

## 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（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】行业半年度策略报告\*银行\*盈利寻底，红利先行\*强于大市 20240619

## 证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号  
S1060520080003  
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

## 研究助理

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



## 平安观点：

■ **行业步入成熟期，细分赛道竞争加剧。**国内消费金融市场在历经近 20 年的发展后已步入成熟期，我们以最主流的银行消费信贷口径衡量，根据央行披露，截至 24 年 6 月末国内消费信贷规模达到 57.8 万亿元，其中短期消费贷款 10 万亿，消费贷整体 2020 年以来的复合增速水平为 7.1%，相较于 2010-2020 年间的复合增速下降了 17 个百分点。短期视角下受到弱需求和行业监管趋严的影响，业务规模扩张进一步放缓，根据央行数据，到今年 6 月末，我国短期和中长期消费贷的同比增速分别为 -1.62%/+1.23%，绝对水平处于历史较低位置。在此背景下，消费金融行业竞争更趋激烈，但伴随过去 10 多年移动互联网发展，依托于线上各类场景的非传统消费金融服务供给方开始兴起，并对传统的以银行为代表的消费金融服务提供方带来新的挑战。从目前行业主流模式看，根据主要获客模式的差异，基本可以区分为以银行、传统消金公司为代表的线下模式参与主体和以互金平台为代表的线上模式参与主体。行业格局方面，商业银行（包含银行系消金公司）仍是消费金融最重要的参与主体，其他消金公司和互金平台聚焦商业银行无法覆盖的长尾客群。展望未来，行业竞争白热化背景下围绕线上场景的细分赛道和新兴的服务模式的转变值得关注。

■ **线下业务模式：商业银行主导，加快线上渠道布局。**从传统线下模式来看，主要以商业银行以及“银行系”消费金融公司为主，也是目前整个消费金融市场中最主要的参与主体。商业银行基于网点营销和部分“银行系”消金公司利用股东网点优势线下获客，通过“小而快”的现金贷或信用贷产品触达客户，聚焦线下“重资产”业务模式的金融机构通常拥有期限更长、笔均金额更大的贷款，但同时也会带来更高的获客成本。在此背景下，我们发现线上获客策略的更新和科技能力的投入成为了传统银行和消费金融公司破局方向。以消金公司为例，目前 31 家消金公司均开展线上业务，所有消金公司均借助线上第三方引流方式获客，超过 25 家机构的线上第三方引流投放超过 50%。客群的风险偏好使得不同主体的风控难度并不一致，例如消金公司整体资产质量风险略高于商业银行，我们根据 8 家主流消金公司披露数据测算 23 年末平均贷款不良率高于上市银行平均个人贷款不良率 1.23 个百分点至 2.44%。但同时也为消金公司带来更高的收益率和盈利水平，目前大多数消金公司的贷款利率通常在 10% 以上，部分甚至可以达到 20%，头部消金公司 ROE 能力相对也更为突出，马上消金、招联消金和兴业消金 23 年 ROE 分别达到 18.6%/17.7%/16.8%，绝对水平都处于较高位置。

■ **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、 行业步入成熟期，细分赛道竞争加剧</b>	<b>5</b>
1.1 消费金融市场迈向成熟期	5
1.2 群雄逐鹿，行业格局明晰	7
1.3 监管趋严，分类监管逐步渗透	9
<b>二、 线下业务模式：商业银行主导，加快线上渠道布局</b>	<b>12</b>
2.1 商业银行：消费金融市场主导地位突出，传统线下模式为主	12
2.2 消费金融公司：严监管态势明确，“银行系”主导地位突出	14
2.3 获客：关注场景建设能力，产品端发力“小而快”产品	16
2.4 风险：严监管背景下行业风险相对可控，资本充足率保持稳定	20
2.5 盈利能力：营收和资金来源单一，头部消金公司 ROE 更为突出	22
<b>三、 风险提示</b>	<b>24</b>

# 图表目录

图表 1 消费金融行业发展历程 .....	5
图表 2 中国居民杠杆率变化趋于平缓 .....	6
图表 3 居民杠杆率差距逐步缩小 .....	6
图表 4 23 年以来重点促消费和稳收入政策 .....	6
图表 5 我国居民最终消费支出占 GDP 比重仍处低位 .....	7
图表 6 消费金融产业链格局 .....	8
图表 7 消费金融市场主要参与主体差异 .....	9
图表 8 消费金融行业监管政策 .....	9
图表 9 各类型主体监管要求差异 .....	10
图表 10 23 年末上市银行个人信用卡和消费贷规模情况 .....	12
图表 11 线下基于网点的营销模式 .....	13
图表 12 商业银行线上贷款海报示例 .....	13
图表 13 23A 和 23H1 上市银行零售不良率情况 .....	13
图表 14 消费金融公司重点政策 .....	14
图表 15 历年来新设立消费金融公司数量 .....	15
图表 16 各省市拥有的消费金融公司数量 .....	15
图表 17 银行系消费金融公司仍占据主流地位 .....	15
图表 18 23 年末消金公司资产规模 .....	16
图表 19 消金行业集中度 .....	16
图表 20 消费金融公司获客方式 .....	17
图表 21 23 年末消金公司参保人数前十大公司 .....	17
图表 22 线下获客策略“银行系”消费金融公司对比 .....	18
图表 23 中银消金不同类型贷款占比 .....	18
图表 24 兴业消金不同类型贷款占比 .....	18
图表 25 以招联消金看线上模式的发展 .....	19
图表 26 招联消金不同类型贷款占比 .....	19
图表 27 招联消金贷款用途 .....	19
图表 28 小贷公司数量持续缩减 .....	20
图表 29 小额贷款规模持续下降 .....	20
图表 30 主要消费金融公司不良率指标 .....	21
图表 31 主要消费金融公司拨备覆盖率指标 .....	21
图表 32 23 年末主要消费金融公司资本充足率 .....	22
图表 33 23 年末主要消费金融公司核心一级资本充足率 .....	22

---

图表 34 消费金融公司 23 年营业收入及同比增速 .....	22
图表 35 主要消费金融公司贷款利率 .....	23
图表 36 主要消金公司 23 年计息负债成本率 .....	23
图表 37 主要消金公司 23 年同业负债占比 .....	23
图表 38 主要消金公司 23 年净息差 .....	24
图表 39 主要消金公司 23 年 ROE .....	24

# 一、行业步入成熟期，细分赛道竞争加剧

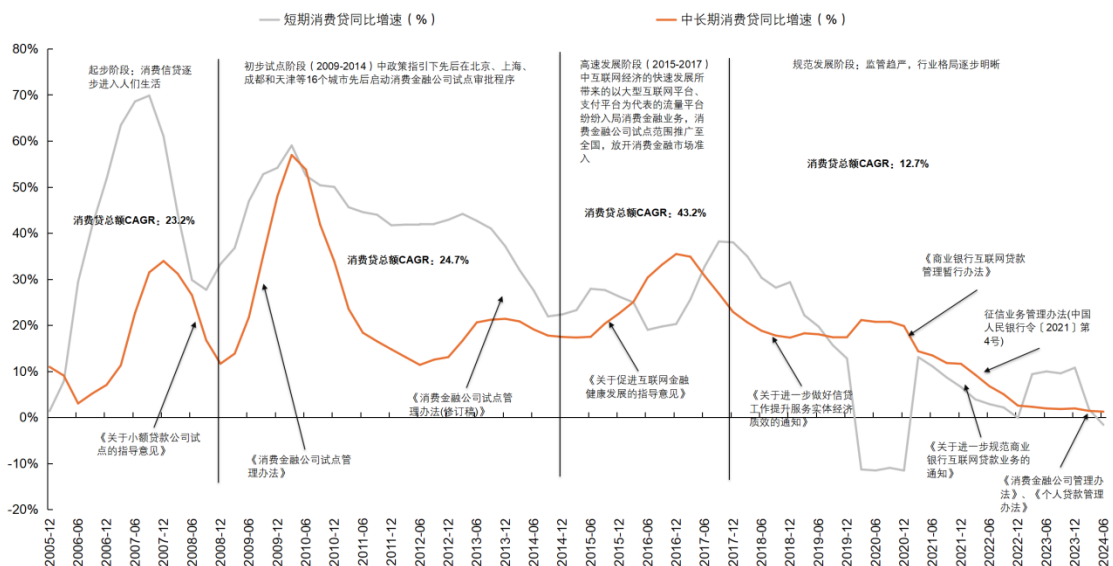
从目前来看，国内消费金融市场在历经近 20 年的发展后已步入成熟期，从规模来看，我们以最主流的银行消费信贷口径衡量，根据央行披露，截至 24 年 6 月末国内消费信贷规模达到 57.8 万亿元，其中短期消费贷款 10 万亿，2020 年以来的整体消费贷复合增速水平为 7.1%，相较于 2010-2020 年间的复合增速下降了 17 个百分点。短期视角下受到弱需求和行业监管趋严的影响，业务规模扩张进一步放缓，根据央行数据，到今年 6 月末，我国短期和中长期消费贷的同比增速分别为 -1.62%/+1.23%，绝对水平处于历史较低位置。

在此背景下，消费金融行业竞争更趋激烈，尤其是伴随过去 10 多年移动互联网发展，依托于线上各类场景的非传统消费金融服务供给方开始兴起，并对传统的以银行为代表的消费金融服务提供方带来新的挑战。从目前行业主流模式看，根据主要获客模式的差异，基本可以区分为线下模式为主，以银行、传统消金公司为代表的参与主体和线上平台获客模式为主，以互金平台为代表的参与主体。行业格局方面，商业银行（包含银行系消金公司）仍是消费金融最重要的参与主体，其他消金公司和互金平台聚焦商业银行无法覆盖的长尾客群。展望未来，我们认为消金行业的竞争将更趋白热化，尤其是围绕线上场景的细分赛道，新兴的服务模式仍值得关注。

## 1.1 消费金融市场迈向成熟期

消费金融指金融机构向居民个人提供的、以生活消费为目的的贷款产品和金融服务，我国自 1985 年发行国内首张信用卡以来，历经起步阶段（1985-2008）由商业银行和汽车金融公司提供的服务人民银行征信体系覆盖的高净值和高收入人群的信用卡和抵押贷产品，初步试点阶段（2009-2014）中政策指引下先后在北京、上海、成都和天津等 16 个城市先后启动消费金融公司试点审批程序，高速发展阶段（2015-2017）中互联网经济的快速发展所带来的以大型互联网平台、支付平台为代表的流量平台纷纷入局消费金融业务，消费金融公司试点范围推广至全国，放开消费金融市场准入<sup>1</sup>。17 年至今，消费金融市场进入了规范发展阶段，监管政策密集出台，多方面约束控制行业相关主体的展业过程。

