

## 消费金融专题系列（二）

## 线上模式：从获客和风控看互金平台入局策略

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】行业深度报告\*银行\*消费金融专题系列（一）：于无色处见繁花，细分赛道大浪淘沙\*强于大市 20240906

## 证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号  
S1060520080003  
YUANZHEQI062@pingan.com.cn

## 研究助理

许淼 一般证券从业资格编号  
S1060123020012  
XUMIAO533@pingan.com.cn

李灵琇 一般证券从业资格编号  
S1060124070021  
LILINGXIU785@pingan.com.cn



## 平安观点：

**摘要：**承接上篇系列报告对于消费金融行业格局以及未来发展趋势的研判，本篇报告我们将聚焦于消费金融市场主体线上模式的具体打法以及核心竞争力的具体体现。

- **线上模式：差异化竞争，监管态势趋严。**相比于线下模式而言，线上模式获客端更强调流量的获取与经营，风控端更注重用户多维度信息的获取和分析，金融牌照成为影响各市场主体放贷方式的重要影响因素。但近年来，监管对于互联网消费金融业务的监管态势趋严，尤其是针对助贷领域的政策持续完善，一方面关注助贷业务隐性兜底风险问题，一方面持续要求商业银行提升自身业务的独立性，若未来监管进一步关注不同金融机构间的合作模式，机构间利益分配标准的设立或将进一步影响行业助贷业务格局，互联网消费金融业务或将迎来“破茧成蝶”之路。
- **核心竞争力：获客策略举足轻重，风控能力行稳致远。**互联网消费金融同样分为获客、放贷、风控和贷后管理四大环节，获客端更强调流量获取和转化能力，场景建设更完善的头部互联网企业在获客端的优势显而易见。信贷业务模式上则受限于各参与主体金融牌照的差别，金融牌照的优劣将直接影响公司的展业模式，未来严监管背景下金融牌照的相对优势或将进一步凸显。不同于基于传统征信体系的线下风控体系，互联网消费金融模式更注重用户多维度的数据信息的获取和分析，将用户行为信息、消费信息纳入风控体系，信息处理维度的科技能力成为影响风控的核心因素。展望未来，互联网巨头间的流量竞争或将直接影响自身以及“依附”平台流量的垂类金融服务提供商的获客能力，而强监管背景下金融牌照的特殊性或将在未来的业务竞争中提供差异化优势，自营生态完整、风控能力优异以及金融牌照更为齐全的互联网消费金融公司或将更为受益。
- **深耕细分领域，垂类金融服务提供商各有千秋。**目前上市的互联网消费金融公司大多数是深耕信贷领域的垂类互联网金融平台，相比于以蚂蚁金服、京东金融和度小满金融等依托于母公司平台掌握大量客户流量和场景优势的一线互联网消费金融平台而言，他们流量获取的范围相对受限，但以奇富、信也、乐信为代表的主要上市互联网消费金融平台利用在细分市场上多年数据积累和科技能力优势，实现差异化竞争，仍在互联网消费金融市场有自己的一席之地，例如奇富轻资本业务、信也科技的海外业务拓展以及乐信的场景闭环等特色打法都逐步走上正轨。
- **风险提示：**（1）政策推进不及预期；（2）宏观经济下行超出预期；（3）竞争加剧拖累企业盈利。

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>线上模式百舸争流，监管态势趋严</b>	<b>4</b>
1.1	互联网金融模式趋于成熟，参与主体日益丰富	4
1.2	线上线下各有所长，资源禀赋决定展业方式	4
1.3	严监管趋势延续，精细化监管模式逐步落地	5
<b>二、</b>	<b>核心竞争力：获客策略举足轻重，风控能力行稳致远</b>	<b>7</b>
2.1	获客：流量经营决定获客能力，多措并举提升用户粘性	7
2.2	放贷：自营+助贷多渠道介入，牌照优势突出	11
2.3	风控：多维度数据交叉验证，分析水平影响风控能力	14
<b>三、</b>	<b>深耕细分领域，垂类金融服务提供商各有千秋</b>	<b>18</b>
3.1	奇富科技：背靠股东，自营发力，轻资本转型有序推进	18
3.2	乐信：电商+金融构造消费金融生态，重资本收入贡献占比较高	19
3.3	信也：P2P平台成功转型，海外业务贡献度提升	20
<b>四、</b>	<b>风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图表 1	我国互联网金融发展历程	4
图表 2	消费金融产业链格局	5
图表 3	有关助贷业务的重要监管文件	6
图表 4	互联网消费金融模式流量转化及参与方	7
图表 5	以阿里、腾讯、抖音和拼多多为例看互联网金融平台生态体系	8
图表 6	花呗和借呗在消费场景下的互联网金融模式	9
图表 7	花呗服务各类型的区别	9
图表 8	奇富科技获客方式	10
图表 9	乐信业务生态	10
图表 10	乐信主要产品介绍	10
图表 11	东南亚部分地区消费金融监管要求	11
图表 12	信也海外业务交易量	11
图表 13	信也海外业务未偿贷款余额	11
图表 14	互联网消金主要的盈利模式	12
图表 15	助贷业务资金及信息流向	13
图表 16	主要互联网平台直接持股、存在实控人关联关系或穿透后存在持股关系的金融平台	14
图表 17	蚂蚁消金风控决策框架	15
图表 18	征信体系	16
图表 19	度小满金融提供的银行信贷风控整体架构图	17
图表 20	非差异化风险定价的逆向选择可能	17
图表 21	上市互联网消费金融平台	18
图表 22	奇富科技营收结构变化	19
图表 23	奇富科技贷款结构变化	19
图表 24	奇富科技 90 天+逾期率变化	19
图表 25	奇富科技复贷率变化	19
图表 26	乐信营收结构变化	20
图表 27	乐信贷款结构变化	20
图表 28	信也营收结构变化	20
图表 29	信也贷款结构变化	20
图表 30	信也海外市场累计注册人数	21
图表 31	信也海外贷款发放量和海外业务收入占比	21

## 一、线上模式百舸争流，监管态势趋严

相比于线下模式而言，线上模式获客端更强调流量的获取与经营，风控端更注重用户多维度信息的获取和分析，金融牌照成为影响各市场主体放贷方式的重要影响因素。但近年来，监管对于互联网消费金融业务的监管态势趋严，尤其是针对助贷领域的政策持续完善，一方面关注助贷业务隐性兜底风险问题，一方面持续要求商业银行提升自身业务的独立性，若未来监管进一步关注不同金融机构间的合作模式，机构间利益分配标准的设立或将进一步影响行业助贷业务格局，互联网消费金融业务或将迎来“破茧成蝶”之路。

### 1.1 互联网金融模式趋于成熟，参与主体日益丰富

互联网消费金融模式通常指借助互联网进行线上申请、审核、放款和还款全流程的消费金融服务。我国最早的互联网金融服务或将追溯到 1997 年招商银行率先成立国内第一家网上银行，开启了我国线上金融服务模式的先河。从 04 年支付宝平台正式独立运营以来，标志着我国互联网金融生态参与者范围逐步扩大，05 年开始，腾讯、京东、移动等流量平台开始逐步布局互联网金融业务，我国第一家纯线上贷款平台“拍拍贷”也在 07 年正式推出。自 13 年开始，我国互联网消费金融市场发展进一步加速，后续三年间，分期乐、花呗、微信支付、微众银行和网商银行等新兴主体开始进入互联网消费金融领域。以阿里、腾讯和京东为代表的非银流量平台在此期间快速入局，通过丰富自身金融牌照的方式开展互联网消费金融业务。但因为快速发展期间出现的一系列道德风险事件，监管自 16 年开始，明显收紧了互联网金融业务的审批和监管，行业进入强监管时代。

