下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

互金消费信贷规模和风险或面临挑战

华泰研究

2026 年 10 月 22 日 | 中国内地 专题研究

历经 4Q25《助贷新规》落地之后的波动，互金行业在 1H26 有所恢复，但下半年放款和贷款质量或承压。此前，贷款定价下降使平台减少对高风险客群的投放，行业缩量又加大了共债用户的还款压力，推高贷款风险。进入 2026 年，随着定价趋稳、存量风险逐步出清，部分头部平台恢复放款，奇富和信也的盈利也有所回升。然而，6 月底桔子数科事件促使资金方收紧合作，放款收缩可能加大共债用户的资金周转压力，催收环境变化也可能拖累回款。若风险继续回升，平台可能进一步收紧授信，短期放款及盈利修复也会受到约束。奇富和信也较充足的拨备有助于抵补信用损失。互金平台拓展数科业务，并布局海外市场，寻求国内助贷之外的增长。

互金行业近期或面临压力

26 年贷款定价上限未进一步压降，互金平台的经营压力逐步转向资金供给和贷款回收。6 月底出现风险事件后，部分银行和消费金融公司开始排查助贷合作中的资金流转风险，并压降合作额度。资金方收紧合作导致平台放款减少，加大了部分共债用户的资金周转压力，风险也可能沿共债链向其他平台传导。与此同时，催收行业的整顿亦在同步进行，部分外包催收机构暂停展业或退出，短期催收资源趋紧，影响逾期贷款的及时回收，并增加后续回款难度。结合近期风险事件与降低融资成本的政策导向，后续或需关注助贷监管是否提高合作准入要求，以及是否对平台分润和融资渠道进行约束。

放款量：一波未平，一波又起

上半年头部平台放款降幅收窄，下半年资金收紧或使放款量收缩。1H26 贷款定价趋稳、资产质量改善，部分平台开始恢复投放，2Q26 陆控和信也国内业务的放款量环比分别增长 5%和 6.5%。我们估计，奇富剔除科技解决方案业务后的放款降幅收窄至 4%。但桔子数科事件后，部分资金方压降合作额度，由资金方承担信用风险的纯助贷业务更易被削减。我们预计 3Q26 奇富剔除科技解决方案业务、信也国内业务及乐信整体放款量环比分别下降约 25-35%、55-65%和 55-65%。传统助贷业务承压，平台开始更多地开展数科业务，为金融机构自有客户提供风控服务。信也则继续拓展海外市场，2Q26 海外放款同比增长 18.8%，海外运营利润占比升至 10.1%。

贷款质量：2H26 贷款质量或承压

上半年贷款风险从高点回落，但 7-8 月早期逾期有所反弹。从 4Q25 到 2Q26，奇富、信也的首日逾期率分别由 6.1%、5.5%降至 5.6%、5.3%，30 天回款率由 84.1%、86.0%升至 88.1%、89.0%，C-M2 由约 0.97%、0.77%降至约 0.66%、0.56%。此后资金收紧加大共债用户的周转压力，催收资源减少又拖累回款。信也表示 7 月首日逾期率较二季度上升约 20%，奇富 8 月 FPD3/FPD7 较 7 月亦上升约 20%。风险回升或通过增加拨备压低净利润，并可能侵蚀净资产。按 2Q26 末余额静态测算，不考虑后续盈利及新增拨备，乐信放款口径 Vintage 损失率为 5.5%时，净资产或减少约 13%；奇富、信也损失率分别为 7.8%、6.8%时，净资产或分别减少约 1.4%、0.5%。

盈利：2H26 或面临压力

二季度奇富和信也的盈利回升，乐信继续下降。2Q26 奇富调整后归母净利环比增长 7.1%，信也归母净利润环比增长 6.4%，净利润 take rate 分别升至 2.97%和 2.61%。奇富主要受益于拨备回拨及服务费用下降，信也的收入增长则覆盖了信用成本增加。乐信收入端 take rate 下降、信用成本上升，归母净利润环比下降 49.7%，净利润 take rate 降至 0.43%。小赢盈利仍处低位，嘉银录得亏损。下半年盈利或同时受到规模收缩与风险上行的影响。

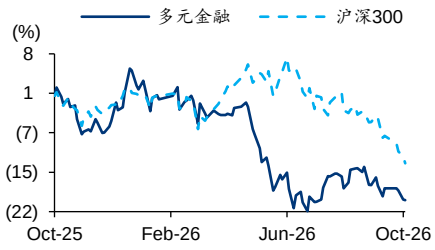
风险提示：放款量增长和贷款质量受经济、监管变化影响。

多元金融 增持（维持）

李健，PhD 研究员
SAC No. S0570521010001 lijian@htsc.com
SFC No. AWF297 +(852) 3658 6112

陈宇轩* 研究员
SAC No. S0570524070010 chenyuxuan020827@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

互金行业近期或面临压力 3
桔子数科事件引发连锁反应 3
催收环境变化影响贷款催收 4
对定价上限的监管要求保持稳定 5
关注助贷合作安排及资金来源是否变化 6
放款量：一波未平，一波又起 8
上半年《助贷新规》影响仍在持续 8
下半年的放款量受资金端约束 9
二季度新增借款人数量下降，单位放款量的获客成本有所回落 10
轻资本业务或收缩 11
数科和海外业务成为突破口？ 11
贷款质量：26 年下半年贷款质量或承压 13
26 年上半年贷款质量有所改善 13
下半年贷款质量或面临挑战 14
风险上涨可能侵蚀净资产 15
风险水平孰高孰低？ 16
盈利：上半年回暖但下半年或面临压力 19
风险提示 21

下载日志已记录，仅供内部参考

互金行业近期或面临压力

2026 年下半年，互金平台的经营压力或正由贷款定价调整转变为资金供给减少和资产质量承压。二季度奇富和信也的 C-M2 均有改善，但 6 月底同业风险事件后，部分资金方开始重新评估助贷业务风险和合作平台的质量，行业资金供给有较为明显的下滑。而行业内存在一定程度的“共债”，流动性降低可能会使风险沿着共债链传导。无独有偶，7-8 月份开始催收环境发生重大变化，又进一步影响贷款回收。我们预计下半年放款规模收缩与信用成本上升或共同压制互金行业的盈利，修复节奏取决于资金供给恢复、催收产能调整、新增贷款的风险压降，以及存量高风险贷款的出清。

近期贷款定价上限并未出现统一再下调，但原有压降要求仍在落实，关注后续监管变化。25 年监管的重点是对贷款定价的调整，对不同资金主体的贷款定价上限分别做出了不同的要求，将贷款定价上限从 36%的基础上调降。进入 26 年，监管暂未对贷款定价做出进一步指导，各类资金方逐步落实既有监管要求。多家银行公示的个人贷款或互联网合作贷款利率上限为年化 24%。消费金融公司的贷款利率上限同样为 24%，但要一并落实平均定价不高于 20%的指导；小贷公司则需要向四倍 LPR 压降。考虑到下半年的风险事件，以及压降社会融资成本的整体导向，后续可能需要关注监管对助贷平台分润比例的要求是否发生变化、以及金融机构可合作平台的数量及银行资金的可投资范围等是否有变化。

桔子数科事件引发连锁反应

桔子数科截留借款人还款，平台于 6 月下旬出现风险事件。平台首先通过所谓“激励”诱导用户借款。用户在平台上申请借款并在短期内全额偿还，即可获得数十元佣金。用户参与的主要目的是赚取返利，并未实际持续使用贷款，但银行和消费金融公司发放的仍是其名下的真实贷款。用户还款时，平台将还款截留，平台端显示还款成功，但资金方未结清的贷款却逐笔累积。随后借款人发现征信出现异常，在向相关部门反映情况后，桔子数科在 6 月底被辽宁警方立案侦查。

图表1：辽宁警方关于桔子数科的通报



资料来源：辽宁营口市公安局西市分局，华泰研究

桔子数科的风险事件触发了资金方对助贷合作风险的重新评估。在桔子数科风险事件出现后，首当其冲受到影响的是与桔子数科合作的资金方。这些资金方所发贷款流入了桔子数科的账户，在向桔子数科追偿的同时迅速终止了相关合作。例如陕西长银消金于 6 月 28 日发布公告称已经与“桔子数科”“桔子轻舟”停止业务合作，并启动了应急处置程序。桔子事件随后发酵，部分金融机构加强了对助贷合作中资金流转和账户管理的排查，并调整合作额度及新增投放安排。9 月 4 日，中国互联网金融协会表示金融机构对合作助贷平台进行了全面排查，暂未发现类似问题，因此目前为止桔子数科事件仍被视作个例。尽管如此，金融机构仍保持谨慎，不但仍在审慎开展与助贷平台的合作，并且在助贷合作伙伴的选择上也相对严格。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表2：陕西长银关于桔子事件的公告



公告

2026年6月28日

尊敬的客户：

近日互联网出现了关于“桔子数科”“桔子轻舟”的负面舆情信息，我公司现已与“桔子数科”“桔子轻舟”停止业务合作，启动了应急处置程序，积极与相关方面协商处置措施，我公司特此郑重公告，请勿再通过“桔子数科”“桔子轻舟”渠道办理还款业务。

资料来源：长银消金官网，华泰研究

资金方收紧合作已反映在 7 月放款变化中，但各平台的收缩幅度并不一致。由于资金方变得谨慎，互金行业的资金供给开始收缩，这直接影响了各个平台的放款量。在 2Q26 的业绩会上，奇富科技表示 7 月放款量已经环比收缩 15%（其中 10%由于资金供给收紧，5%由于公司看到风险后收紧授信），并在 8 月进一步收缩，我们预计 3Q26 奇富科技的放款量可能环比下滑约 25-35%(不含数科业务)。信也科技则表示 7 月国内业务放款量下滑了 50%，8 月部分完成自查的银行逐步恢复对接，但投放尚未恢复到 7 月前水平，我们预计 3Q26 国内放款量可能环比下滑约 55-65%。乐信同样面临压力，公司表示 3Q26 放款量可能显著下降，我们预计可能环比下滑约 55-65%，其中传统消金业务的收缩将较为显著。

行业资金供给的下降可能会使风险沿共债链传导。共债是指同一借款人在多个平台或金融机构同时负有债务，其中部分借款人依赖新增融资弥补短期现金流缺口。当某一渠道压降额度，借款人在其他平台的偿还能力也可能受影响。若多个资金方同时收紧，原先分散在不同贷款账户中的风险便可能集中暴露。互金平台的特点是，平台越下沉、定价越高，其用户的共债通常越多。原因很简单，需要借“贵钱”的用户通常由于“便宜钱”已经不能借更多了。因此对于定价较高的平台，其用户通常共债较多。多家机构同时调整授信额度，会减少部分借款人可获得的新增融资，并增加其偿付压力，风险或将沿共债链传导。事实上，奇富在业绩会上表示其 8 月 FPD3/FPD7 环比上升约 20%，并预计 C-M2 可能会环比提升约 25%（幅度）。

风险上行后的主动收紧授信，将进一步压低短期放款，并延后盈利恢复。为应对资产质量压力，互金平台开始逐步收紧授信，减少高风险客群的新增投放。这有助于改善新发放贷款的风险表现，但也会限制可获批客户范围及信贷需求的转化，与资金端供给收缩共同压低放款规模。授信调整主要作用于新增资产，存量贷款的还款压力和潜在损失仍需逐步消化，因此，新资产质量改善传导至整体信用成本下降存在时滞，短期缩量对收入的影响可能先于风控调整的收益体现。

我们预计互金平台下半年的盈利或将面临规模收缩和风险成本上升的压力。放款减少将削弱新增业务的收入贡献；随着存量贷款逐步偿还，新增投放不足将进一步压低后续收入基础。与此同时，资产质量承压将增加承担信用风险业务的减值或担保损失，资金成本上升则会进一步压缩单笔贷款的盈利空间。在贷款定价上限约束下，平台通过提高定价转嫁成本的空间有限，信用成本与资金成本的上升或将压制单位贷款的盈利性。

