顿工作的通知》	要求进一步加大互联网金融风险专项整治的力度，明确了清理整顿的具体措施和时间表，加快了不合规互联网金融机构的退出。
2017.12	《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》	该通知针对现金贷业务中存在的问题，如高利贷、暴力催收等，提出了规范整顿的具体措施，包括利率限制、牌照管理等。
2018.12	《关于做好网贷机构分类处置和风险防范工作的意见》	对网贷机构进行分类处置的指导原则，包括压降规模、化解风险、稳妥退出等目标，提出网贷机构“能退尽退，应关尽关”。

数据来源：中国人民银行，中国政府网，国家金融监督管理局，广发证券发展研究中心

规范发展阶段（2020至今）：2020年起，互金行业政策密集出台，在经济下行压力增大叠加疫情冲击的背景下，政策以规范提质为主，行业迈入“常态化监管”阶段。消费金融公司为互联网消金平台的放贷主体之一。针对消费金融公司，2024年3月，国家金融监督管理局发布《消费金融公司管理办法》（以下简称《办法》），在设立门槛、业务范围、风险管理三个方面进行了完善：

（1）注册资本最低要求从3亿元提高至10亿元人民币，主要出资人的最低持股比例要求从30%提高至50%。这一举措旨在提高股东质量，加强主要股东的责任。根据同花顺iFind的数据，截至2024年7月15日，有10家存量持牌消金公司未达到注册资本要求，15家未达到最低持股比例要求。提高注册资本的最低限额将为消费金融公司提供更多资金支持，增强其风险抵御能力。提高准入门槛还将进一步增加消金牌照的稀缺性，促进各参与主体在行业内展开业务合作。

（2）《办法》区分了基础业务和专项业务，首次明确消费金融公司可以开展资产证券化业务，拓展了消费金融公司的融资渠道，帮助消费金融公司降低融资成本。此外，部分与主业不相关或非必要的业务被取消，例如代理销售与消费贷款相关的保险产品业务，以引导消费金融公司更加专注于其核心职能。

（3）《办法》规定风险指标要求与商业银行保持基本一致，消金公司可能需要增加资本金，以满足资本充足率等要求；此外，《办法》还要求担保增信贷款余额不得超过全部贷款余额的50%，这促使消金公司减少对外部担保的依赖，增强自身的风控和信用评估能力；《办法》规定流动性比例不得低于50%，迫使消费金

融公司加强流动性管理，确保在任何时候都能满足客户的提款需求和应对市场波动。整体来看，监管要求的提高可能会影响消金公司的贷款策略，迫使消金公司在发放贷款时更加谨慎，评估借款人的信用风险和还款能力，避免过度授信和多头授信，减少不良贷款的发生。

表2：2020年至今互金行业监管政策

时间	政策	主要内容
2020.11	《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》	明确了监管体制、网络小贷业务的准入机制、网络小贷业务的基本规则，对机构跨区展业、注册资本、风险控制等提出要求。
2021.02	《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》	强化商业银行互联网贷款业务的监管，明确了商业银行在开展互联网贷款业务时应遵守的风险管理、资本充足率、贷款集中度、合作机构管理等方面的要求。
2021.03	《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》	加强对大学生互联网消费贷款业务的监管，明确金融机构在向大学生提供互联网消费贷款时需遵守的规范，包括但不限于风险评估、贷款审批流程、利率设定、信息披露、债务催收等方面
2021.08	《中华人民共和国个人信息保护法》	要求金融机构在处理消费者个人信息时必须遵循合法、正当、必要的原则，明确告知信息处理的目的、方式和范围，并取得消费者的明确同意。同时，金融机构需建立健全个人信息保护制度，采取必要的安全措施防止个人信息泄露、篡改或丢失，并在发生个人信息安全事件时及时采取补救措施。此外，消费者享有对其个人信息的查询、更正、删除等权利，金融机构必须依法保障消费者的这些权利。
2021.09	《征信业务管理办法》	规定了征信业务的运营规则，包括征信机构的设立、运营、信息收集与处理、信息安全保障、征信产品的提供以及征信服务的监督管理等方面。
2022.05	《银行保险机构消费者权益保护管理办法（征求意见稿）》	旨在加强对银行和保险机构消费者权益的保护，明确了金融机构在产品设计、销售、服务提供等方面应遵循的原则和要求，包括但不限于信息披露、合同条款、投诉处理、消费者教育等
2023.11	《非银行金融机构行政许可事项实施办法》	涉及非银行金融机构的设立、变更、终止等行政许可事项的实施细则，包括申请条件、审批流程、监督管理等内容。
2024.03	《消费金融公司管理办法》	设立门槛：1. 规定须有符合条件的主要出资人和一般出资人，且最低注册资本提高到十亿元，主要出资人出资不低于总股本 50%，风控管理人出资不低于总股本三分之一。2. 在风险管理、资金管理、信贷管理等灌浆岗位上至少各有一名具有 3 年以上相关金融从业经验的人员。3. 最近一个会计年度营收不低于 600 亿，净资产不低于总资产的 40%，最近连续三个年度盈利。 业务范围：将资产证券化业务和固定收益类证券投资业务划分为专项业务，经营状况良好、符合条件的消费金融公司可申请 监管要求：1. 资本充足率、拨备覆盖率、贷款拨备率、杠杆率不低于国家金融监督管理总局关于商业银行的要求。2. 流动性比例不得低于 50%。3. 担保增信贷款余额不得超过全部贷款余额的 50%。

数据来源：中国人民银行，中国政府网，国家金融监督管理局，广发证券发展研究中心

2. 牌照价值逐渐凸显

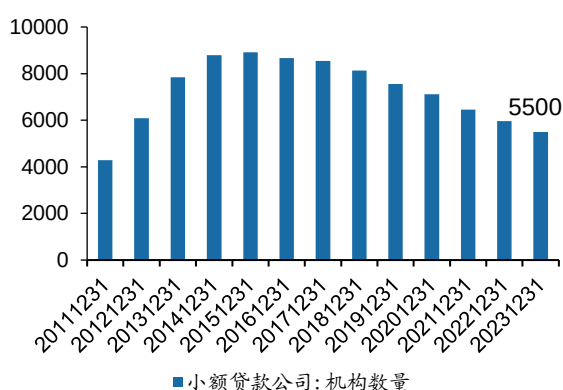
互联网消费金融平台的放贷主体是消费金融子公司或小额贷款子公司，有时也会与其他的消费金融公司、小额贷款公司、商业银行等合作开展放贷业务。此外，为提供全面的消金服务，平台可能会涉及担保等业务。然而目前，包括担保、信托、征信、银行、消费金融、网络小额贷款等互联网业务均需要相应的牌照。在监管趋严的背景下，商业银行设立门槛极高，消金公司牌照下发趋缓，小贷公司不断清退，其他牌照的申请难度也有所提高，预计未来牌照的稀缺性将更加凸显。

表3: 金融牌照分类、监管主体及法律依据

牌照类型	监管主体	法规依据
消费金融	国家金融监督管理总局	2024《消费金融公司管理办法》
网络小贷	地方金融监管部门	2020《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》
商业银行	国家金融监督管理总局	2003《中华人民共和国商业银行法》
信托	国家金融监督管理总局	2020《信托公司行政许可事项实施办法》
担保	地方金融监管部门	2010《融资性担保公司管理暂行办法》
征信	人民银行	2013《征信机构管理办法》

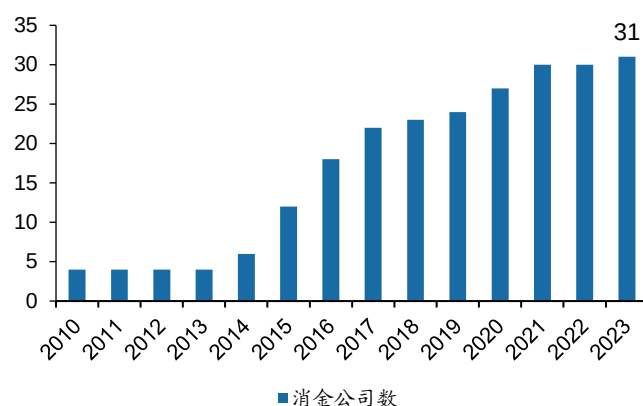
数据来源：中国人民银行，中国政府网，国家金融监督管理局，广发证券发展研究中心

图10: 小额贷款公司数量（家）



数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

图11: 消费金融公司数量（家）



数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

放贷主体的牌照价值及申请难度上，商业银行>消金公司>小额贷款公司。监管主体方面，商业银行和消费金融公司的监管主体等级高于小额贷款公司，且商业银行受到更为严格的监管，因此商业在放贷方面更加审慎，长尾客群覆盖不足，消金公司和小贷公司则主要服务商业银行难以触达的人群。业务范围方面，消金公司和小额贷款公司作为商业银行的补充，业务范围受限，远少于商业银行。融资成本方面，商业银行具有吸收公众存款的独特资金来源，融资成本优势显著。杠杆方面，商业银行和消金公司的杠杆倍数上限最高为12.5倍（资本充足率 $\geq 8\%$ ），远高于小额贷款公司5倍杠杆的上限。高杠杆倍数允许商业银行和消金公司提高资本效率、放大收益和业务规模，并拥有更好的灵活性。

表4: 商业银行、消金公司、小额贷款公司牌照区别

	商业银行	消费金融公司	网络小额贷款公司
监管主体	国家金融监督管理总局	国家金融监督管理总局	地方金融监管部门
业务范围	(一) 吸收公众存款; (二) 发放短期、中期和长期贷款; (三) 办理境内外结算; (四) 办理票据承兑与贴现; (五) 发行金融债券; (六) 代理发行、代理兑付、承销政府债券; (七) 买卖政府债券、金融债券; (八) 从事同业拆借; (九) 买卖、代理买卖外汇; (十) 从事银行卡业务; (十一) 提供信用证服务及担保; (十二) 代理收付款项、代理保险及其他代理业务; (十三) 提供保管箱服务; (十四) 经国务院银行业监督管理机构核准的其他业务。	基础: (一) 发放个人消费贷款; (二) 接受股东及其境内子公司、股东所在集团母公司及其境内子公司的存款; (三) 向境内金融机构借款; (四) 向作为公司股东的境外金融机构借款; (五) 发行非资本类债券; (六) 同业拆借; (七) 与消费金融相关的咨询、代理业务; (八) 经国家金融监督管理总局批准的其他业务。 专项: (一) 资产证券化业务; (二) 固定收益类证券投资业务; (三) 国家金融监督管理总局批准的其他业务。	基础业务: (一) 发放网络小额贷款; (二) 与贷款业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务。 经营状况好符合标准的小额贷款公司经批准可以开展以下业务: (一) 以本公司发放的网络小额贷款为基础资产开展资产证券化业务; (二) 发行债券; (三) 国务院银行业监督管理机构规定可以从事的其他业务。
地域限制	区域性商业银行应当在住所地范围内依法开展经营活动, 未经批准, 不得跨区域展业	可以在全国范围内开展业务	通常在公司住所所属县级行政区域内开展业务, 不得超出公司住所所属省级行政区域
资金来源	公众存款; 发行金融债券; 从事同业拆借; 央行再贷款和再贴现; 股东权益; 其他负债;	股东、股东境内子公司、股东所在集团母公司及其子公司存款; 境内金融机构借款; 作为公司股东的境外金融机构借款; 非资本类债券; 同业拆借; 资产证券化业务 符合条件的消费金融公司可以申请发行资本工具	银行借款; 股东借款; 发行债券; 资产证券化产品 银行借款、股东借款等非标准化融资形式融入资金, 也可通过发行债券、资产证券化产品等标准化融资形式进行融资,
贷款使用	商业银行应当与借款人约定明确、合法的贷款用途, 并对贷款发放后的资金用途进行监督	以消费为目的 (不包括购买住房和汽车)	不得用于以下事项: 股票、金融衍生品等投资; 房地产市场违规融资; 法律法规、银保监会和地方金融监管部门禁止的其他用途。
同一借款人的放贷规模	对同一借款人的贷款余额与商业银行资本余额的比例不得超过百分之十;	授信额度最高不得超过人民币 20 万元。	对自然人的单户网络小额贷款余额不得超过人民币 30 万元或最近 3 年年均收入的三分之一该两项金额中的较低者; 对法人或其他组织及其关联方的单户网络小额贷款余额原则上不得超过人民币 100 万元; 对同一借款人的贷款余额不得超过小额贷款

款公司净资产的 10%;