图表1 我国互联网金融发展历程



资料来源：头豹研究院、平安证券研究所

### 1.2 线上线下各有所长，资源禀赋决定展业方式

对比线上和线下两种业务模式来看，我们认为最大的不同主要是在于获客、放贷和风控层面。从获客方面来看，线上模式更关注流量的曝光和转化，线上潜在客户范围的边界也远大于线下以网点为基础的定点宣传，移动互联网时代下的线上获客的方式相比传统金融机构线下展业的服务范围更加广阔，所以更强调品牌流量获取和流量转化的能力。**放贷方面**，由于大多数互联网金融平台拥有的是例如消费金融、网络小贷等金融“弱”牌照，资金来源、杠杆率等限制条件导致互联网金融平台在放

贷方式上会更加多样化。**风控方面**，信息的多维度是互联网金融平台的差异化竞争优势，在个人征信的基础上融入用户行为信息、交易信息和社交信息等信息完善贷前贷中贷后风控体系，多维且多元的信息可以在降低风控难度的基础上提升金融服务的广度。

图表2 消费金融产业链格局



资料来源：平安证券研究所

注：不同底色代表不同参与主体以及不同环节和不同主体主要的展业方式

### 1.3 严监管趋势延续，精细化监管模式逐步落地

互联网消费金融日益严格，尤其针对助贷领域的管理日益完善。一方面过去助贷业务盛行的“保证金模式”在《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》发布之后逐步走向消失，《通知》规定银行业金融机构不得接受无担保资质的第三方机构提供增信服务以及兜底承诺等变相增信服务。没有担保资质的助贷机构也因此被禁止了这种增信和兜底行为，**金融机构的牌照优势或将成为差异化竞争的重要突破口**。另一方面，**轻型化的助贷模式同样是监管重点关注领域**。2020年7月，原银保监会发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法》，首次将助贷行业划分为10个环节，明确了商业银行等金融机构职责权属。直至今年4月，国家金融监管总局下发《关于进一步规范股份制银行等三类银行互联网贷款业务的通知》，该通知要求不应该过度依赖合作机构引流或者担保的方式来获取规模增长，直指股份行、城商行和民营银行三类银行的现状。目前，互联网金融平台多与融资担保公司和保险公司合作为客户提供增信，互金平台再为融资担保公司和保险公司提供费用，如果监管新规进一步关注不同金融机构间的合作模式，利益分配标准的设立或将进一步影响行业助贷业务格局。

图表3 有关助贷业务的重要监管文件

时间	文件名称	文件内容
2017年12月	《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》	规定银行业金融机构不得接受无担保资质的第三方机构提供增信服务以及兜底承诺等变相增信服务
2020年7月	《商业银行互联网贷款管理暂行办法》	将助贷行业划分为10个环节，包括营销获客、身份核验、风控审批、签约、放贷资质、风险分担资质、支付、信息科技、逾期催收、不良资产处置，并要求“不得将上述风险模型的管理职责外包”，“除共同出资发放贷款的合作机构以外，商业银行不得将贷款发放、本息回收、止付等关键环节操作全权委托合作机构执行”。
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》	细化审慎监管要求，强调商业银行的风控主体责任，独立开展互联网贷款风险管理，并自主完成对贷款风险评估和风险控制具有重要影响的风控环节，严禁将贷前、贷中、贷后管理的关键环节外包。
2022年7月	《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》	强调商业银行履行贷款管理主体责任，应当提高互联网贷款风险管控能力，独立有效开展身份验证、授信审批和合同签订，严格履行贷款调查、风险评估、授信管理、贷款资金监测等主体责任，防范贷款管理“空心化”。
2024年4月	《关于进一步规范股份制银行等三类银行互联网贷款业务的通知》	提出“不应过度依赖合作机构的获客引流或担保增信来追求互联网贷款业务规模或盈利的短期快速增长”，直指股份行、城商行、民营银行三类银行的现状

资料来源：国务院官网、原银保监会、国家金融监督管理总局、平安证券研究所

## 二、核心竞争力：获客策略举足轻重，风控能力行稳致远

互联网消费金融同样分为获客、放贷、风控和贷后管理四大环节，获客端更强调流量获取和转化能力，场景建设更完善的头部互联网企业在获客端的优势显而易见。信贷业务模式上则受限于各参与主体金融牌照的差别，金融牌照的优劣将直接影响公司的展业模式，未来严监管背景下金融牌照的相对优势或将进一步凸显。不同于基于传统征信体系的线下风控体系，互联网消费金融模式更注重用户多维度的数据信息的获取和分析，将用户行为信息、消费信息纳入风控体系，信息处理维度的科技能力成为影响风控的核心因素。展望未来，互联网巨头间的流量竞争或将直接影响自身以及“依附”平台流量的垂类金融服务提供商的获客能力，而强监管背景下金融牌照的特殊性或将在未来的业务竞争中提供差异化优势，自营生态完整、风控能力优异以及金融牌照更为齐全的互联网消费金融公司或将更为受益。

### 2.1 获客：流量经营决定获客能力，多措并举提升用户粘性

我们首先关注互联网金融平台的获客方式，我们认为流量曝光度和转化能力是决定平台获客效率的决定性因素之一，当前居民各类生活场景流量基本被主流一线互联网平台占据，例如阿里、京东、抖音、拼多多等，其余专门从事线上消费信贷的垂类信贷服务公司利用各大流量平台的引流以及自营生态的构建开展业务。从当前互联网巨头的之间的竞争来看，各家针对不同场景下的用户的争夺或将进一步影响“依附”于一线流量平台的下的垂类信贷服务供给商，母公司的流量获取能力或者合作平台的流量转介将极大程度影响下游垂类平台的获客能力。

图表4 互联网消费金融模式流量转化及参与方



资料来源：平安证券研究所

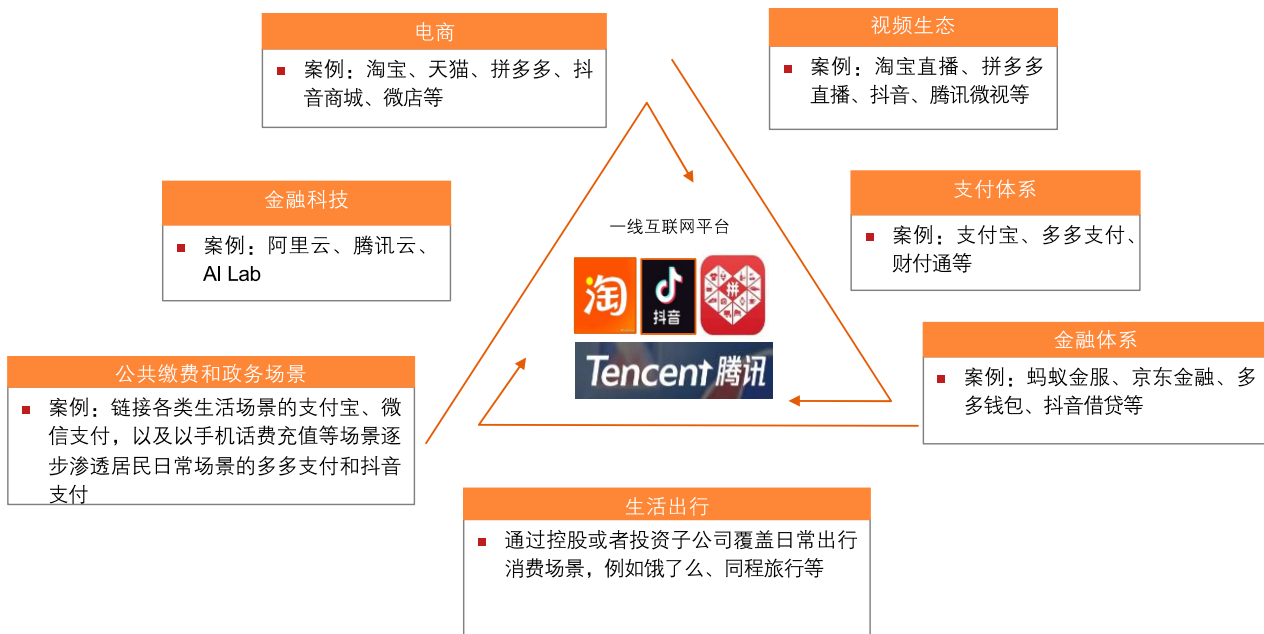
自营流量的建设是目前大多数互联网消费金融公司仍在努力的方向，我们将具有代表性的自营流量建设分为三个方面，分别是场景化建设、广告曝光投流和海外获客三类：

