

1Q25：利润合预期，质量小幅波动

华泰研究

2025 年 5 月 21 日 | 美国/中国香港

季报点评

其他多元金融

奇富科技 1Q25 业绩：收入 46.9 亿元（环比/同比：+4.7%/+12.9%），归母净利润 18.0 亿元（环比/同比：-6.1%/+54.6%）。利润基本符合我们此前 17.5 亿元的预期，处于公司指引区间 17.5-18.5 亿元的中枢。风险指标略有上升，C-M2 比率升至 0.6%（4Q24：0.57%），但仍属健康水平，低于 1Q21-4Q24 的均值 0.62%。拨备覆盖率进一步升至 666%（4Q24：617%），表明盈利质量较高。放款量 889 亿元，环比略降 1.1%，在有春节假期的情况下能够几乎持平，可能反映了需求略有回暖。行业内仍在评估“助贷新规”的影响，新规将于 10 月 1 日起施行，建议持续关注。公司是行业内体量较大的平台，或仍将采取谨慎的经营策略，预计 25 年放款量温和增长，基于高质量盈利和较高的股东回报（截至 5 月 19 日已回购 4.05 亿美元股份），给予“买入”。

1Q25 放款量环比大致持平，仍维持谨慎的策略

1Q25 新增放款量 889 亿（环比/同比：-1.1%/+15.8%），贷款余额 1,403 亿（环比/同比：+2.4%/+5.5%）。尽管受假期影响，放款量仍环比大致持平，或反映需求略有回暖。单位获客成本提升至 384 元（4Q24：312 元），或由于 API 渠道占比提升，但 API 渠道从 LTV 角度仍有优势，有望提升获客效率。1Q25 轻资本放款量 438 亿，占比环比降至 49%（4Q24：53%），可能对短期的盈利和净利润 take rate 造成扰动。往前看，受中美贸易摩擦影响，2Q25 的借款需求可能略有波动，公司有望凭借多元化的获客渠道对冲这一影响，同时公司仍然保持谨慎的放款策略，预计 25 年的放款量可能温和增长。

1Q25 风险指标略有波动，但仍然健康

1Q25 C-M2 比例略升至 0.60%（4Q24：0.57%），首日逾期率升至 5.0%（4Q24：4.8%），30 天回款率环比持平于 88.1%。风险指标提升可能与 3Q24 后公司放松了风控策略，以及 API 渠道占比增多有关。尽管风险指标有波动，但仍属健康水平，C-M2 小于 1Q21-4Q24 的均值 0.62%。拨备覆盖率进一步提升至 666%（4Q24：617%），反映公司较好的盈利质量。资金成本环比降低 30bps，主因公司本季度发行了较多 ABS，未来或仍有降低空间。净利润 take rate 为 5.2%（4Q24：5.9%）。公司对 2Q25 的净利润指引为 16.5-17.5 亿，基于较高的盈利质量，我们认为公司有望达成其指引。

盈利预测

公司的经营大致符合预期，我们微调 25/26/27 年归母净利润预测至 71/77/82 亿元（调整幅度：+0.5/+0.5/+0.2%），维持美/港股目标价 55.6 美元/220.9 港币，基于 PE（25E PE 6.5x）和 DCF 法（美/港股权益成本：15.25/20.86%）的均值。

风险提示：宏观经济风险，贷款定价降低，监管风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入及其他收益 (人民币百万)	16,290	17,166	18,730	19,972	21,568
+/-%	(1.59)	5.38	9.11	6.63	7.99
归属母公司净利润 (人民币百万)	4,285	6,264	7,130	7,712	8,162
+/-%	6.49	46.18	13.81	8.17	5.84
EPS (人民币,最新摊薄)	26.08	41.28	53.83	66.29	72.65
PE (倍)	4.31	6.79	5.90	4.80	4.40
PB (倍)	0.84	1.64	1.67	1.34	1.07
ROE (%)	21.00	27.20	30.50	31.60	27.60
股息率 (%)	6.90	3.40	3.30	4.20	4.60

资料来源：公司公告、华泰研究预测

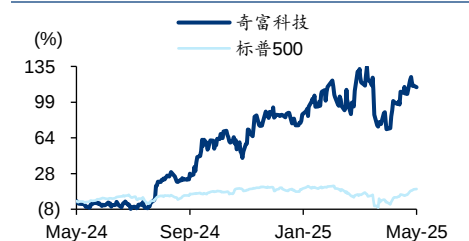
	QFIN US	3660 HK
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	美元：55.60	港币：220.90

研究员	李健, PhD
SAC No. S0570521010001	lijian@htsc.com
SFC No. AWF297	+(852) 3658 6112
研究员	陈宇轩
SAC No. S0570524070010	chenyuxuan020827@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

基本数据

(美元/港币)	QFIN US	3660 HK
目标价	55.60	220.90
收盘价 (截至 5 月 20 日)	43.95	178.10
市值 (百万)	6,167	52,814
6 个月平均日成交额 (百万)	68.57	0.47
52 周价格范围	17.43-48.05	70.10-204.00
BVPS	23.34	77.77