催收环境变化影响贷款催收

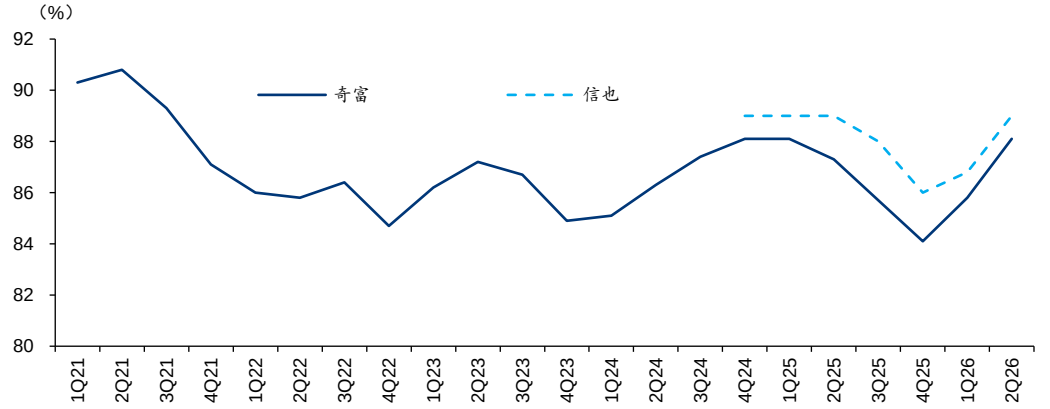
8 月以来催收行业持续整顿，主要针对软暴力催收，涵盖以电话或短信反复骚扰、公开隐私及线下跟踪恐吓等方式，向欠款人及其关系人施压追债的行为。

催收资源调整也对部分平台的短期回款形成影响。从长期看，整治违规催收有助于减少对借款人的滋扰和隐私侵害，推动贷后管理规范化。但在调整初期，部分机构暂停业务或退出市场，可能造成催收资源阶段性紧张。平台重新分配案件、补充人员及调整作业流程需要时间，短期内可能难以补足原有产能，影响对逾期客户的及时触达和还款安排。早期回款率下降后，更多贷款可能向较长逾期账龄滚动，进一步增加后续回收难度，并推升信用损失压力。值得一提的是，催收行业的调整或许不仅仅只是影响互金行业，对于部分依赖外部催收的银行和消金公司可能也会产生一定影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

2023 年下半年的催收线路管控，曾对平台回款及资产质量形成类似影响。当时，运营商逐步加强对部分金融催收外呼线路的管控。奇富科技在 2023 年四季度业绩会上表示，11 月开始的线路管控降低了行业催收电话接通率，对当季风险指标产生明显影响。公司 30 天回款率由二季度的 87.2%降至三季度的 86.7%，四季度进一步回落至 84.9%。催收触达效率下降可能使部分逾期贷款无法及时回收，加重了存量资产的风险消化压力。

图表3：奇富和信也的 30 天回款率



资料来源：各公司公告，华泰研究

对定价上限的监管要求保持稳定

2025 年的监管重点是规范贷款定价。《助贷新规》规范贷款定价。2025 年 4 月，国家金融监督管理总局发布《加强商业银行互联网助贷业务管理 提升金融服务质效的通知》（《助贷新规》），并将于 2025 年 10 月正式落地。《助贷新规》是继 2023 年《金融管理部门善始善终推进平台企业金融业务整改 着力提升平台企业常态化金融监管水平》后，互金行业的又一个标志性文件。《助贷新规》主要包括两方面内容：第一是落实总行主体责任，同时推动实施白名单制管理，提高合作机构准入标准，第二是规范贷款定价机制，要求贷款定价与业务风险情况相匹配，并通过引用《最高人民法院关于进一步加强金融审判工作的若干意见》（《意见》），指出贷款定价超过 24%的部分可能一定程度上不受法律保护。

不同资金主体的贷款定价约束存在差异，银行助贷、消费金融和小贷业务分别适用不同的上限或压降要求。银行方面，多家机构近期公示的互联网平台贷款及个人消费贷款综合融资成本上限仍为 24%。消费金融公司方面，据《财经》报道，部分地方监管自 2025 年四季度提出窗口指导，要求新发放贷款的平均综合融资成本不超过 20%，过渡期至 2026 年一季度末。平均定价约束促使消金公司增加低定价客群投放，并压缩高定价业务占比。部分消金公司甚至将贷款利率上限压至 20%。例如蒙商消金和南银法巴消金均把利率上限定为 20%。对于小贷公司，则按照《小额贷款公司综合融资成本管理工作指引》分阶段压降定价，新发贷款综合融资成本不得超过年化 24%；2026 年底前，超过一年期贷款市场报价利率（LPR）四倍的新发贷款占比应明显下降；原则上最晚于 2027 年底前，全部新发贷款综合融资成本应降至一年期 LPR 的四倍以内。

2026 年银行助贷的定价上限总体保持稳定，监管要求主要体现为既有定价约束的落实，以及贷款息费披露的规范。从 7 月底多家银行发布、8 月 1 日起执行的公示看，相关业务的综合融资成本上限仍为 24%。消金平均定价向 20%及以内调整、小贷向四倍一年期 LPR 压降，则沿各自既定安排推进。2026 年 8 月 1 日起施行的《个人贷款业务明示综合融资成本规定》进一步要求贷款机构展示各项息费及年化水平，明示正常履约成本和违约情况下的或有成本，并要求加强对营销获客、担保增信等合作机构的管理。借款人承担的全部融资成本因而更加透明，平台及合作机构通过各类名目额外收费的空间也受到进一步约束。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：部分金融机构消费贷款的定价上限

机构	适用贷款范围	年化上限	执行日期
工商银行	个人消费贷款（不含信用卡贷款）	6%	2026 年 8 月 1 日
中信银行	合作类个人互联网贷款	24%	2026 年 8 月 1 日
天津银行	互联网平台贷款及个人自营消费贷款，不含信用卡	24%	2026 年 8 月 1 日
苏州银行	个人消费贷款及个人经营贷款，不含信用卡	24%	2026 年 8 月 1 日
长安银行	个人贷款，不含信用卡透支	24%	2026 年 8 月 1 日
蒙商消金	个人消费贷款	20%	2026 年 8 月 1 日
南银法巴消金	个人消费贷款	20%	2026 年 8 月 1 日
马上消金	个人消费贷款	24%	2026 年 8 月 1 日
蚂蚁消金	个人消费贷款	24%	2026 年 8 月 1 日

资料来源：各公司公告，华泰研究

图表5：互联网金融业务主要监管政策文件

时间	监管文件
2010 年 3 月	融资性担保公司管理暂行办法
2013 年 11 月	消费金融公司试点管理办法
2017 年 12 月	**关于规范整顿“现金贷”业务的通知，141 号文**
2015 年中-2019	针对 P2P 的多项监管措施
2018 年 12 月	关于做好网贷机构分类处置和风险防范工作的意见，175 号文
2019 年 1 月	关于进一步做好 P2P 网络借贷合规检查和后续工作的通知
2020 年 7 月	商业银行互联网贷款管理暂行办法
2020 年 8 月	最高人民法院关于修改《关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》的决定
2020 年 9 月	关于加强小额贷款公司监督管理的通知
2020 年 11 月	**网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）**
2021 年 1 月	消费金融公司监管评级办法（试行）
2021 年 1 月	征信业务管理办法（征求意见稿）
2021 年 2 月	关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知
2021 年 3 月	关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知
2021 年 9 月	征信业务管理办法
2022 年 7 月	关于加强商业银行互联网贷款业务管理 提升金融服务质效的通知
2023 年 7 月	**金融管理部门善始善终推进平台企业金融业务整改 着力提升平台企业常态化金融监管水平**
2023 年 12 月	消费金融公司管理办法（征求意见稿）
2024 年 3 月	消费金融公司管理办法
2024 年 8 月	小额贷款公司监督管理暂行办法（征求意见稿）
2025 年 1 月	小额贷款公司监督管理暂行办法
2025 年 4 月	**加强商业银行互联网助贷业务管理 提升金融服务质效的通知**
2026 年 3 月	个人贷款业务明示综合融资成本规定
2026 年 4 月	金融产品网络营销管理办法（9 月 30 日起实施）

资料来源：国家金融监督管理总局，人民银行，华泰研究

关注助贷合作安排及资金来源是否变化

近期风险事件后，助贷合作中的资金划转和贷后管理是否变化值得关注。当借款人还款经过平台或关联担保机构账户，再划转至贷款机构时，款项能否及时足额到账、平台与资金方账务能否准确核对，直接关系到回款安全。还款账户和支付权限如何设置，以及金融机构能否及时掌握资金流向，是其中的重要环节。贷后管理方面，自有催收团队与外包机构的分工、是否存在多层转包，也会影响责任落实和贷款回收。同时，合作平台数量与金融机构管理能力是否匹配，平台的交易场景及客户质量如何，均关系到合作的稳定性。资金方实际合作名单和额度安排是否变化，仍值得持续留意。

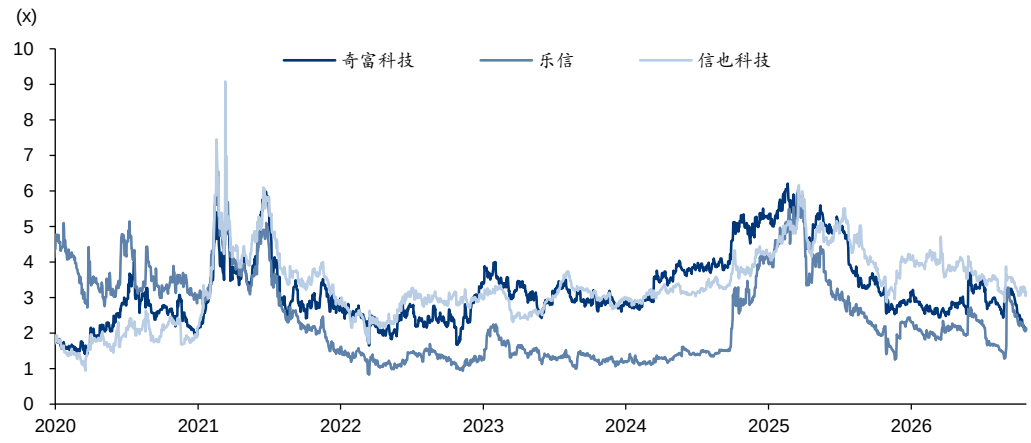
在降低社会综合融资成本的导向下，平台分润比例与资金方风险承担之间的匹配值得留意。助贷贷款的收入需要覆盖资金成本、平台服务费用和信用损失。尤其在纯助贷模式下，平台按贷款利息分成，信用损失主要由资金方承担；平台收费占比较高时，资金方可用于覆盖风险的收入便相对有限。《助贷新规》已要求银行结合成本和合理收益核定合作费用上限，后续互金平台和资金方的具体分润比例值得关注。在现有要求下，分润比例和各类服务费用的实际执行情况，会影响轻资本业务的单笔收入；资金方扣除合作费用后的收益能否覆盖信用损失，也关系到其持续投放的意愿。

下载日志已记录，仅供内部参考

消费信贷资金来源的管理也值得关注。除直接开展助贷合作外，银行自营、理财及信托资金还可以通过消费信贷 ABS 和非标产品参与相关业务。融资形式虽然不同，最终承担的仍是底层借款人的信用风险；多层交易安排也可能增加识别实际风险承担方、核查底层资产的难度。随风险事件暴露，如何识别底层资产风险或许将变得更加重要，关注银行和理财资金是否会细化各类资金参与消费信贷资产的范围和条件，并对部分投资施加更严格的限制。若银行及理财资金参与相关产品的范围收窄，或信托参与消费信贷的规模下降，平台通 ABS 等方式回笼资金的能力可能减弱，进而影响新增放款，并增加对资本实力和其他融资渠道的要求。