#### ■ 场景化建设：构建完整生态提升用户黏性

在场景构建方面，我们认为一线互联网平台在场景生态的构建更为完善，利用场景获取流量的方式更为成熟，居民大多数日常使用场景基本被各大主流平台加以渗透，例如消费购物场景、社交场景和短视频生态等居民日常生活场景都已有头部互联网平台的身影。目前“小而精”的垂类互联网信贷平台大多数或依托于母公司生态流量的导入，或深耕某一细分领域加以拓展，在完整生态流量建设进度上距离一线互联网平台仍有一定差距。

从各家互联网平台生态建设案例来看，大多数按照“一点接入，多点响应”的策略服务用户的需求，例如阿里利用电商和支付宝完善整体生态体系，进而服务客户的多重需求，腾讯利用自身掌握的海量社交用户流量，推出包括微信支付、零钱通等金融服务，抖音利用自身在短视频领域的市场占有率推出包括抖音商城、抖音支付以及本地生活等多维度的用户服务。

图表5 以阿里、腾讯、抖音和拼多多为例看互联网金融平台生态体系

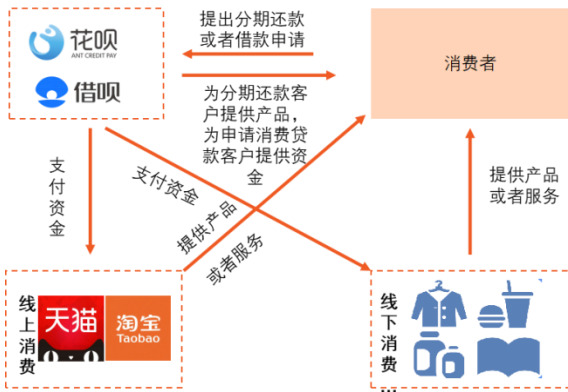


资料来源：平安证券研究所

从蚂蚁金服来看互联网平台的金融生态，蚂蚁金服基于自身生态场景获取流量，利用拥有的金融牌照持续性丰富自身的产品货架，例如主要面对C端客户的花呗和借呗，面对B端的网商银行（网商贷、旺农贷等）。蚂蚁金服同样利用自身的流量优势开展助贷业务，例如目前将花呗中由银行等金融机构全额出资的部分升级为信用购服务，花呗|信用购类似于银行的信用卡业务。借呗服务同样拆分为借呗和信用贷服务，其中信用贷服务由银行等金融机构独立提供，花呗|信用购和借呗|信用贷都是蚂蚁金服在助贷业务上的重要尝试。从发展规模上来说，根据重庆蚂蚁消费金融有限公司《2023年可持续发展报告》，截至2023年末，花呗已经服务超过4亿消费者，其中60%以上此前没有过信用卡消费记录，笔均消费金额仅90元，超过4000万家商家支持花呗收款，花呗等产品已经深入融合蚂蚁金服的金融体系中。



图表6 花呗和借呗在消费场景下的互联网金融模式



资料来源：平安证券研究所

图表7 花呗服务各类型的区别

服务入口	花呗	花呗 信用购
额度	花呗额度	花呗+信用购额度
付款方式	花呗额度	信用购优先使用, 信用购不够用时, 开始使用花呗
体验	账单查看方式、还款方式、免息期相同	
费率	分期付款、最低还款费率相同, 升级没有额外费用	
使用场景	信用购支持在实体店、天猫、淘宝等消费场景付款	

资料来源：支付宝 APP、平安证券研究所

■ 投流：品牌曝光是核心，用户活跃度是根本

除场景建设外，投流增加曝光，提升用户活跃度同样也是获客的重要方式。除头部已经占据居民生活和消费场景的互联网金融公司外，大多数互联网消费金融市场参与者缺乏对应的完善场景，因此一方面需要通过广告投放等方式加大自身品牌的曝光度，例如信也旗下的拍拍贷。除此之外则可以借助股东生态的力量进行宣传，例如奇富科技利用股东 360 集团自身自有的生态体系，将产品宣传融入到股东生态体系中。我们以奇富科技为例，线上获客主要有三种渠道：

- 1) 线上流量推送。与头部互联网平台合作，通过线上广告获取借款客户，或者在 APP 应用市场持续性推送自身 APP，同时利用自身持续提高的数据分析能力以及行业认知，来提高贷款需求的识别能力；
- 2) 嵌入式金融。2020 年起，将自身的信用评估、数据分析和其他专有技术解决方案嵌入已经建立合作伙伴关系的互联网平台中，公司年报显示，截至 2023 年末，奇富科技已经同 38 家互联网金融平台公司进行合作；
- 3) 360 集团渠道。主要是依托集团优势，将自身的网页入口或 APP 嵌入到 360 集团的用户界面进行显示，根据公司在港股的招股说明书显示，2019 年该渠道获客占到获批新授信用用户数量的 1.54%，不过近些年来该渠道贡献客户占比持续缩减，依赖性的降低主要是公司更加多元化的线上获客渠道。

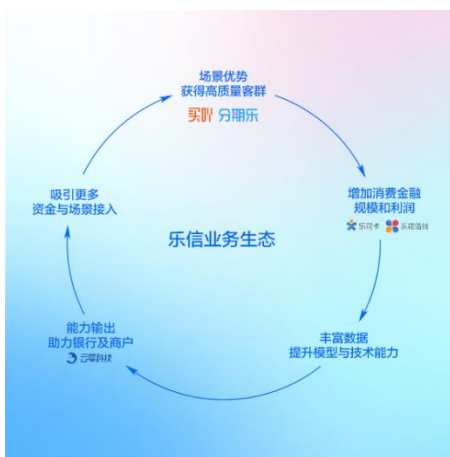
图表8 奇富科技获客方式



资料来源: App Growing、平安证券研究所

相对于单一投流模式,利用点对点曝光进而引入客户进入自身小范围生态仍是部分“小而精”互联网信贷平台仍在努力的方向,以乐信为例,乐信作为国内最早推出分期购物的电商购物模式的企业之一,最早利用其“分期乐”产品切入居民生活消费场景,后逐步转型成为线上消费信贷公司。与京东和淘宝不同,乐信电商业务收入贡献并不高,我们认为更多的是作为其为借款人提供完整的消费生态和直接的消费渠道而设立的场景,同时与其助贷业务协同,提高用户留存率。

图表9 乐信业务生态



资料来源: 公司官网、平安证券研究所

图表10 乐信主要产品介绍

主要产品	介绍
分期乐	分期乐是乐信旗下提供分期购物、小额借款等服务的信用消费商城,上线于2013年10月,开创了国内分期购物电商模式。
乐花卡	乐花卡是乐信旗下全场景信用消费产品,为消费者提供比信用卡更长免息期、更多元消费场景。
买呗	买呗是乐信旗下专注服务年轻消费人群的独立电商平台,是乐信重要的生态业务之一。
云犀科技	云犀科技是乐信旗下服务金融机构的平台,为合作机构数字化转型提供产品搭建、获客渠道共建、联合辅助风控、客户全生命周期运营、智能客服五大核心服务。
乐信普惠	乐信普惠是乐信面向优质工薪、优质小微等普惠人群推出的信用贷款服务。