图表1 消费金融行业发展历程

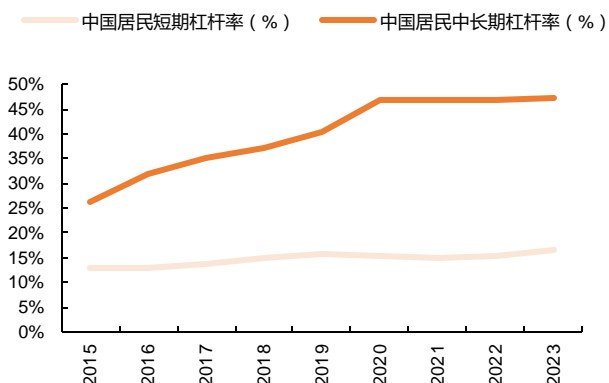


资料来源：原银监会、原银监会、中国人民银行、国务院、中国政府网、国务院监督管理委员会、平安证券研究所

<sup>1</sup> 《中国消费金融公司发展报告(2024)》，中国银行业协会；21 世纪经济网

**杠杆率增长斜率放缓，消费金融市场趋于成熟。**除消费贷增速放缓外，我国居民杠杆率水平同样趋于稳定，我们拆分贷款久期来看，中长期债务杠杆率明显高于短期债务杠杆率，预计地产相关的贷款占比仍处高位。横向对标发达国家，按照居民贷款/居民可支配收入口径来看，我国居民杠杆率距离一线发达国家差距逐步缩小，截至2021年末，我国居民杠杆率为104.3%，同期美国、德国和日本的居民杠杆率分别为97.2%/92.2%/126%。综合来看，消费金融市场经历多轮发展后，业务模式和行业格局趋于稳定，近些年来居民消费需求的低迷也一定程度压制了消费金融市场的扩张速度。

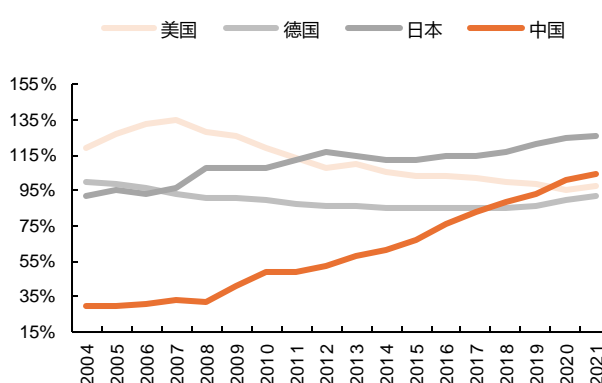
**图表2 中国居民杠杆率变化趋于平缓**



资料来源：中国人民银行、平安证券研究所

注：中国居民短（中长期）杠杆率=居民短期（中长期）贷款余额/当年按现价计算GDP；

**图表3 居民杠杆率差距逐步缩小**



资料来源：央行、BEA、wind、Ceic、平安证券研究所

注：居民杠杆率=居民贷款/居民可支配收入

**政策持续托底有利于改善居民消费预期，经济转型过程消费贡献有望抬升。**站在中长期角度来看，消费行业的重要程度正在提升，从政策角度看，两会中政府工作报告提及“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，更好统筹消费和投资，增强对经济增长的拉动作用”，二十大报告中提到“着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用”，十四五计划中单列一章阐述“畅通国内大循环”市场，强调“引导金融机构加大对重点领域和薄弱环节支持力度，规范发展消费信贷”，考虑到目前我国消费对于GDP的贡献程度仍然较低，中长期下政策效果的显现有望推动消费对于GDP的贡献，消费需求的回暖也有望促进消费金融市场的发展。

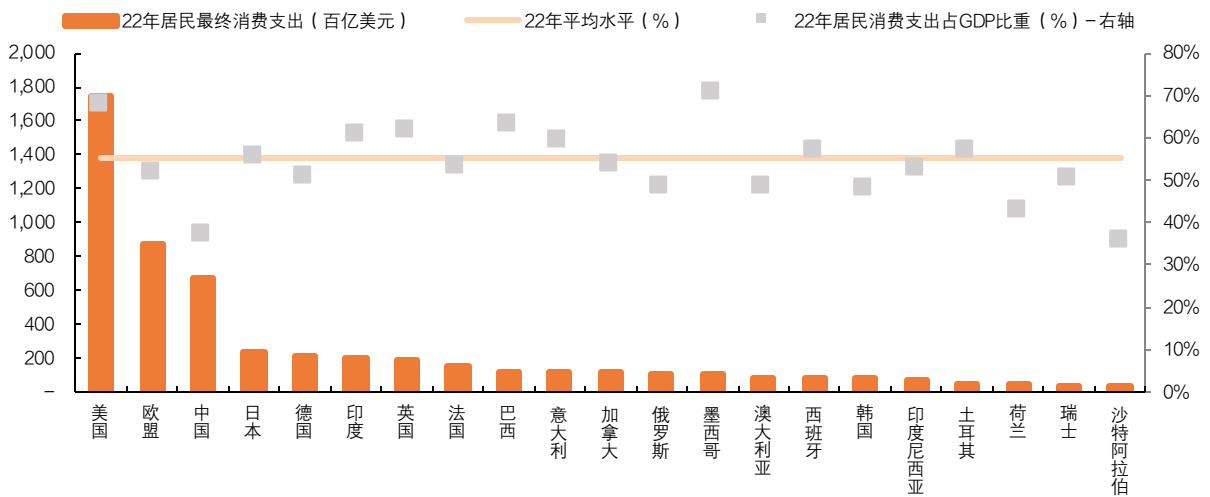
**图表4 23年以来重点促消费和稳收入政策**

部门	文件名	时间	内容
发改委	《努力推动经济实现质的有效提升和量的合理增长》	2023年2月	综合施策释放消费潜力，把恢复和扩大消费摆在优先位置，多渠道增加城乡居民收入，特别是提高中低收入居民的消费能力，改善消费环境和条件，全面促进消费提质升级，支持住房改善、新能源汽车、养老服务、教育医疗文化体育服务等消费，培育线上线下融合等新型消费。
中共中央、国务院	《关于做好全面推进乡村振兴重点工作的意见》	2023年2月	拓宽农民增收致富渠道，促进农民就业增收。促进农业经营增效。赋予农民更加充分的财产权益。
中共中央、国务院	《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	2023年9月	加大优质旅游产品和服务供给、激发旅游消费需求、加强入境旅游工作、提升行业综合能力、保障措施
财政部、发改委	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	2024年7月	统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。
发改委	《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》	2024年6月	推动消费新业态、新模式、新产品不断涌现，不断激发消费市场活力和企业潜能。
中共中央、	《推动大规模设备更新和消	2024年3	到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模

国务院	《消费品以旧换新行动方案》	月	较 2023 年增长 25%以上；重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平，环保绩效达到 A 级水平的产能比例大幅提升，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过 90%、75%；报废汽车回收量较 2023 年增加约一倍，二手车交易量较 2023 年增长 45%，废旧家电回收量较 2023 年增长 30%，再生材料在资源供给中的占比进一步提升。
中共中央、国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	2024 年 8 月	扩大服务业开放，着力提升服务品质、丰富消费场景、优化消费环境，以创新激发服务消费内生动能，培育服务消费新增长点。

资料来源：中国政府网、平安证券研究所

图表5 我国居民最终消费支出占 GDP 比重仍处低位



资料来源：world bank、wind、平安证券研究所

注：为数据可比性，选取 22 年数据

## 1.2 群雄逐鹿，行业格局明晰

行业包括“获客、风控、放款、贷后管理”四大核心环节，商业银行、消金公司、互金平台等多样化主体。从获客方式来看，线上建设自有私域流量和对接公域流量是目前主流做法，私域流量一方面来源有自有 APP 的流量曝光或者股东的品牌流量引入，公域流量目前服务居民日常消费的金融科技公司曝光度相对更高，例如运营商、支付宝、微信、抖音、pdd 等第三方的获客。线下获客模式地位目前仍然较为突出，以商业银行为代表的基于网点的展业以及消金公司利用股东网点或者自营办事处获客是目前主要的线下曝光引流方式。展望未来，我们认为互联网时代的普及对于塑造居民消费习惯起到重要的作用，日常消费线上化进度加快或将进一步推动线上获客重要性的提升。

**从风控角度看**，线下传统信息收集和线上大数据分析的结合是目前市场主体辨别风险的重要方式，在不同业务主体合作过程中，也存在例如征信机构或者担保机构介入业务过程来分担业务风险的情形。

**从放贷角度看**，主要的业务模式可以分为自营模式、联合贷模式和助贷模式，自营模式指目标客户的资金需求由单一法人机构满足，联合贷则是主要存在于商业银行、消金公司以及互金平台控股下的小贷公司之间，互金公司推送客户信息后，在满足双方风控标准的前提下联合放款，助贷则主要是互金平台的一种业务模式，以完全不承担任何风险的方式，仅推送客户信息给相关的放贷机构，赚取中介费用。

**贷后管理方面**，主要涉及到贷款的分类以及逾期贷款的征收工作，除机构完全自主的贷后管理流程外，以各类型催收公司为代表的中介机构同样介入到这一环节。

图表6 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

不同类型的市场主体定位不同类型客群, 主要的展业模式同样存在差异。按照主要展业模式来划分的话, 商业银行、“银行系”消金、小贷公司大部分以线下获客方式为主, 而互联网银行、其余消金公司、网络小贷公司和互联网平台等利用其线上平台优势展业。从客群定位上来说, 传统商业银行主要定位中高收入优质客群, 在资产质量保持稳定的基础上争取较高的收益。而互联网银行、消费金融公司、小贷公司、互联网平台则定位在中低收入、长尾客户等商业银行难以广泛覆盖的客群上, 这部分人群的详细信息相对更难获取, 风险程度相对更高, 但同时也会提高更高的贷款收益率。