股价走势图



资料来源：S&P

估值方法

我们对奇富科技美股/港股的目标价为 55.6 美元/220.9 港币, 分别为基于 PE 估值法和 DCF 估值法得出目标价的均值。

PE 估值法: 根据彭博一致预期, 奇富科技美股/港股自 2020 年/2023 年以来的未来 12 个月预期 PE 均值为 3.7/4.4x, 美股 2021 年上半年预期 PE 区间在 2.8-7.7 倍。我们认为随监管风险下降, 以及宏观经济复苏推进, 互联网金融行业有望迎来温和估值修复, 同时贷款质量保持平稳和盈利改善有望支撑 PE 估值表现。我们基于 PE 估值法给予奇富科技美股/港股每 ADS/每股目标价为 48.2 美元/186.3 港币, 基于 2025 年每 ADS/每股盈利 7.42 美元/28.66 港币的预测和 6.5 倍 2025 年预期 PE。

DCF 估值法: 我们使用三阶段 DCF 估值法对奇富科技进行估值。

阶段一: 我们预计 2025/2026/2027 年归母净利润为人民币 71/77/82 亿元。

阶段二: 我们假设 2028-2038 年, 由于新业务增速在高基数效应下逐步放缓, ROE 下降, 资本投资快速放缓。我们假设 2028-2038 年 ROE 和资本增速匀速下降。

阶段三: 我们假设长期资本回报缓慢下降, 再投资资本增速逐步下滑至 0.5%。我们假设 2038-2075 年 ROE 和资本增速匀速下降。

我们假设 2025-2027 年派息率约为 20% (2H24 派息率 20%), 美股/港股股票风险溢价为 850/1020 个基点, 权益成本为 15.25/20.86%。采用 DCF 估值法得出的奇富科技美股/港股每 ADS 每股目标价为 63.0 美元/255.5 港币。

图表1: 奇富科技: 美股关键假设

无风险利率 (%)	2.5					
市场风险溢价 (%)	8.5					
假设杠杆率 (x)	1.5					
权益成本 (%)	15.25					
(人民币百万元)	2025E	2026E	2027E			
投入资本	22,575	26,307	32,817			
归母净利润	7,130	7,712	8,162			
(%)	2026E	2027E	2028E	2029E	2038E	2075E
资本回报率 (50 年)	34.2	31.0	24.0	24.0	20.0	10.0
资本增速 (50 年)	16.5	24.7	15.0	15.0	12.0	0.5

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

图表2: 奇富科技: 港股关键假设

无风险利率 (%)	2.5					
市场风险溢价 (%)	10.2					
假设杠杆率 (x)	1.8					
权益成本 (%)	20.86					
(人民币百万元)	2025E	2026E	2027E			
投入资本	22,575	26,307	32,817			
归母净利润	7,130	7,712	8,162			
(%)	2026E	2027E	2028E	2029E	2038E	2075E
资本回报率 (50 年)	34.2	31.0	24.0	24.0	20.0	10.0
资本增速 (50 年)	16.5	24.7	15.0	15.0	12.0	0.5

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

图表3：奇富科技：季度预测

(百万人民币)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E
盈利数据						
信贷驱动服务收入	3,016	2,912	2,901	2,890	3,111	3,101
平台服务收入	1,137	1,248	1,469	1,593	1,580	1,577
总收入	4,153	4,160	4,370	4,482	4,691	4,677
运营成本和费用						
撮合、发起及服务	(736)	(722)	(708)	(735)	(714)	(734)
融资成本	(156)	(161)	(147)	(127)	(123)	(132)
销售及营销	(416)	(366)	(420)	(524)	(591)	(556)
拨备	(1,375)	(830)	(714)	(1,050)	(1,091)	(771)
其他开支	56	(3)	(24)	(114)	49	(146)
净利润	1,160	1,377	1,799	1,913	1,797	1,681
归母净利润	1,164	1,381	1,803	1,917	1,800	1,686
每股数据 (人民币)						
基础 EPS	3.73	4.54	6.20	6.70	6.41	6.19
摊薄 EPS	3.65	4.46	6.09	6.62	6.31	6.07
基础每 ADS 盈利	7.46	9.08	12.40	13.40	12.82	12.39
摊薄每 ADS 盈利	7.30	8.92	12.18	13.24	12.62	12.14
每 ADS 股息 (美元)	-	0.60	-	0.70	-	0.70
派息率		27.0%		20.1%		20.0%
关键指标						
贷款余额	169,920	157,778	127,727	137,014	140,273	137,563
- 重资本	62,323	53,961	53,649	57,415	69,632	56,164
- 轻资本	107,597	103,817	74,078	79,599	70,641	81,399
新增放款量	76,784	72,864	82,436	89,885	88,883	87,702
- 重资本	38,731	33,520	37,040	42,089	45,072	37,923
- 轻资本	60,506	61,905	45,396	47,796	43,811	49,779
收入 take rate (年化)	9.3%	10.2%	12.2%	13.5%	13.5%	13.5%
- 重资本	18.0%	20.0%	21.6%	20.8%	19.6%	19.7%
- 轻资本	4.1%	4.7%	6.6%	8.3%	8.4%	8.3%
净利润 take rate	2.6%	3.4%	5.7%	5.9%	5.4%	4.9%