资料来源: 乐信官网、平安证券研究所

■ 出海获客: 差异化丰富客户来源, 打开客户流量入口

伴随着我国居民互联网程度的提高,获客成本的提高不可避免,企业出海尤其是针对欠发达地区的技术输出既能够控制获客成本,又能够将国内服务下沉市场的经验推广到欠发达地区的展业过程。从目前互金平台的出海情况来看,东南亚区域是目

前大多数互金平台的重要选择，当地占比较高的年轻群体、蓬勃发展的电商行业也为互联网消费金融提供了丰富的应用场景。特别是大多数东南亚国家正处在金融科技转型的关键时期，相对宽松的监管环境也为国内企业出海获客提供了政策支持。

以印度尼西亚为例，OJK（Otoritas Jasa Keuangan，印度尼西亚金融服务管理局）规定消费金融公司 2024 年开始贷款日利率不得高于 0.3%，年化贷款利率将达到 109.5%，远超澎湃新闻报道的国内消金公司 24% 贷款利率上限，注册资本要求上也远低于国内 10 亿元人民币的监管要求。从市场角度看，印尼线上借贷平台尚未出现垄断式企业，目前头部在线借贷平台基本以中国企业为主，例如 Easy Cash、Adakami、Rupiah Cepat 等，发展空间仍然较大。

图表11 东南亚部分地区消费金融监管要求

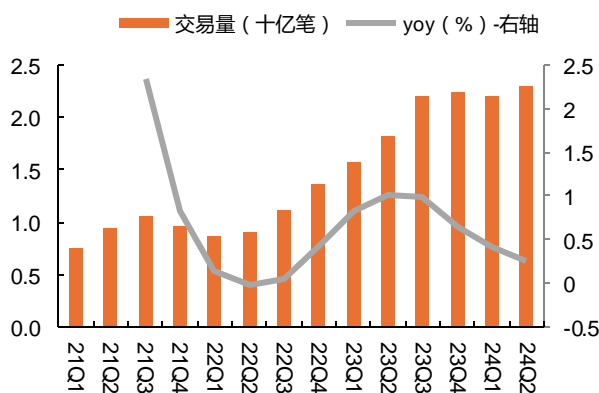
	定价	消费金融公司注册资本要求
中国	年利率小于 24%	10 亿元人民币
印度尼西亚	日利率<0.3%，2026 年降至日利率<0.1%	25 亿元印尼盾，约 113 万人民币
菲律宾	最高上限为贷款金额的每月 15% 或每天约 0.5%	100 万菲律宾比索，约 12.3 万人民币
马来西亚		200 万马来西亚林吉特，约 330 万人民币
越南	政府并未设置利率上限，但民法典规定不超过 20% 作为参考，实际过程中可以超过；然而，金融机构必须提供利率水准框架（上下限）；逾期的借款以年化 10% 为上限，违约利率以 150% 为上限	500 十亿越南盾，约 1.42 亿人民币

资料来源：《消费金融公司管理办法》、澎湃新闻、央视网、36 氪、OJK，SEC Philippines，Russin & Vecchi，nazmi zaini chambers，平安证券研究所

注：汇率参考 2024 年 10 月 10 日价格

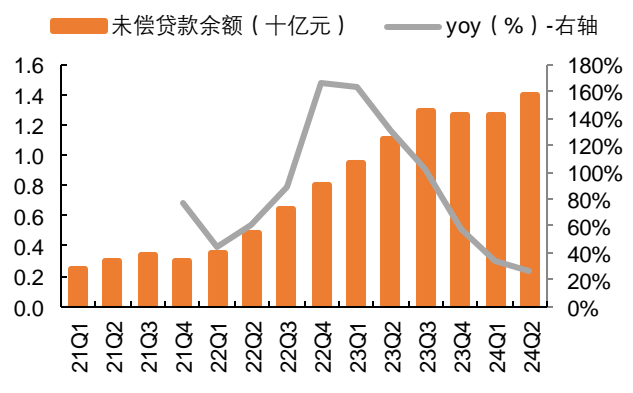
我们以信也科技看国内互联网金融平台的出海之路。信也科技作为国内最早一批探索出海道路的在线信贷平台，18-19 年在菲律宾成立两家子公司分别从事借贷和融资，19 年开始布局印度尼西亚市场，并在当年获得了监管当局发放的 P2P 牌照。其海外深度本地化的策略促使其国际化业务贡献逐步提高，根据公司财报，海外未偿贷款余额占比从 21Q1 的 0.77% 提升到 24H1 的 2.13%，虽然贷款余额占比仍然较低，但 24H1 公司海外业务收入贡献占比达到 18.3%，同比增速达到 21.9%，增速和贡献度皆处于高位。特别是公司拥有的 P2P 牌照优势是其在 OJK 监管收紧时的业务护城河，海外新的流量入口有望成为公司新的业务增长点。

图表12 信也海外业务交易量



资料来源：公司财报、平安证券研究所

图表13 信也海外业务未偿贷款余额



资料来源：公司财报、平安证券研究所

## 2.2 放贷：自营+助贷多渠道介入，牌照优势突出

在放贷业务方面，大多数传统金融机构放贷通常利用自有资金进行放贷，多样化的资金来源是支撑其放贷规模的重要原因之一。在系列报告（一）<sup>1</sup>中，我们提到，消费金融公司以及网络小贷公司受限于相对单一的资金来源、监管杠杆率约束等原因使其在某种情况下难以满足客户的信贷需求，故而需要通过多样化的方式去参与到放贷的过程中，故而牌照优势将直接影响互联网平台的展业模式。

我们按照金融机构是否承担信用风险将贷款业务划分为重资本业务和轻资本业务。重资本业务指互联网金融在放贷过程需要承担信用风险，其中通过自有资金参与放贷过程的形式称为联合贷，联合贷模式下合作方的出资比例不得低于30%<sup>2</sup>。不出资但存在第三方担保/保险或者担保子公司参与放贷过程的方式同样也会导致互金平台一定程度承担贷款的信用风险，故而以上都称为重资本模式。重资本模式的收益一般情况下高于轻资本模式，超额收益部分主要跟公司承担的信用风险息息相关，

图表14 互联网消金主要的盈利模式

	重资本模式			轻资本模式
	联合贷	联合贷+担保	助贷+担保	助贷模式
特点	互联网金融平台与金融机构联合出资	在联合贷模式上引入第三方担保/保险或者互金平台担保子公司	互金平台不出资，第三方担保/保险/互金平台担保子公司出资	互金平台仅提供获客、风控、贷后管理等服务
资金来源	银行、消金公司、小额贷款公司、信托等外部金融机构，互金平台消金或小贷子公司等	银行、消金公司、小额贷款公司、信托等外部金融机构，互金平台消金或小贷子公司等	银行、消金公司、小额贷款公司、信托等外部金融机构	银行、消金公司、小额贷款公司、信托等外部金融机构
信用风险	互金平台和金融机构	互金平台、金融机构和担保方	互金平台、金融机构和担保方	金融机构独自承担
互金平台的收入来源	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、担保费、贷款撮合费、服务费	担保费、贷款撮合费、服务费	担保费、贷款撮合费、服务费