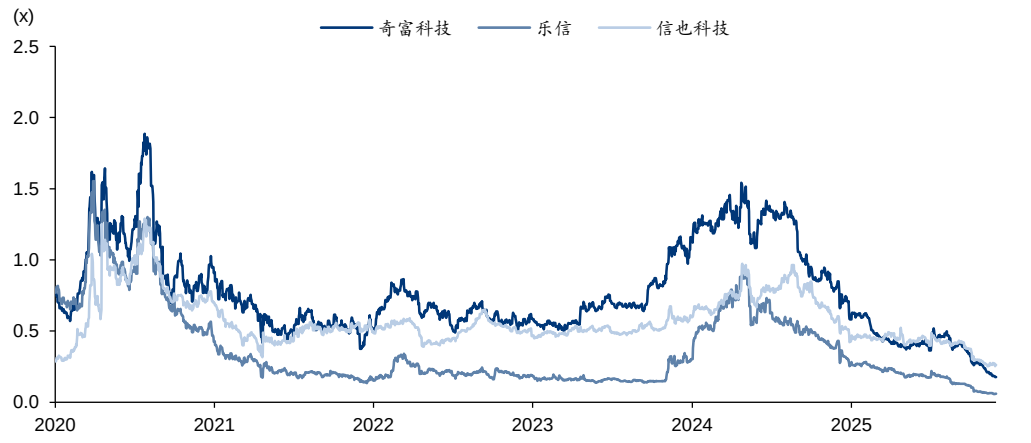
近期互金行业股价和估值承压。由于外部环境的变化，互金公司业绩的预期走低，同时估值受到扰动。截至 2026 年 10 月 22 日，奇富/乐信/信也的 12 个月预期 PE 为 2.1/2.1/3.1，12 个月预期 PB 为 0.177/0.06/0.263x。

图表6：互金平台 12 个月预期 PE 对比



注：数据截至 2026 年 10 月 22 日
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

图表7：互金平台 12 个月预期 PB 对比



注：数据截至 2026 年 10 月 22 日
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

放款量：一波未平，一波又起

放款量上半年降幅收窄，下半年或因资金收紧而下滑，数科和海外业务成为平台寻求增长的重要方向。《助贷新规》落地后，贷款定价下调推动平台压降高风险客群，行业放款量整体收缩。2026 年上半年，随着定价要求趋稳、前期授信调整带动风险改善，头部平台放款降幅逐步收窄，部分平台在二季度恢复环比增长。但 6 月底桔子数科风险事件引发资金方收紧合作额度，行业缩量叠加催收环境变化，又可能推高贷款风险，促使平台进一步收紧授信。我们预计 3Q26 奇富扣除科技解决方案业务、信也国内业务及乐信的放款量，环比可能分别下降约 25-35%、55-65%和 55-65%。资金方也更倾向于保留有风险分担和增信支持的合作，纯助贷业务受到的冲击更大，轻资本业务占比预计继续下降。与此同时，平台减少新客投放、提高对老客的依赖，营销费用占放款量的比例或有所回落。面对传统助贷业务的持续收缩，奇富、乐信通过数科业务服务金融机构自身的客户，信也则依托海外市场拓展收入和利润来源，2Q26 海外营收及运营利润已分别占集团的 27.3%和 10.1%。

上半年《助贷新规》影响仍在持续

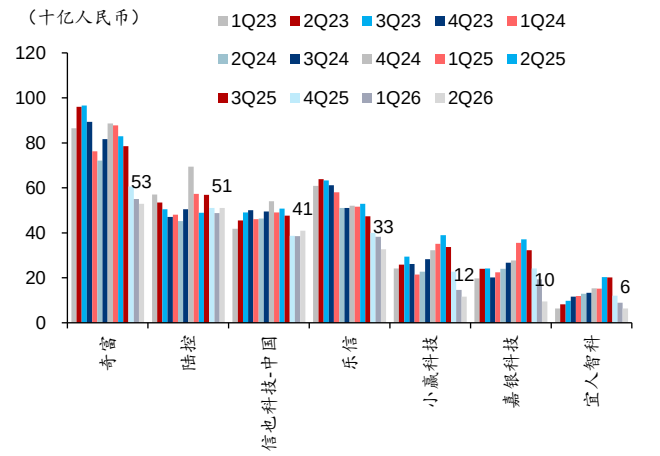
《助贷新规》落地后，平台放款量整体收缩。《助贷新规》于 2025 年 10 月落地，推动助贷业务的综合融资成本从此前最高 36%压降至最高 24%。定价下调对互金行业的影响较为深远，最直接的是盈利空间变薄，因为资金成本、信用成本和获客费用很难随着贷款定价同步下降。进一步看，降价还会带来行业规模收缩，部分高风险客群原本需要较高的贷款定价才能覆盖风险成本，降价后，这部分业务可能难以盈利，平台自然会减少投放，或退出相关客群。从短期看，由于行业内可能存在一定程度共债，多家平台同时收紧授信，会使部分借款人可用于周转的资金减少，而原有贷款仍需偿还，还款压力因而上升。风险抬升又使平台进一步收紧授信，或带来新一轮放款收缩。

沿此逻辑，各平台放款量的收缩幅度会有一定差异。贷款平均定价本就较低的平台，需要压降的高定价业务较少；客群更优质、共债程度较轻的平台，受到资金收缩的冲击也相对较小。此外，风偏较高、愿意承受短期风险波动的平台，也可能维持相对较大的放款规模。因此，平台之间的放款降幅差异，同时反映了客群结构和授信策略的不同。我们估算，2Q26 陆控、信也科技（中国业务）、乐信（扣除数科业务）和奇富（扣除科技解决方案业务）的放款量，较 3Q25（《助贷新规》落地前）分别下滑 10%、14%、31%和 33%。其中，奇富的放款降幅最大，但其风险数据仍相对较好。结合下图中各平台贷款定价的下调情况，我们更倾向于认为，奇富的收缩主要体现了相对谨慎的经营策略，公司主动减少较高风险、较高定价客群的放款，以短期规模收缩换取新增资产质量的改善。再看第二梯队平台，放款量的下滑更为明显。小赢、嘉银和宜人智科 2Q26 的放款量较 3Q25 分别下滑 65%、70%和 69%。

头部平台 2026 年上半年放款量仍在收缩，不过降幅逐步收窄，部分平台在二季度开始恢复增长。我们认为，这主要是因为上半年贷款定价上限没有在 24%的基础上进一步压降，在经历了 4Q25 一个季度的业务调整后，平台的贷款或已经逐步符合监管要求，因降价而被迫清退部分客群的压力有所减轻。同时，前期收紧授信、调整客群的效果逐步体现，各平台的风险表现趋于稳定，继续大幅压降放款的必要性随之下降，部分平台开始适度恢复投放。因此头部平台的规模调整在二季度有所缓和。根据放款量数据测算，陆控、信也科技中国业务、乐信扣除数科业务及奇富扣除科技解决方案业务后的合计放款量，环比降幅由 1Q26 的 5.1%收窄至 2Q26 的 1.6%。从公司看，奇富的环比降幅由 1Q26 的 9%收窄至 2Q26 的 4%；陆控由一季度环比下降 4%转为二季度增长 5%；信也中国业务则由环比下降 0.5%转为增长 6.5%；乐信仍在继续调整，二季度放款量环比下降 14.5%。**不过尽管部分平台的放款量恢复增长，但仍然没有恢复到《助贷新规》落地前的水平。**

下载日志已记录，仅供内部参考

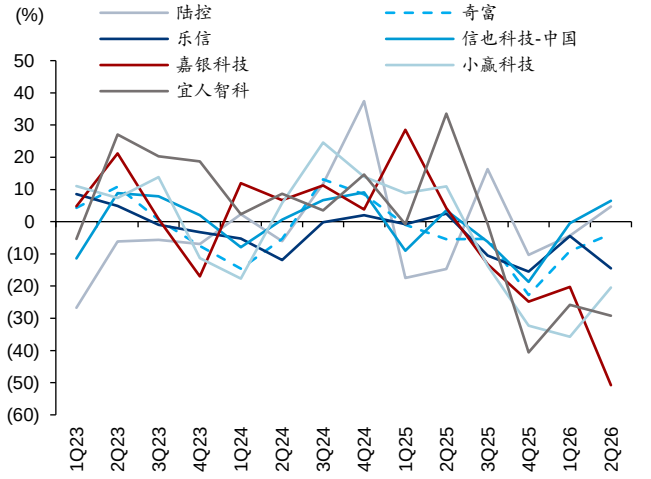
图表8：互金平台放款量



注：奇富的放款量扣除了科技解决方案的放款量，乐信扣除了数科业务的放款量，均由我们估算

资料来源：公司公告，华泰研究估算

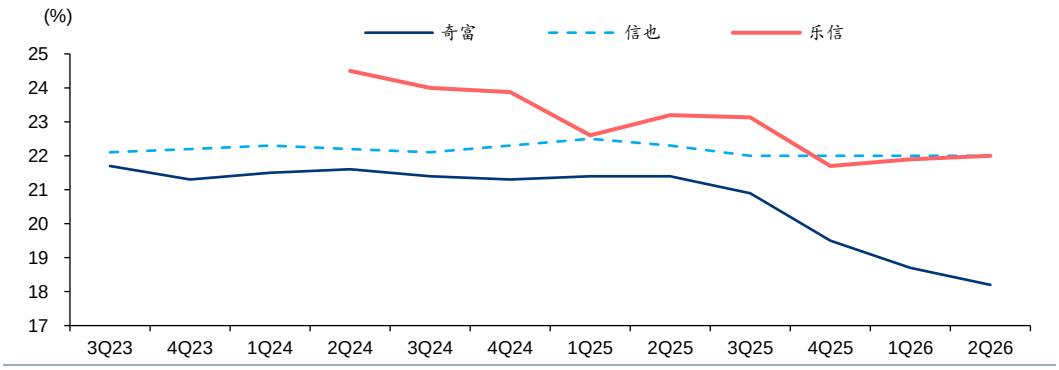
图表9：互金平台放款量环比增速



注：奇富的放款量扣除了科技解决方案的放款量，乐信扣除了数科业务的放款量，由我们估算

资料来源：公司公告，华泰研究估算

图表10：互金平台 APR



资料来源：公司公告，华泰研究

下半年的放款量受资金端约束

2026 年下半年，资金端约束或使互金平台放款量有所收缩。6 月底桔子数科风险事件暴露后，银行、消费金融公司等资金方开始排查助贷合作中的资金流转及风险管理问题，部分机构暂停新增投放或压降合作额度。即便平台自身经营合规，也可能因资金方整体收紧风险偏好而受到影响。此前能够正常匹配资金的借款需求，因合作机构减少投放而难以获得满足，上半年逐步恢复的放款节奏或因此被打断。奇富 7 月放款量环比下滑 15%；信也 7 月放款量环比下降约 50%；乐信指引 3Q26 放款量可能环比显著下降。资金压力在不同业务之间也有差异，由金融机构承担信用风险的业务，即轻资本模式，对资金方风险偏好的变化更为敏感；平台自身承担风险、能够提供增信支持的业务，获得资金的能力相对更强。平台可能寻求提高保证金比例，并计划增加重资本业务占比，以增强合作机构的投放意愿。

行业缩量与催收环境变化可能还会推高贷款风险，或促使平台进一步收紧授信。如前所述，行业存在一定程度共债，多家平台同步减少放款后，贷款风险可能会沿着共债链传导。同时，催收行业整治带来部分外包催收机构停业和催收产能调整，短期回款受到影响。风险上行后，平台会提高审批门槛、降低授信额度，并减少对高风险客群的投放，因此即使部分业务仍有资金可用，放款量也可能会因主动控制风险而继续收缩。

综合资金供给和授信调整情况，我们预计 3Q26 奇富不含科技解决方案业务的放款量环比下降约 25-35%，信也科技国内业务和乐信整体放款量的环比降幅均可能达到约 55-65%。其中，奇富智能信贷引擎（ICE）业务的收缩预计较为明显，主要由于其对接的资金方风险偏好较高，因此本轮资金收紧对该业务的影响可能较大。