图表7 消费金融市场主要参与主体差异

主要展业模式	线下模式			线上模式			
行业主体	商业银行	“银行系”消金	小贷公司	互联网银行	部分消金公司	网络小贷公司	互联网平台
客群定位	定位中高收入群体	定位中低收入、长尾客群	定位中低收入、长尾客群	定位互联网消费、中低收入、长尾客群	定位中低收入、长尾客群	定位中低收入、长尾客群	定位互联网消费、中低收入、长尾客群
代表产品	信用卡贷款、消费贷款	现金贷、信用贷	定价相对更高的现金贷、信用贷	定价相对商行更高的消费贷，例如微众银行微粒贷等	现金贷、信用贷	定价相对更高的现金贷、信用贷	\
核心能力	牌照优势；资金成本低廉；线下渠道广泛；客群接受程度高；	股东优势；资金成本中等；牌照相对优势；	客群发掘能力	牌照优势；股东优势；资金成本相对低廉；股东流量引入	股东优势；资金成本中等；牌照相对优势；	小贷公司自主展业或者互联网平台利用拥有的小贷或者消费金融牌照展业，例如百度、携程等	
机构	国有银行、股份行和区域性银行	兴业消金等	深圳中融小额贷款、携程小额贷款公司等	微众银行、网商银行等	招联消金等	蚂蚁小微小额贷款、度小满小额贷款等	支付宝、美团、抖音等

资料来源：平安证券研究所

### 1.3 监管趋严，分类监管逐步渗透

从监管政策角度来看，“严监管”趋势或将持续，17年后，行业密集出台相关政策规范行业发展，从17年针对具体类型贷款发布的《关于进一步加强校园贷规范管理工作的通知》和《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》直至24年针对不同类型展业主体所提出的《消费金融公司管理办法》和《小额贷款公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》，监管思路逐步聚焦主体本身，从行业准入、业务范围、展业方式、指标约束等多个方面明确了相关要求，分类分主体监管思路下不同金融牌照之间的差异性或将进一步体现。

图表8 消费金融行业监管政策

年份	政策名称	发布机构	影响
2015年	《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	人民银行、工信部等十部门	鼓励互联网金融创新;拓宽从业机构融资渠道，鼓励民间资本进入
2017年	《关于进一步加强校园贷规范管理工作的通知》	原银监会、教育部、人社部	明确无放贷资质机构不得进入学校为大学生提供信贷服务，要求校园贷公司退出并整改
2017年	《关于立即暂停批设网络小额贷款公司的通知》	互金专项治理办	暂停审批网络小贷牌照，互联网小贷牌照进入存量时代
2017年	《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》	互金专项治理办、P2P网贷风险专项整治工作领导小组办公室	取缔“四无”“现金贷”；三个“禁止”限制资金来源；控制银行对网贷平台资金的发放
2018年	《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》	原银保监会	鼓励大力发展普惠金融;积极发展消费金融，增强消费对经济的拉动作用
2020年	《商业银行互联网贷款管理暂行办法》	原银保监会	完善我国商业银行互联网贷款监管制度，规范商业银行互联网贷款业务开展及机构合作，促

	法》		进互联网贷款业务平稳健康发展
2020年	《网络小额贷款业务管理暂行办法(征求意见稿)》	人民银行	上收小贷公司监管权限,提高小贷公司设立标准及展业限制
2021年	《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》	原银保监会	首次针对相关业务明确三项定量指标,要求严控跨区域经营,并进一步强调严禁将关键环节外包
2021年	《中国人民银行公告〔2021〕第3号》	人民银行	明确要求所有贷款产品均应明示贷款年化利率
2021年	征信业务管理办法(中国人民银行令〔2021〕第4号)	人民银行	适应网络技术革新、互联网征信业态,推出本办法,明确信用信息定义及征信管理边界。
2024年	《消费金融公司管理办法》	国家金融监督管理总局	提高消费金融公司准入标准、强化业务分类监管、加强公司治理监管、强化风险管理
2024年	《个人贷款管理办法》	国家金融监督管理总局	规范银行业金融机构个人贷款业务行为,加强个人贷款业务审慎经营管理,促进个人贷款业务健康发展
2024年	《小额贷款公司监督管理暂行办法(征求意见稿)》	国家金融监督管理总局	规范小额贷款公司行为

资料来源:原银监会、原银保监会、中国人民银行、国务院、中国政府网、国家金融监督管理总局、平安证券研究所

**牌照优势商业银行>消费金融公司>小贷公司。**消费金融市场放贷主体主要是商业银行、消费金融公司和小贷公司,个体间有时也会合作展业,同时市场主要参与的例如征信、增信等中介机构牌照的审批同样也需对应监管的审批,牌照成为约束行业展业模式的重要依据。我们从不同类型放贷主体的牌照区别来看,可以看到商业银行和消金公司的监管主体级别明显高于地方小贷公司,且商业银行受到的监管更为严格,这也就决定了商业银行在放贷方面更加审慎。从业务范围上来说,消费金融公司和小贷公司相对受限,这也就决定了两类主体主要是涉及商业银行难以覆盖的客群。融资成本方面的区别则更为明显,商业银行由于可以吸收公众存款,进而带来了更多的低成本资金。特别值得注意的是,杠杆率方面的差异影响了三类主体的规模,根据不同主体监管办法<sup>2</sup>,商业银行和消金公司杠杆倍数最高可以达到12.5倍,而小贷公司最高只允许4倍,高杠杆倍数带来的更大的业务灵活性、资本效率的业务规模。所以综合各类牌照要求来看,我们认为**商业银行牌照优势>消费金融公司>小贷公司。**

图表9 各类型主体监管要求差异

	商业银行	消费金融公司	小贷公司
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)办理国内外结算; (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)代理收付款项及代理保险业务; (十三)提供保管箱服务; (十四)经国务院银行业监督管理机构批准的其他业务。 经营范围由商业银行章程规定,报国务院银行业监督管理机构批准。商业银行经中国人民银行批准,可以经营结汇、售汇业务。	(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。 经营状况良好、符合条件的消费金融公司,可以向国家金融监督管理总局及其派出机构申请经营下列部分或者全部人民币业务: (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。	(一)发放小额贷款; (二)商业汇票贴现; (三)与贷款业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务; (四)法律、行政法规和国家金融监督管理总局规定的其他业务。 小额贷款公司不得发行或者代理销售理财、信托、基金等金融产品。 <b>小额贷款公司与第三方机构合作开展贷款业务的,应当符合下列要求:</b> (一)不得将授信审查、风险控制等核心业务外包; (二)不得与无放贷业务资质的机构共同出资发放贷款; (三)不得接受无担保、不符合信用保险和保证保险经营资质监管要求的机构提供的增信服务或者兜底承诺等变相增信服务; (四)不得帮助合作机构规避异地经营等监管规定; (五)不得仅提供不实际出资的营销获客、客户信用画像和风险评估、信息科技支持、逾期清收等服务; (六)联合贷款单笔出资比例不得低于百分之三十; (七)国家金融监督管理总局规定的其他要求。
地域限	区域性银行应当在住所范围内依法开展	全国范围内展业	小额贷款公司应当立足当地,在经依法批准的区域

<sup>2</sup> 包括《商业银行法》、《商业银行资本管理办法》、《消费金融公司管理办法》、《小额贷款公司监督管理办法(征求意见稿)》

制	经营活动, 未经批准不得跨区域展业		范围内开展业务。小额贷款公司不得跨省、自治区、直辖市开展业务。小额贷款公司跨地市展业的条件由省级地方金融管理机构规定。网络小额贷款公司经营区域的条件另行规定。 网络小额贷款公司应当确保贷款申请受理、风险审核、贷款审批、贷款发放和贷款回收等核心业务环节通过线上操作完成。
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; 符合条件的消费金融公司可以申请发行资本工具	小额贷款公司可以通过银行借款、股东借款等非标准化形式融资, 也可以通过发行债券、资产证券化产品(以本公司发放的贷款为基础资产)等标准化形式融资。
贷款用途	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)	小额贷款公司应当与借款人明确约定贷款用途, 并且按照合同约定监控贷款用途。贷款用途应当符合法律法规、国家宏观调控和产业政策, 且不得用于以下用途: (一) 股票、债券、期货、金融衍生品和资产管理产品等金融投资; (二) 股本权益性投资; (三) 偿还贷款或偿还其他融资; (四) 法律、行政法规、国家金融监督管理总局禁止的其他用途。
同一借款人限制	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;	单一客户授信额度最高不得超过人民币 20 万元。	小额贷款公司对同一借款人的各项贷款余额不得超过其净资产的百分之十, 对同一借款人及其关联方的各项贷款余额不得超过其净资产的百分之十五。网络小额贷款公司对单户用于消费的贷款余额不得超过人民币二十万元, 对单户用于生产经营的各项贷款余额不得超过人民币一十万元。
监管指标要求	(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%; (四) 担保增信贷款余额不得超过全部贷款余额的 50%; (五) 投资余额不高于资本净额的 20%。	小额贷款公司通过银行借款、股东借款等非标准化形式融入资金的余额不得超过其净资产的一倍。小额贷款公司通过发行债券、资产证券化产品等标准化形式融入资金的余额不得超过其净资产的四倍。 小额贷款公司应当向省级地方金融管理机构报备放贷专户, 并按要求定期提供放贷专户运营报告和开户银行出具的放贷专户资金流水明细。

资料来源: 国家金融监督管理总局、《商业银行法》、平安证券研究所

## 二、 线下业务模式：商业银行主导，加快线上渠道布局

从传统线下模式来看，主要以商业银行以及“银行系”消费金融公司为主，也是目前整个消费金融市场中最主要的参与主体。商业银行基于网点营销和部分“银行系”消金公司利用股东网点优势线下获客，通过“小而快”的现金贷或信用贷产品触达客户，聚焦线下“重资产”业务模式的金融机构通常拥有期限更长、笔均金额更大的贷款，例如兴业消金评级报告披露，公司 23 年末线下贷款占比达到 71.3%，线下贷款笔均贷款规模达到 15.63 万元。但“重资产”业务成本相对更高。