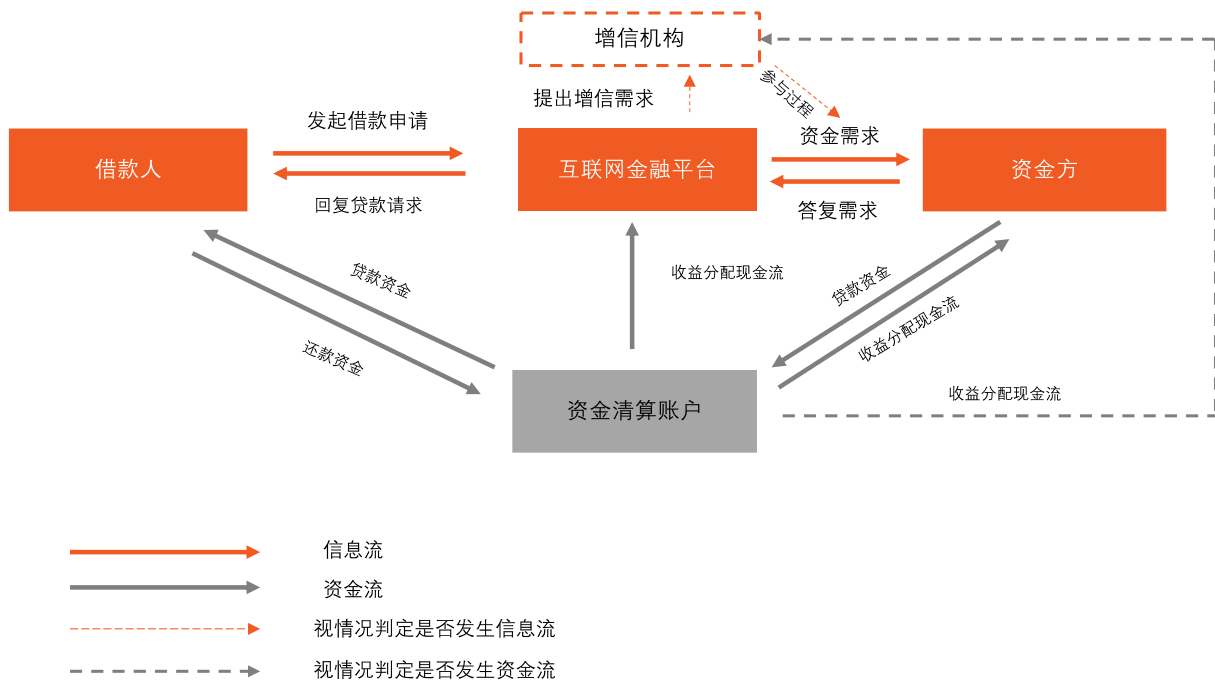
资料来源：平安证券研究所

轻资本模式更值得关注，从广义上说，助贷是资金方与第三方机构合作进行贷款服务的过程，第三方机构仅成为获客、风控和贷款管理服务，不承担信用风险。在整个业务的过程中，通常分为资金方、助贷机构和融资方。资金方即资金的提供方，包括银行、信托、消金公司、小贷公司等，这些机构通过与助贷机构的合作向有资金需求的融资方（即借款人）提供贷款支持。助贷机构作为整个业务条线的中介机构，一般可以分为持牌机构，持牌机构包括消金公司、小贷公司等，非持牌机构则包括互联网金融平台（例如携程、阿里、蚂蚁等）等。

<sup>1</sup> 《消费金融系列报告（一）于无色处见繁花，细分赛道大浪淘沙》，平安证券研究所

<sup>2</sup> 《进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》，原银保监会，2021年2月20日

图表15 助贷业务资金及信息流向



资料来源：平安证券研究所

在图表 14 中，我们以是否承担信用风险为标准，将互联网金融模式大致分为重资本模式和轻资本模式，其中重资本模式需要承担信用风险，主要为联合贷、联合贷+担保以及助贷+担保三大类。前文已就各类模式下的放贷的差异做了详细阐述，我们将重点关注目前一线互联网金融平台拥有的金融牌照情况。前文提到未来严监管和精细化管理的背景下，牌照优势或将成为各家互联网金融平台差异化表现的重要因素，当缺乏对应牌照时，相应业务的开展或将受到一定限制。以新兴电商平台拼多多为例，虽然手握较大份额的市场流量，但由于缺乏对应的银行、消金亦或是小额贷款公司牌照，使其参与金融相关业务时主要是以转介客户的方式参与，同理也能看到字节旗下的抖音通过与金城银行的合作来转化其短视频领域的流量，进而推进其金融业务的展业。

从目前主流一线互联网金融平台来看，阿里、腾讯、百度、京东拥有的金融牌照数量处在同业前列的位置，其金融生态的建设进度和完整度也处在互联网金融平台的前列。展望未来，在监管逐步收严的背景下，自有金融牌照带来的相对优势或将是互联网金融平台破局的关键。

图表16 主要互联网平台直接持股、存在实控人关联关系或穿透后存在持股关系的金融平台

	百度	阿里巴巴	腾讯	京东	字节	美团	拼多多
银行	百信银行	网商银行	微众银行	华通银行、新网银行	-	亿联银行	-
消费金融	哈银消费金融、晋商消费金融、湖北消费金融	蚂蚁消费金融	-	-	-	-	-
第三方支付	度小满支付	支付宝	财付通	网银在线	合众支付	钱袋宝	多多支付
个人征信	-	百行征信	百行征信	朴道征信	-	-	-
企业征信	-	芝麻信用	腾讯征信	-	-	重庆两心征信	-
融资担保	重庆大诚融资担保	商城融资担保、居然之家融资担保	广州飞泉融资担保、广州盛达融资担保、天津多鑫融资担保	汇正（厦门）融资担保、吉象普惠融资担保（天津）	深圳市智永慧科融资担保	-	-
小额贷款	度小满小额贷款	-	财付通网络小额贷款、重庆众安小额贷款、广州飞泉小额贷款	京东盛际小额贷款、重庆永辉小额贷款	中融小额贷款	美团三快小额贷款	-

资料来源：企查查、天眼查、企业预警通、平安证券研究所

### 2.3 风控：多维度数据交叉验证，分析水平影响风控能力

风控能力是互联网消费金融稳定资产质量，提升利润水平的重要方式，信息的获取和分析能力是决定风控能力高低的核心因素。不同于传统金融机构基于央行征信体系的风控模式，互联网金融公司可以利用用户行为、用户消费流水等多维度信息进行多层次的风险评估。因此，信息收集能力的大小是影响互联网金融平台风控效率的核心因素之一，我们将互联网金融平台获取到的关于客户的信息划分为自有生态内客户信息、第三方征信信息以及普通信息，其中基础画像信息主要指消费者自身的职业、薪资等基础性方便获得的信息源，我们重点分析自有生态信息以及征信机构参与的第三方征信信息：

#### ■ 自有生态信息：用户活跃度影响最终授信额度

用户在自有生态内的行为信息成为风控体系的重要补充。以蚂蚁金服旗下的消费金融子公司重庆蚂蚁消费金融公司风控体系来看，公司基于“数据-模型-策略”体系，将用户在阿里生态圈内的行为信息，例如将衣食住行、好友圈能力、学习经历、还款记录、征信报告、交易类型等信息纳入到风控系统中，利用生态内信息完成了对于长尾客群的覆盖，以外卖骑手为例，由于缺乏持续稳定的收入证明，传统金融机构难以判断该群体的风险，导致过去该群体信用卡持卡比例不到 30%，目前依托于线上智能化风控科技的大数据信用评估体系，外卖骑手拥有的以花呗为代表的线上场景金融服务的占比已经超过了 60%<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> 《蚂蚁消金 2023 年可持续发展报告》