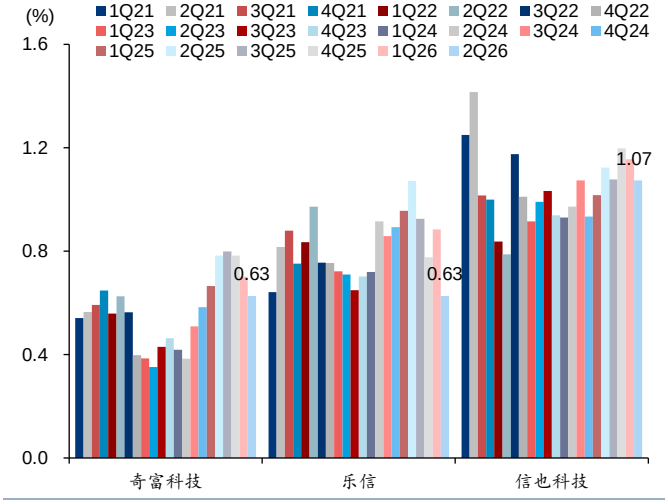
下载日志已记录，仅供内部参考

二季度新增借款人数量下降，单位放款量的获客成本有所回落

新增借款人数量下滑，按放款量衡量的获客成本回落。在监管趋严、行业规模收缩的背景下，平台对新增业务更加谨慎，获客投入也从扩大客户规模转向筛选更有回报、更优质的客户和渠道。2Q26 奇富新增借款人数由 1Q26 的约 60 万人降至约 40 万人，乐信由 150 万人降至 100 万人，信也国内业务则由 60 万人降至 50 万人。随着平台减少营销投放，按营销费用占放款量的比例衡量，获客费用负担开始下降。2Q26 奇富、乐信和信也的营销费用占放款量比例分别为 0.63%、0.63%和 1.07%，低于 1Q26 的 0.70%、0.88%和 1.16%。

一些平台按新增借款人数计算的单位获客成本有所上升，主要是因为新客数量下降得更快。以奇富为例，2Q26 营销费用环比下降 13.0%，但新增借款人数下降 33.3%，将总营销费用除以当季新增借款人数后，单位成本便由 1Q26 的约 760 元升至 992 元。与此同时，平台对老客复借的依赖有所提高，放款规模不再需要同等数量的新客来支撑。奇富老客贡献的放款比例由 1Q26 的 86.8%升至 2Q26 的 89.4%，既有客户的持续借款有助于减少重新获客所需的投入。笔均借款金额也保持在较高水平，奇富 2Q26 为 12,600 元，明显高于 2Q25 的 8,900 元，较大的单笔放款金额进一步摊薄了每单位放款对应的营销费用。

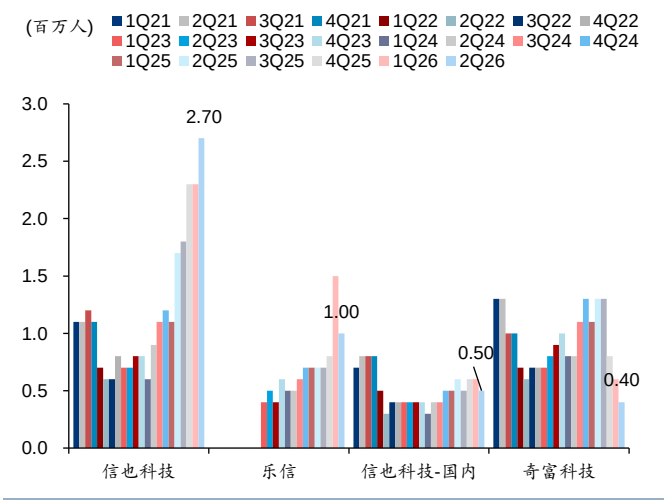
图表11：营销费用占新增放款量的比例



注：信也科技包括海外业务

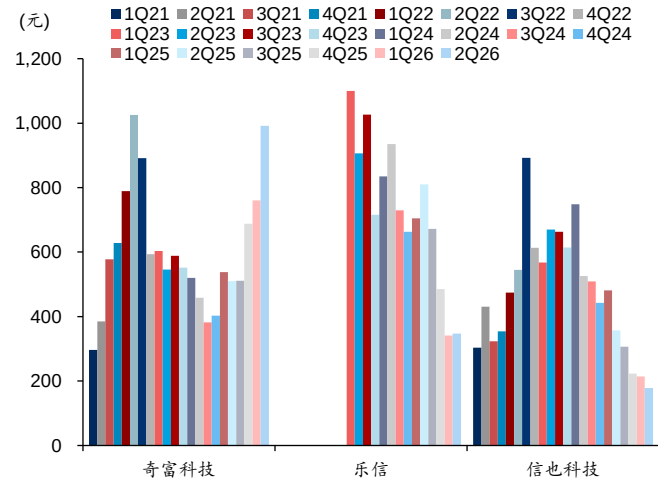
资料来源：公司公告，华泰研究

图表12：新增借款人数量



资料来源：公司公告，华泰研究

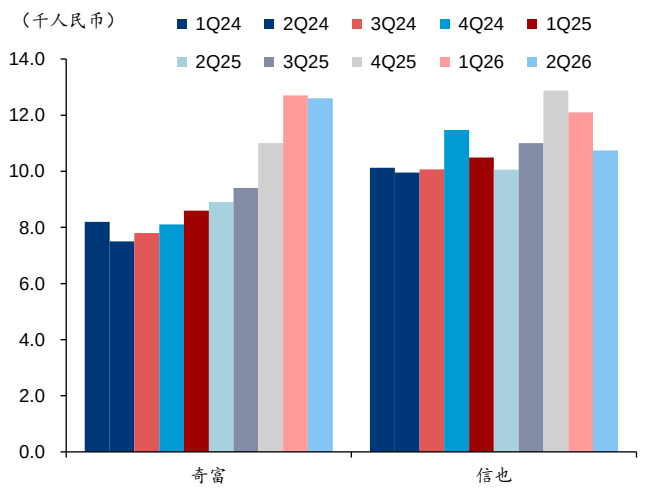
图表13：单位新增借款人的获客成本



注：单位获客成本 = 营销费用/新增借款人；信也包括海外数据

资料来源：公司公告，华泰研究

图表14：笔均额度



资料来源：公司公告，华泰研究

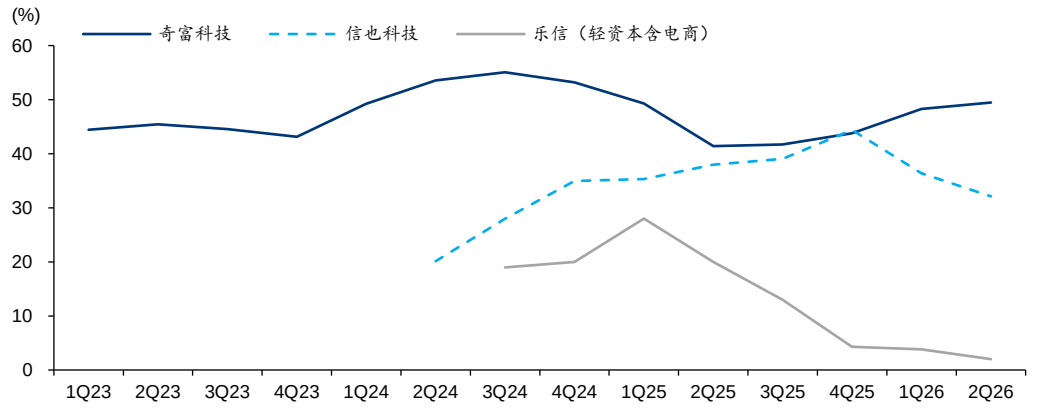
下载日志已记录，仅供内部参考

轻资本业务或收缩

资金方收缩投放时更倾向于压降纯助贷业务。轻资本模式下，平台主要负责获客、撮合及贷后服务，通常不承担贷款本金损失，资金方需要承担更多信用风险。我们认为，在行业风险上行、合作机构风险偏好下降的背景下，资金方会更看重合作平台的风险承担能力，优先保留有共同出资或增信支持的业务，纯助贷的轻资本业务因而面临更大的收量压力。重庆银行近期的调整提供了一个例证。据财联社 9 月 17 日报道，重庆银行更新的合作类个人互联网贷款产品名单中，美团“生活费”、美团“生意贷”和京东“金条”均已标注停止投放，保留的微粒贷则被列为“共同出资类（非助贷）”产品。其中，京东“金条”采用纯助贷模式。我们认为，这类调整反映出资金方对合作模式的筛选趋于严格，平台能否参与风险分担，将进一步影响其获取资金的能力。

随着平台增加自身风险承担，预计轻资本业务占比将进一步下滑。资金方减少纯助贷投放后，平台若希望维持合作规模，就需要增加保证金、担保或自有资金投入，部分原有轻资本业务也可能转向重资本模式。对于平台而言，承接这部分业务需要占用更多自有资金，并承担更多信用损失，重资本业务的扩张也因此受到自身资本实力和风险偏好的约束。截至 2Q26，奇富、信也和乐信的轻资产业务占比分别为 49.5%、32.1%和 2.0%。

图表15：轻资本业务新增放款量占比



注：奇富科技 1Q23-2Q24 扣除了其他科技解决方案业务的放款量
资料来源：公司公告，华泰研究

数科和海外业务成为突破口？

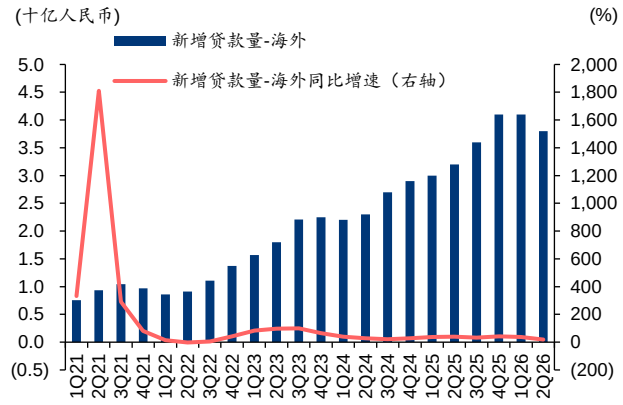
数科业务持续增长，互金平台开始更多地通过服务金融机构自身客户拓展业务。在传统助贷资金收紧的背景下，奇富、乐信等平台加大数科业务布局，将多年积累的风控经验用于金融机构自身的信贷业务。在这一模式下，借款人来自金融机构自身，互金平台无需自行获客，主要帮助金融机构识别信用风险、优化授信策略，并提供贷后管理等服务，收取相应服务费用。对于金融机构而言，这有助于提高自有客户的转化率，并扩大能够有效识别风险的客群范围；对于互金平台而言，则可以减少对外部流量和传统助贷合作额度的依赖。过去几个季度奇富和乐信的数科业务发展较快，部分对冲了传统消费信贷业务的收缩。

信也科技的海外业务持续扩张，对集团收入和利润的贡献逐步提高。公司于 2018 年进入印尼市场，2020 年进入菲律宾市场，随后通过收购当地贷款平台 Fundo 进入澳大利亚市场，将海外经营范围从东南亚拓展至发达市场。2Q26 海外放款量为人民币 38 亿元，同比增长 18.8%，占集团放款量的 8.5%；季末贷款余额为人民币 25 亿元，同比增长 19.0%。菲律宾业务因适应利率上限调整而阶段性收缩，使二季度海外放款量较一季度有所回落，不过印尼和澳大利亚业务的增长则提供了支撑，一定程度上弥补了菲律宾市场的收缩。盈利方面，2Q26 海外业务实现营收人民币 9.30 亿元，占集团营收的 27.3%；运营利润达到人民币 5,364 万元，环比增长 17.2%，占集团运营利润的比重由 1Q26 的 8.4%升至 10.1%。