对同一借款人及其关联方的贷款余额不得超过小额贷款公司净资产的 15%。

（一）核心一级资本充足率不得低于 5%；一级资本充足率不得低于 6%；资本充足率不得低于 8%；

（二）贷款拨备率标准为 2.5%，拨备覆盖率标准为 150%，较高者为商业银行贷款损失准备的监管标准；

（三）杠杆率不得低于 4%；

（四）贷款余额与存款余额的比例不得超过 75%；

（五）流动性资产余额与流动性负债余额的比例不得低于 25%；国务院银行业监督管理机构的其他规定。

（一）资本充足率、拨备覆盖率、贷款拨备率、杠杆率不低于国家金融监督管理总局关于商业银行的最低监管要求；

（二）同业拆入余额不高于资本净额的 100%；

（三）流动性比例不得低于 50%；

银行借款、股东借款等非标准化融资形式融入资金的余额不得超过其净资产的 1 倍。

发行债券、资产证券化产品等标准化债权类资产形式融入资金的余额不得超过其净资产的 4 倍。

（对外融资杠杆率限制在 5 倍）

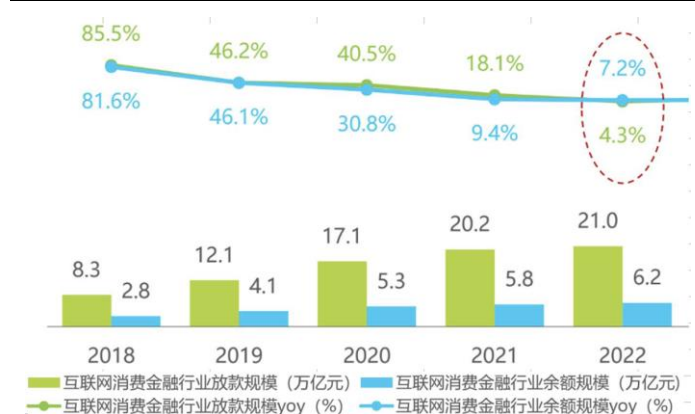
数据来源：中国人民银行，中国政府网，国家金融监督管理局，广发证券发展研究中心

互联网消费金融平台应追求实现多元牌照配置和差异化竞争。面对牌照价值的差异，互金平台通过并购、合作等多种方式配置带有商业银行的多元牌照组合，实现业务的全面覆盖和灵活运营。例如奇富科技在拥有小额贷款子公司的同时，360集团又是金城银行的重要股东。此外，互联网消金平台需要明确自身的市场定位，利用互联网技术优势和增值服务创新来吸引客户或合作机构，减少对于竞争激烈的放贷业务的依赖。

3. 消金行业竞争格局优化，头部效应凸显

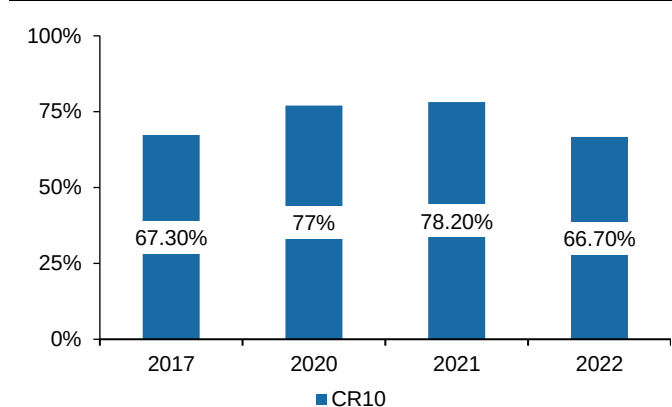
目前互联网消费金融的市场竞争格局呈现出头部效应和集中化趋势凸显的特点。中国互联网消费金融业务规模近年来呈增长趋势，但增速有所放缓。2022年互联网消金贷款余额规模为6.2万亿元，同比增速为7.2%。在业务规模增速放缓下，头部互联网消金平台凭借强大的资金实力、广泛的客户基础、稀缺牌照的行业壁垒和先进的金融科技能力，占据了市场的主导地位。同时，互联网消金平台难以获取所有的业务牌照（例如：征信、担保等），行业参与主体之间的合作将更加频繁。在当前经济增速放缓背景下，规范类征信机构将优先选择综合实力更加强大的头部互联网消金平台合作，推动行业集中度提升。根据艾瑞咨询统计，2021年中国互联网消费金融放款规模CR10达78.2%，2022年CR10有所下降是由于蚂蚁消金占据较高的市场份额且在2022年收缩，未来随着蚂蚁消费金融业务逐步恢复，预计互联网消费金融CR10将会回升。

图12: 中国互联网消金业务规模 (万亿人民币)



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图13: 中国互联网消费金融放款规模CR10占比



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

二、互联网消费金融的盈利模式和业务发展趋势

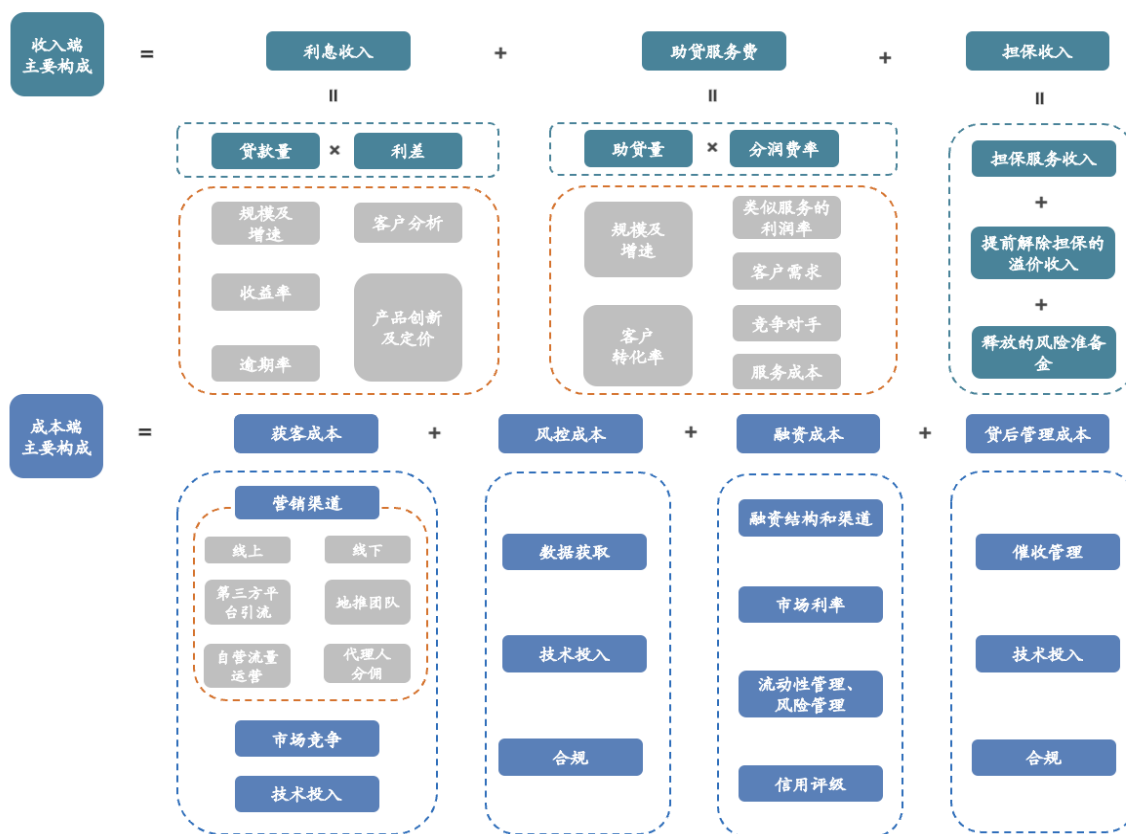
(一) 盈利模式: 依托能力及牌照多元化发展, 以联合贷和助贷为主

互联网消费金融平台不仅提供放贷业务, 还在贷款生命周期的各个阶段为合作的金融机构提供诸如获客、风控、催收等助贷服务或担保服务。

收入端, 互联网消金平台的主要收入构成为利息收入、助贷服务收入以及担保收入。利息收入主要受贷款规模和息差的影响, 助贷服务费主要受助贷量和分润费率的影响, 而担保收入则主要受贷款资产质量影响。所以, 对于互联网消金公司, 实现贷款资产的量质双升是其核心目标之一。

成本端, 互联网消金平台的主要成本分为获客成本、风控成本、融资成本以及贷后管理成本。互联网消金平台的获客方式分为线上获客和线下获客, 其中各个渠道的获客成本不同, 线上第三方引流获客的成本逐渐升高。融资成本取决于平台的融资能力, 包括保持金融机构的合作关系、使用标准化融资工具 (含资产证券化ABS) 等。风控成本和贷后管理成本则取决于平台的科技实力和获取的贷款资产质量, 高水平的科技实力和应用可以降低互联网消金平台的风控成本和贷后管理成本。

图14: 互联网消费金融企业收入端和成本端主要构成



数据来源: 广发证券发展研究中心

技术驱动下的互联网消费金融发展出四种主要的业务模式。根据是否承担信用风险，互联网金融平台的业务模式可分为重资本模式和轻资本模式。重资本模式下，互金平台一般不会进行自营放贷，往往通过持牌资金子公司提供部分放款金额或通过持牌担保公司进行担保等方式承担部分信用风险，并提供获客、风控、贷后管理等服务。该模式下互金平台的收入来源可能包含出资部分的利息收入、担保收入、贷款撮合费和服务费。轻资本模式下，互金平台不承担信用风险，仅凭借技术提供获客、初步筛选审核、贷后管理等服务，赚取贷款撮合费和服务费。

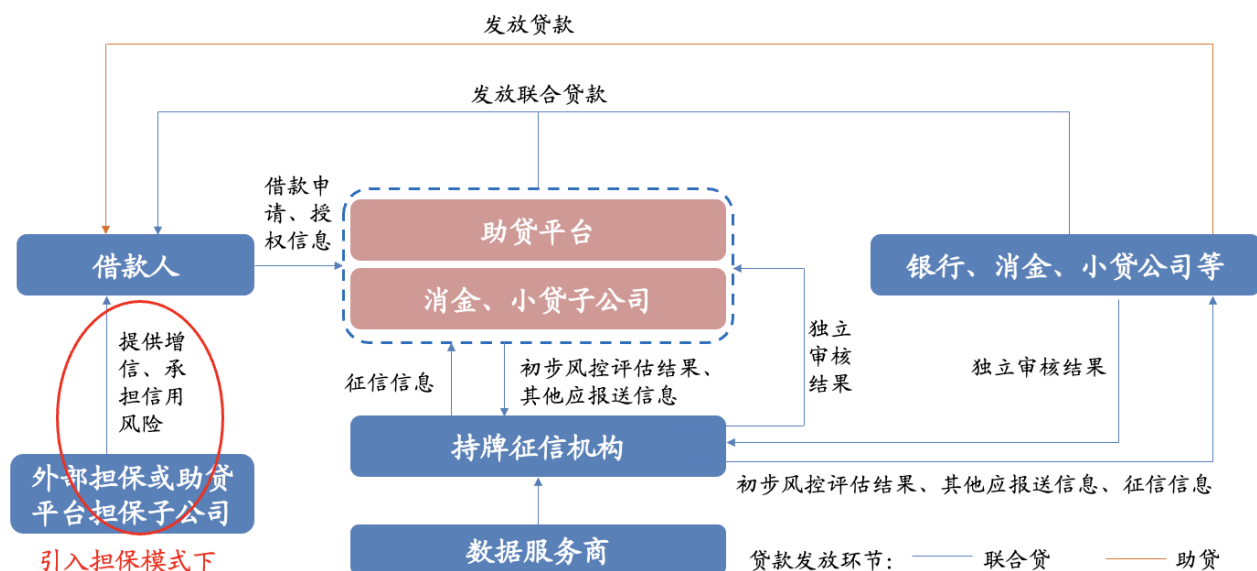
表5: 互联网消金的四种主要盈利模式

类型	重资本模式			轻资本模式
	联合贷模式	联合贷+担保/保险模式	助贷+担保/保险模式	助贷模式
特点	互联网金融平台与金融机构共同出资，风险共担	在联合贷基础上引入第三方担保/保险或互金平台担保子公司，降低风险	互联网平台不出资，第三方担保/保险或互金平台担保子公司出资，降低风险	互联网平台不出资，仅提供获客、风控、贷后管理等服务
资金来源	外部金融机构如银行、消费金融公司、小额贷款公司、信托等，互金平台消金或小贷子公司	外部金融机构如银行、消费金融公司、小额贷款公司、信托等，互金平台消金或小贷子公司	外部金融机构如银行、消费金融公司、小额贷款公司、信托等	外部金融机构如银行、消费金融公司、小额贷款公司、信托等

信用风险承担方	互联网金融平台与外部金融机构共同承担	互联网金融平台、金融机构、第三方担保/保险公司共同承担	互联网金融平台、金融机构、第三方担保/保险公司共同承担	金融机构独立承担
助贷平台的收入来源	出资部分的利息收入、贷款撮合费、服务费	出资部分的利息收入、担保收入、贷款撮合费、服务费	担保收入、贷款撮合费、服务费	贷款撮合费、服务费

