

**证券研究报告—动态报告**

港股/美股

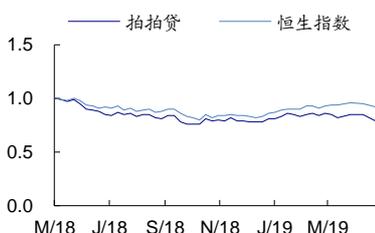
互联网金融

**拍拍贷(PPDF)**
**买入**

2019 年一季报点评

(首次评级)

2019 年 05 月 16 日

**一年该股与恒生指数走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1486/827
总市值/流通(百万元)	1576/877
上证综指/深圳成指	2947/9277
12 个月最高/最低(元)	8.1/3.66

**证券分析师: 王学恒**

电话: 010-88005382

E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514030002

**证券分析师: 何立中**

电话: 010-88005322

E-MAIL: helz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516110003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**海外财报点评**

# 高增长持续, 净利润接近翻倍

**● 2019 年 Q1 Non-GAAP 净利润增长 94.6%**

2019 年第一季度营收人民币 14.58 亿元, 同比增长 52.6%, 主要由于信贷撮合费的增长以及主要通过信托投资贷款的利息收入的增加。2019 年第一季度的非美国通用会计准则下调整后经营利润(不包括税前股权激励费用)为人民币 8.07 亿元, 同比增长 94.6%。2019 年第一季度净利润人民币 7.03 亿元, 较 2018 年同期的人民币 4.37 亿元增长 60.7%。

**● 信贷撮合服务费是公司主要收入来源**

公司目前有两大收入来源: 1、来自在线信贷撮合服务费; 2、来自信贷撮合后服务费; 拍拍贷的主要收入来自在线信贷撮合服务费即交易费用, 2019 年 Q1 贡献收入 64%; 信贷撮合后服务费贡献收入 21%。

**● 收入利润行业排名靠前**

按照 2018 年全年数据排名, 公司 2018 年营收 43.5 亿元, 净利润收入 24.7 亿元, 在美股可统计的同类公司中均排名靠前。2018 年公司总贷款成交量达到 615 亿元, 注册用户数量达到 8890 万人。

**● 注册用户达到 9386 万人**

截至 2019 年 3 月 31 日, 拍拍贷的注册用户数量达到 9386 万, 在贷用户数量达 1543 万, 出借用户达 689688 人, 注册用户向贷款用户和出借用户的转化率仍有大幅提升空间, 带动业绩增长可能性大。

**● 风险提示**

最大风险是政策监管风险, 监管政策对来自 P2P 的资金不确定。

**● 投资建议: 首次覆盖给予“买入”评级**

2019~2021 年公司收入分别为 51.97 亿元/62.15 亿元/73.52 亿元, 增速分别为 21.2%/19.6%/18.3%, 2019~2021 年利润分别为 29.59 亿元/37.24 亿元/44.95 亿元, 增速为 19.9%/25.8%/20.7%, 对应 2019~2021 年市盈率分别 3.7 倍/2.9 倍/2.4 倍。综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司股票合理估值在 8.3~8.5 美元, 首次覆盖给予“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,288	5,197	6,215	7,352
(+/-%)	10.1%	21.2%	19.6%	18.3%
净利润(百万元)	2469	2959.42	3724.02	4495.47
(+/-%)	128.0%	19.9%	25.8%	20.7%
摊薄每股收益(元)	1.66	1.99	2.50	3.02
EBIT Margin	50.5%	58.2%	61.7%	63.2%
净资产收益率(ROE)	41.7%	33.3%	29.5%	26.3%
市盈率(PE)	4.4	3.7	2.9	2.4
EV/EBITDA	5.1	3.7	2.9	2.4
市净率(PB)	1.84	1.23	0.86	0.64