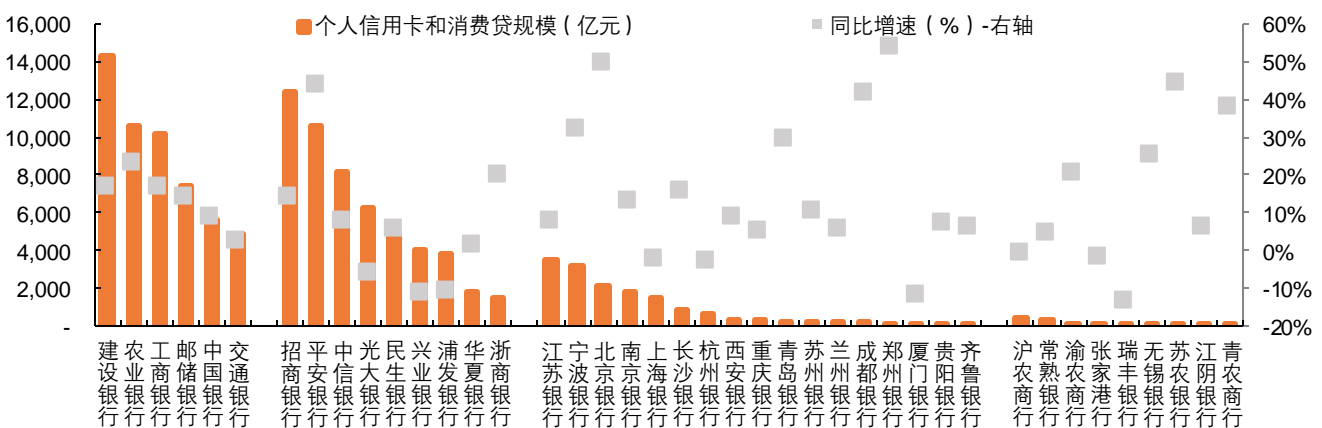
在此背景下，我们发现线上获客策略的更新和科技能力的投入成为了传统银行和消费金融公司破局方向。以消金公司为例，目前 31 家消金公司均开展线上业务，所有消金公司均借助线上第三方引流方式获客，超过 25 家机构的线上第三方引流投放超过 50%<sup>3</sup>。以招联消金为例，依托自营 app 入口和股东流量优势获客，构建全线上经营模式，评级报告显示 23 年末公司发放的笔均贷款仅为 1540.62 元，小额分散轻型化运营模式较为突出。

从风控角度看，消费金融公司更多聚焦在商业银行难以覆盖的长尾客户上，消金公司个体间的客群差异并不算明显，但由于行业整体中高风险偏好的特征，消金不良率要高于商业银行，我们根据 8 家主流消金公司<sup>4</sup>的披露数据，平均不良率水平高于上市银行平均个人贷款不良率 1.23 个百分点，达到 2.44%。但高风险一定程度带来了高收益，行业大多数贷款利率通常在 10% 以上，部分甚至可以达到 20%，支撑了行业高息差表现。8 家主流消金公司 23 年末平均净息差水平达到 12.4%，远超国家金融监督管理总局公布的同期 1.69% 的商业银行净息差水平。聚焦盈利水平来看，头部消金公司的优势更为明显，马上消金、招联消金和兴业消金 23 年 ROE 分别达到 18.6%/17.7%/16.8%，明显高于其他发债消金公司，位于第一梯队消金公司前三水平。

### 2.1 商业银行：消费金融市场主导地位突出，传统线下模式为主

从规模上来看，商业银行是消费金融市场绝对的参与主体，以央行公布数据来看，存款类金融机构（包括银行、信用社和财务公司）23 年末消费贷款规模达到 55.9 万亿元，占到金融机构消费贷款余额的 96.9%，进一步聚焦上市银行数据来看，23 年末信用卡和消费贷规模合计达到 12.3 万亿元，占到金融机构消费贷款余额的 21.4%，以商业银行为代表的金融机构在消费金融市场的主导地位突出。

图表 10 23 年末上市银行个人信用卡和消费贷规模情况



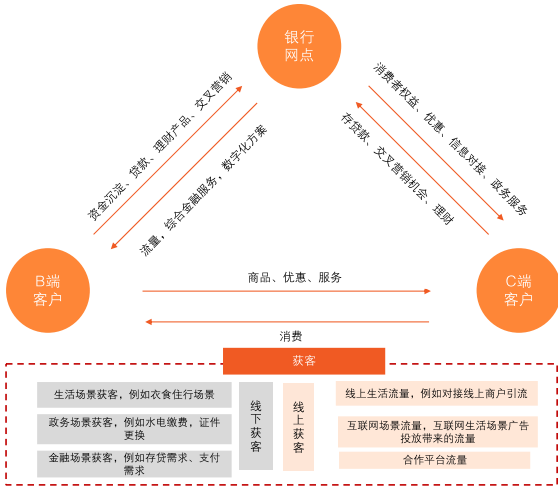
资料来源：公司公告、wind、平安证券研究所

<sup>3</sup> 《中国消费金融公司发展报告(2024)》，中国银行业协会；21 世纪经济网

<sup>4</sup> 包括马上消金、招联消金、兴业消金、杭银消金、河南中原消金、苏银凯基消金、中邮消金、中银消金 8 家公司

从商业银行展业模式而言，“线下网点打基础，线上扩流量”是目前展业的主要方式，依托于传统银行的模式，利用线下网点作为基础拓展客户的方式是目前商业银行主流的获客模式，同时在线上利用广告投放、外部公开数据流量导流等方式加以获客。

图表11 线下基于网点的营销模式



资料来源：平安证券研究所

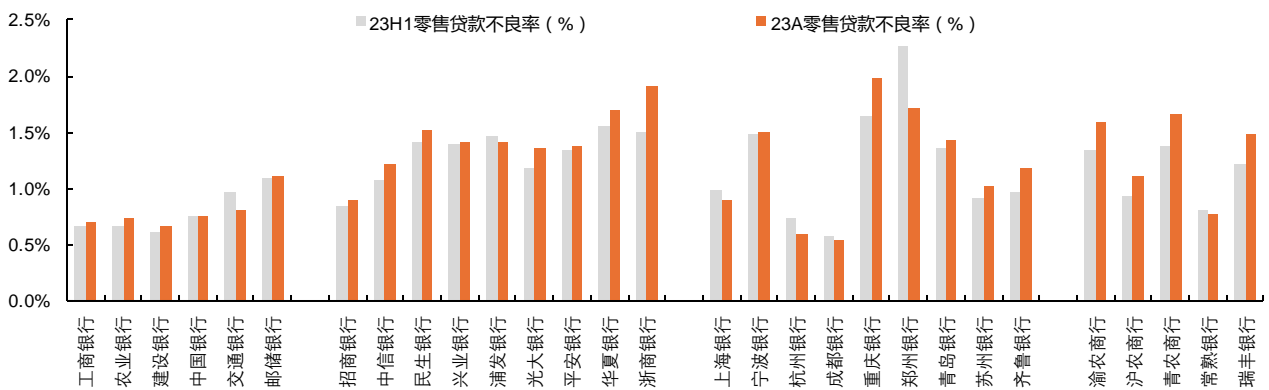
图表12 商业银行线上贷款海报示例



资料来源：宁波银行官网、平安银行个人贷款公众号、平安证券研究所

从目前银行投放的消费信贷的风险来说，整体的资产质量压力略有上升。以上市银行 23A 数据为例，大部分银行零售贷款不良率较 23H1 存在小幅上升的情形，上市银行 23A 零售贷款平均不良率为环比 23H1 上升 7BP 至 1.21%，居民整体的还款能力受到宏观环境的影响较大。但不良率绝对水平仍处相对低位，短期之内居民需求恢复斜率仍然较缓，收入预期波动对于资产质量影响或将持续存在，但中长期角度来看，严监管背景下发生大规模信用风险的概率仍然较小。

图表13 23A 和 23H1 上市银行零售不良率情况



资料来源：公司公告、wind、平安证券研究所

## 2.2 消费金融公司：严监管态势明确，“银行系”主导地位突出

**集中性标准性监管态势明确。**19年后行业密集性出台相关监管政策，从合作机构、信用评级、征信以及监管指标等多个方面进行了约束，行业过去“粗放式发展”的情况得到有效控制，政策空白部分同时得到了有效补充。特别是今年3月出台的《消费金融公司管理办法》从监管态度，从准入标准、业务分类、股东监管、信息披露以及监管指标等方面进行了明确，我们认为未来消费金融公司监管态度或将参考商业银行方式，覆盖全业务链条。

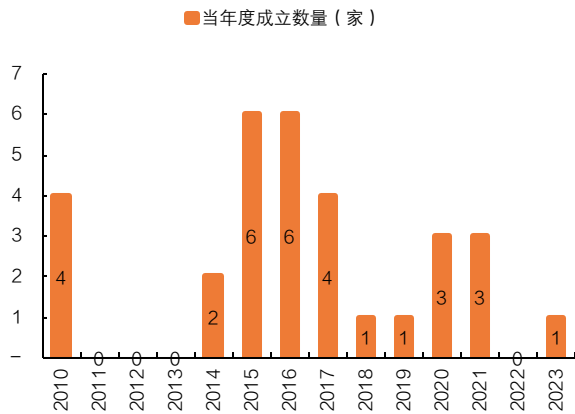
图表14 消费金融公司重点政策

监管方向	政策名称	主要内容
监管评级	《消费金融公司监管评级办法（试行）》	根据公司治理与内控、资本管理、风险管理、专业服务质量、金融科技管理进行分类，监管评级结果分为1级、2级（A、B）、3级（A、B）、4级和5级。评级结果数值越大表明机构风险越大。
监管重点要求	《消费金融公司管理办法》	1) 提高注册资本要求；2) 股东要求和责任进一步压实；3) 压实主体责任，将咨询和代理业务作为日常业务进行收入核算；4) 明确可以申请发行ABS；5) 明确担保增信贷款余额不得超过50%；6) 鼓励自营、分润模式发展。
征信	《征信业务管理办法》	规定了征信业务的监管原则，包括机构设置、运营、信息获取和传递、征信产品以及征信服务的要求等。
业务相关	《关于内部收益法明示贷款年化利率》	明确要求贷款产品应当明示贷款年化利率。
	《个人贷款管理办法》	明确线下个人贷款相关细则。
	《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》	明确细化商业银行贷款管理和自主风控要求，规范合作行为，促进平台经济规范健康发展。
	《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》	明确牌照经营、利率不超36%，部分互联网小贷资质将重审。
	《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》	明确小额贷款公司不得向大学生发放互联网消费贷款，进一步加强消费金融公司、商业银行等持牌金融机构大学生互联网消费贷款业务风险管理。
	《进一步加强消费金融公司和汽车金融公司投诉问题整治》	关注消费者权益保护。