数据来源：广发证券发展研究中心

图15：消金业务模式流程

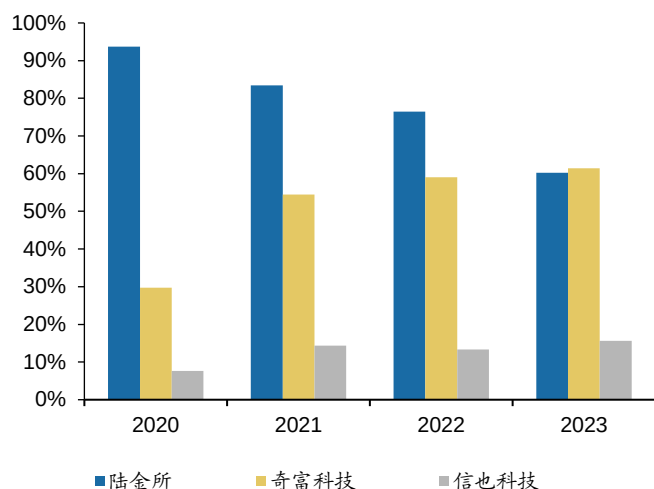


数据来源：广发证券发展研究中心

（二）业务模式：轻重资本业务模式各有优势

当前，行业内的互金平台大多都采取轻重资本混合的模式。上市的信贷科技平台中，陆金所、奇富科技、信也科技、乐信和小赢科技具有代表性。一家公司轻重资本业务模式所占的比重应体现在其根据是否承担风险所分的贷款余额结构上。然而，由于统计口径不同，国内互金平台鲜有根据是否承担风险分类贷款余额。收入结构可以辅助判断一家公司轻重资本业务模式的比重，公司在区分收入结构时有区分是否承担风险的收益。对于未根据风险区分营收的公司，一般来讲，轻资本业务占比较大比重下的营收结构应为助贷服务费显著高于担保收入与净利息/融资收入的和。例如：小赢科技。此外，由于不同公司在助贷定价方面略有不同，因此无法根据较小的收入结构差距来精确判断哪家公司的轻资本业务占比更高。综合所得信息，我们认为奇富科技和小赢科技采取轻资本业务模式的比重高于信也科技和乐信，而陆金所正在向100%担保模式迈进。

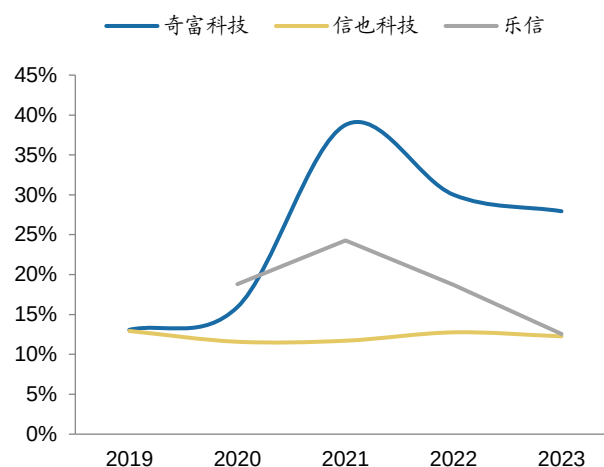
图16: 陆金所、奇富科技、信也科技轻资本业务模式贷款余额占比 (%)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 信也科技不存在信贷风险贷款余额占比根据杠杆率推算

图17: 奇富科技、信也科技、乐信轻资本模式收入占比 (%)



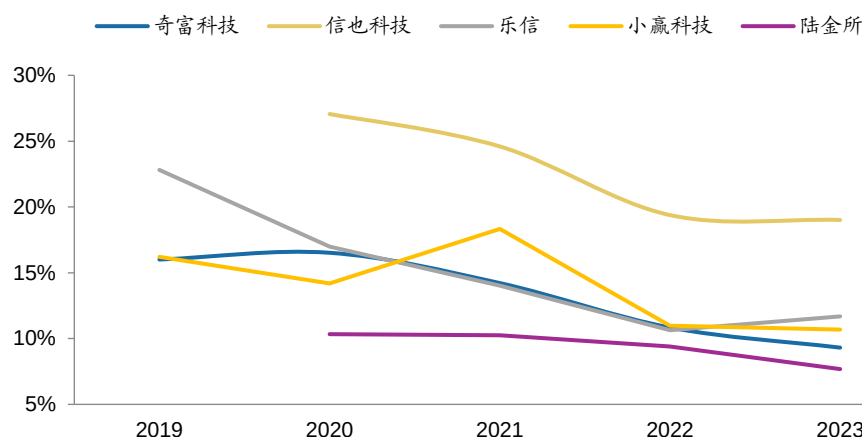
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 轻资本模式收入为平台收入 (奇富科技)、不承担担保责任收入 (信也科技)、科技赋能服务收入 (乐信)

轻资本模式相比于重资本模式展现出许多优势, 如信用风险敞口小、资本占用低及高效的运营能力, 使企业能够更灵活地扩展业务并增强市场吸引力。然而, 该模式依赖于强大的技术能力, 如风控系统、获客系统、数据分析等, 同时也面临收入潜力受限及合作机构的更高要求等挑战。在经济低迷情况下, 轻资产模式的规模扩张优势可能难以充分发挥。

不同展业模式下, 风险与收益相匹配。相比于轻资本模式, 重资本模式承担了更多的信用风险, 能带来更高的收益率。以上述5家公司为例, 从营收take rate (贷款货币化率) 角度看, 偏重资本业务的信也科技take rate明显高于另外4家, 5年整体来看乐信也略高于奇富科技和陆金所。

图18: 营收take rate对比

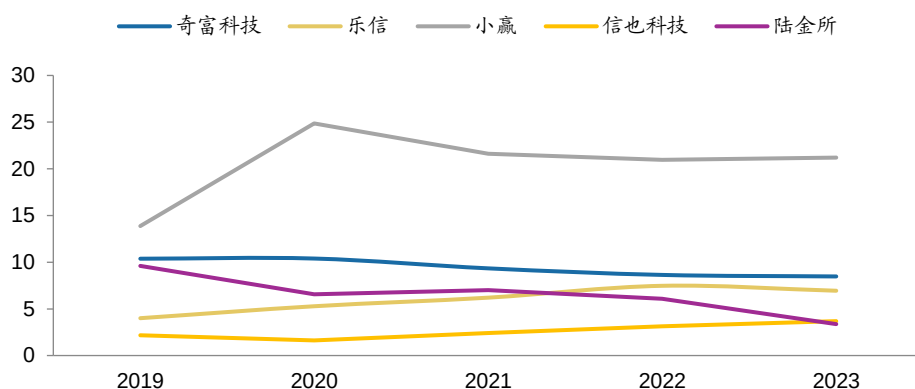


数据来源: 同花顺 iFind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 营收 take rate=营业收入*2/(年初贷款余额+年末贷款余额)

不同展业模式对资本的占用决定了规模扩张的上限。相比于重资本业务模式，轻资本业务模式降低了资本占用，突破了资金对扩大业务规模的限制。以贷款余额/净资本来粗略估计轻资本模式对扩大业务规模的影响。根据iFind和公司财报数据计算，轻资本业务占比更高的小赢科技和奇富科技单位净资本所能产生的贷款余额均高于信也科技和乐信。

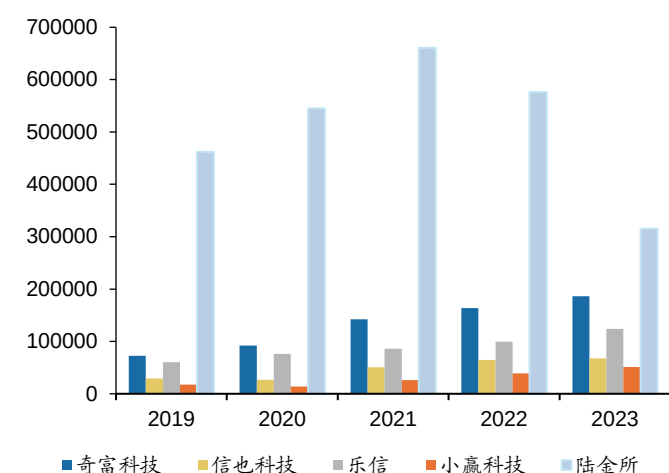
图19: 贷款余额/净资本对比



数据来源：同花顺 iFind，公司财报，广发证券发展研究中心

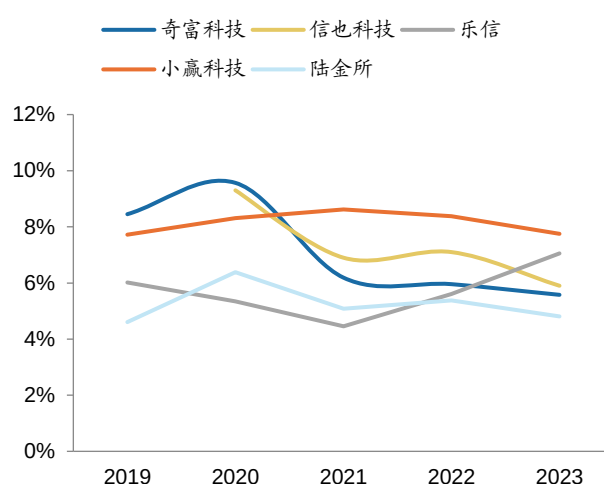
轻重资本业务对互联网消金平台的融资能力要求不同。重资本业务需要直接提供贷款资金或提供担保存款来支撑贷款余额的增长，因此需要大量的资金支持。根据公司财报，陆金所贷款余额规模在五家互金平台中一骑绝尘，且敢于业务由“轻”向“重”转型，逐渐转向100%担保模式，其底气就在于背靠平安集团所获得的强大的融资能力。根据财报统计，五家互联网消金平台中，陆金所的融资成本远远低于其他四家。其他四家平台中，轻资本占比较高的奇富科技因为积极探索ABS等融资工具，融资成本有所降低，而小赢科技融资成本高，融资能力偏弱，所以更适合发展轻资本业务；重资本占比较高的乐信则由于维持了较高的增长速度，需要借助高杠杆，融资成本有所上升。

图20: 5家代表公司贷款余额 (百万人民币)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图21: 5家代表公司融资成本率

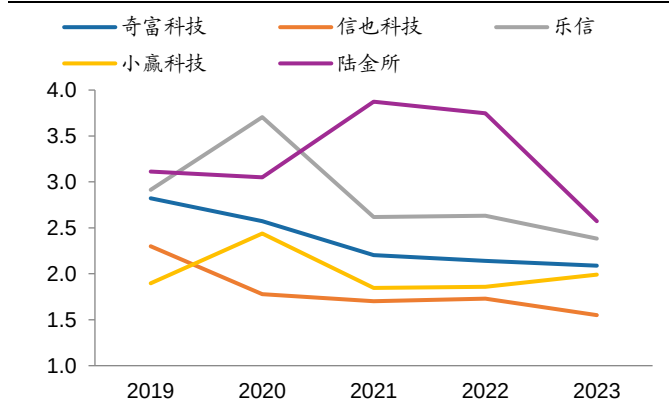


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

融资成本率= 融资成本/ (平均应付投资者款项+平均应付其他机构投资者款项+平均短期借款+平均长期借款+平均可转换本票)

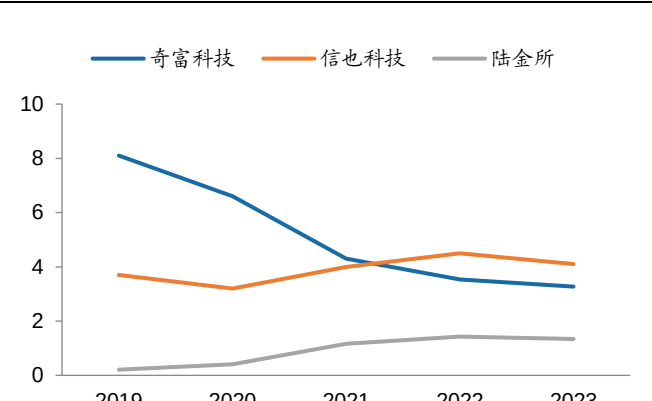
轻重资本业务对互联网消金平台的风险管理能力考验不同。相比于轻资本业务，重资本业务需承担更大的信用风险敞口。以乐信为例，为了支撑较高的贷款余额水平和增长趋势，乐信需要借助更高的杠杆倍数。高杠杆叠加所承担的信用风险，乐信需要有能与之对应风控能力。相比之下，虽然信也科技保持较高的重资本模式导致杠杆倍数有所提高，承担了较大的信用风险，但其采取了较为保守的资产负债结构且加强风险控制，担保负债下降推动权益乘数下行，降低了财务风险。陆金所转向100%担保模式，承担更多的信用风险导致杠杆倍数上升。但其在转型过程中注重审慎经营，主动收缩贷款规模，负债端担保负债和应付机构投资者款项下降导致权益乘数下降，降低财务风险，但整体财务风险在同业中处于高位。奇富科技轻资本业务占比不断提高，信用风险敞口收缩杠杆倍数下降，与同样偏轻资本业务的小赢科技都保持了较低的财务风险。

图22: 5家代表公司权益乘数对比



数据来源: 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

图23: 奇富科技、信也科技、陆金所杠杆倍数对比



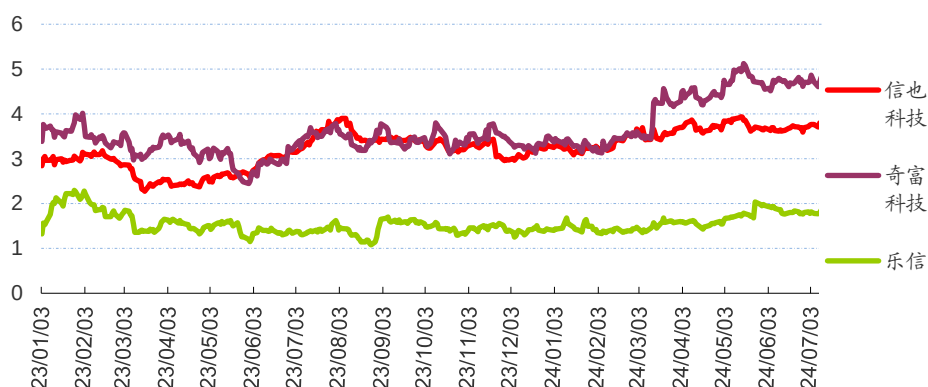
数据来源: 同花顺 iFind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