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 信贷撮合服务费是公司主要收入来源

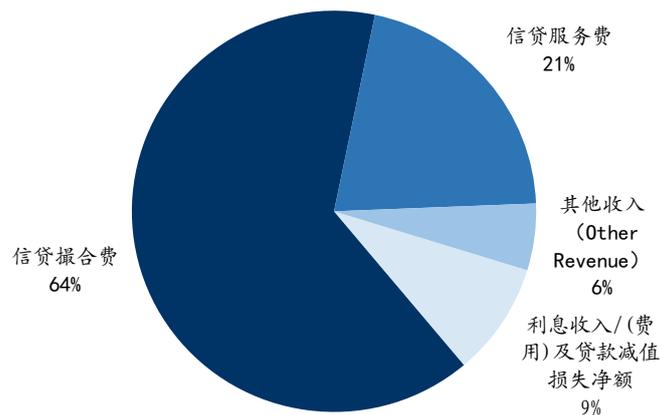
### 撮合服务贡献收入最大

公司目前有两大收入来源：1、来自在线信贷撮合服务费；2、来自信贷撮合后服务费。拍拍贷在线信贷撮合服务费为拍拍贷根据每笔贷款类型、定价和期限向借款人收取一定比例的交易费用。信贷撮合后服务费为向借款人收取部分交易费用，用以借贷后期服务，如促进还款和收取贷款。

拍拍贷的主要收入来自在线信贷撮合服务费即交易费用，2018 年贡献收入 67.1%；信贷撮合后服务费贡献收入 21.2%；2019 年 Q1 两者分别贡献 64%、21%。

其他收益占有比例较小，包括其他收入，投资人担保金损益变化和利息收入/支出及贷款坏账损失，2018 年共占比 11.8%，2019 年 Q1 占比 15%。

图 1：拍拍贷 2019Q1 收入构成



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

### Q1 业绩快速增长超 60%

2019 年第一季度营收人民币 14.583 亿元，同比增长 52.6%，主要由于信贷撮合费的增长以及主要通过信托投资贷款的利息收入的增加。

2019 年第一季度的非美国通用会计准则下调整后经营利润（不包括税前股权激励费用）为人民币 8.070 亿元，同比增长 94.6%。

2019 年第一季度净利润人民币 7.031 亿元，较 2018 年同期的人民币 4.376 亿元增长了 60.7%。

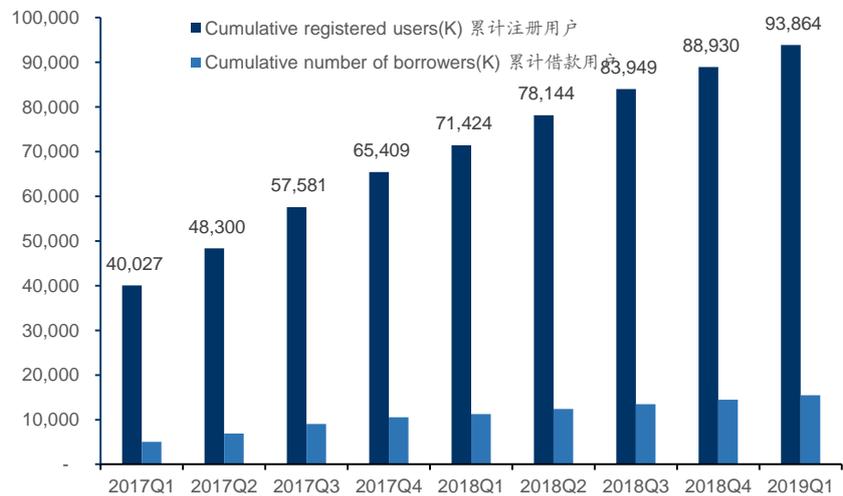
## 业绩驱动力强劲

### 提升注册用户转化率带动业绩增长

拍拍贷拥有大基数、高价值的用户基础，注册用户经过由拍拍贷开发的魔镜风控体系的严格筛选，此类用户信贷活跃，消费需求较高，有兴趣使用创新消费金融平台以满足他们不断演变的财务需要。根据公司财报，截至 2019 年 3 月 31 日，拍拍贷的注册用户数量达到 9386 万，在贷用户数量达 1543 万，出借用户达 689688 人，注册用户向贷款用户和出借用户的转化率仍有大幅提升空间，带动业绩增长可能性大。