资料来源：原银保监会、国家金融监督管理总局、中国人民银行、平安证券研究所

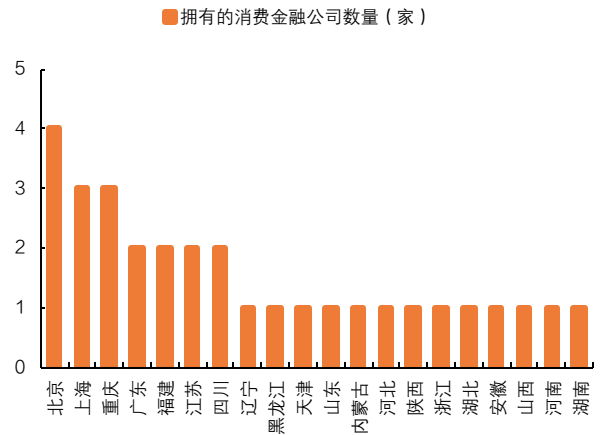
**“牌照”审批进度放缓，稀缺性有所体现。**自15-16年消费金融公司“井喷式”设立以来，后续年份的牌照审批进度明显放缓，21年至今仅有建信消费金融公司设立申请获批（2022年获批，2023年成立），我们预计行业“严监管”态势或将使得消费金融牌照发放进程持续性放缓。因此，在目前审批进度尚未放松的情况下，部分银行例如宁波银行和南京银行通过并购的方式曲线获得消费金融公司牌照，从而进行异地展业。从区域分布上来说，目前7个省市拥有的消费金融公司不止1家，13个省份各拥有1家消费金融公司，其余11个省级行政区未设立消费金融公司，经济发达和消费活力高省份设立的消费金融公司相对更多。

图表15 历年来新设立消费金融公司数量



资料来源：原银保监会、国家金融监督管理总局、平安证券研究所

图表16 各省市拥有的消费金融公司数量



资料来源：企查查、平安证券研究所

**银行系地位突出，股东融合发展模式初露峥嵘。**目前国内共有 31 家持牌消费金融公司，以大股东持股比例来说，银行系消费金融公司仍占据主流，共 25 家消费金融公司第一大股东为商业银行，3 家第一大股东为金融科技相关公司，同时也存在 3 家消费金融公司的主要股东为产业类相关公司。若从全部股东结构来看，“银行+产业”模式受到更多的追捧，例如根据企查查数据检索，合肥百货持股宁银消费金融公司比例达到 4.74%，王府井集团同样控股建信消金 5.56%，在充分利用商业银行长期深耕信贷领域所积累的风控和资金实力的基础上，吸纳利用产业类或者金融科技相关公司的资源从而覆盖更广泛的客群规模是消费金融公司未来的重要发展方向。

图表17 银行系消费金融公司仍占据主流地位

	公司名称	注册资本 (亿元)	第一大股东	第一大股东持股比例
银行系	招联消费金融	100	招商银行	50%
	兴业消费金融	53	兴业银行	66%
	中银消费金融	15	中国银河	43%
	中邮消费金融	30	邮储银行	71%
	杭银消费金融	26	杭州银行	43%
	宁银消费金融	29	宁波银行	93%
	平安消费金融*	50	中国平安	30%
	苏银凯基消费金融	42	江苏银行	56%
	中原消费金融	20	中原银行	49%
	南银法巴消费金融	50	南京银行	67%
	长银五八消费金融	9	长沙银行	51%
	陕西长银消费金融	11	长安银行	51%
	哈银消费金融	15	哈尔滨银行	53%
	尚诚消费金融	16	上海银行	43%
	湖北消费金融	10	湖北银行	32%
	四川锦程消费金融	4	成都银行	39%
	北银消费金融	9	北京银行	35%
	北京阳光消费金融	10	光大银行	60%
	幸福消费金融	6	张家口银行	47%
	中信消费金融*	7	中国中信金融控股	70%
晋商消费金融	5	晋商银行	40%	
建信消费金融	72	建设银行	83%	

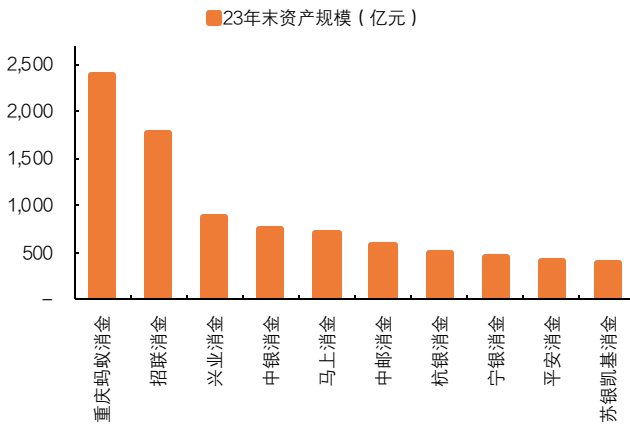
	盛银消费金融	3	盛京银行	75%
	金美信消费金融	5	中国信托商业银行	34%
	蒙商消费金融	5	蒙商银行	44%
金融科技	重庆小米消费金融	15	小米通讯技术	50%
	重庆蚂蚁消费金融	230	蚂蚁科技集团	50%
	唯品富邦消费金融	5	唯品会(中国)	50%
产业及非银机构	马上消费金融	40	重庆百货大楼股份有限公司	31%
	海尔消费金融	15	海尔集团	30%
	捷信消费金融	70	捷信集团	100%

资料来源：企查查、平安证券研究所

注：按照第一大股东性质分类；标注\*为同一集团下全资子公司

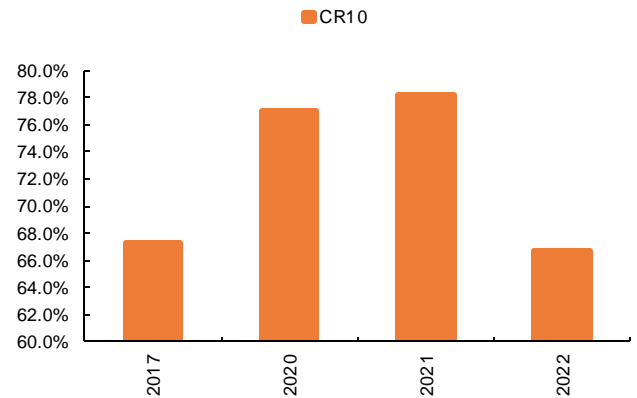
“银行系”消金规模领先，行业头部集中度较为明显。我们以 23 年末资产规模来看，已披露的资产规模达到行业前 10 位的消费金融公司中“银行系”公司共有 8 家，此外包括金融科技类公司 1 家（蚂蚁消金）以及产业类（马上消金）1 家，“银行系”公司的规模优势较为显著。若从行业集中度的角度来看，根据艾瑞咨询的数据，2022 年末消费金融行业 CR10 达到 66.70%，同比下降的原因主要是规模最大的蚂蚁消金在 22 年规模有所收缩，从而导致集中度有所下降，但 CR10 绝对水平仍处高位。截至到 2023 年末，蚂蚁消金资产规模占到行业整体资产规模的 20%，资产规模最大的 5 家机构资产合计占比超过行业总规模的 50%<sup>5</sup>。我们认为未来行业集中度或将进一步抬升，一方面考虑目前监管对于产业链相关牌照审批仍属谨慎，市场无新增竞争者的情况下现有中介机构间的合作或将更关注综合实力更强的消费金融公司，另一方面目前消费贷短期仍处在低增速时期，严监管背景下的行业出清进程或将持续，头部平台优势持续。

图表 18 23 年末消金公司资产规模



资料来源：公司公告及评级报告、股东财报、平安证券研究所

图表 19 消金行业集中度



资料来源：艾瑞咨询、平安证券研究所

### 2.3 获客：关注场景建设能力，产品端发力“小而快”产品

消费金融行业业务核心环节包括获客、风控、放款和贷后管理四大环节。获客方面，行业目前主要存在线上和线下获客两种方式。从线上获客方式来看，建设自有私域流量和对接公域流量是目前主流做法，私域流量一方面来源有自有 APP 的流量曝光或者股东的品牌优势，公域流量目前服务居民日常消费的金融科技公司曝光度相对更高，例如运营商、支付宝、微信、抖音、pdd 等。

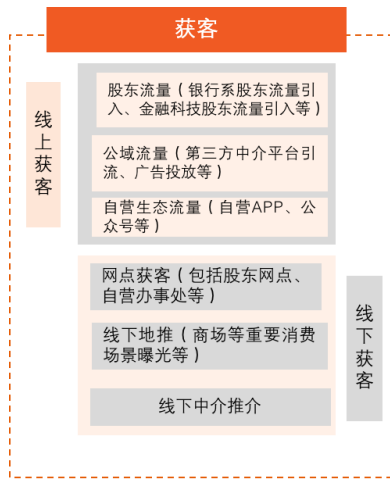
<sup>5</sup> 《中国消费金融公司发展报告(2024)》，中国银行业协会；21 世纪经济网



本文聚焦商业银行和占主导地位“银行系”消金公司线下获客方式，“**线下为基础，线上拓广度**”是市场主要参与主体的**重要获客方式**，特别是“银行系”消金公司线下客源仍是其重要的客群基础，线上客源贡献度高与否则跟股东的资源禀赋息息相关。

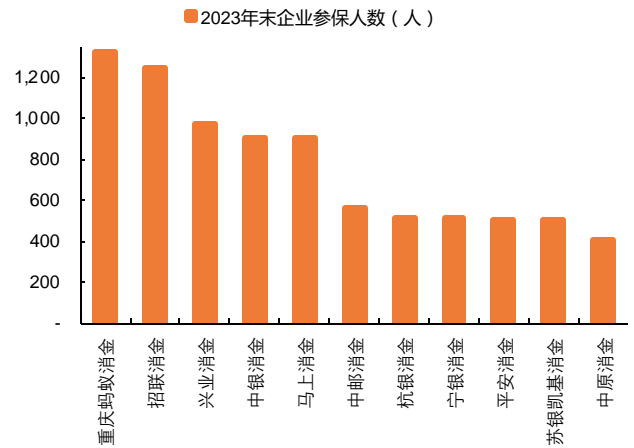
从线下来看，以图 21 为例不难发现参保人数最多的绝大多数都是“银行系”消费金融公司，参照股东商业银行过去“地推式”发展路径的办法仍是部分消金公司仍在践行的策略。