杠杆倍数=承担信贷风险的贷款余额/净资产

轻重资本业务获取机构合作的难度不同。轻资本业务不承担信用风险，作为资金方的合作机构对轻资本模式的助贷平台在获客、风控、贷后管理等能力上往往有着更高要求，而提供担保的重资本业务模式更容易赢得机构合作。不过，轻资本的助贷平台不抢占传统金融机构的放贷业务，实现差异化竞争，且降低了监管的不确定性对业务稳定性的影响，有效抵御了政策风险。

轻重资本受市场估值不同。为达到其他金融机构的合作要求，发力轻资本业务的助贷平台往往十分注重各项技术的积累，拥有更高的科技水平。此外，轻资本的业务模式有效隔离了市场风险。两种因素叠加下，轻资本业务占比大的公司更多的受到市场青睐，市场估值普遍较高。根据bloomberg数据统计，整体来看，奇富科技的前瞻市盈率要高于信也科技和乐信，且目前的差距已经十分明显且稳定。

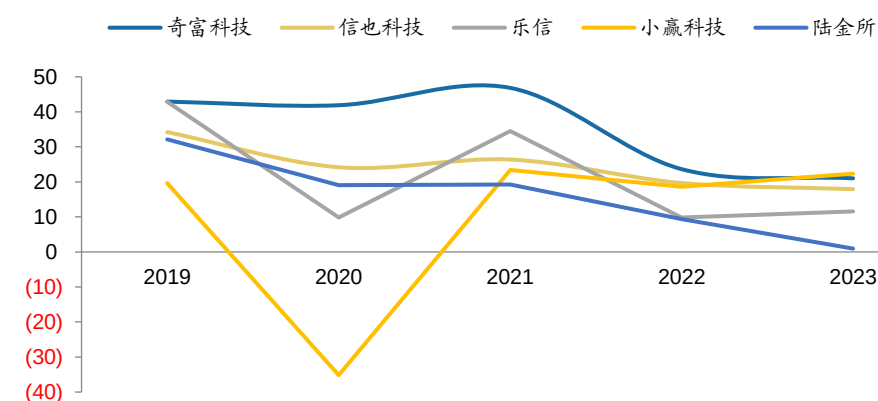
图24：12个月预期PE



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

综合来看，轻重资本业务各有优势。以盈利为最终目标，互金平台对业务模式的选择取决当时于大环境下轻资本“量”的优势与重资本“价”的优势哪一个更加明显。以ROE为判断指标，近三年，奇富科技ROE一直高于两家偏重资本模式的企业，小赢科技也在2023年反超信也科技和乐信，有继续增长的趋势。2022-2023年，相对偏轻资本业务的两家企业ROE与信也科技差别不大，原因主要是国内信贷需求处于低位，轻资本业务的规模扩张优势没有充分显现。在未来消费复苏、消费信贷需求增加的预期下，轻资本业务模式的规模扩张优势将愈加明显。结合市场给予更高估值的优势，轻资本业务模式在行业内的占比有望提升。

图25: 2021-2023 五家代表公司ROE (%)



数据来源: 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

(三) 客群优化: 自营流量优化获客成本, 海外拓客成为新增长点

无论是自营放贷、联合贷还是助贷业务, 互联网消费金融平台都需要注意获客端的“节流开源”。获客是消费信贷生命周期的开始, 自营放贷下, 获客能力直接影响互联网消金平台的业务规模增长; 联合贷、助贷模式下, 获客能力则直接影响互金平台对合作机构的吸引力和服务收入。

1. 自营与引流: 自营流量建设或为优化获客成本的长期方略

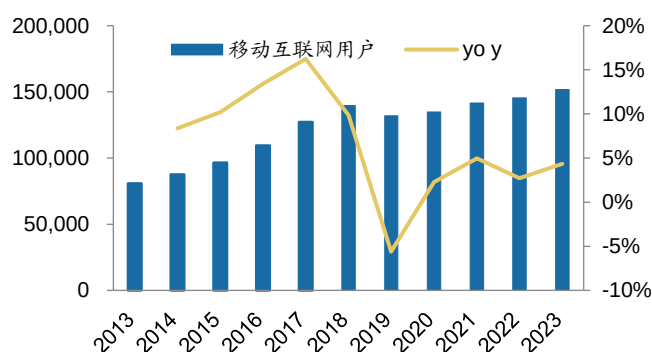
线上引流是消费金融行业获客的最主要来源。线上引流分为第三方引流和自营引流两种方式。第三方引流是指与社交平台、搜索引擎、应用商城等第三方机构合作进行广告投放和推送以吸引潜在客户, 或与电商平台、零售商等建立合作进行嵌入式金融模式, 在付款页面显示消金平台选项。目前主要的第三方引流平台有抖音、微信、百度搜索、APP Store等。自营流量则是指公司建设自有平台 (APP、网站等), 提供金融知识、使用指南等优质内容, 吸引用户关注并引导其注册, 进行获客。目前, 行业还是以线上第三方引流获客为主。然而, 随着第三方流量价格的飞升, 以及互联网平台用户增长放缓, 第三方引流获客的性价比不断下降, 成本不断上涨。

图26: 消费金融行业主要线上引流合作机构



数据来源: 广发证券发展研究中心

图27: 移动互联网用户 (万户) 及yoy (右轴)

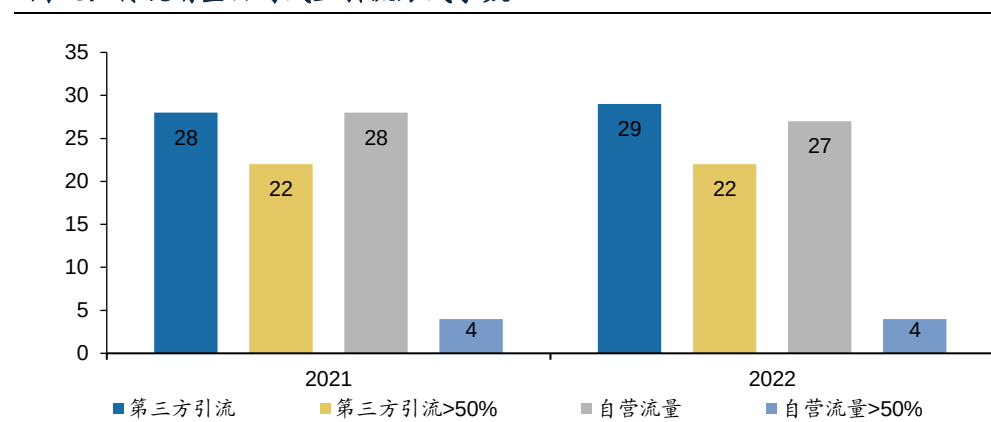


数据来源: 同花顺 iFind, 广发证券发展研究中心

自营流量建设将成为行业优化获客成本的长期方略。引流方式正呈现向自营流量发展的趋势，主要体现在品牌忠诚度的提升、对用户数据的更好掌控以及对第三方平台依赖性的降低。通过自营渠道，消费金融公司能够提供优质内容和优化用户体验，从而吸引更多潜在客户。此外，自营流量通常具备更高的生命周期价值，有助于实现可持续的业务增长。因此，企业越来越重视自营流量的建设，以提升客户获取效率、维护客户长期关系和降低第三方获客成本。

相比于传统消费金融公司，互联网消费金融平台具备自营流量优势。对于传统消费金融公司来说，根据《中国消费金融公司发展报告》显示，大部分传统消费金融公司目前更依赖第三方引流，自营流量建设较弱。

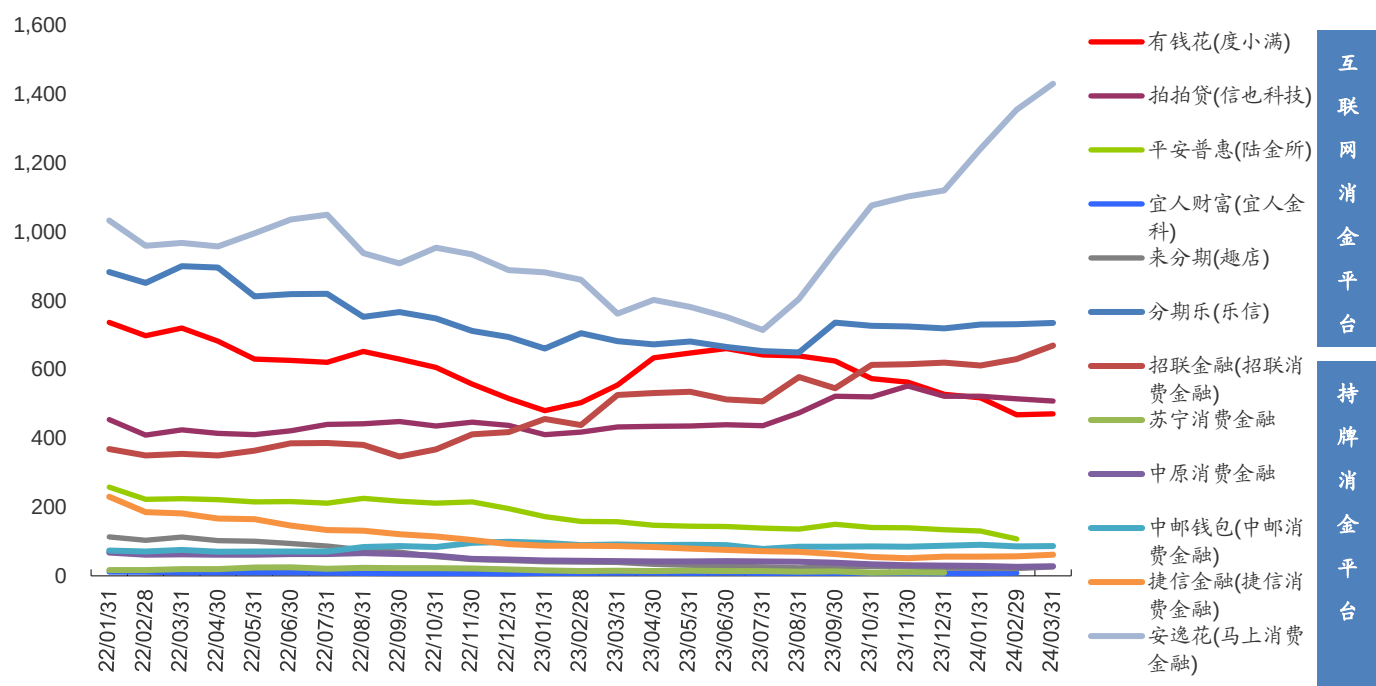
图28：传统消费金融公司线上引流方式家数



数据来源：《中国消费金融公司发展报告》，广发证券发展研究中心

互联网消费金融平台的自营流量建设则相对较强。根据易观千帆数据统计，互联网消费金融平台的自营APP月活用户整体来看高于传统消费金融平台。原因应是相比于传统消费金融公司，信贷科技平台在自营APP的建设上添加了更多的科技因素。信贷科技平台可以利用大数据和人工智能实现精准推送，以及对客户的精细化、差异化运营，并根据需求快速创新和定制消费金融产品。目前，互联网消费金融平台自营流量建设较好的有信也科技、乐信、度小满，持牌消费金融公司中马上消费金融、招联消费金融则在自营业务方面表现更好。

图29：2022至今部分消金类APP月活用户(万)

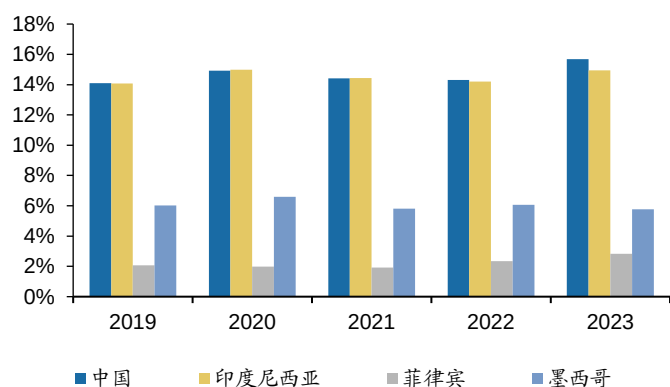


数据来源：易观千帆，广发证券发展研究中心

2. 出海拓客：互联网消金出海享有更高盈利能力及更高成长性

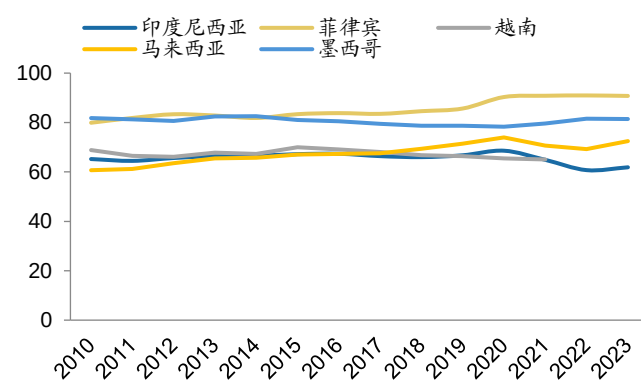
国内存量市场获客艰难，东南亚等国际市场发展条件优越、空间广阔。国内互联网消费金融行业发展日渐成熟，居民信贷需求已经度过快速增长期，市场已从增量竞争转为存量竞争，新客户增长缓慢。相比之下，印尼、菲律宾等国际市场的互联网消金行业还有很大的发展空间。根据Trading Economics数据，2023年菲律宾等国的消费信贷余额占GDP比重距离我国还有很大差距。此外，根据世界银行数据，印尼等国家的最终消费支出占GDP比重稳定在50%以上，这进一步凸显了消费在经济中的重要地位，也间接表明消费金融在这些国家具有巨大的发展空间和潜力。