图表17 蚂蚁消金风控决策框架



资料来源：蚂蚁消金《2023年ESG可持续发展报告》、平安证券研究所

■ 第三方征信信息：征信中介机构参与

目前我国征信机构可以大致划分为企业征信机构和个人征信机构，其中目前获批个人征信机构仅有2家已经获批，分别是百行征信和朴道征信。由于互联网消费金融服务大多数是面向个人的业务，我们具体拆分两家个人征信机构的数据源来看，两家征信机构获取的个人信息主要是个人基本信息、信贷信息、航旅信息、支付信息、互联网行为信息、司法信息、行政处罚信息，因此相比于央行提供的仅限于金融机构的个人征信报告而言覆盖的个人信息面更为广泛，对于消费者的风险识别也更为准确。

特别是《征信业务管理办法》颁布后，央行规定“金融机构不得与未取得合法征信业务资质的市场机构开展商业合作获取征信服务”，拥有个人征信业务牌照的机构在互联网消费金融业务的参与度明显提升。个人征信服务体系的完善也成为各类互联网消费金融公司构建用户画像，划分用户信用风险的重要支撑。

图表18 征信体系



资料来源：前瞻产业研究院、平安证券研究所

由于互联网消费金融公司业务基本都是线上展开，因此在收集信息的基础上如何短时间内完成信息的分析显得尤为重要，不同场景下的信息分析能力同样是风控的关键一环。风控核心技术上，大多数互联网金融平台发挥自身较为领先的科技能力，结合金融业务的特点推出了覆盖贷前、贷中和贷后的全流程风控体系，例如蚂蚁金服推出的“蚁盾”风控体系包含身份安全、业务安全、产业风控和合规安全四大环节，子公司蚂蚁消金利用“蚁盾”系统实现了 9000 万/天授信处理能力，花呗单笔支付仅需要 42ms，提供每天 10 亿级的账单查询能力<sup>4</sup>。

同理，京东推出的“数智化风控 3.0”体系，融合 1.0 阶段生态内客户和京东生态的交易数据以及 2.0 阶段生态外客户和内外外部大数据信息，构造基于产业链场景和供应链金融科技平台新的数字化风控体系，不仅实现了信贷流程的风险监测全覆盖，同时可以支持京东自主出资、平台合作、一体化联合运营等多种合作模式。目前，该风控体系已经助力产业链中小微企业获得融资服务超百亿次，单笔业务秒级审批，自动化率达到 95%以上<sup>5</sup>。

度小满金融作为百度拥有的金融品牌，金融科技能力同样是其不可忽视的一部分。度小满拥有的“磐石”风控体系是以人工智能、大数据、云计算作为代表的科技能力为基础搭建的金融科技开放平台，含有反欺诈产品、资质评估产品、风险预警产品和建模服务产品四大类别。以其专业性提供的贷后催收服务来看，线上标准化风控体系叠加外呼机器人可以节省 40%人力，回款率平均可提升 5%+<sup>6</sup>。

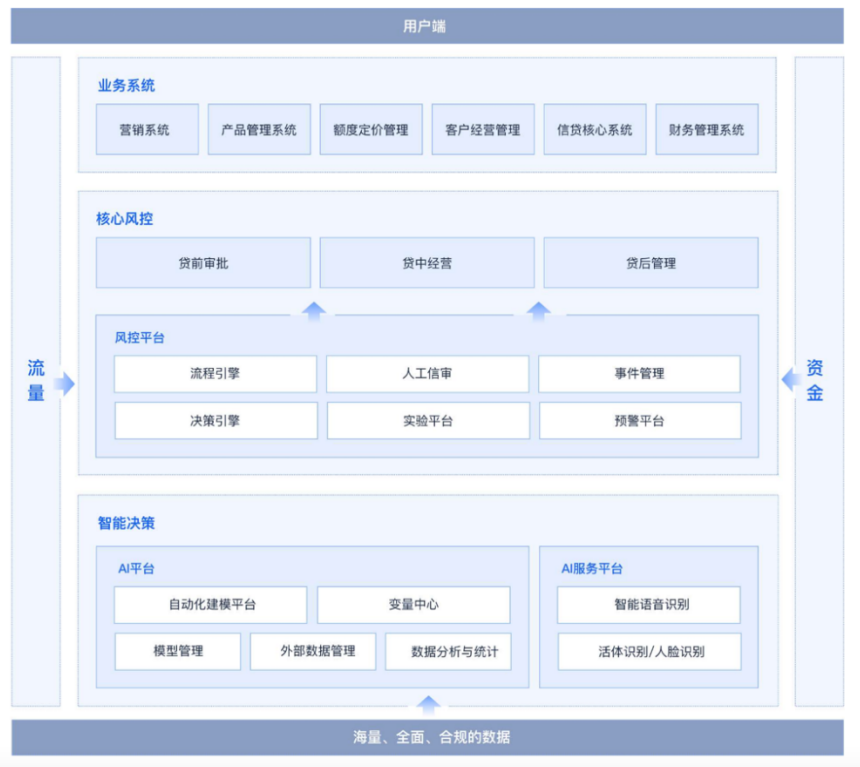
<sup>4</sup> 蚂蚁消金《2023 年 ESG 可持续发展报告》

<sup>5</sup> 央广网，《风控体系进入 3.0 数智化阶段，京东供应链金融科技构建新引擎》

<sup>6</sup> 度小满金科，《度小满磐石—专注解决网络风险和欺诈问题，让数据智能真正为企业带来价值》



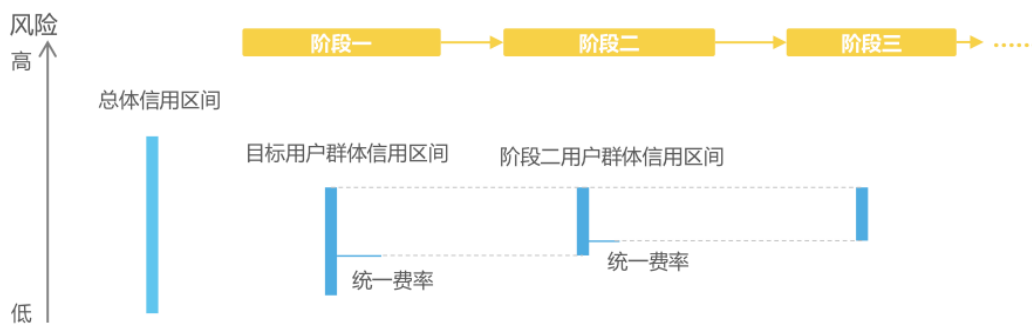
图表19 度小满金融提供的银行信贷风控整体架构图



资料来源：度小满金融、平安证券研究所

数据获取和分析能力支撑起的风控体系不仅关系公司的资产质量风险，同时也关系到客户定价的准确性，针对不同客户的差异化定价对于提高用户粘性仍有重要的意义。实行统一费率体系时，对于自身风险水平低于该费率对应的风险群体说，若市场上存在更为精准风险定位的替代品，该部分客户可能会持续流失。因此，风控能力是互联网消费金融平台提升差异化竞争优势的重要因素。

图表20 非差异化风险定价的逆向选择可能



资料来源：艾瑞咨询、平安证券研究所

### 三、深耕细分领域，垂类金融服务提供商各有千秋

目前上市的互联网消费金融公司大多数是深耕信贷领域的垂类互联网金融平台，相比于以蚂蚁金服、京东金融和度小满金融等依托于母公司平台掌握大量客户流量和场景优势的一线互联网消费金融平台而言，他们流量获取的范围相对受限，但以奇富、信也、乐信为代表的主要上市互联网消费金融平台利用在细分市场上多年数据积累和科技能力优势，实现差异化竞争，仍在互联网消费金融市场有自己的一席之地，例如奇富轻资本业务市场、信也科技的海外业务拓展以及乐信的场景闭环等特色打法都逐步走上正轨。