图表20 消费金融公司获客方式



资料来源：平安证券研究所

图表21 23年末消金公司参保人数前十大公司



资料来源：企查查、平安证券研究所

我们首先以兴业消金和中银消金为代表探索“银行系”消金公司线下展业的特点。我们认为有银行股东背景的消费金融公司，依托自身零售信贷的资源禀赋，倾向于选择更高比例的线下自主投放获客，例如兴业消金和中银消金都从战略层面提到要利用股东网点的优势打造自身的生态圈，中银消金在此基础上面向一二线城市设立了 27 家区域中心，兴业消金则在线下成立了专门的直销团队进行“地推式”获客和服务。从管理模式上来说，管理层自身的资源禀赋同样会决定消金公司的战略定位，例如兴业消金营销团队受到兴业银行零售团队的影响，董事长戴叙贤则曾任职于兴业银行私人银行部总经理，传统的线下零售模式相对更为突出。

产品端方面，消费贷和现金贷是主流产品，消费贷指将贷款的申请和使用嵌入日常消费场景的贷款，现金贷则是为用户提供小额、无特定用途的贷款。因客群定位主要是覆盖传统商业银行难以广泛涉及的长尾客户，因此贷款利率大多数从 7% 到 20% 不等，产品期限上最长一般不超过 5 年。同传统商业银行对比而言，大多数消费金融公司产品策略主要是“小而快”产品，户均贷款规模相对更“小”，放款速度相对更“快”。对于大多数消金公司而言，抵押类贷款的投放大多存在于线下流程中，大金额长久期的贷款投放也更多依赖于其线下的营销网络构建，例如兴业消金 23 年线上和线下投放的户均贷款分别为 0.78 万元/15.63 万元，中银消金评级报告中也提到线上贷款主要是信用类贷款，金额集中在 5 万元以下。

客群定位上来看，消金公司主要是覆盖商业银行无法覆盖的长尾客户，因此消金公司个体间客群的差异性并不是特别明显。

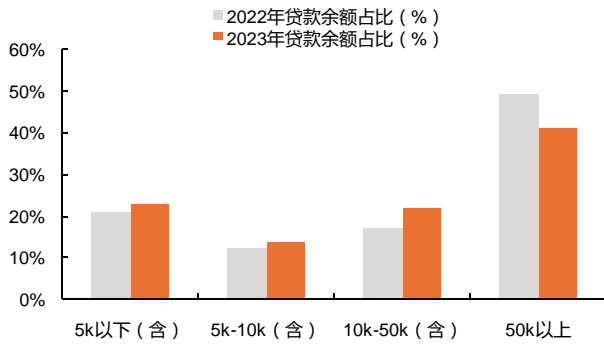
图表22 线下获客策略“银行系”消费金融公司对比

	兴业消费金融公司	中银消费金融有限公司
公司定位	依托兴业银行网络，完成全国化布局，拳头产品由线下团队拓展。	中银消费金融借助股东中国银行支持，利用其全国营业网点优势，进行线下布局、开展业务
主要的获客方式	线下模式：网点+直销团队	线上+线下模式：线上加强与互联网平台合作，以信用贷款为主，线下借助区域中心拓展，截至2023年末，中银消费金融共拥有区域中心27家
客群	具有稳定还款来源的受薪人士和自雇人士	中银消费金融客户群体主要为收入相对稳定的中青年人群，30~40岁人群占比最高
产品	家庭消费贷：在旅游、教育、婚庆、装修等除购房、购车以外的消费用途的信用贷款，主要由线下营销团队拓展，最高期限5年，个人最高额度20万元，年化IRR（单利）8.88%-23.88%	中银消费钱包：主要是对接互联网合作方，通常为用户提供5万以内的纯线上信用贷款
	兴才计划、立业计划；自营互联网贷款	好客贷：与中国银行联动研发的信用消费贷款产品，最高贷款额度20万元，为中银消费金融线上自营业务的重点产品 综合信用贷及乐享贷：线下产品，单笔金额较高，集中在5万元以上
贷款利率	12.92%*	截至2023年末，公司15%以上利率的贷款占比90%以上
贷款结构	贷款产品均为信用贷款，23年末线上贷款占比：28.67%，线下贷款占比：71.33%	23年末线上业务余额449.59亿元，较上年末增长39.24%，线下业务余额269.89亿元，其中线下抵押贷款余额71.49亿元，线下信用贷余额198.40亿元
单笔户均贷款规模	23年新发放贷款：线上：0.78万元，线下：15.63万元	/

资料来源：公司公告、24兴业消费金融债01募集说明书、中银消金评级报告、平安证券研究所

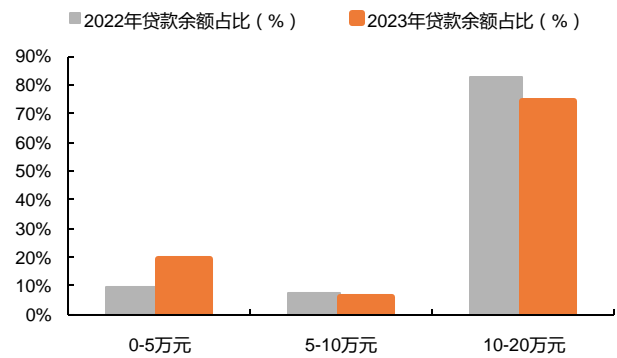
注：贷款利率为23年末存量贷款利率；

图表23 中银消金不同类型贷款占比



资料来源：中银消金评级报告、平安证券研究所

图表24 兴业消金不同类型贷款占比



资料来源：兴业消金评级报告、平安证券研究所

**线上模式方兴未艾，仍是行业破局关键。**由于近些年来居民消费习惯的改变和信息传播方式的变化，线上模式对于提升消费金融的普惠性，提升对于长尾客户的覆盖能力有至关重要的作用，我们以国内率先提出“互联网消金公司”概念的招联消金为例对比看线上和线下的区别和联系。

**首先从股东层面来看**，招联消金科技特征更为明显，不仅是来源于股东中国联通的科技和运营商流量加持，总经理章杨清先生也历任招商银行信息科技部副总经理，管理团队的专业属性进一步强化了招联消金“互联网金融”的定位。**产品角度来看**，“线上VS线下”的区别更为突出，招联消金贷款小额短期的特点更为突出，以23年两家公司披露评级报告中数据为例，招联消费金融笔均贷款仅为1541元，而以线下为主兴业消金笔均贷款超过10万。**线上贷款因居民消费习惯、客户粘性**等因素存在**贷款金额相对较小，贷款期限相对较短**的现象，**线下贷款虽在贷款期限、贷款金额**等方面有所提高，但同

时也会导致更高的成本，若拆分其业务管理费结构来看，根据两家公司评级报告中数据披露，以线上模式为主的招联消费金融研发费用占到业务及管理费占比达到 38.4%，而员工成本占比仅为 16.3%，低于兴业消费金融员工费用占比 7 个百分点，研发投入更多同样带来招联消费金融成本收入比低于兴业消费金融 7 个百分点，仅为 11.2%，线上获客能力占优的公司在运营效率上相对更为领先。

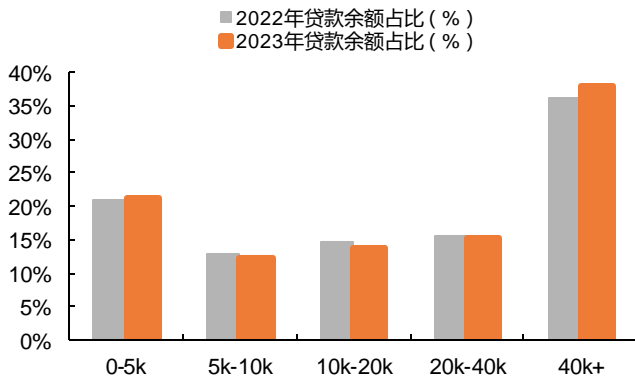
从贷款投放结果上来看，若以存量贷款结构来看，线上业务占比更高的招联消费金融金额较低的贷款占比明显更高，22 年末招联消费金融贷款余额大于 40000 元的贷款占比仅为 36.1%。从贷款用途上来说，线上线下业务模式并无明显区别，仍以日常消费类贷款为主，以招联消费金融为例，23 年末日常消费贷款占比达到 25.1%。

图表25 以招联消费金融看线上模式的发展

招联消费金融公司	
公司定位	国内首家以“互联网金融”定位的消费金融有限公司，以“微金融，新互联”为发展理念
主要的获客方式	线上模式：金融科技引流
客群	23 年末 35 岁以下客户贷款余额占比为 50.03%
产品	好期货：自主支付类现金贷款产品，可以在招联消费金融 APP、微信公众号以及各类合作方的线上渠道进行申请 信用付：受托支付类分期贷款产品，主要在招联消费金融自有电商平台、股东方中国联通的消费场景以及与互联网平台合作的消费分期中使用
贷款利率	15.94%
贷款结构	基本都为线上贷款，23 年末好期货占比为 59.5%，信用付占比为 40.4%
单笔户均贷款规模	23 年新发放贷款：1540.62 元

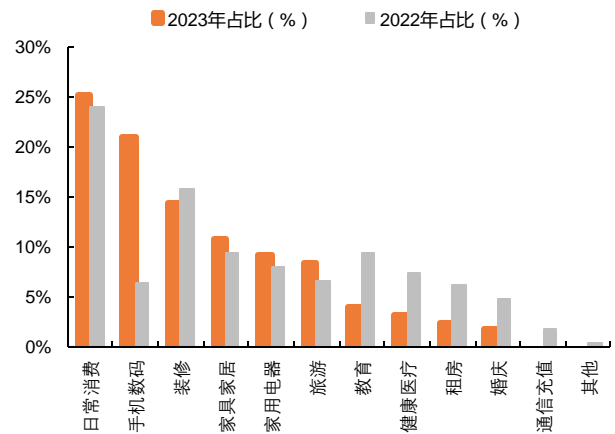
资料来源：公司公告、招联消费金融评级报告、平安证券研究所

图表26 招联消费金融不同类型贷款占比



资料来源：招联消费金融评级报告和募集说明书、平安证券研究所

图表27 招联消费金融贷款用途



资料来源：招联消费金融评级报告、平安证券研究所

因此，我们认为互联网广泛普及的背景下，线上获客策略的更新和科技能力的投入是传统消费金融公司未来的重点投入方向。例如兴业消费金融在产品端针对性推出了“兴财计划”和“立业计划”等自营互联网贷款，中银消费金融强调推进线上化转型，平安消费金融探索线上自营获客体系，跑通信息流投放模式，目前 31 家消费金融公司均已开展了线上业务，所有消费金融公司均借助线上第三方引流方式获客，超过 25 家机构的线上第三方引流投放超过 50%<sup>6</sup>，线上业务亦成为各家消费金融公司破局的关键。