下载日志已记录，仅供内部参考

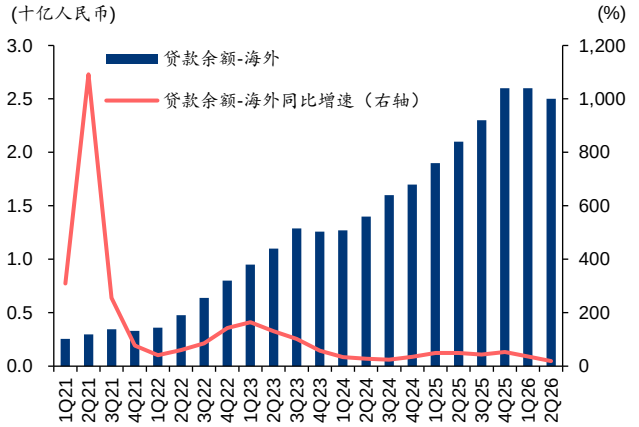
奇富亦推进海外业务布局，吴海生卸任 CEO 后将专注于海外业务发展。公司正在欧洲、北美及拉美市场推进风控模型本地化，其中欧洲已部署自研模型，并结合当地征信及开放银行数据优化风险识别；拉美业务则根据初期样本持续调整模型和客户筛选策略。东南亚市场的工作主要集中于牌照申请、团队搭建和合作探索。公司目前以小规模投入验证当地的风控及单客盈利表现，待业务模式成熟后再引入外部资金。26 年 9 月奇富公告吴海生将卸任 CEO 及董事职务，留在公司专注国际业务拓展，由原首席风险官郑彦接任 CEO 及董事。

图表16：信也科技：海外新增放款量



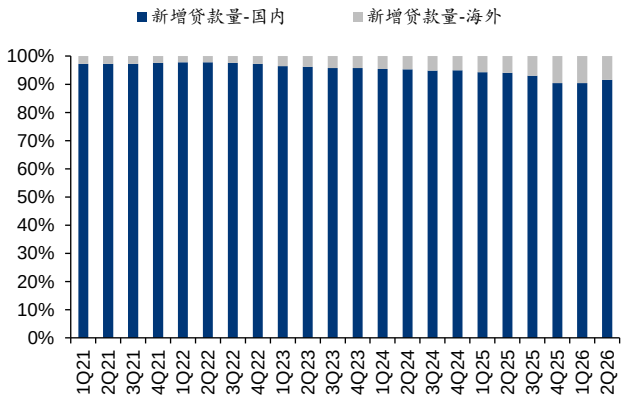
资料来源：公司公告，华泰研究

图表17：信也科技：海外贷款余额



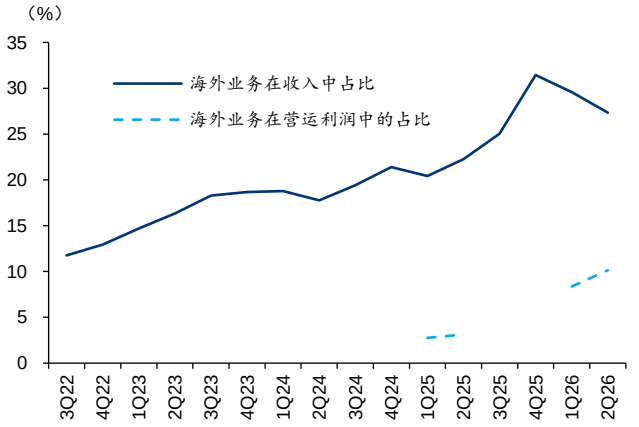
资料来源：公司公告，华泰研究

图表18：信也科技：放款量结构



资料来源：公司公告，华泰研究

图表19：信也科技：海外业务在收入和营运利润中的占比



资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

贷款质量：26 年下半年贷款质量或承压

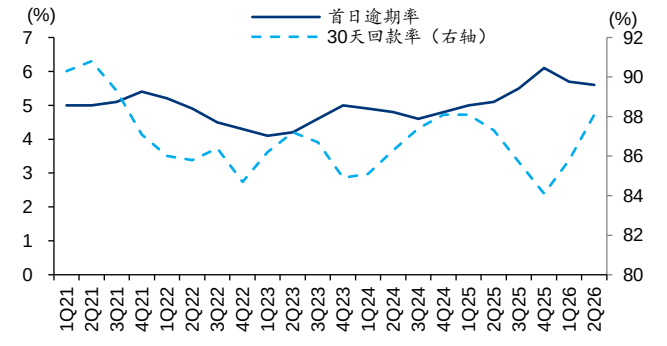
上半年贷款质量有所改善，但下半年资金收紧和催收资源紧张或推动风险上行，奇富和信也的风险抵御能力相对更强。4Q25《助贷新规》落地后，行业缩量加大了共债客群的还款压力，贷款风险上升。进入 2026 年，随着高风险存量资产逐步出清、平台收紧新增授信，多数公司的早期风险指标从高点回落。然而，6 月底桔子数科事件再次引发资金方收缩投放，借款人的资金周转压力随之增加，叠加催收资源紧张影响回款，7-8 月部分平台的早期逾期指标已出现反弹，预计下半年坏账和拨备压力或将加大。平台之间也有差异，头部平台中，奇富和信也的 Vintage 风险水平相对较低。中小平台或面临更大的风险上行压力。风险上升可能侵蚀互金平台的净资产，按照 2Q26 的贷款余额，在不考虑后续盈利和新增拨备补充的静态测算下，乐信放款量口径下的 Vintage 损失率为 5.5%时，我们测算净资产或减少约 13%，奇富和信也在损失率分别达到 7.8%和 6.8%的情形下，净资产可能分别减少约 1.4%和 0.5%。

26 年上半年贷款质量有所改善

4Q25《助贷新规》落地后，行业贷款风险抬升。在贷款定价向 24%及以内调整的过程中，部分高风险客群的贷款收益难以覆盖信用成本，资金方和平台因而不得不减少投放，下沉消费信贷市场的流动性随之收紧。由于行业内普遍存在一定程度的共债，多家机构同时压降授信，这些“多头借贷”客群可用于资金周转的新增借款减少，但原有债务仍需偿还，还款压力因而上升，导致风险或沿着共债链传导至其他仍在提供贷款的平台。早期风险指标反映了这一变化。4Q25 奇富和信也的首日逾期率分别由 3Q25 的 5.5%和 5.0%升至 6.1%和 5.5%，30 天回款率则分别由 85.7%和 88.0%降至 84.1%和 86.0%。首日逾期率增加、早期回款减少，共同推高了逾期贷款继续向后滚动的风险。奇富和信也的 C-M2 分别由 3Q25 的约 0.79%和 0.60%升至 4Q25 的约 0.97%和 0.77%。乐信同期首日逾期率也环比上升 7%。第二梯队平台的风险压力同样加大，嘉银的 90 天以上逾期率由 3Q25 的 1.33%升至 4Q25 的 2.03%，小赢的 31-60 天逾期率由 1.85%升至 2.90%，宜人智科的 1-30 天逾期率由 2.7%升至 3.4%。

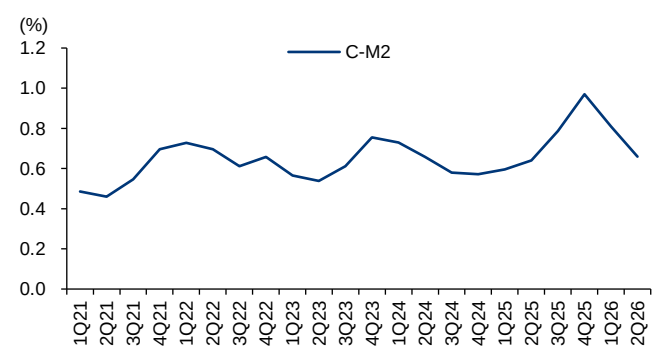
2026 年上半年，多数平台的贷款风险从高点回落。随着前期高风险存量资产逐步出清，以及平台提高审批门槛、减少高风险客群投放，新增资产质量开始改善。同时，上半年贷款定价要求没有进一步明显收紧，因贷款利率降低而集中清退客群的压力有所减轻。至 2Q26，奇富和信也国内业务的首日逾期率分别降至 5.6%和 5.3%，低于 4Q25 的 6.1%和 5.5%；30 天回款率分别回升至 88.1%和 89.0%，较 4Q25 提高 4 和 3 个百分点。新增逾期减少、回款改善，使未能在早期收回的逾期贷款占比下降。奇富和信也的 C-M2 在 1Q26 分别回落至约 0.81%和 0.68%，2Q26 进一步降至约 0.66%和 0.56%。乐信的改善持续性较弱，首日逾期率在 1Q26 环比下降 7%后，2Q26 又环比上升 9.5%。小赢的风险指标也连续改善，31-60 天逾期率由 4Q25 的 2.90%降至 1Q26 的 2.61%，2Q26 进一步降至 1.73%；宜人贷 1-30 天逾期率则由 4Q25 的 3.4%降至 2Q26 的 2.5%。嘉银的改善出现得较晚，90 天以上逾期率在 1Q26 升至 2.25%后，2Q26 小幅回落至 2.21%。