图30：中国、印尼、菲律宾、墨西哥消费信贷余额占GDP比重



数据来源：Trading Economics，广发证券发展研究中心

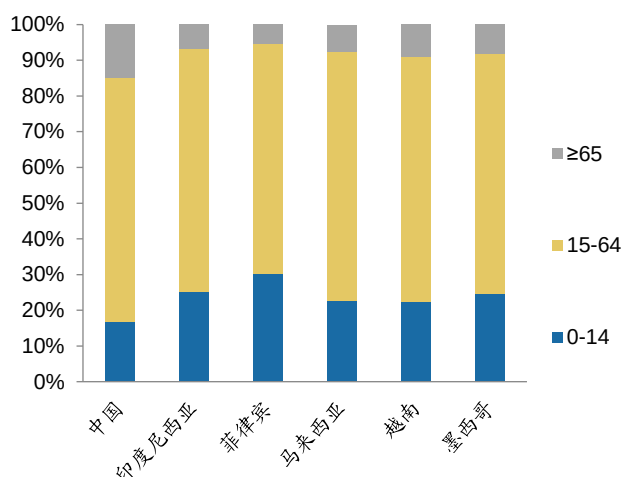
图31：印尼、菲律宾、越南、马来西亚、墨西哥最终消费支出占GDP比重(%)



数据来源：世界银行，广发证券发展研究中心

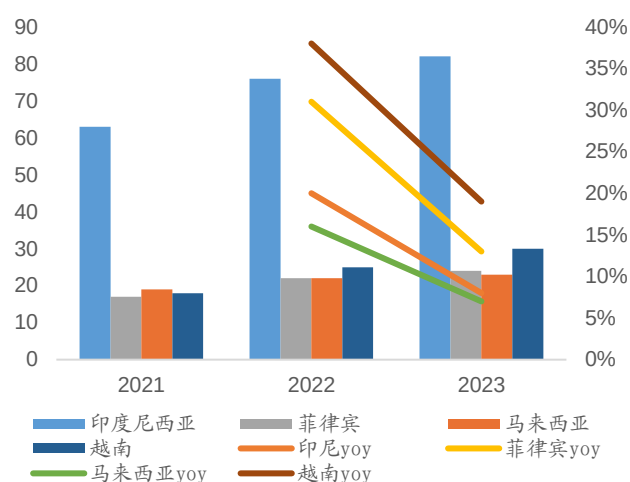
年轻的人口结构、较高的线上渗透率和蓬勃发展的电商产业为互联网消金提供优渥条件。年轻一代对新技术和互联网金融服务的接受度更高，而电商行业的蓬勃发展，为互联网消费金融提供了丰富的应用场景和即时满足购买需求的金融服务。印尼等国更年轻的人口结构和快速增长的电商产业为互联网消金平台提供了优渥的互联网消费信贷发展条件。相比之下，根据statista数据统计，中国的人口结构更加老龄化且中国2022年电商GMV增速仅为3.52%。

图32：中国、印尼、菲律宾、马来西亚、越南、墨西哥2022年人口结构



数据来源：Statista，广发证券发展研究中心

图33：印尼、菲律宾、马来西亚、越南电商GMV（十亿美元，左轴）及增速（右轴）



数据来源：Bain analysis，广发证券发展研究中心

监管红利尚存，注重可持续发展。监管红利是吸引中国信贷科技平台出海的关键之一。目前，东南亚国家正处于金融科技转型的关键时期，鼓励创新并提供相对宽松的政策支持。具体而言，东南亚国家在消费金融牌照申请、消费信贷产品定价方面相比于我国依旧有很大便利。然而，尽管每个国家对金融科技行业的监管步调会有差别，但严格是大趋势。印尼OJK表示消费贷款的日利率上限在2026年将降至0.1%。因此，监管红利不可持续，“淘金者”的模式未来可能带来更大的监管成本。对于我国的信贷科技平台来讲，完成本地成熟体系的打造、构建核心业务壁垒是实现出海业务可持续发展的关键。

表6：中国及东南亚国家监管要求区别

	定价	消费金融注册资本要求
中国	年利率<24%	10 亿人民币
印尼	日利率<0.3%（年利率 108%）	25 亿印尼盾，约 112 万人民币
菲律宾	日利率<0.5%（年利率 180%）	100 万菲律宾比索，约 12.5 万人民币
马来西亚		200 万马来西亚林吉特，约 311 万人民币
越南		500 十亿越南盾，约 1.43 亿人民币

数据来源：《消费金融公司管理办法》，OJK，SEC Philippines，Russin & Vecchi，nazmi zaini chambers，广发证券发展研究中心

东南亚地区尚未出现垄断式企业，空间尚存。以印尼市场为例，整体而言，印尼的在线消费信贷市场基本上包含以Shopee为代表的嵌入式消费金融服务、以Easycash、Adakami等为代表的P2P平台、银行和其他传统金融机构等。然而，在中国企业未大量出海印尼之前，印尼当地的在线借贷市场几乎一片蓝海，仅有银行或KoinWorks等少数公司开展相关业务。中国企业凭借技术和经验积累的优势，在出海印尼后迅速吸引当地用户。目前，印尼的头部在线借贷平台基本以中国企业为主，例如Easycash、Adakami、Rupiah Cepat等。当前，印尼的在线消费信贷市场也还未出现形成垄断的企业，依旧存在国内企业出海发展的空间。

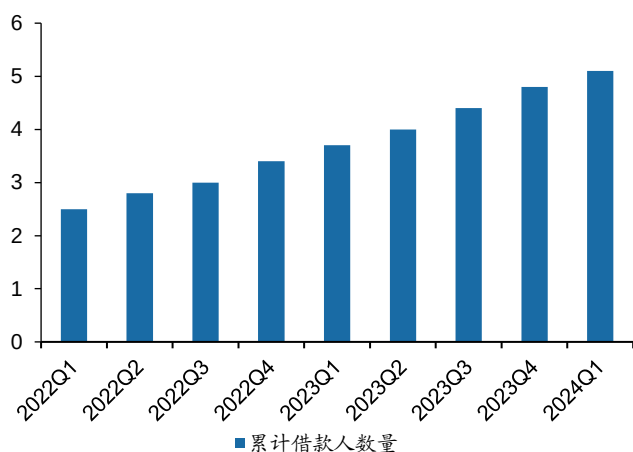
图34：印尼市场主要玩家构成及部分代表



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

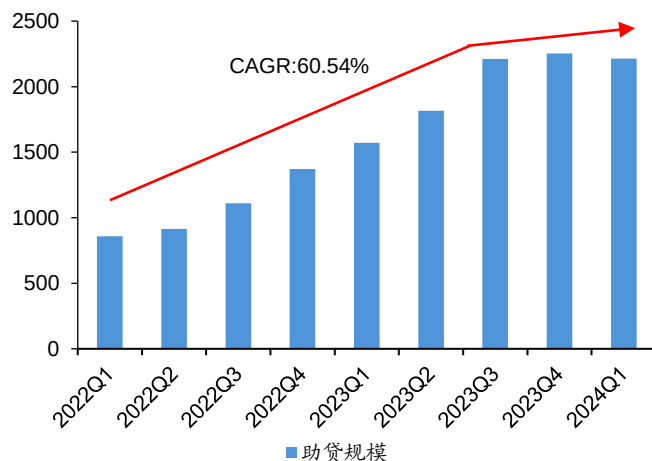
国内的信贷科技平台中，信也科技在海外业务方面均取得了一定成绩。信也科技在海外市场采取深度本地化的策略，包括本地团队建设和服务定制，以适应当地市场的需求和监管环境。目前，信也科技已在印尼、菲律宾等东南亚国家建立了金融科技平台，并获得当地监管部门颁发的金融牌照。凭借成熟的业务模式和强大的金融科技实力，信也科技迅速获取了大批用户的信任。根据公司季报，截止2024年一季度末，信也科技海外市场累计借款人数已达370万，海外助贷规模单季度超20亿人民币。

图35：信也科技海外累计借款人数数量（百万）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

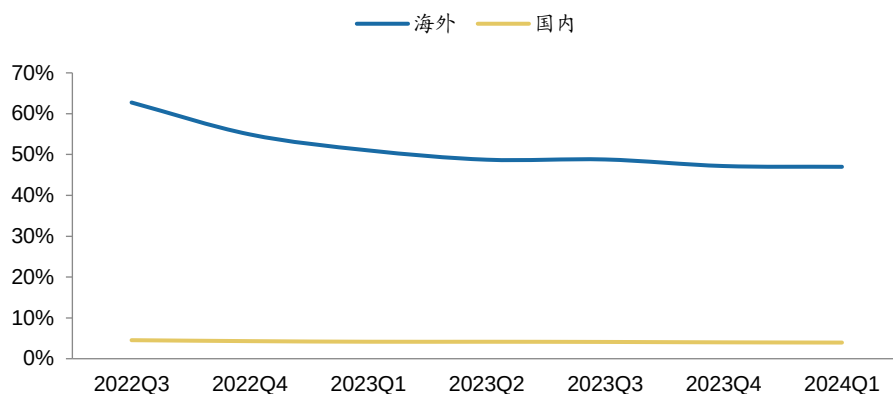
图36：信也科技海外助贷规模（百万人民币）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

海外市场强盈利能力支撑信也科技整体营收take rate保持高位。由于出海地区监管政策较为宽松，导致海外消费贷款产品的整体定价水平较高，贷款收益率显著高于国内市场。根据信也科技财报，近一年其海外营收的take rate保持在约50%，而国内市场的take rate仅为4%左右，显示出海外地区的盈利能力远强于国内。经过年化处理后，信也科技的国内营收take rate仅略高于五家互联网消金平台的平均水平。然而，信也科技的整体营收take rate显著高于国内其他5家平台，这主要得益于其海外业务强大盈利能力的支撑。

图37：信也科技季度营收take rate分地区



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、核心信贷科技平台

互联网消费金融行业迅速发展，是国家完善相关政策的重点关注领域。以下互联网消金上市公司在行业中较为突出。规模方面，陆金所规模最大，奇富科技、乐信、信也科技次之，小赢科技和嘉银科技规模较小。盈利方面，奇富科技归母净利润和净利率最高，嘉银科技ROE和ROA远远高于其他平台，陆金所受战略转型影响目前盈利能力较为逊色。资产质量方面，信也科技的90天+逾期率最低。营收构成方面，各公司以科技输出为主导的贷款撮合及服务费均占据较大比重。

表7：互联网消金平台2023年收入、净利润、净利率、营收take rate、ROE、ROA、90天+逾期率及收入构成

公司	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	净利率 (%)	2019-2023 归母净利润 CAGR(%)	营收 take rate (%)	ROE (%)	ROA (%)	促成贷 款规模 (十亿元)	90天+ 逾期率 (%)	营业收入构成
奇富科技	162.90	42.85	26.31	14.40	9.31	18.33	10.00	475.83	2.35	1.贷款撮合及服务费：48.81 亿元（占比 30%） 2.融资收入：51.10 亿元（占比 31%） 3.担保收入：47.46 亿元（占比 29%） 4.其他收入：15.53 亿元（占比 10%）