<sup>6</sup> 《中国消费金融公司发展报告(2024)》，中国银行业协会；21 世纪经济网

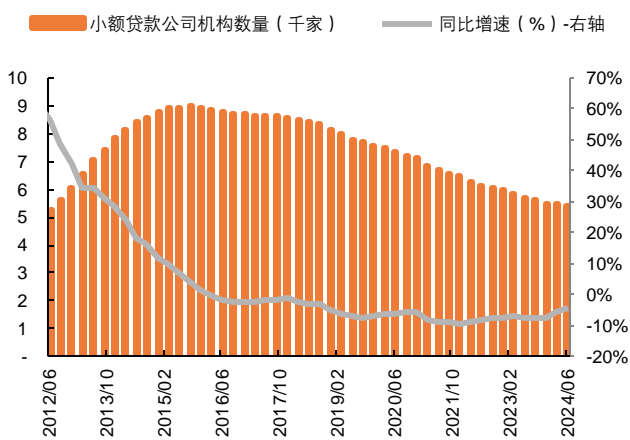
## 2.4 风险：严监管背景下行业风险相对可控，资本充足率保持稳定

从监管层面来说，年初颁布《消费金融管理办法》主要在提高准入标准、强化业务分类监管、加强公司治理监督和强化风险管理等五个方面进行了修订，**新政策下行业严监管态势进一步明确**，确保消费金融专营主营业务，从股东资质、设立条件、监管指标等多个方面进行了约束。特别值得注意的是监管指标方面，在过去试行版基础上新增流动性比例不得低于 50% 的要求，而商业银行的监管要求是不低于 25%，我们认为监管考虑到目前消费金融公司负债端更多以同业负债为主，相对商业银行而言缺乏低成本且稳定的负债，所以在流动性指标方面进行了更高标准的约束。

其次，在贷款业务方面，新增担保增信余额不得超过全部贷款余额的 50%，主要是过去部分消费金融公司存在过分依赖第三方融资担保公司进行风险分担，不利于自主风控能力的提升，这种行为也提升了贷款利率，不符合降低融资成本的综合要求。其余监管指标跟试行版本基本一致，例如资本充足率、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，同业拆入余额不高于资本净额的 100% 等。本次《管理办法》新增内部控制与风险管理专章，进一步强调了贷前、贷中和贷后风险，未来消费金融行业的严监管态势仍将持续。

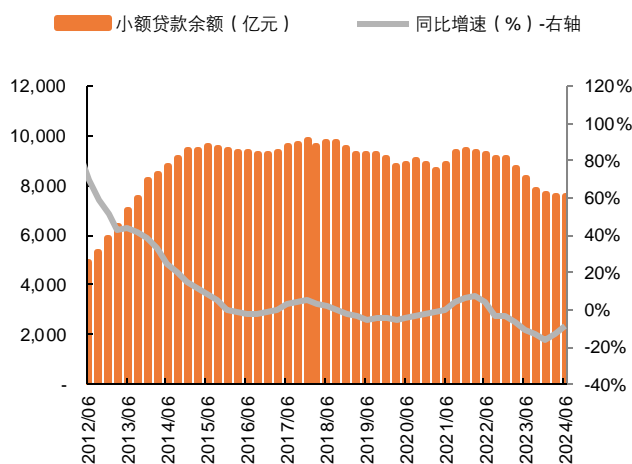
从行业现状来看，“野蛮生长”期已度过，行业洗牌或将持续。首先从牌照申请相对更容易、发展相对更粗犷的小贷公司的数量和规模来看，近些年处于持续下行的通道之中，一方面居民消费需求弱叠加其他持牌金融机构下沉竞争导致小贷公司展业更为困难，另一方面严监管背景下，风控体系和展业模式更为单一的小贷公司受到的冲击更大，原有股东或寻求消费金融牌照（例如小米），或整合小贷牌照，仅保留一张全国展业的小贷牌照（例如京东和携程），达不到监管要求的小贷公司被清退大势所趋，行业尾部风险暴露概率也将随之降低。

图表28 小贷公司数量持续缩减



资料来源：wind、中国人民银行、平安证券研究所

图表29 小额贷款规模持续下降



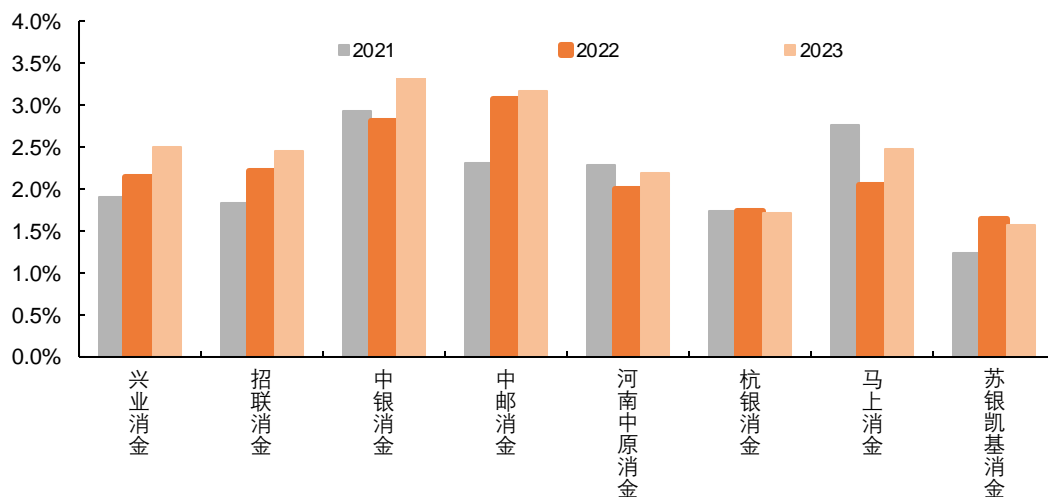
资料来源：wind、中国人民银行、平安证券研究所

此外，不良率等风险指标略有反弹，资产质量压力有所抬升但整体可控。消费金融公司披露数据相对有限，我们从已发债的 8 家主流消金公司<sup>7</sup>为例探索目前行业资产质量情况。首先从不良率角度来看，绝大多数消金公司 23 年末不良率同比都有所提高，长尾客户受到经济波动的负面冲击相对更大，导致资产质量有所波动。从 8 家消金公司来看，中银消金公司 23 年末不良率达到 3.47%，处于 8 家消金公司不良率最高水平，但同时也能看到中银消金已在银登中心发布多次不良资产转让项目，叠加自身较大的不良核销处置力度，个体层面的风险相对可控。考虑到行业大多数贷款利率通常在 10% 以上，部分甚至

<sup>7</sup> 包括马上消金、招联消金、兴业消金、杭银消金、河南中原消金、苏银凯基消金、中邮消金、中银消金 8 家公司

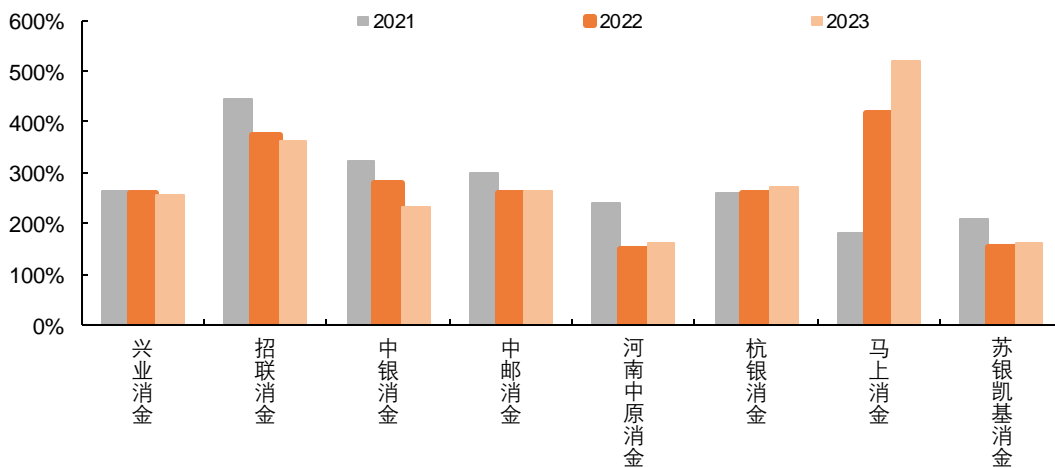
可以达到 20%，不良率水平虽同比有所上升，但整体风险相对可控。若从拨备角度来看，23 年末 8 家消金公司平均拨备覆盖率达到 278.5%，同比上升 8.5 个百分点，“银行系”消金公司拨备覆盖率皆大于 200%，风险抵补能力略有提高。

图表30 主要消费金融公司不良率指标



资料来源：各公司评级报告、平安证券研究所

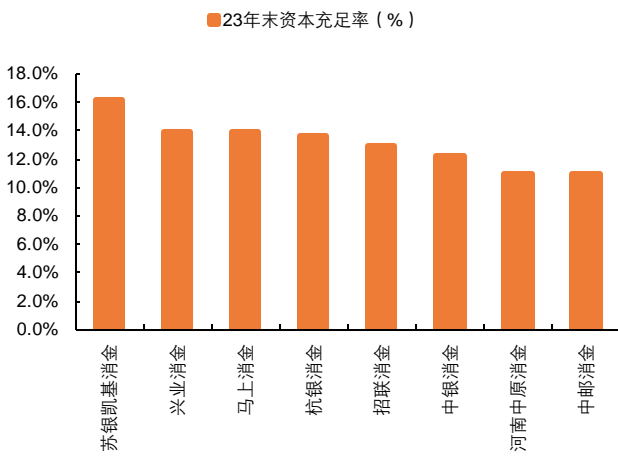
图表31 主要消费金融公司拨备覆盖率指标



资料来源：各公司评级报告、平安证券研究所

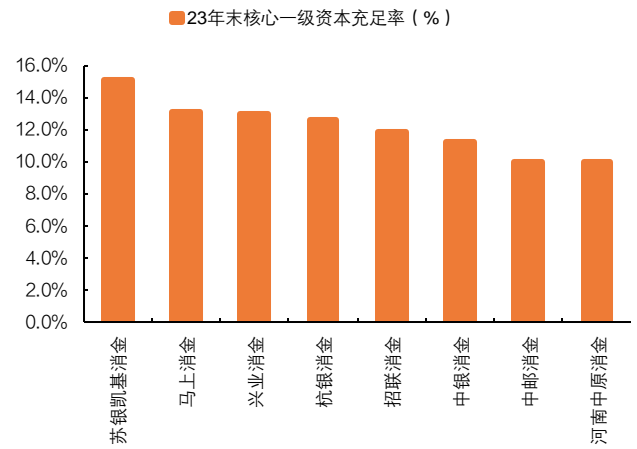
从资本充足率角度来看，《消费金融管理办法》提出资本充足率要满足商业银行标准，目前 8 家消费金融公司资本充足率和核心一级资本充足率皆超过监管标准（8%/5%），23 年末平均资本充足率和平均核心一级资本充足率分别是 13.1%/12.1%，分别同比提升了 0.2pct/0.2pct，资本水平皆保持稳定。