图表20： 奇富科技：首日逾期率 & 30 天回款率



注：C-M2 = 首日逾期率 * （1 - 30 天回款率）
资料来源：公司公告，华泰研究

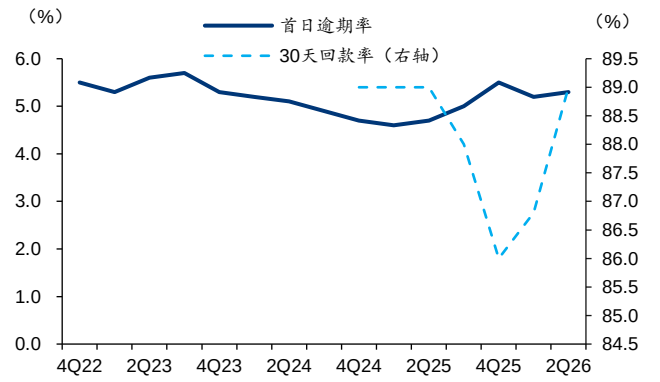
图表21： 奇富科技：C-M2



资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

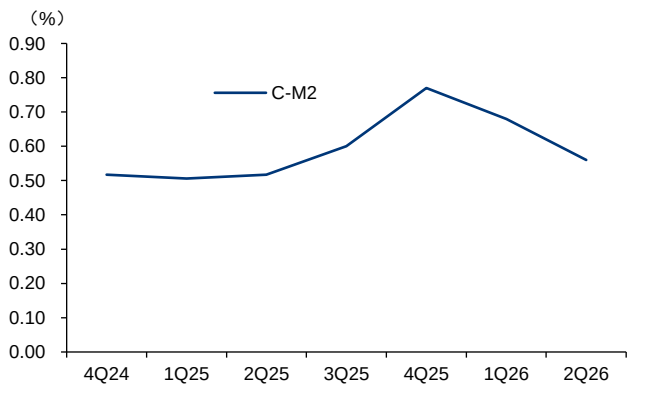
图表22：信也科技：首日逾期率 & 30 天回款率



注：C-M2 = 首日逾期率 * （1 - 30 天回款率）

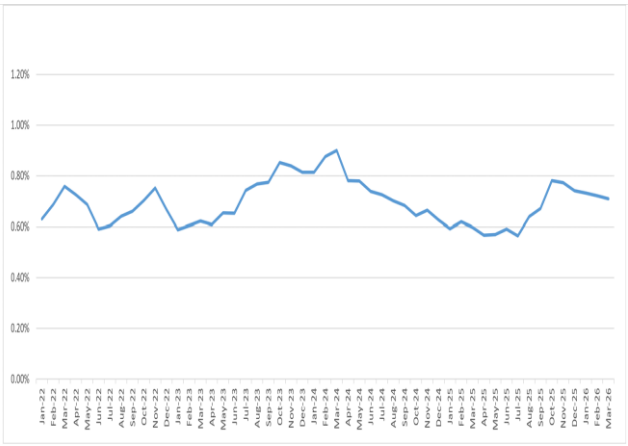
资料来源：公司公告，华泰研究

图表23：信也科技：C-M2



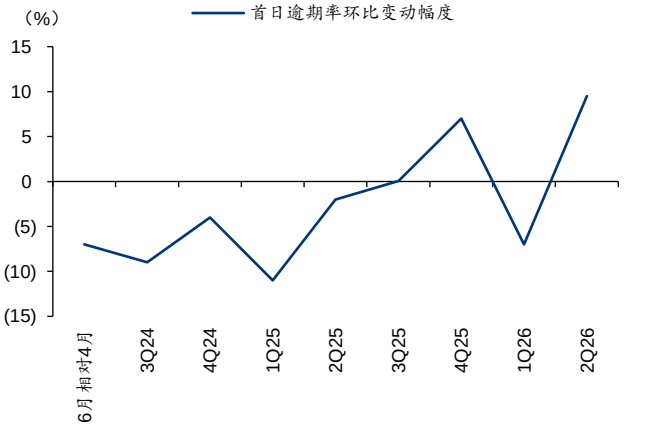
资料来源：公司公告，华泰研究

图表24：乐信：30 天首期逾期率



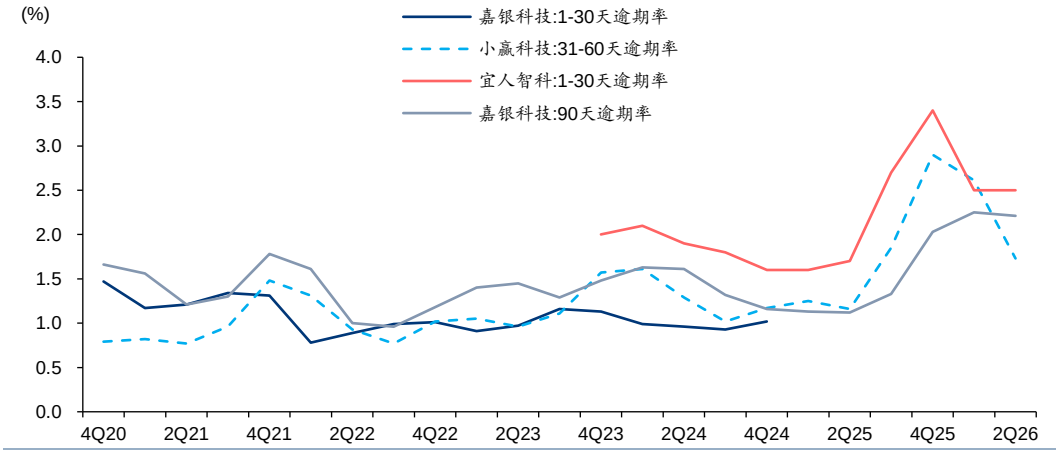
资料来源：公司公告，华泰研究

图表25：乐信：首日逾期率环比变动幅度



资料来源：公司公告，华泰研究

图表26：嘉银科技&宜人金科&小赢科技：风险指标



资料来源：公司公告，华泰研究

下半年贷款质量或面临挑战

2026 年下半年贷款质量或面临挑战，桔子数科事件引发的资金收紧正在推高借款人的还款压力。6 月底桔子数科风险事件暴露后，部分金融机构降低了对助贷业务的风险偏好，通过压降合作额度、暂停新增投放等方式收缩资金供给。因此，资金端的收紧或将导致共债人群的新增借款和可用授信减少，原有债务却仍需按期偿还，因而面临更大的还款压力，风险可能也会传导至其他仍在提供贷款的平台。

下载日志已记录，仅供内部参考

催收环境变化可能影响回款，或使逾期贷款更难在短期内化解。催收行业整治推动不规范机构退出，但短期内也带来部分外包催收机构停业和催收资源紧张。通常互金平台会将有限的自营催收资源投入到逾期时间较短的贷款中，并把逾期时间较长的贷款委托给外包，部分外包机构停止展业会影响原有回收安排，回款率可能回落。在首日逾期增加的同时，平台能够及时收回的逾期贷款比例下降，会使更多贷款进入更长的逾期阶段，推高 C-M2 及后续信用损失。

7-8 月早期风险指标上涨，后续信用成本可能面临压力。信也在 2Q26 业绩会上表示，7 月首日逾期率较二季度上升约 20%。奇富 7 月 C-M2 仍与 6 月大致持平，但进入 8 月后，首期逾期 3 天和 7 天的指标（FPD3/FPD7）较 7 月上升约 20%，并预计 8 月 C-M2 环比上升约 25%。平台已经通过收紧授信、压降高风险渠道来控制新增资产风险，但这些调整主要影响之后发放的贷款，存量借款人仍需承受行业缩量带来的资金周转压力，早期逾期的增加也会逐步反映在后续坏账和拨备中。

风险上涨可能侵蚀净资产

风险上涨可能侵蚀净资产。我们以 2Q26 数据为基础，按平均贷款期限及分期还款假设，将以累计放款额为分母的 vintage 损失率（GMV based）近似折算为以贷款余额为分母的损失率（balance based），再乘以重资本贷款余额，测算不同风险情形下的坏账规模。存量拨备则根据重资本贷款余额、90 天以上逾期率和拨备覆盖率三者的乘积估算，乐信约为 74.9 亿元，奇富和信也分别约为 71.6 亿元和 40.5 亿元。在不考虑后续盈利补充和新增拨备的静态情形下，坏账超过存量拨备的部分将直接侵蚀净资产。以乐信为例，当 GMV 口径 vintage 损失率升至 5.5%、7.2%和 11.2%时，对应余额口径损失率约为 10%、13%和 20%；结合估算的约 904 亿元重资本贷款余额，估算坏账分别达到 90.4 亿元、117.5 亿元和 180.8 亿元。扣除存量拨备后，在不考虑后续盈利和新增拨备的静态测算中，上述三种损失率假设对应乐信净资产分别减少约 13.0%、35.6%和 88.3%。另外我们测算奇富和信也 GMV 口径 vintage 损失率分别升至约 7%时开始出现拨备缺口，高于两家公司历史上通常低于 4%的水平。在 7.8%和 6.8%的情形下（三家公司的假设各不相同是因为我们参考了各公司的过往水平），我们估计奇富和信也的净资产可能分别减少约 1.4%和 0.5%。

图表27： 乐信：风险上涨对净资产的影响

百万人民币	情形一	情形二	情形三
假设 vintage rate（GMV based）	**5.5%**	**7.2%**	**11.2%**
假设 vintage rate（balance based）	10.0%	13.0%	20.0%
2Q26 估算重资本贷款余额	90,421	90,421	90,421
估算坏账	9,042	11,755	18,084
拨备余额（根据 2Q26 数据估算）	7,487	7,487	7,487
2Q26 净资产规模	12,001	12,001	12,001
静态测算风险上涨后的净资产	10,446	7,733	1,404
占原净资产的比例	**87.0%**	**64.4%**	**11.7%**

资料来源：公司公告，华泰研究测算

图表28： 奇富科技：风险上涨对净资产的影响

百万人民币	情形一	情形二	情形三
假设 vintage rate（GMV based）	**4.4%**	**7.8%**	**10.0%**
假设 vintage rate（balance based）	8.0%	14.0%	18.0%
2Q26 重资本贷款余额	53,579	53,579	53,579
估算坏账	4,286	7,501	9,644
拨备余额（根据 2Q26 数据估算）	7,157	7,157	7,157
2Q26 净资产规模	24,784	24,784	24,784
静态测算风险上涨后的净资产	24,784	24,440	22,297
占原净资产的比例	**100.0%**	**98.6%**	**90.0%**

资料来源：公司公告，华泰研究测算

下载日志已记录，仅供内部参考

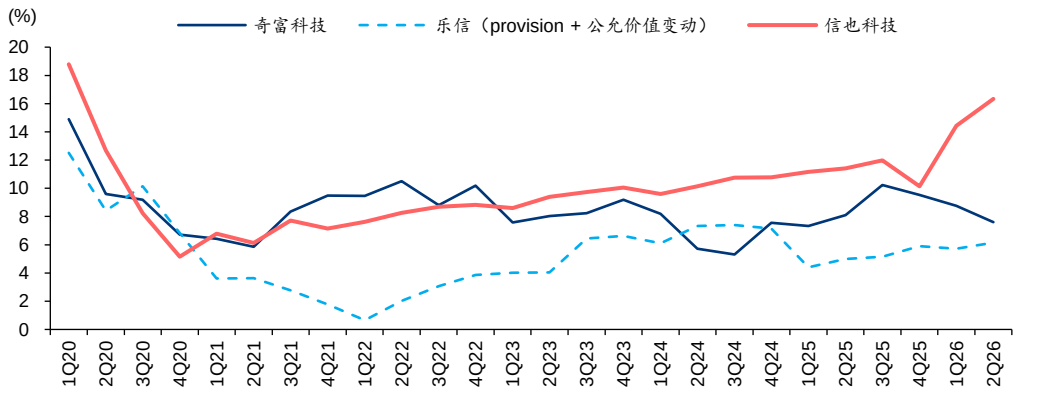
图表29：信也科技：风险上涨对净资产的影响

百万人民币	情形一	情形二	情形三
假设 vintage rate（GMV based）	**3.9%**	**6.8%**	**10.2%**
假设 vintage rate（balance based）	7.0%	12.0%	18.0%
2Q26 重资本贷款余额	34,500	34,500	34,500
估算坏账	2,415	4,140	6,210
拨备余额（根据 2Q26 数据估算）	4,050	4,050	4,050
2Q26 净资产规模	16,740	16,740	16,740
静态测算风险上涨后的净资产	16,740	16,650	14,580
占原净资产的比例	**100.0%**	**99.5%**	**87.1%**

资料来源：公司公告，华泰研究测算

奇富的拨备占比下降，乐信和信也的拨备占比增多。从当期拨备及信用损失费用占平均重资本贷款余额的年化比例看，奇富由一季度的 8.75%降至二季度的 7.60%，主要由于 6.49 亿的大额回拨高于一季度的 3.08 亿。信也由 14.42%升至 16.32%，主因重资本贷款体量增加以及海外业务扩张，提升了风险敞口。乐信按拨备及公允价值变动合计计算，该比例由 5.7%升至 6.1%，主要由于贷款风险提升。

图表30：拨备占重资本贷款余额的比例



注：4Q24 及以前假设乐信的重资本贷款余额占比为 75%
资料来源：公司公告，华泰研究

风险水平孰高孰低？

90 天以上逾期率和 Vintage 逾期率能够补充前瞻风险指标，帮助横向比较各平台的贷款风险。前文的首日逾期率、回款率等指标能够较早反映贷款质量变化，但由于各公司披露的指标不同，横向比较较为困难。90 天以上逾期率反映存量贷款中逾期较长资产的占比，与不良贷款率的概念类似，对风险变化的反映相对滞后。Vintage 逾期率则按放款季度划分批次，观察各批次贷款随着账龄增长的逾期表现。在相同逾期口径和账龄下，既可以比较不同平台的风险水平，也可以判断同一平台新增贷款质量的变化；曲线进入稳定阶段后的逾期水平，则可为判断最终损失提供参考，既能够横向比较，也能够纵向比较。