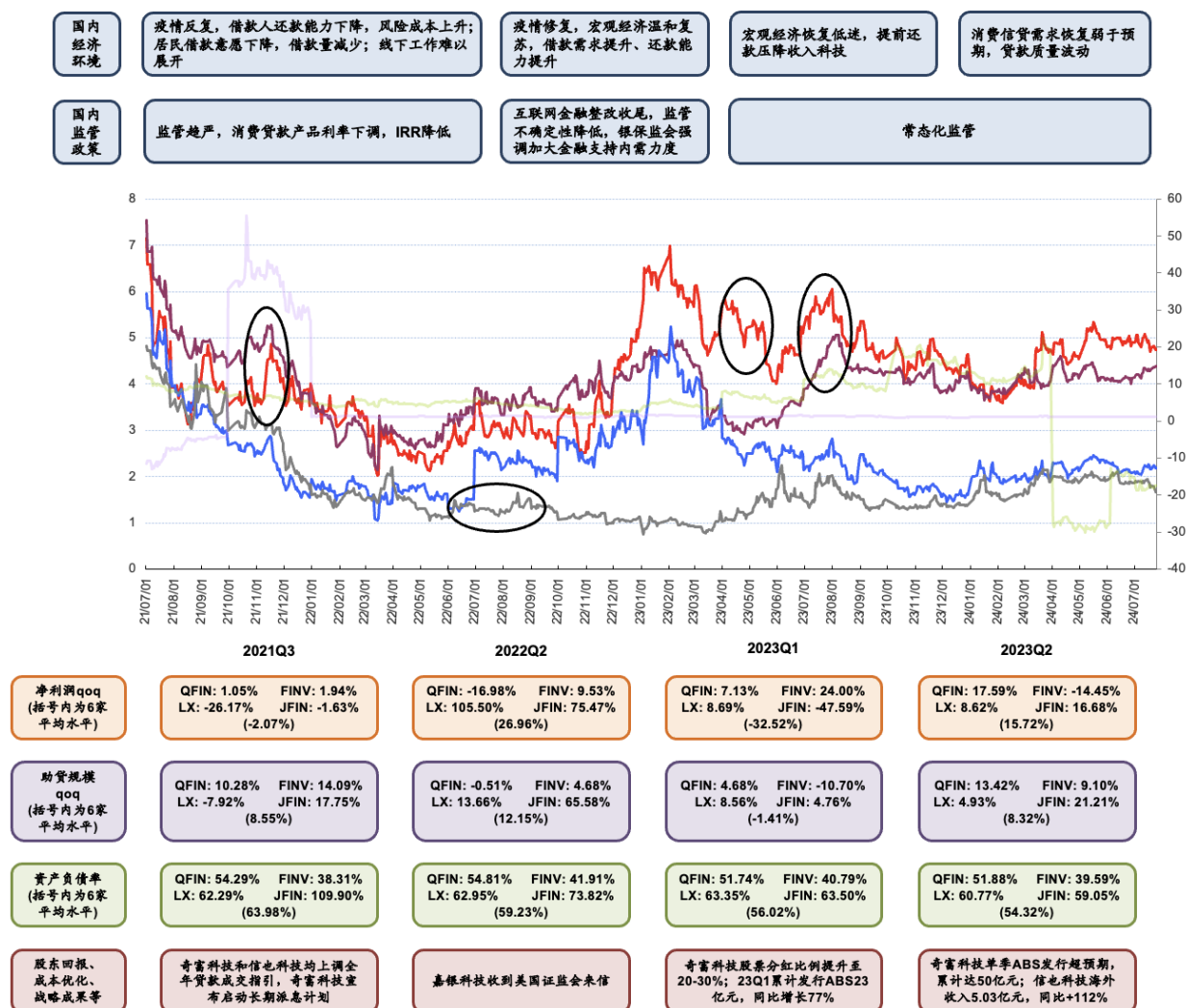
信也科技	125.47	23.41	18.66	-0.34	19.01	17.30	13.46	194.30	1.93	1.贷款撮合及服务费：64.90 亿元（占比 52%） 2.融资收入：10.49 亿元（占比 8%） 3.担保收入：44.79 亿元（占比 36%） 4.其他收入：5.29 亿元（占比 4%）
陆金所	342.55	8.87	2.59	-49.21	7.68	1.00	0.93	208.00	4.1	1.贷款撮合及服务费：149.00 亿元（占比 43%） 2.融资收入：123.48 亿元（占比 36%） 3.担保收入：43.92 亿元（占比 13%） 4.其他收入：26.15 亿元（占比 8%）
乐信	130.57	10.66	8.16	-17.44	11.68	13.64	7.50	250.00	2.9	1.贷款撮合及服务费：66.42 亿元（占比 51%） 2.融资收入：21.45 亿元（占比 16%） 3.担保收入：25.19 亿元（占比 19%） 4.其他收入：17.51 亿元（占比 13%）
小赢科技	48.15	11.87	24.65	11.27	10.68	20.45	13.00	105.56	3.12	1.贷款撮合及服务费：33.38 亿元（占比 69%） 2.融资收入：11.37 亿元（占比 24%） 3.担保收入：0.24 亿元（占比 1%） 4.其他收入：3.15 亿元（占比 7%）
嘉银科技	54.67	12.98	23.74	25.22	--	58.54	30.90	88.10	3.55	1.贷款撮合及服务费：34.89 亿元（占比 64%） 2.担保收入：13.93 亿元（占比 25%） 3.其他收入：5.85 亿元（占比 11%）

数据来源：同花顺 iFind，公司财报，广发证券发展研究中心

宏观环境主导估值走向，特性细分估值差距。观察近三年PE(TTM)走势图，行业内公司大部分时间的PE(TTM)走向变化一致，但具体变动幅度有所不同。其中，陆金

所因重大战略转型导致PE(TTM)波动幅度过大，目前处于亏损状态。小赢科技由亏转盈后也经历了大幅波动。除去以上两家，整体来看，第一次区别于行业的变动是2021年11月左右，奇富科技和信也科技在宏观环境不利情况下上调业绩指引，且奇富科技启动了长期派息计划，分红比例大约为15%-20%。根据公司财报，奇富科技和信也科技的净利润增长、助贷规模增长和资产负债率均优于行业平均水平。第二次变动差异为2022年7月左右，嘉银科技估值未跟随行业上涨，可能由于其长期保持较高负债水平，其资产负债率超6家公司平均水平15%，市场对其保持谨慎态度。第三次变动差异为2023年4月左右，奇富科技估值逆行业上升，其股票分红比例提升至20%-30%且23Q1累计发行ABS23亿，同比增长77%，资金成本改善显著。第四次变动差异为2023年6月，奇富科技和信也科技估值大幅回升。奇富科技业绩持续恢复，放款量实现同比环比均增长，且ABS发行规模超预期；信也科技海外业务成效显著，增长强劲，单季度收入翻倍。以下报告内容将重点研究头部平台奇富科技、信也科技和陆金所的业务特点及收入状况。

图38：近三年六家互联网消金公司PE（TTM）估值复盘



数据来源：同花顺 iFind，公司财报，广发证券发展研究中心

（一）奇富科技（轻资本模式代表）：金融科技赋能+轻资本业务优势助力业务规模快速增长

金融科技赋能，提供发展新动力。奇富科技（原360数科）成立于2016年，2018年在美国纳斯达克上市。2023年2月，公司更名为奇富科技，以强调其科技属性并于同年5月推出国内金融行业首个通用大模型奇富GPT。奇富GPT在语音识别、语义分析和线索挖掘、智能营销、软件开发等方面都有出色表现。其内部应用帮助奇富科技提高了电销、研发、催收等环节的效率，节省了运营成本。

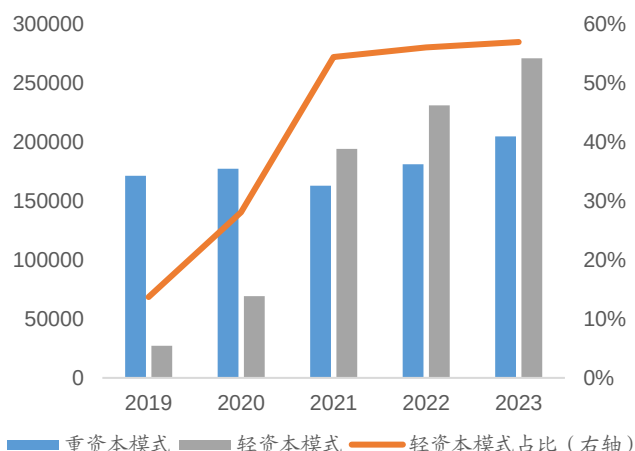
图39：奇富GPT



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

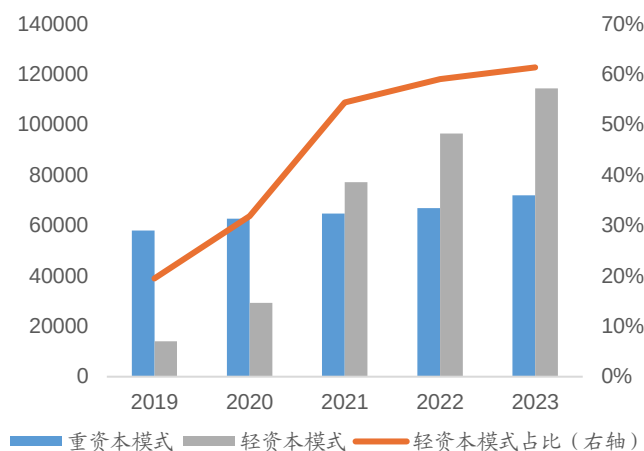
轻资本业务动态优化，贡献主要业绩增长。2018年奇富科技正式推出轻资本模式。轻资本模式下，奇富科技由传统风险承担助贷者转型为技术赋能助贷者。本研究将奇富科技以智能信贷引擎（ICE）为金融机构合作伙伴提供智能营销服务、转介服务及其他技术解决方案的平台服务也归于轻资本业务统计。根据公司财报披露，2019-2023年，奇富科技的重资本业务规模基本保持稳定，整体业务规模的增长主要依赖于轻资本业务的贡献。2021年，轻资本转型已经取得了显著成效，轻资本模式下的放贷规模和贷款余额规模占比均超过50%，并在随后两年持续提升。2019-2023，奇富科技轻资本模式下的放贷规模年均增长率达77.6%，贷款余额年均增长率达68.9%。

图40: 奇富科技放贷规模 (百万人民币)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

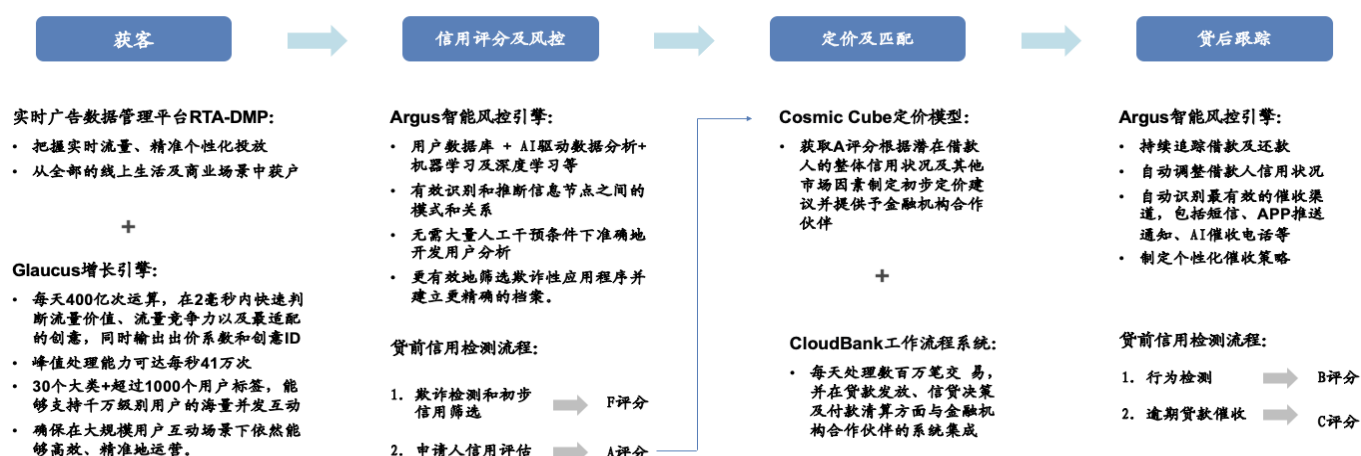
图41: 奇富科技贷款余额规模 (百万人民币)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

智能应用全方位覆盖业务流程, 提高机构合作竞争力与优质客户获取能力。由于轻资本业务模式下, 助贷平台并不承担信用风险。因此合作机构对助贷平台的获客、信用评分及风控、定价及匹配、贷后跟踪等能力都有更高要求。获客方面, Glaucus增长引擎和实时广告数据管理平台RTA-DMP可以实现对流量的精准把握和对用户的精准识别。信用评分及风控方面, Argus智能风控引擎利用大数据和AI技术分析海量数据和应用复杂的算法, 实现对借款人信用状况的量化, 为金融机构提供全方位的贷前、贷中、贷后风险管理, 确保快速准确的信贷审批和风险控制。定价及匹配方面, Cosmic Cube定价模型搭配每天能够处理数百万笔交易的CloudBank工作流程系统可以帮助合作机构顺利促成贷款交易。