从主要上市互联网消费金融公司来看，绝大多数发源于最早的 P2P 平台，例如奇富、乐信、信也、小赢、嘉银、宜人智科皆从 P2P 平台向互联网消费金融公司转型，基本于 2020 年底附近清退原有 P2P 业务，但也存在像维信从设立之初专注消费金融业务，持续性深耕线上消费金融以及信用卡代偿等新兴业务，以及 51 信用卡这种从单一信用卡管理场景逐步丰富至贷款撮合等多维度用户服务的互联网消费金融平台。

图表21 上市互联网消费金融平台

2023 年 单位：百万元		营业收入	归母净利润	资产规模	ROE	ROA	90 天+逾期率	主要业务收入
QFIN.O	奇富	16,290	4,285	45,819	18.3%	10.0%	2.35%	重资本贷款撮合费：1,667 重资本-融资收入：5,110 重资本-担保收入：4,746 轻资本贷款撮合费：3,214 轻资本-转介服务费：950
FINV.N	信也	12,547	2,341	21,294	17.3%	13.5%	1.93%	贷款撮合及服务费：6390 担保收入：4479 净利息收入：1049
LX.O	乐信	13,057	1,066	23,141	13.6%	7.5%	2.90%	重资本贷款撮合费：5002 重资本融资收入：2145 重资本担保收入：2519 轻资本贷款撮合费：1640
XYF.N	小赢	4,815	1,187	11,650	20.5%	13.0%	3.12%	贷款撮合费：2741 贷款服务费：596 净利息收入：1137 担保收入：24
JFIN.O	嘉银	5,467	1,298	5,645	58.5%	30.9%	3.55%	贷款撮合及服务费：3489 担保收入：1393
2003.HK	维信	3,570	454	11,934	10.9%	3.95%	2.98%	净利息收入：1150 贷款撮合服务费：2241
YRD.N	宜人智科	4,896	2,096	10,277	25.73%	19.30%	2.80%	贷款撮合费：2241 贷后服务费：17 保险费用收入：964 融资收入：56 数字技术服务收入和推广收入：1267
2051.HK	51 信用卡	217	11	1,165	1.52%	0.95%	-	信贷撮合及服务费：70 信用卡科技服务费：22 SaaS 服务费：58 露营服务费：34

资料来源：公司公告、平安证券研究所

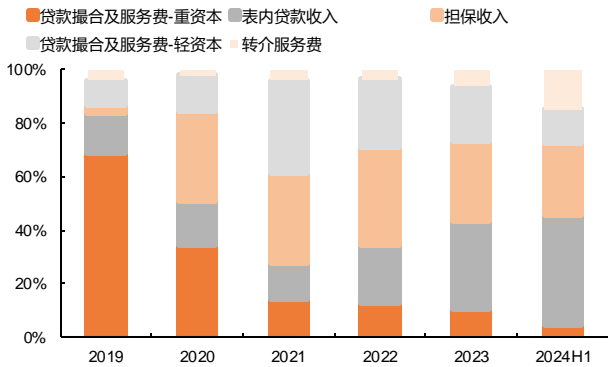
注：非特别说明外，表格内数据单位皆为百万元人民币；

#### 3.1 奇富科技：背靠股东，自营发力，轻资本转型有序推进

奇富是国内头部的消费信贷平台，根据公司公告，公司 24H1 贷款余额达到 1578 亿元，累计注册用户达到 2.5 亿人，主要通过旗下 360 借条产品投放，以提供小额（笔均 7500 元）、短期（合约期限 10 个月）的纯线上贷款产品为主，公司 23 年营业收入达到 162.9 亿元，同比略微下降 1.59%。奇富科技脱胎于 360 金融集团，主营线上业务，主要通过投放广告、嵌入合作互联网流量平台以及 360 集团内客户推介三个方向获取客户，公司在 23 年年报中表示截至 23 年末，奇富已经与 38 家

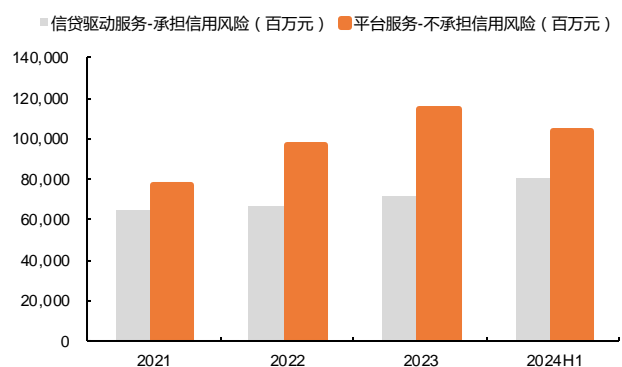
互联网平台进行合作，覆盖居民各类消费场景。此外，公司于2018年正式推出轻资本模式，轻资本模式占比逐年提升，根据公司公告，24Q2不承担信用风险的轻资本贷款余额占在贷余额的比重为65.8%，24H1轻资本收入贡献达到28.7%，轻资本属性较为突出。公司近几年的资产质量压力略有抬升，90天+逾期率水平在近几个季度持续抬升，根据公司公告，截至24年半年末，公司90天+逾期率为3.40%，环比1季度末上升5BP，考虑到今年以来行业零售业务资产质量压力普遍有所抬升，未来仍需观察零售业务的风险变化。

图表22 奇富科技营收结构变化



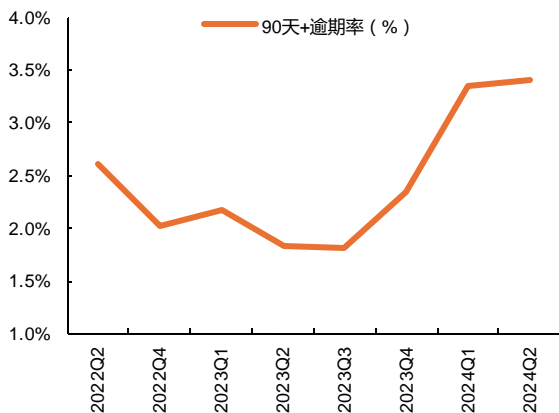
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表23 奇富科技贷款结构变化



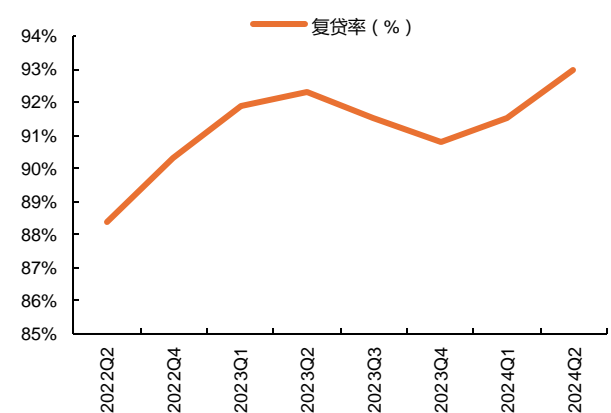
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表24 奇富科技90天+逾期率变化