小额信贷用户具有一定的共性，集中于 18-39 岁年龄段，月收入在 2000~5000 元区间，在中国人民银行无征信记录，难以享受传统金融机构的贷款服务，但消费需求高，对小额现金贷依赖程度强，复借率高。2019 年一季度复借率 75.3%。

图 2: 拍拍贷用户情况



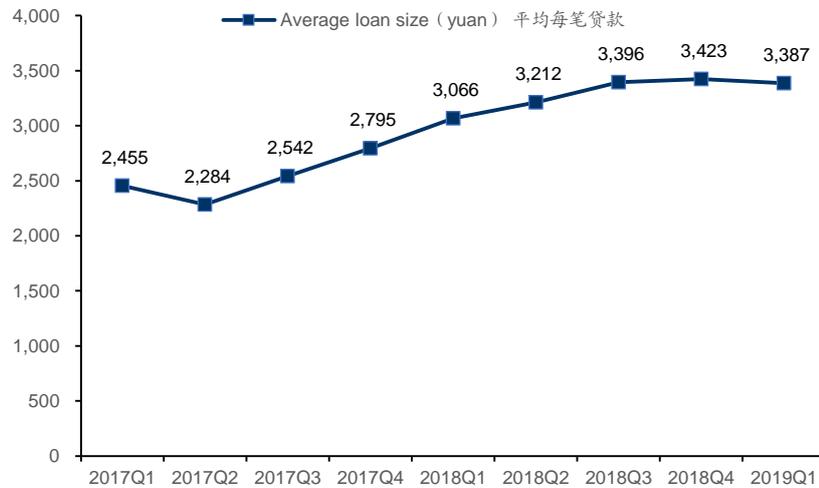
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### 提升单笔借款和人均在贷余额

拍拍贷 2016 第四季度至 2018 第四季度，拍拍贷平均单笔借款金额不断提升，2018 年第四季度达 3423 元，2019 一季度 3387 元。截至 2016 年 9 月末，中国消费金融公司的平均单笔贷款金额 0.86 万元。于拍拍贷而言，单笔借款有大幅提升空间，进一步驱动业绩增长。

截至 2019 年 3 月 31 日，拍拍贷发放的在贷余额为 203 亿元，在贷人数为 443.6 万人，平均人均在贷余额为 4590.3 元。根据中国人民银行发布的《2017 年中国普惠金融指标分析报告》，截至 2017 年末，全国人均个人消费贷款余额为 22660.57 元，可见拍拍贷提升人均在贷余额潜力大。

图 3: 拍拍贷平均单笔借款金额 (元)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

### 信用产品多样增强用户粘性

拍拍贷的多种借款投资标的为出借人提供不同风险、本金投资服务, 使出借用户进行组合投资并优化投资策略, 把控风险获得效益。拍拍贷的投资理财产品以信用类产品为主, 目前在售的有新彩虹计划、散标、债券转让。

2018年3月, 拍拍贷上线自动投标策略新彩虹业务, 提供自动投标服务。采取浮动收益, 1000元-30000元起投。除预期年化收益8.8-9.0%的产品为30000元起投及预期年化7.4-7.6%的产品15000元起投外, 其余均为1000元起投。

拍拍贷平台上, 散标首次借款金额为500-30000元间。按时还款累计信用后, 用户额度会有较大幅度提升。个人借款额度最高可达20万元, 借款期限最长为24个月, 协议利率由6%至大于22%不等。基于大数据模型, 魔镜针对每一笔借款标的进行风险评级, 评级区间为AA到F, 风险依次上升并向出借者和借款者展示, 并进行风险定价, 风险越高, 协议利率也越高, 来保证收益和风险相匹配。