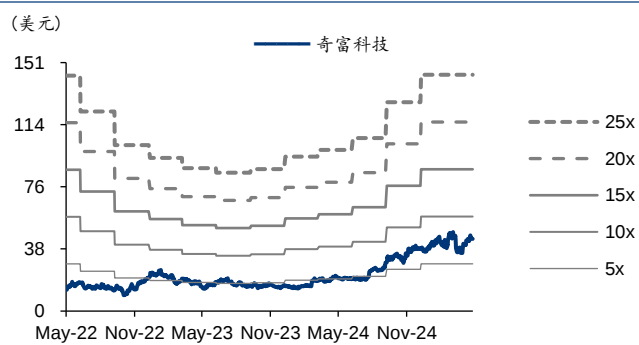
资料来源：公司公告，华泰研究预测

风险提示

我们的盈利预测和目标价面临的风险包括：

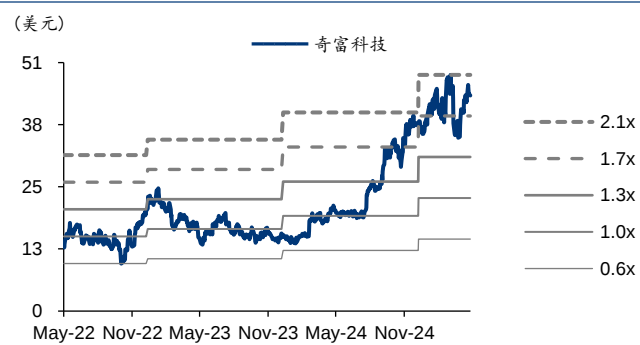
- 1) 宏观经济风险可能带来新增贷款增速下滑、获客成本高于预期、贷款质量恶化等；
- 2) 奇富科技平台促成贷款的综合利率下行可能影响公司的盈利能力；
- 3) 互联网金融行业监管超预期加强或者调整可能对公司业务模式和盈利能力带来影响。

图表4: 奇富科技 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表5: 奇富科技 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

损益表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
核心业务收入	16,290	17,166	18,730	19,972	21,568
投资收益净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
收入及其他收益	16,290	17,166	18,730	19,972	21,568
雇员及相关费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资讯技术支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他运营支出	(11,433)	(9,637)	(9,777)	(10,367)	(11,214)
EBITDA	4,857	7,529	8,953	9,606	10,354
折旧及摊销	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运利润	4,857	7,529	8,953	9,606	10,354
融资成本	217.31	237.02	371.02	359.92	330.61
其他成本	203.18	126.84	0.00	0.00	0.00
所占合资公司溢利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	5,277	7,892	9,324	9,965	10,685
税项	(1,009)	(1,644)	(2,211)	(2,270)	(2,539)
净利润	4,269	6,248	7,114	7,696	8,146
少数股东应占净利润	(16.76)	(16.20)	(16.07)	(16.07)	(16.07)
归母净利润	4,285	6,264	7,130	7,712	8,162

每股数据

会计年度 (人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股股息	7.74	9.49	10.66	13.41	14.79
EPS	26.72	42.04	54.81	67.50	73.98
EPS (最新摊薄)	26.08	41.28	53.83	66.29	72.65
每股净资产	134.36	170.36	191.02	238.44	297.45

资料来源：公司公告、华泰研究预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7,559	6,806	7,498	8,232	9,631
金融资产	3,119	1,725	1,373	1,483	1,602
应收账款	30,559	31,494	31,994	35,134	38,412
无形资产	3.40	4.96	4.96	4.96	4.96
于合资公司的权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他资产	4,579	8,103	10,159	10,466	13,554
总资产	45,819	48,133	51,029	55,321	63,204
保证金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融负债	19,681	18,112	17,360	18,440	19,513
结算所基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	798.60	1,370	6,481	6,640	6,814
其他负债	3,329	4,405	4,533	4,667	4,808
总负债	23,809	23,886	28,374	29,747	31,135
股东股本权益	21,937	24,190	22,599	25,518	32,013
少数股东权益	72.37	56.18	56.18	56.18	56.18
股本权益总额	22,010	24,246	22,655	25,574	32,069

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (倍)	4.31	6.79	5.90	4.80	4.40
PB (倍)	0.84	1.64	1.67	1.34	1.07
ROE	21.00	27.20	30.50	31.60	27.60
ROA	9.90	13.30	14.30	14.40	13.50
股息率	6.90	3.40	3.30	4.20	4.60

免责声明

分析师声明

本人，李健、陈宇轩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李健、陈宇轩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司