图42: 奇富科技的金融科技支撑

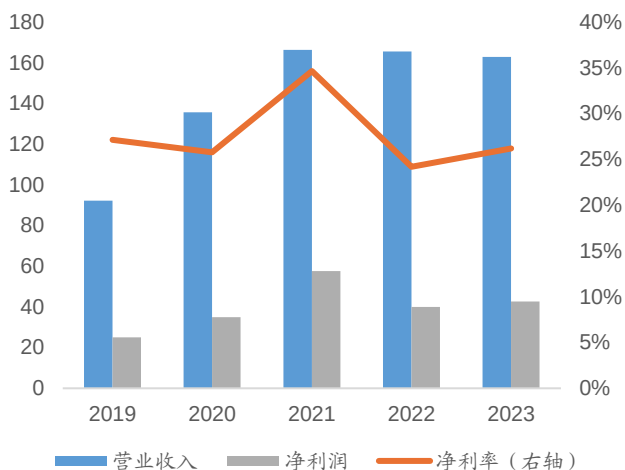


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

轻资本业务恢复增长叠加资产质量向好推动公司业绩复苏。根据iFind数据显示,

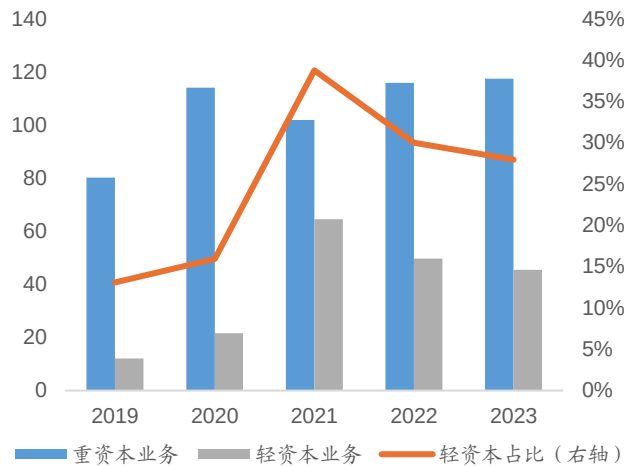
奇富科技净利润在2022年出现严重下滑，原因是受宏观经济环境导致信贷需求偏弱、资产质量恶化、监管趋严导致贷款的内部回报率降低等因素叠加影响，但受益于贷款规模快速增长，奇富科技整体营收并未出现明显下降。拆分收入端，轻资本业务收入下滑应是奇富科技利润下滑的主要原因。奇富科技轻资本业务规模保持增长，轻资本业务收入下滑应是由于市场贷款利率短期下行导致的服务费率阶段性承压。拆分成本端，在总营收下降幅度不明显的情况下，净利润的严重下降主要来源于应对资产质量恶化下拨备的增加。根据公司年报显示，奇富科技成本中应收贷款拨备在2022年和2023年分别增长615万元和571万元，同比+63.7%/36.1%。据公司一季报，2024年通过减少高风险贷款的敞口、提升轻资本业务比重以及优化催收运营，新增放款的风险指标在季度内出现明显改善，公司预计有望持续改善，2024Q1的首日逾期率为4.9%（环比降低0.1pct）、30天回收率为85.1%（环比提升0.2pct）。

图43: 奇富科技营收及净利润（亿人民币）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图44: 奇富科技营收结构（亿人民币）

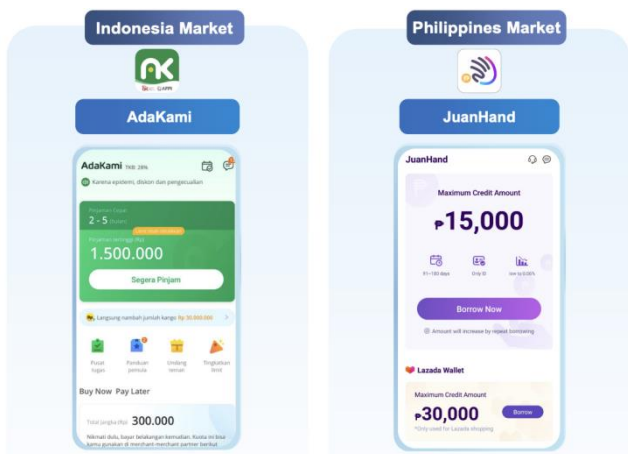


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）信也科技（海外业务代表）：海外业务构筑新业绩增长点

复制国内成功经验出海，占据海外市场地位领先。信也科技（原拍拍贷），成立于2007年6月，2017年成功在美国纽约证券交易所（NYSE）上市。自2018年起，公司积极推进国际化战略，首站锁定东南亚市场。凭借多年在国内互联网消费金融领域的积累和实践经验，信也科技在海外市场采用与中国市场相似的业务模式，推出了印度尼西亚和菲律宾的本地应用“AdaKami”和“JuanHand”。其中，印度尼西亚是信也科技的主要海外市场，AdaKami已获得印尼金融服务管理局（OJK）颁发的基于技术和信息基础的金融借贷机构牌照。根据公司财报，信也科技在印尼市场已成为第三大玩家，而在菲律宾市场则跃升至第二位。

图45: AdaKami和JuanHand界面



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图46: 信也科技海外市场地位



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

“扬科技之帆，划当地之桨。”信也科技在业务出海初期确立了“出海技术+本地运营”的发展路径。在印尼市场，公司注重本地化运营，展现出高度的灵活性和审慎性，积极根据当地监管要求和商业环境调整贷款产品。据公司官方公众号宣传，到2023年，信也科技的海外业务团队中本地员工比例已达到约80%。此外，信也科技重视与当地金融机构的合作，2023年成交资金约70%来自这些机构。同年，公司与PT Bank Seabank Indonesia达成了20亿卢比的战略合作协议。这种充分的本地合作有助于确保业务的稳定性和持续性。

图47: AdaKami合作的印度尼西亚当地银行

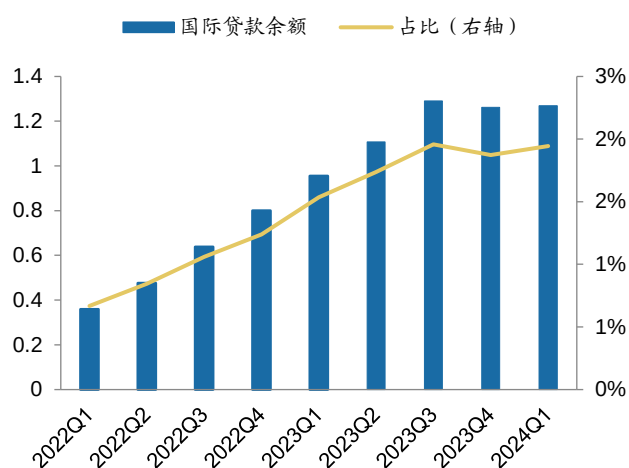


数据来源: AdaKami官网, 广发证券发展研究中心

海外业务成为第二业绩增长点，收益与风险共存。东南亚市场，政府对消费信贷产品的定价限制较为宽松，所以贷款业务的收益率更高。根据AdaKami官网数据计算，2023年信也科技在印尼市场的营收take rate约为32.2%，显著高于整体营收take rate。综合来看，海外业务已成为信也科技新第二业绩增长点。根据信也科技财报，信也科技海外贷款余额和营收增长稳定，占比均不断提高。然而，未来信

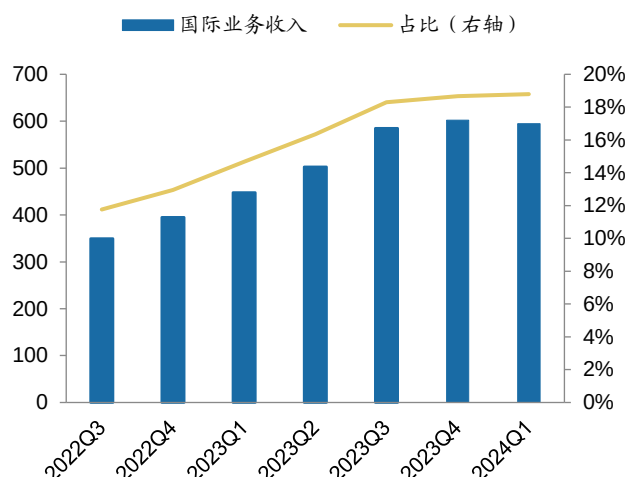
也科技要保持快速增长可能面临一定挑战。原因：（1）印尼市场竞争逐渐激烈。截至2023年8月，受印尼官方直管协会认证的在线借贷成员企业共101家；（2）印尼金融基础设施和信用体系不完善，用户信用信息和财务状况难以获取和验证，坏账率和欺诈率控制难度大。信也科技在2023年下半年采取客群上浮，业务增长有所受阻。（3）监管趋于严格影响收益率水平。OJK在2023年11月宣布自2024年1月1日起日利率降为0.3%，2026年日利率降为0.1%。

图48：信也科技海外贷款余额及占比（十亿人民币）



数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

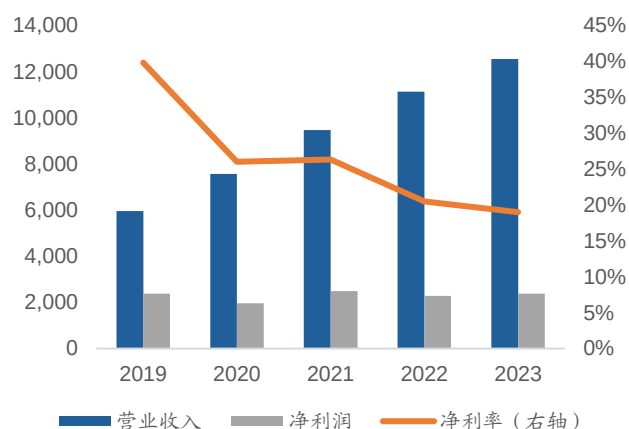
图49：信也科技单季海外营收及占比（百万人民币）



数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

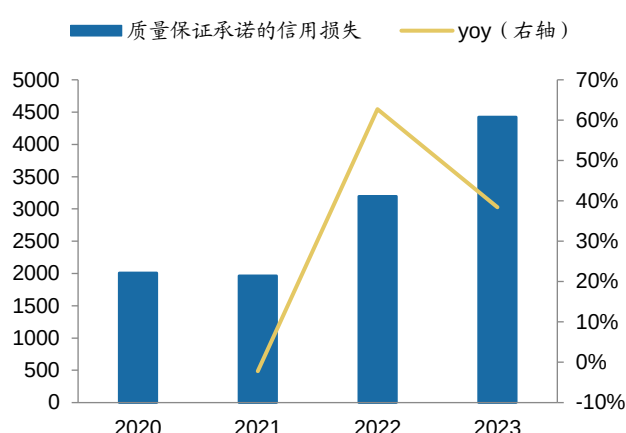
客群质量调整，信用成本有望下降。根据同花顺iFind，2020年后信也科技净利润及净利率有所承压。拆分成本端，原因在于资产质量恶化导致的质量保证承诺信用损失大幅增加。信也科技已在海内外市场进行客群质量调整，提升精细化运营能力并推动客群质量改善。

图50：信也营收、净利润（百万人民币）及净利率



数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

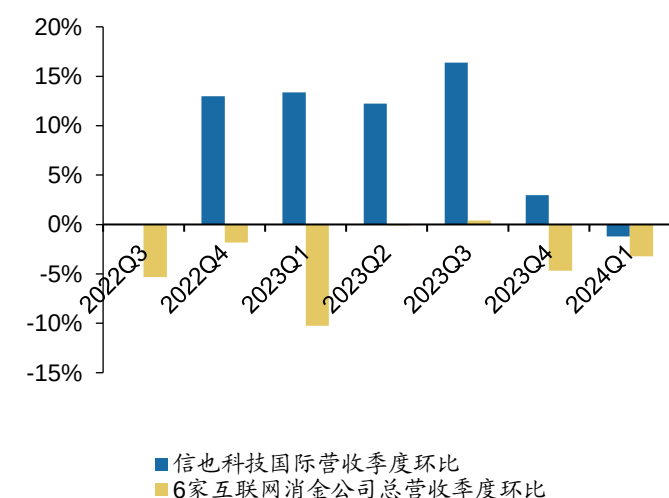
图51：信也科技质量保证承诺信用损失（百万人民币）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

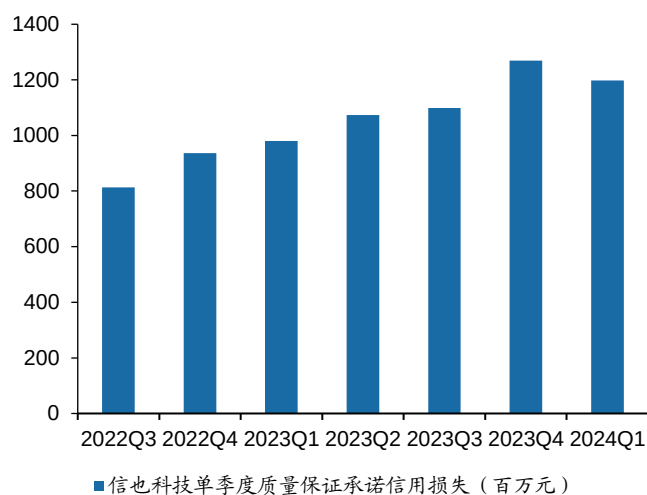
海外业务增长与信用成本下降助力信也科技实现超行业速度的发展。海外业务已成为信也科技营收的第二增长点。据iFind和公司财报，2022Q3至2024Q1，信也科技国际业务的营收增速远高于六家互联网消费金融平台的整体增速。尽管近两个季度海外营收增速有所下降，这主要是由于信也科技在海外市场开始实施客群上浮策略，短期内可能带来业绩阵痛。此外，信也科技的客群上浮成果已初步显现，根据公司财报，2024Q1单季度的质量保证承诺信用损失已开始止增启降，低风险的交易量占比持续提升。

图52：信也国际营收季度环比和奇富、信也、陆金所、乐信、小赢、嘉银总营收季度环比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图53：信也科技单季度质量保证承诺信用损失（百万人民币）