表 1: 拍拍贷散标类型

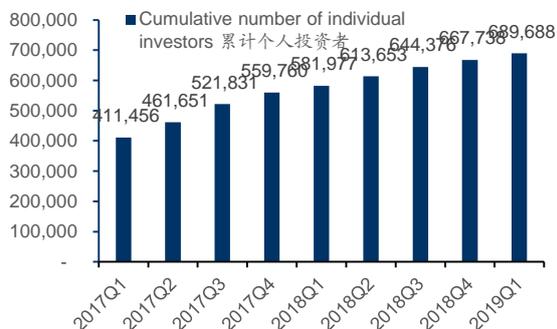
风险等级	列表类型	魔镜等级	协议利率
保守型	赔标	AA	6-13%
		A	14-17%
平衡型	个人信用标	B	18-21%
		C	>22%
		D	>22%
进取型	个人信用标	E、F	>22%

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

拍拍贷也提供债权转让服务。出借人借款给他人之后, 在满足一定条件的情况下, 原债权人可将债权转让给第三方, 提前获得债权收益。购买债权的第三方成为新债权人, 享受债权剩余期限的收益。针对债权交易, 拍拍贷根据初始借款标的已还期数、转让债权距离债权到期日剩余期数以及是否为AA标等标准, 向债权转让人收取0.5-1%债权转让金额不等的服务费。

多种标的满足了出借用户的组合投资和优化投资策略的需求, 增强了用户粘性, 驱动业绩增长收效明显。根据公司财报, 截至2018年12月31日, 2018年拍

拍拍贷累计出借用户达 66.8 万人，获得的信贷撮合费增至 8.4 亿元，贷后服务费包括 2.5 亿元。

**图 4：拍拍贷累计出借用户**


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

**图 5：拍拍贷信贷撮合费及贷后服务费收入**


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

## 对标

### 收入利润行业排名靠前

2018 年拍拍营业收入 43.5 亿元，净利润收入 24.7 亿元，在美股可统计的同类公司中均排名靠前。2018 年公司总贷款成交量达到 615 亿元，注册用户数量达到 8890 万人。

**表 2：美股互联网金融公司比较**

	18 年营业收入 (千元)	净利润 (千元)	员工人数	2018 总贷款成交量 (十亿元)	总借款人数 (百万)	总投资人数 (P2P)	注册用户 (百万)
拍拍贷	4,350,924	2,469,451	5,414	61.5	14.4	667,738	88.9
乐信	7,596,896	1,977,306	2,518	66.1	11	225,186	37.3
宜人贷	5,620,728	966,605	1,037	38.6	1.5	1,602,53	78.3
趣店	7,692,343	2,491,317	1,614	57.9	16.7	0	71.8
360 金融	4,447,018	1,193,311	691	95.9	8.2	—	66.3 (2018.9.30)
微贷网	3,919,474	604,630	10,794	78.7		629,600	1.8
小赢科技	3,540,600	128,437	798	36.9	2.3	454,117	22.9
维信金科	2,737,000	-1,027,000	812	20.8		—	59.7
51 信用卡	2,811,994	2,168,767	1,145	25.0	1.5	—	75.9

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

### 估值较低

公司所在的行业平均 PE 为 9 倍，公司 4.5 倍，估值显著低于行业均值。

**表 3：互联网金融行业估值比较 (20190515)**

	市值 (亿美元)	2018 收入 (亿美元)	2018 年净利润 (亿美元)	净资产 (亿美元)	PS	PE	PB
LX.O 乐信	23.0	8.4	2.9	6.0	2.7	8.0	3.8
QD.N 趣店	21.4	11.3	3.6	15.8	1.9	5.9	1.4
QFIN.O 360 金融	28.5	6.4	1.7	6.5	4.4	16.4	4.4
XYF.N 小赢科技	7.4	5.1	1.3	5.1	1.5	5.8	1.4
平均					2.6	9.0	2.8
PPDF.N 拍拍贷	16.2	6.2	3.6	8.7	2.6	4.5	1.9