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表25 奇富科技复贷率变化



资料来源：公司公告、平安证券研究所

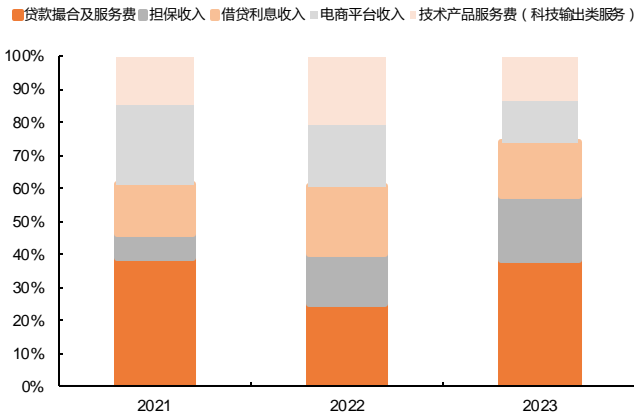
### 3.2 乐信：电商+金融构造消费金融生态，重资本收入贡献占比较高

乐信成立于2013年，于国内最早一批提出了分期购物的电商模式，后逐步转型成为线上消费信贷公司，根据公司公告，截至2024H1，公司在贷余额达到1150亿元。从乐信构建的业务生态来说，主要包括3大业务和5大产品，分别是3类业务包括信贷撮合服务(重资本模式的助贷)、科技赋能服务(轻资本模式的助贷)和电商服务，5类产品包括分期乐、乐花卡、买叮、云犀科技、乐信普惠，全业务生态整合消费信贷、线下普惠和电商业务，构建了完整的“电商+金融”的消费生态模式。

从获客角度来看，乐信同样以线上获客为主，通过广告投放提升自己的流量曝光度，利于旗下“分期乐”产品自身的品牌效应吸引新老客户复贷以及第三方互联网平台的推流都是乐信线上流量获取的重要方式。但在放贷策略方面，乐信更倾向于重资本业务，表内贷款部分通过出资或者提供担保方式承担风险，同时对于部分表外贷款，公司同样通过担保/信保(第三方担

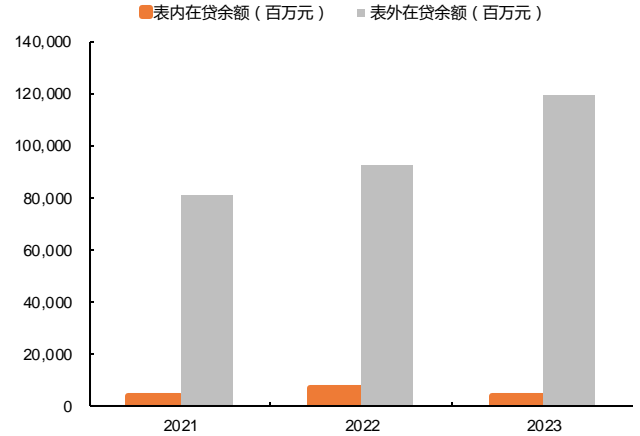
保公司)的方式承担风险,尤其反映在收入端,23年重资本业务收入占比达到74%,23年全年营收达到131亿元,同比增长32.3%。

图表26 乐信营收结构变化



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表27 乐信贷款结构变化

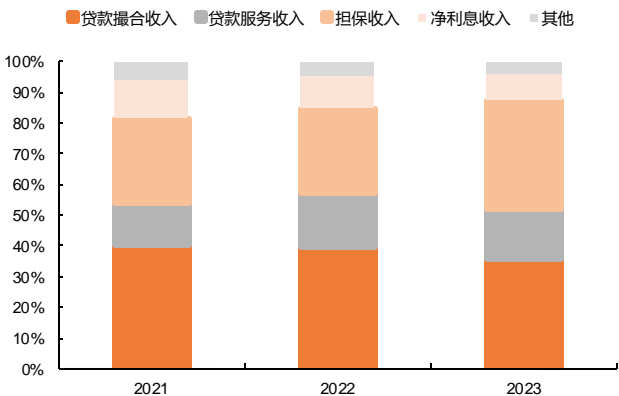


资料来源:公司公告、平安证券研究所

### 3.3 信也: P2P 平台成功转型, 海外业务贡献度提升

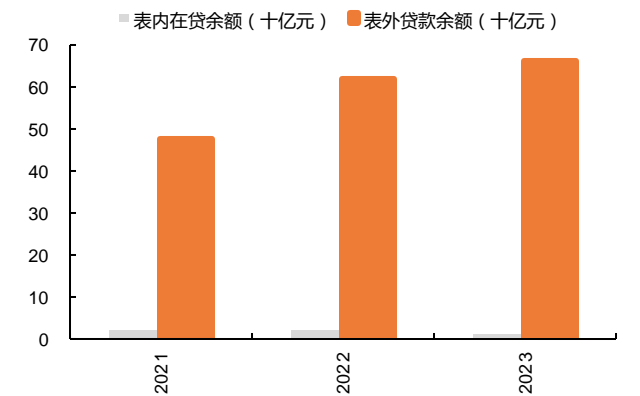
信也最早发源于国内的拍拍贷,后发展成国内头部的P2P平台,最后在19年基本转型成为纯线上信贷平台,根据公司公告,截至24H1,信也在贷余额达到656亿元,同比增速达到3.0%。作为纯线上信贷平台,信也的客群来源同样来自于线上,年轻人占比处于较高的位置。信也同样更倾向于重资本模式,表内信贷部分通过直接出资或者设立信托基金出资的方式承担风险,表外贷款部分主要是提供担保来承担风险。相比于其他头部消费贷科技平台,信也海外业务收入贡献度相对更高,23年全年营业收入达到125亿元,同比增长12.7%,其中从菲律宾和印度尼西亚等海外市场的收入贡献占比约为17%,海外业务的高速增长有望成为其新的业务引擎,特别是公司在印度尼西亚拥有的P2P牌照一定程度成为其海外业务的护城河。

图表28 信也营收结构变化



资料来源:公司公告、平安证券研究所

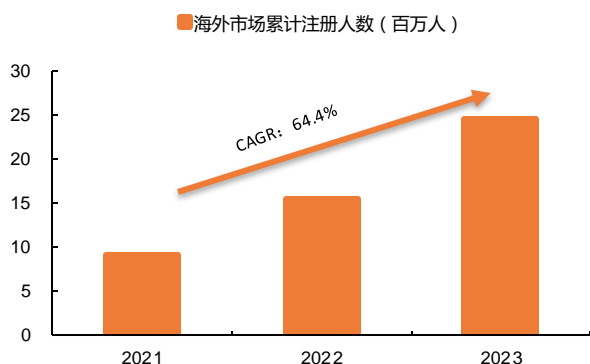
图表29 信也贷款结构变化



资料来源:公司公告、平安证券研究所

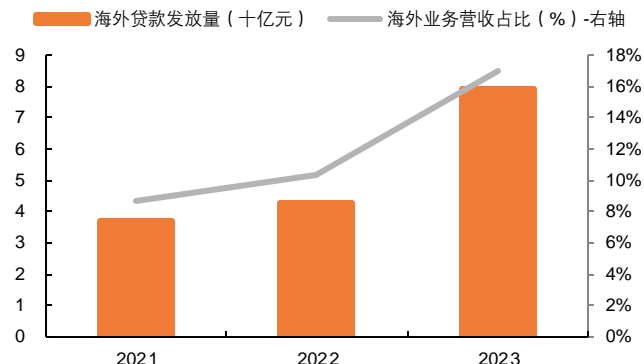
注: 表内贷款余额=贷款净额+减值准备

图表30 信也海外市场累计注册人数



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表31 信也海外贷款发放量和海外业务收入占比



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 四、风险提示

- 1) **政策推进不及预期。**金融服务质效的提升都是长久而艰巨的任务，政策的落地效果、推广进度和改革方向都存在不及预期的风险。
- 2) **宏观经济下行超出预期。**市场的需求和企业的盈利同宏观经济环境变化息息相关，经济承压背景下带来的风险暴露或将拖累相关产业的发展。
- 3) **竞争加剧拖累企业盈利。**市场竞争加剧带来的价格压力、成本上升、市场份额波动、创新压力、消费者行为变化等多重因素或将拖累企业盈利表现。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼  
丽泽平安金融中心 B 座 25 层