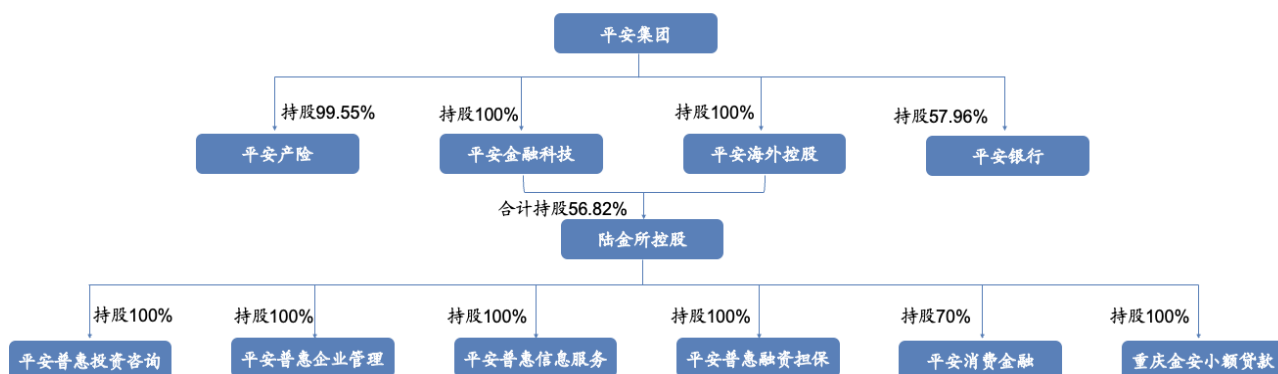


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）陆金所（100%担保模式代表）：背靠平安集团，转型完成后业绩初步恢复

陆金所成立于2011年，是中国平安的联营公司，于2020年成功在美国纽交所登陆上市。陆金所背靠中国平安集团，利用平安的生态系统来获得高质量的借款人和平台投资者，促进各业务间的相互协同联动。2024年7月3日，中国平安发布公告称陆金所将成为旗下控股子公司并纳入合并报表范围。目前，陆金所主要通过旗下子公司平安普惠开展一般无抵押贷款、有抵押贷款，通过旗下子公司平安消费金融开展消费金融贷款。

图54: 陆金所有关的主要母子公司股权结构



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

被平安集团并表后，陆金所或获得更大的业务支持力度。被平安集团并表后，陆金所有望获得更大程度的支持。陆金所的借款人主要为小微企业主，这与中国平安集团服务实体经济、支持小微企业的战略方向高度契合。根据公司财报，2019年，陆金所新增贷款中，来自平安生态系统的占比高达40.1%。尽管后续因陆金所优化获客结构而减少了对平安集团的依赖，导致这一比例有所降低，但平安集团仍持续为陆金所提供强有力的支持，并表进一步巩固了陆金所与平安集团之间紧密的合作关系。

表8: 陆金所新增贷款来源于平安生态系统占比

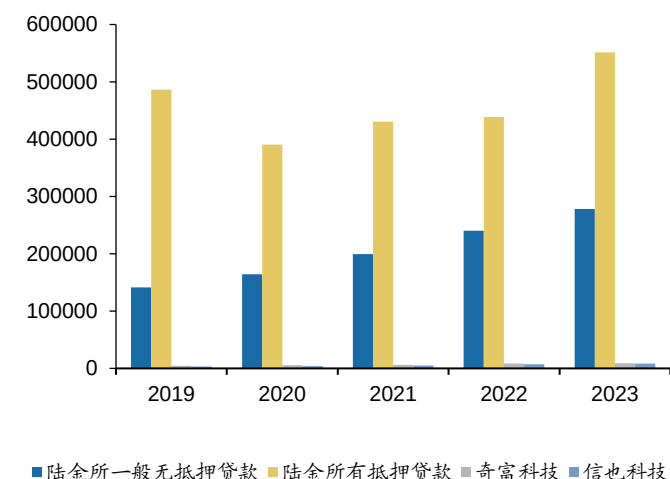
	2019	2020	2021	2022	2023
平安生态系统来源占比	40.10%	36.30%	29.30%	<28.8%	<23.2%

数据来源: 公司财报，广发证券发展研究中心

2023年，为增强业务自主性和风险管理能力，同时响应监管要求，优化信贷结构，提升市场竞争力与客户信心，并有效应对资产质量压力及市场竞争，陆金所持续推进向100%担保模式的转型。此外，公司的主营业务模式、宏观环境以及子公司的资产结构均为陆金所向100%担保模式转型提供了有利条件。

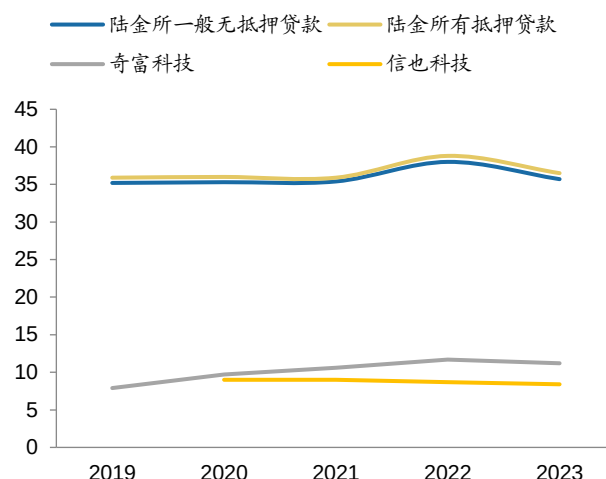
服务小微企业客户为主，不具备轻资本转型条件。与其他主营个人消费信贷的互联网消金平台不同，陆金所以服务小微企业客户为主。因此，陆金所贷款产品的贷款额度和期限要远远高于其他平台。以奇富科技和信也科技为对比，根据公司财报，奇富科技和信也科技的件均贷款额度为一万元以下，平均合同贷款期限在一年以内，而陆金所的件均贷款额度远远高于十万元，平均合同贷款期限约为三年。高额度和长周期的特点导致到款产品的风险较高，陆金所为了赢得机构合作很难选择转向轻资本的无担保模式。

图55: 陆金所件均贷款额 (人民币)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

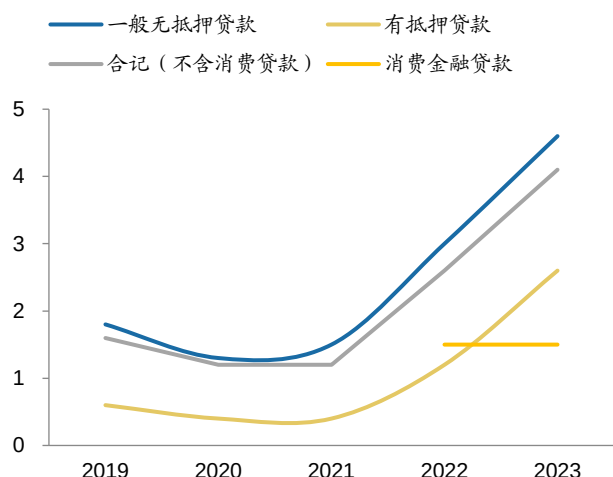
图56: 陆金所平均合同贷款期限 (月)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

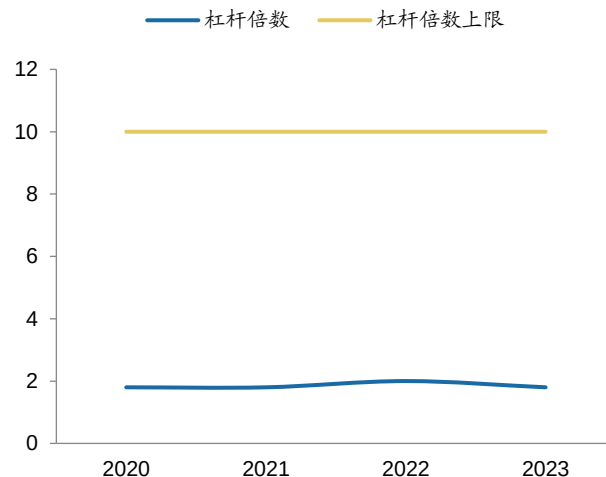
资产质量恶化导致高外部担保成本, 融资担保子公司空间充足。受宏观经济影响, 小微企业的偿债能力大幅下降, 陆金所资产质量大幅承压。根据公司财报, 陆金所90天以上逾期率近几年一直呈快速上升趋势。在过去, 陆金所采用“助贷+信用保证保险”的业务模式, 信用保证保险大量依靠外部增信。根据2023年2月陆金所回港上市公告, 平安财产保险为陆金所提供了70%的未偿贷款余额保险或担保。而违约率的上升导致外部增信成本大幅增加。因此, 为降低成本, 陆金所选择转向“助贷+自有担保”模式。根据陆金所财报, 陆金所融资担保子公司的杠杆倍数保持在2倍左右, 远低于《融资担保公司监督管理条例》所规定的10倍上限, 还有很大的资金空间。

图57: 陆金所90天以上逾期率 (%)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图58: 陆金所融资担保子公司杠杆倍数

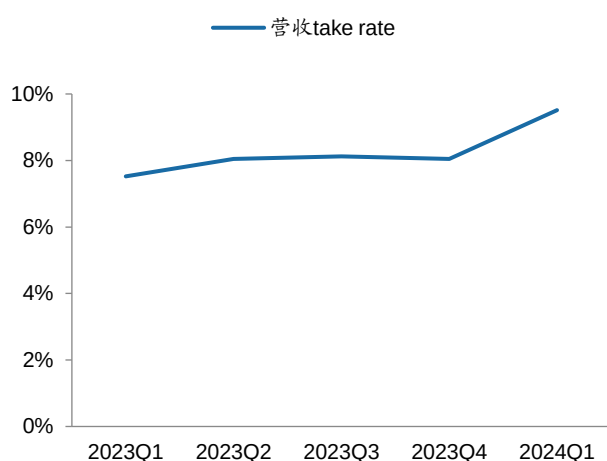


数据来源: 公司财报, 《融资担保公司监督管理条例》, 广发证券发展研究中心

100%担保转型完成, 业绩初见成效。陆金所转型遭受业绩阵痛, 营收及净利润下降

严重，然而如今已初见战略转型成效。从营收take rate角度看，陆金所转向100%担保模式承担了更多的信用风险，收益率有所回升。根据公司财报计算，陆金所年化营收take rate已从23Q4的8.0%增长至24Q1的9.5%。从收入看，根据公司财报，陆金所24年第一季度净利润为负的原因在于特别派息导致的所得税大幅增长，剔除所得税影响，陆金所24年一季度税前利润为4.5亿元，已实现扭亏为盈。

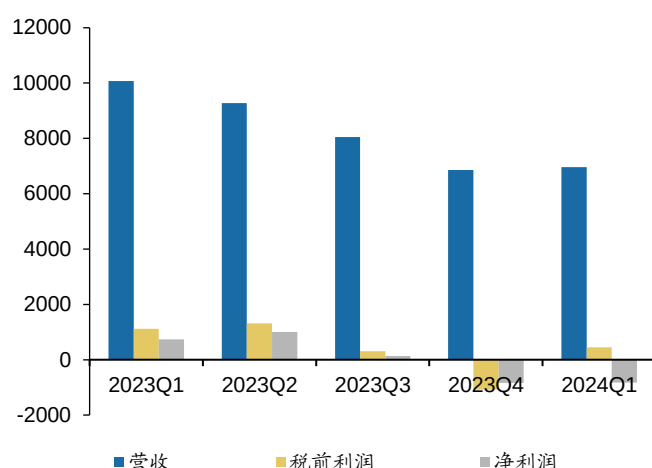
图59：陆金所年化营收take rate



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：营收 take rate=营收/年初和年末贷款余额平均值

图60：陆金所单季度营收、税前收入、净利润（百万人民币）



数据来源：同花顺 iFind，广发证券发展研究中心

风控决定陆金所的未来长期发展。在向100%担保模式转型过程中，陆金所有效减轻了第三方担保带来的成本压力，但同时面临更大的风险拨备需求所带来的财务压力。在100%担保模式下，陆金所需承担更多的贷款余额风险，因此必须提供更多的风险拨备以应对潜在的信用风险。若这些风险拨备最终未转化为实际的信贷减值损失，陆金所将在贷款存续期内逐步收回相关费用，从而实现更高的利润。这一过程体现了风险与收益之间的滞后性，极大考验了陆金所主动风险管理的能力，信用减值损失是影响盈利提升的关键因素。

四、风险提示

（一）行业政策变动风险

互联网消费金融行业受政策影响较大，监管政策的变动可能会对平台的消费信贷产品利率、联合贷出资比例、融资方式、替代数据使用以及催收等方面产生一定的影响。更加严格的监管可能会压缩行业的利润空间，尤其会对互联网消金平台的短期增长、业务模式乃至长期增长潜力产生显著影响。

（二）宏观经济波动风险

宏观经济增长和居民消费需求和信心恢复不及预期，市场贷款利率长期保持低位，借款人提前还款压缩利润空间；消费贷款增量过低，存量消费贷款的坏账率提升，资产质量持续下行，互联网消金平台被迫继续增加拨备核销不良贷款，信用成本压力大。

（三）利率下行风险

利率的持续下行可能导致互联网消费金融平台的利差收窄，削弱盈利能力。低利率环境下，平台的利息收入减少，同时面临更高的提前还款风险，进一步压缩利润空间。此外，低利率可能促使风险偏好较低的投资者减少对消费金融平台的投资，增加融资难度和成本，影响平台的资金流动性和经营稳定性。

广发非银金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017 年进入广发证券研究发展中心。
刘 洪：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
严 漪 澜：高级分析师，中山大学金融学硕士，2022 年进入广发证券发展研究中心。
李 怡 华：高级研究员，上海财经大学财务管理硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。