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 投资建议：首次覆盖给予“买入”评级。

2019~2021 年公司收入分别为 51.97 亿元/62.15 亿元/73.52 亿元，增速分别为 21.2%/19.6%/18.3%，2019~2021 年利润分别为 29.59 亿元/37.24 亿元/44.95 亿元，增速为 19.9%/25.8%/20.7%，对应 2019~2021 年市盈率分别 3.7 倍/2.9 倍/2.4 倍。综合绝对估值和相对估值，我们认为公司股票合理估值在 8.3~8.5 美元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

最大风险是政策监管风险，监管政策对来自 P2P 的资金不确定

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1616	1304	1604	1508	营业收入	4288	5197	6215	7352
应收款项	3080	712	851	1007	营业成本	711	817	978	1157
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	0	452	541	368	销售费用	711	831	994	1029
<b>流动资产合计</b>	<b>4696</b>	<b>2512</b>	<b>3048</b>	<b>2945</b>	管理费用	701	524	409	519
固定资产	0	0	0	0	财务费用	2877	(35)	(35)	(38)
无形资产及其他	119	115	110	105	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	5	3	4
长期股权投资	168	223	331	438	其他收入	3264	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>11419</b>	<b>15765</b>	<b>20671</b>	<b>26124</b>	营业利润	2552	3064	3873	4689
短期借款及交易性金融负债	25	25	25	25	营业外净收支	69	69	69	69
应付款项	225	253	303	358	<b>利润总额</b>	<b>2621</b>	<b>3132</b>	<b>3941</b>	<b>4758</b>
其他流动负债	0	0	0	0	所得税费用	151	172	217	262
<b>流动负债合计</b>	<b>250</b>	<b>278</b>	<b>328</b>	<b>383</b>	少数股东损益	0	0	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2469</b>	<b>2959</b>	<b>3724</b>	<b>4495</b>
其他长期负债	0	0	0	0					
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>5433</b>	<b>6819</b>	<b>8001</b>	<b>8958</b>	净利润	2469	2959	3724	4495
少数股东权益	62	62	63	64	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	5924	8883	12607	17103	折旧摊销	(0)	22	27	31
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11419</b>	<b>15765</b>	<b>20671</b>	<b>26124</b>	公允价值变动损失	0	(5)	(3)	(4)
					财务费用	2877	(35)	(35)	(38)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1803)	1900	(187)	64
	2018	2019E	2020E	2021E	其它	0	0	1	1
每股收益	1.66	1.99	2.50	3.02	<b>经营活动现金流</b>	<b>666</b>	<b>4877</b>	<b>3560</b>	<b>4588</b>
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(36)	(89)	(80)	(80)
每股净资产	3.98	5.97	8.48	11.50	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	52%	78%	127%	143%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(194)</b>	<b>(145)</b>	<b>(187)</b>	<b>(187)</b>
ROE	42%	33%	30%	26%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	83%	84%	84%	84%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	50%	58%	62%	63%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	50%	59%	62%	64%	其它融资现金流	(747)	0	0	0
收入增长	10%	21%	20%	18%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(747)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
净利润增长率	128%	20%	26%	21%	<b>现金净变动</b>	<b>(275)</b>	<b>4732</b>	<b>3373</b>	<b>4400</b>
资产负债率	4%	4%	3%	3%	货币资金的期初余额	1891	1616	1304	1604
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	1616	6348	4677	6004
P/E	4.4	3.7	2.9	2.4	企业自由现金流	201	4690	3382	4407
P/B	1.8	1.2	0.9	0.6	权益自由现金流	(3257)	4723	3416	4443
EV/EBITDA	5.1	3.7	2.9	2.4					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

### 风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本

报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032