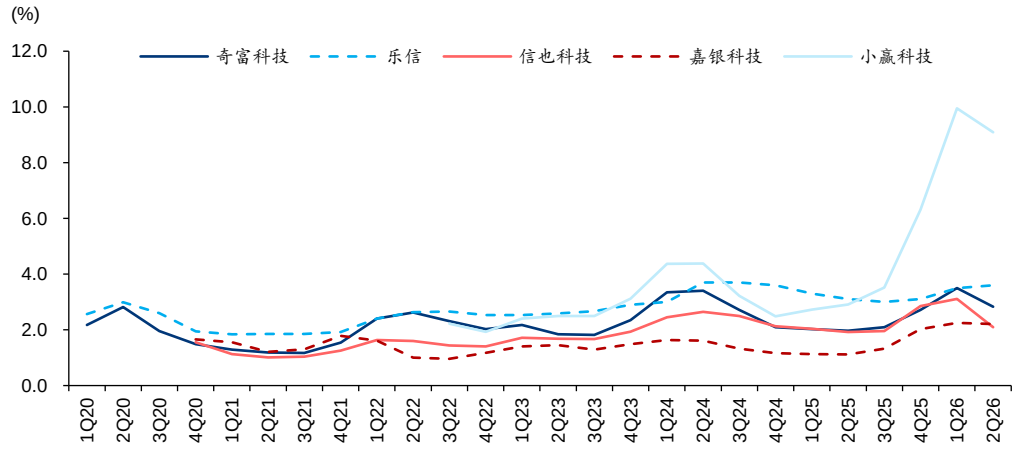
2Q26 多数平台的 90 天以上逾期率有所回落，但平台间的风险差异仍然明显。2Q26 奇富科技和信也科技国内业务的 90 天以上逾期率分别环比下降 67/101bps 至 2.83%/2.10%，嘉银科技环比下降 4bps 至 2.21%。小赢科技虽然环比下降 86bps 至 9.09%，但仍明显高于其他平台；乐信则环比上升 10bps 至 3.60%。从绝对水平看，信也和嘉银较低，奇富和乐信次之，小赢的存量风险压力相对较大。尽管多数平台二季度有所改善，五家公司的 90 天以上逾期率仍均高于 3Q25，前期风险上升对存量资产的影响尚未完全消化。

下载日志已记录，仅供内部参考

奇富和信也的 Vintage 风险水平整体相对较低，25 年部分批次贷款风险升高，但 26 年上半年有所改善。奇富 1Q25 及以前的 30 天 Vintage 终损率大致为 2.2%-3.7%，信也则主要在 2.1%-3.1%，整体低于乐信，两家公司不同批次的终损率表现也相对集中，侧面体现了平台的风控能力。不过，奇富 2Q25 批次在 12 个月账龄时的逾期率已接近 4%，3Q25 批次在 9 个月账龄时约为 3.6%，均高于多数历史批次的同账龄水平。信也 2Q25 批次在 12 个月账龄时的逾期率约为 3.0%，也高于 2024 年各批次。**随着授信收紧，两家公司 1Q26 和 4Q25 批次在相同账龄下的逾期率均低于 2Q25 和 3Q25 批次，这表明新增资产质量开始改善。**

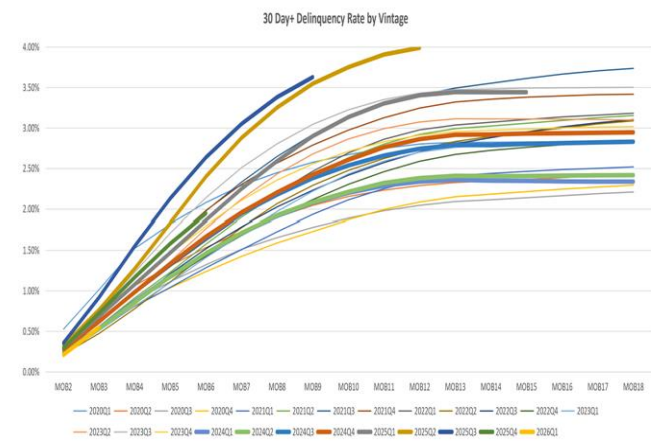
乐信、嘉银和宜人的 Vintage 风险水平相比奇富和信也较高，不过最新批次有好转迹象。乐信 4Q24 及以前的 30 天 Vintage 逾期率在成熟阶段大致为 4.8%-6.3%，而 1Q25、2Q25、3Q25 批次在 15 个月、12 个月和 9 个月账龄时分别达到约 6.4-7.0%，后两个批次在相同账龄下的逾期率明显抬升，显示当期新增资产风险有所回升。嘉银的 M3+ Vintage 逾期率也有所上升，1Q25 批次在 15 个月账龄时接近 7%，2Q25 批次在 12 个月账龄时约为 6.5%，处于历史同账龄曲线的较高位置。宜人智科的变化更为明显，在相同的 8 个月账龄下，4Q24 和 1Q25 批次的 90 天 Vintage 逾期率分别约为 3.8%和 4.2%，2Q25、3Q25 批次则升至约 6.6%和 8.0%；其中 2Q25 批次在 10 个月账龄时已升至约 8.9%。不过需要强调的是，乐信、嘉银和宜人最新批次的逾期率斜率已经有所降低，显示出上半年资产质量已出现改善迹象。

图表31： 90 天+逾期率



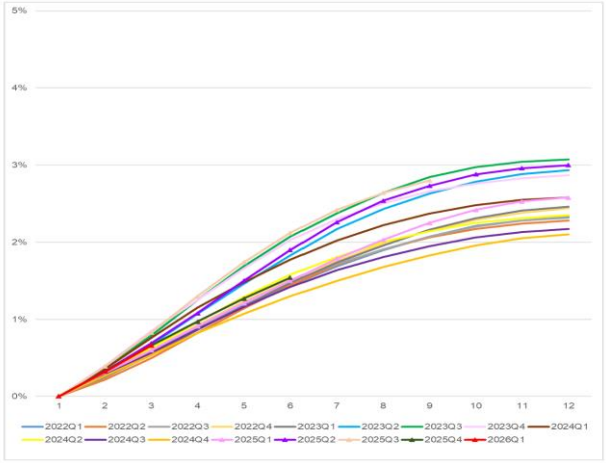
资料来源：公司公告，华泰研究

图表32： 奇富科技：Vintage 30 天逾期



资料来源：公司公告，华泰研究

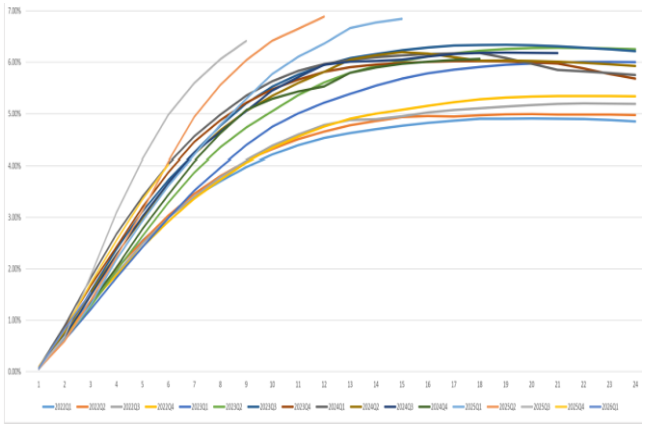
图表33： 信也科技：Vintage 30 天逾期率



资料来源：公司公告，华泰研究

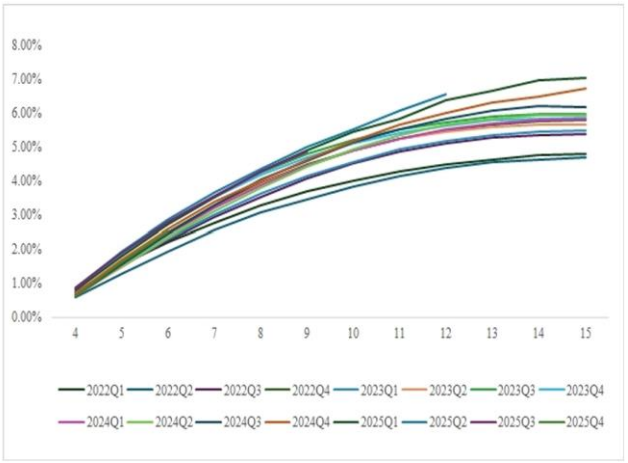
下载日志已记录，仅供内部参考

图表34： 乐信：Vintage 30 天逾期率



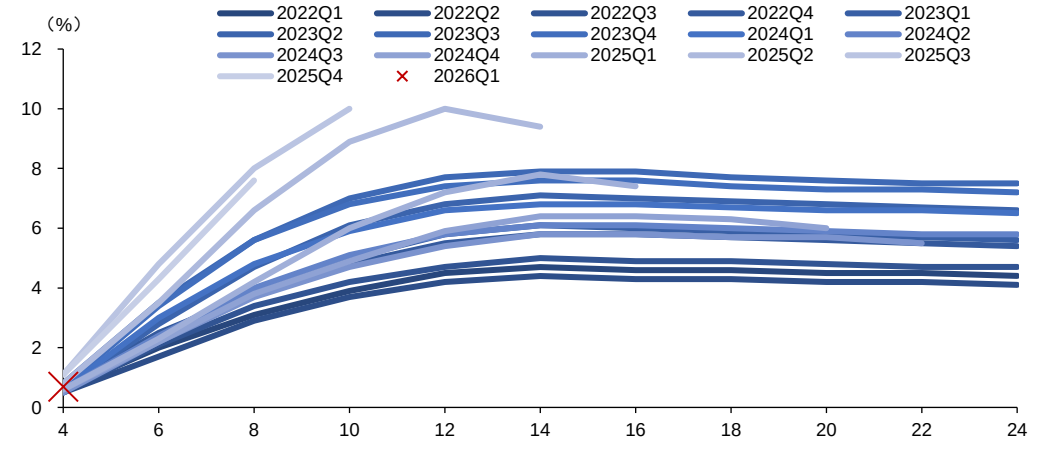
资料来源：公司公告，华泰研究

图表35： 嘉银科技：Vintage M3+逾期率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表36： 宜人金科：Vintage 90 天逾期率



注：横轴是还款账期

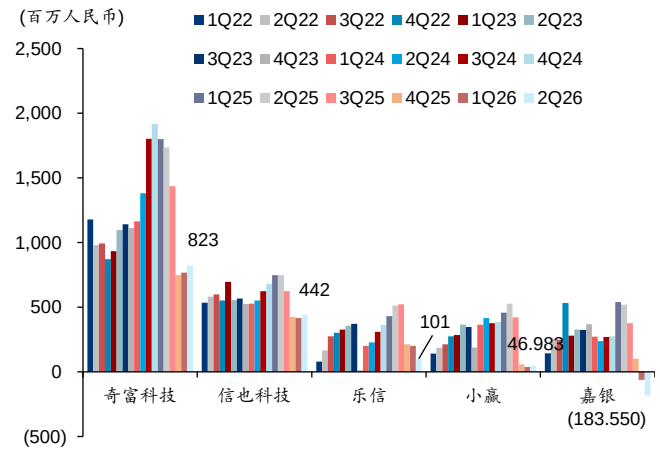
资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利：上半年回暖但下半年或面临压力

2Q26 奇富科技和信也科技的净利润 take rate（NTR）环比回升，乐信继续下降。剔除可转债回购收益并加回约 5 亿元补税及滞纳金后，奇富 NTR 由 1Q26 的 2.56%升至 2Q26 的 2.97%，调整后归母净利润环比增长 7.1%至 8.23 亿元；信也 NTR 由 2.40%升至 2.61%，归母净利润环比增长 6.4%至 4.42 亿元；乐信 NTR 则由 0.83%降至 0.43%，归母净利润环比下降 49.7%至 1.01 亿元。三家公司的盈利变化主要来自不同的经营因素。奇富受益于历史拨备回拨增加及服务费用下降，信用成本率环比下降 71bps 至 3.85%，促成放款及服务费用率下降 28bps。信也主要受益于重资本业务增加后，收入端 take rate 环比提升 155bps 至 20.08%，其增幅大于信用成本率的环比提升 124bps，反映资产风险改善，此外海外经营利润环比增长 17.2%亦对 NTR 有积极贡献。乐信则同时受到收入端 take rate 下降和信用成本上升的影响，收入端 take rate 环比下降 143bps 至 10.11%，同时风险提升导致信用成本率由 5.28%升至 5.88%，虽然营销费用率有所下降，但未能抵消前述压力。**对于第二梯队平台，小赢的利润虽环比回升，但仍处低位，嘉银则录得亏损。**2Q26 小赢归母净利润为 0.47 亿元，环比增长 24%，但同比仍下降 91%。嘉银 2Q26 归母净亏损约 1.84 亿元，上年同期盈利 5.19 亿元，主要受到业务规模收缩的影响。当季放款量同比下降 74.4%，贷款撮合服务收入同比下降 88.5%，带动总收入下降 60.9%至 7.37 亿元。