图表32 23年末主要消费金融公司资本充足率



资料来源：各公司评级报告、平安证券研究所

图表33 23年末主要消费金融公司核心一级资本充足率

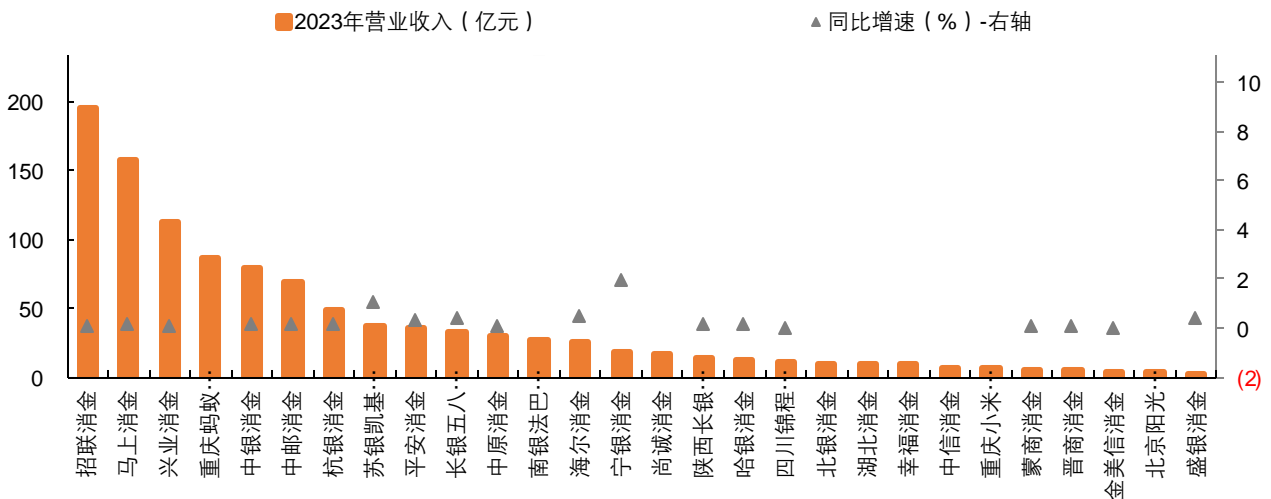


资料来源：各公司评级报告、平安证券研究所

## 2.5 盈利能力：营收和资金来源单一，头部消金公司 ROE 更为突出

收入端来看，行业内部分化结果较为突出，“银行系”优势仍然较为突出，以23年营收体量来看，“银行系”消金占据了前十中的8席。统观行业数据，营收超过百亿仅招联消金、马上消金、兴业消金三家，50-100亿元仅3家，行业马太效应仍然较为突出，头部机构的地位突出。

图表34 消费金融公司23年营业收入及同比增速



资料来源：各公司评级报告、各公司募集说明书、平安证券研究所

注：因数据可比性原因，剔除部分消费金融公司；因缺失部分消金公司22年公开数据，故部分消金公司无同比增速

拆分营收结构来看，主营业务的贷款利率普遍都在 10% 以上，同样以目前已发债的 8 家消费金融公司为例，已披露杭银消费金融贷款利率达到 20.28%，处于目前已知最高水平，由于消金公司更多的服务传统商业银行覆盖不了的长尾客户，更高的信用风险带来了更高的贷款收益率。

图表35 主要消费金融公司贷款利率

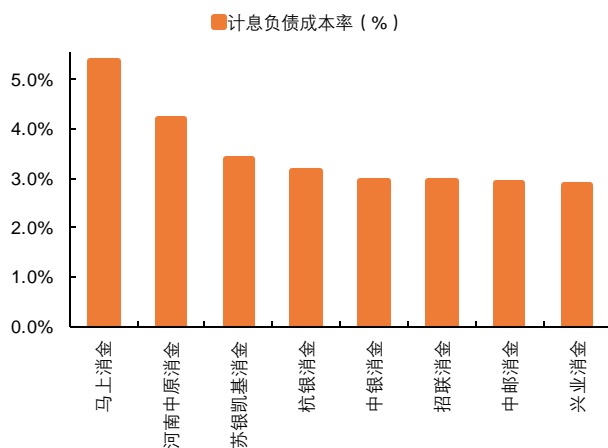
	贷款利率
兴业消金	16.16%
招联消金	15.94%
中银消金	截至 2023 年末，公司 15% 以上利率的贷款占比 90% 以上
中邮消金	截至 2023 年末，公司利率水平分布在 5%~10%、10%~15%、15%~20% 以及 20% 以上的贷款占比分别为 5.05%、8.46%、18.05% 和 68.32%
河南中原消金	23 年 18.71%
杭银消金	20.28%
马上消金	2023 年平均贷款利率在 20% 左右
苏银凯基消金	截至 2023 年末，公司利率水平在 12% 以下、12%~18% (含) 以及 18%~24% (含) 的贷款占比分别为 7.17%、23.71% 和 69.12%，2023 年加权平均贷款利率在 20% 以内

资料来源：各公司评级报告、各公司募集说明书、平安证券研究所

注：兴业消金贷款利率=利息收入/年末贷款总额；除特别说明外，皆为 23 年数据

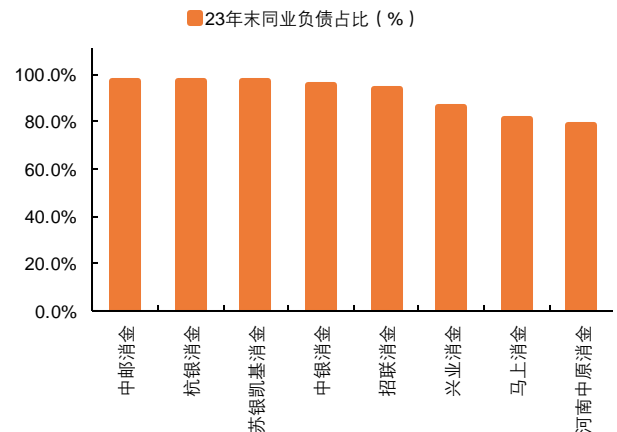
从成本端来看，业内融资渠道相对单一，受限的渠道抬高了消金公司融资成本。《消费金融公司管理办法》规定消金公司资金来源可区分为接受股东及其境内子公司、股东所在集团母公司及其境内子公司的存款、向作为公司股东的境外金融机构借款、向境内金融机构借款、同业拆借、发行非资本类债券，若以简单分类则可划分为股东借款、同业拆借和发行债券，相对商业银行可以广泛吸收的存款而言，融资成本相对更高，同样以发债的 8 家消费金融公司为例，同业负债占总负债比例基本超过 90%，23 年平均计息负债成本率 3.47%，处于较高水平。

图表36 主要消金公司 23 年计息负债成本率



资料来源：各公司评级报告、平安证券研究所

图表37 主要消金公司 23 年同业负债占比



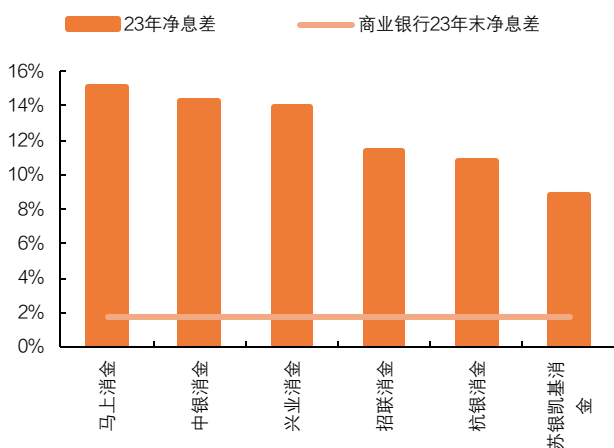
资料来源：各公司评级报告、平安证券研究所

高贷款收益率支撑高息差，高息差提升 ROE。我们认为较高的贷款收益率使得消金公司净息差水平远超商业银行净息差，以 23 年数据作为对比，8 家消费金融公司平均净息差水平达到 12.4%，远超同期国家金融监督管理总局公布的 1.69% 的商业银行净息差水平。从盈利水平来看，高息差一定程度上支撑了高 ROE 表现，但信贷成本和费用控制同样是不可忽视的一

环，以中银消金为例，23年末净息差达到14.33%，但ROE水平仅为6.13%，公司在23年因为资产质量压力加大了资产减值力度导致净利润水平受到了负面冲击，营收的3/4用来计提信用减值。

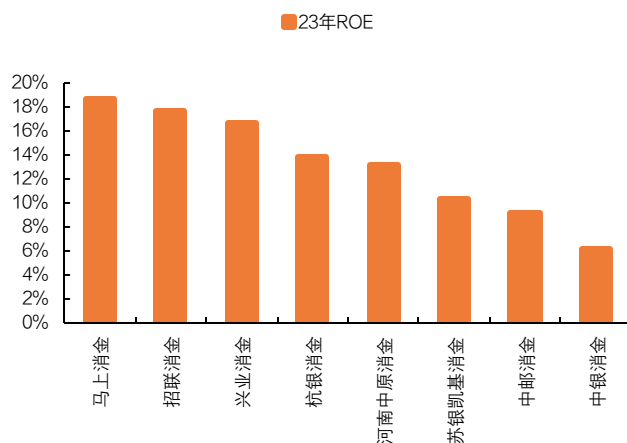
从ROE的绝对水平来看，头部消金公司优势明显，马上消金、招联消金和兴业消金23年ROE分别达到18.6%/17.7%/16.8%，位于第一梯队消金公司前三水平，“银行系”消金公司占据两席。

图表38 主要消金公司23年净息差



资料来源：各公司评级报告、国家金融监督管理总局、平安证券研究所

图表39 主要消金公司23年ROE



资料来源：各公司评级报告、平安证券研究所

### 三、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。

### 免责声明：

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