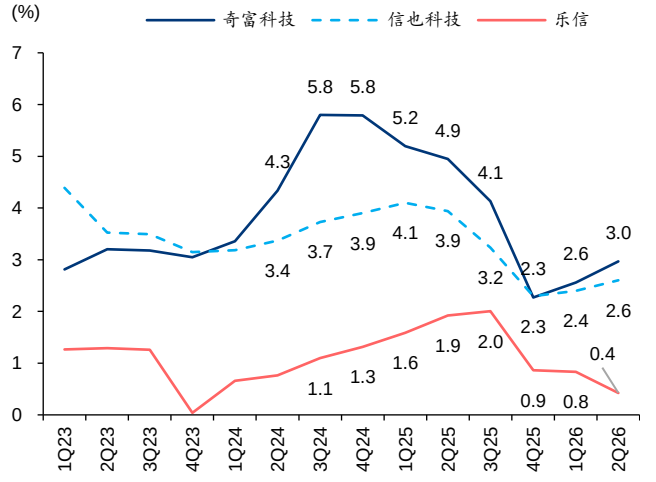
图表37：头部互金平台归母净利润比较



注：奇富 4Q25、1Q26、2Q26 的盈利剔除了赎回可转债的收益，4Q25 2.7 亿，1Q26 1.15 亿，2Q26 0.8 亿；同时奇富 2Q26 利润加回约 5 亿元补税及滞纳金

资料来源：公司公告，华泰研究

图表38：头部互金平台净利润 take rate 比较



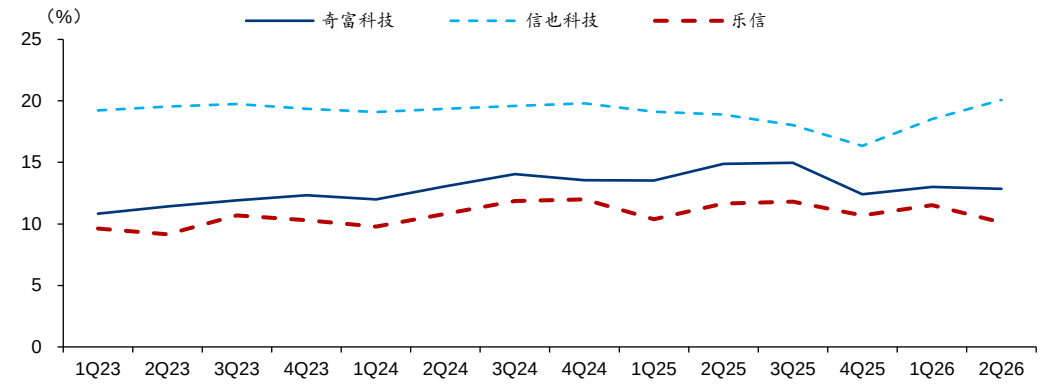
注：奇富 4Q25、1Q26、2Q26 的盈利剔除了赎回可转债的收益，4Q25 2.7 亿，1Q26 1.15 亿，2Q26 0.8 亿；同时奇富 2Q26 利润加回约 5 亿元补税及滞纳金

资料来源：公司公告，华泰研究

2Q26 信也科技的收入端 take rate 回升，奇富科技小幅下降，乐信降幅较大。年化收入端 take rate 按季度收入除以期初、期末贷款余额均值再乘以 4 计算，其中乐信剔除电商业务收入。2Q26 奇富科技/信也科技/乐信的收入端 take rate 分别为 12.86%/20.08%/10.11%（1Q26：13.01%/18.53%/11.54%），环比分别变化-15/+155/-143bps。奇富继续调整客群结构，新发贷款平均定价由 18.7%降至 18.2%，收入较高的重资本业务放款量占比也由 51.7%降至 50.5%，收入端 take rate 因而略有回落。信也则受益于国内放款恢复增长，贷款促成及贷后服务费收入分别环比增加 11.2%和 10.8%；同期重资本放款占比由 63.6%升至 67.9%，担保收入也有所增加。集团收入环比增长 6.0%，而期初期末平均贷款余额下降 2.2%，共同推升收入端 take rate。乐信的收入端压力更为明显，信贷撮合服务收入和科技赋能服务收入分别环比下降 13.5%和 14.4%，剔除电商后的收入合计下降 13.7%，快于平均贷款余额 1.5%的降幅，带动收入端 take rate 降至 10.11%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表39：收入端 take rate



注：3Q24 及以前，奇富科技计算剔除掉 other technology solutions 业务的放款量，因为盈利较低且其中的 SaaS 业务的 25 年不存续；乐信在收入端剔除了电商业务

资料来源：公司公告，华泰研究

奇富和乐信的服务成本率回落，信也基本稳定。服务成本主要包括风控及数据采购、催收服务和支付通道等开支。按当季费用除以期初、期末贷款余额均值并年化计算，2Q26 奇富科技/信也科技/乐信的服务成本率分别为 2.44%/4.32%/2.30%（1Q26：2.72%/4.30%/2.63%）。奇富和乐信的服务成本支出分别环比下降 17.3%和 13.8%，降幅超过平均贷款余额的降幅，带动费用率下降。信也的服务成本支出环比下降 1.6%，与平均贷款余额的变化接近，费用率大体保持稳定。

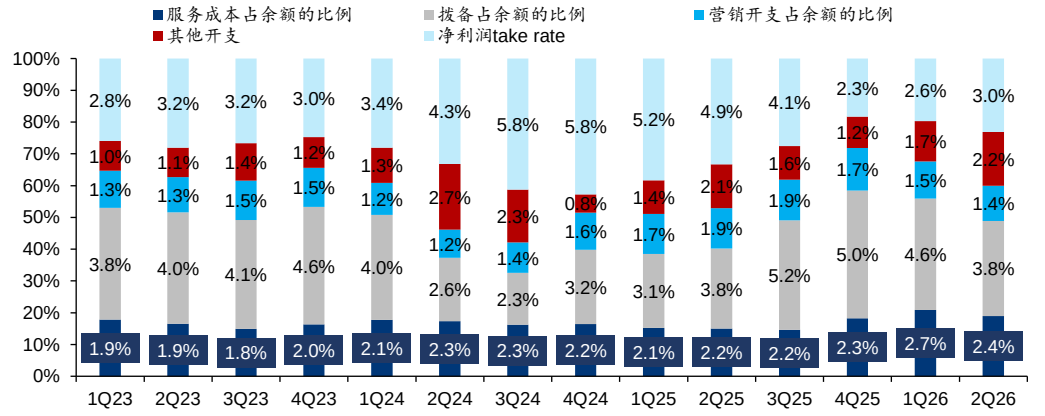
营销开支整体回落，乐信降幅最为明显。2Q26 奇富科技/信也科技/乐信的营销开支占平均贷款余额的年化比例分别为 1.43%/2.84%/1.46%（1Q26：1.52%/2.84%/2.12%），营销支出金额分别环比下降 13.0%/2.4%/32.2%。奇富主动减少低回报渠道投放，新增授信用户由一季度的 120 万降至 80 万；信也更注重经营优质复借用户，在国内放款恢复增长的同时小幅压降营销支出。乐信传统助贷业务收缩，以及无需平台自行获客的数科业务占比提升，降低了主动获客需求，带动营销投入回落。

奇富的信用成本下降，信也和乐信的信用成本上升。信用成本按当季拨备及信用损失占平均总贷款余额的年化比例计算，其中乐信含担保衍生工具及公允价值贷款的公允价值变动。2Q26 奇富科技/信也科技/乐信的信用成本率分别为 3.85%/8.09%/5.88%（1Q26：4.56%/6.85%/5.28%），环比分别变化-71/+124/+60bps。奇富主要受益于历史拨备回拨增加，回拨金额由一季度的 3.08 亿元增至 6.49 亿元，带动当季净拨备支出下降。信也则因重资本业务扩张、风险承担增加，质量保证承诺相关信用损失环比增长 29.4%，推动拨备及信用损失合计增长 15.6%。乐信的信用成本上升主要反映贷款风险反弹。

放款量收缩叠加贷款风险回升，预计 2026 年下半年互金平台盈利较上半年可能有所回落。资金方调整合作额度后，新增放款减少将首先影响互金平台的收入。与此同时，7—8 月部分平台早期逾期指标有所回升，催收资源调整亦对回款形成压力，存量贷款的预期信用损失和拨备需求可能增加，进一步压缩利润空间。平台减少获客投入有助于节约营销费用，但部分人员和技术开支短期内不易随业务规模同步下降，催收回收也仍需投入资源。我们预计，26 年下半年互金平台的盈利或面临一定压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

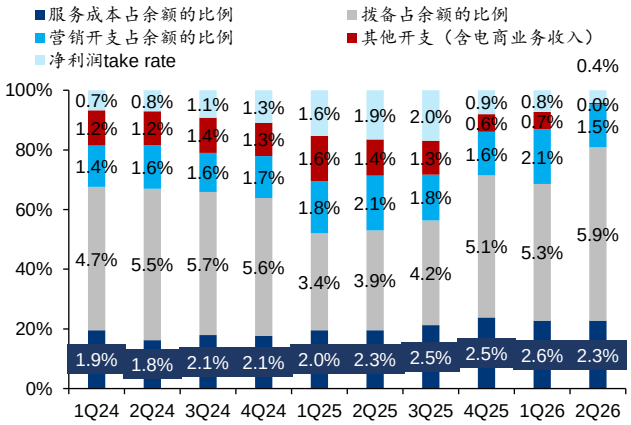
图表40： 奇富科技：报表口径 Unit Economics



注：计算剔除掉 other technology solutions 业务的放款量，因为盈利较低且 25 年不存续；4Q25、1Q26、2Q26 的盈利剔除了赎回可转债的收益，4Q25 2.7 亿，1Q26 1.15 亿，2Q26 0.8 亿；同时奇富 2Q26 利润加回约 5 亿元补税及滞纳金

资料来源：公司公告，华泰研究

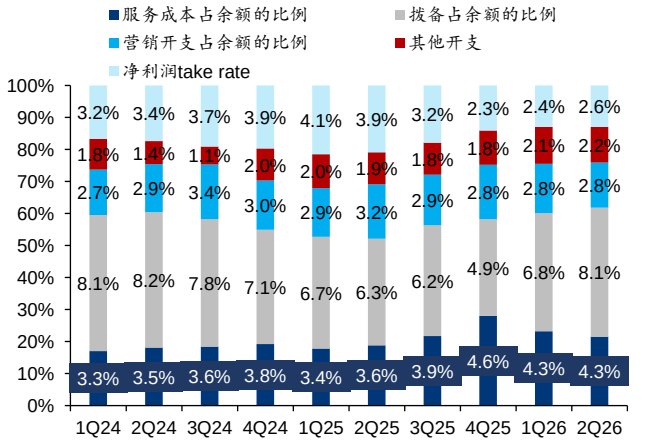
图表41： 乐信：报表口径 UE



注：收入端不含电商业务

资料来源：公司公告，华泰研究

图表42： 信也科技：报表口径 UE



资料来源：公司公告，华泰研究

风险提示

宏观经济变动和监管落地的节奏可能会影响行业贷款增速和贷款质量表现。如果经济下行压力加大，行业可能采取更加审慎的风险控制策略，从而影响贷款增速；若监管的落地节奏和力度超出行业预期，也可能影响行业的展业策略和经营状况。

本研报中涉及到未覆盖个股内容，均系对其客观公开信息的整理，并不代表本研究团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。请注意，标*的人员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。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(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) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券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，华泰证券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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）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。

华泰证券力求报告内容客观、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，华泰证券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。华泰证券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。

华泰证券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，华泰证券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。

华泰证券的销售人员、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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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证券及/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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，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)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作,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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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证券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，了解来自或与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

下载日志已记录，仅供内部参考

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，经营许可证编号为：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

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

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

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
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司