招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

360 數科（QFIN US）

3Q20 業績全面復蘇

買入（維持）

目標價	US$ 19.20
(此前目標價	US 20.30)
潛在升幅	+54.2%
當前股價	US$ 12.45

互聯網金融行業

孫明，CFA
(852) 3900 0836
terrysun@cmbi.com.hk

QFIN 第三季度非公認會計準則淨利潤為 12.9 億元人民幣，環比增長 36.7%，同比增長 70.4%，較我們的預期高 28%。業績亮點主要為貸款穩健增長、資產品質顯著改善，且 take rate 韌性強。我們認為，QFIN 的戰略定位可支援穩定的盈利前景，並在監管環境的不斷演變中，是其具備穿越週期的穩定性。

- **放款量超預期，全年指引上調。**在宏觀經濟復蘇和消費強勁反彈的支撐下，QFIN 第三季度的貸款投放環比增長 12%至 660 億元人民幣。管理層將 2020 全年放款量目標上調至 2420-2440 億元人民幣（此前為 2000-2200 億元人民幣）。不過，考慮到疫情可能在冬季出現反復，且年末各大電商平臺對用戶流量競爭的加劇可能推高獲客成本，第四季度的貸款增長或將環比持平。

- **資產品質持續改善。**由於 QFIN 在疫情期間持續保持穩中偏緊的經營策略，公司的資產品質指標在三季度持續好轉。D1 逾期率由二季度的 6.2%下降至歷史最佳水準 5.3%，M1 回收率攀升至 90%。M3+逾期率環比回落 86 個基點至 1.96%，為我們覆蓋的網貸平臺中最低。信貸成本環比下行 52 個基點至 6.9%，部分原因是 5.7 億元人民幣的撥備回撥。

- **融資和信貸成本的下行將支持利潤率。**在最高法院降低民間借貸利率上限後，QFIN 主動調降貸款定價，令三季度平均貸款收益率環比下行 1.3 個百分點至 25.9%（IRR）。另一方面，融資成本從第二季度的 7.2%下降至 7.0-7.1%。在機構合作方的強勁需求下，融資成本將保持下行趨勢。隨著貸款利率調整到位，資產品質的波動逐季減弱，我們預計公司 take rate 的下行空間有限。

- **監管目標是行業有序發展，而非全面打壓。**我們認為最近的監管政策收緊對助貸機構的影響不大。網路小貸新規旨在防止過度杠杆和系統性風險，或將迫使某些處於主導地位的金融科技公司釋放出大量市場空間，從而給 QFIN 帶來新的機會。此外，借助與金城銀行的合作和強大的地推網路，公司正在發掘小微信貸業務的增長潛力。

- **維持買入評級，目標價下調至 19.2 美元。**我們將 2021-22 財年的盈利預測分別下調 6.2%和 11.3%，以反映 take rate 的略微收窄。19.2 美元的目標價是基於 1.6 倍目標 P/B 和 2021 年預測每 ADS 帳面值 83.9 元人民幣。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	4,447	9,220	13,832	16,133	18,802
淨收入 (百萬元人民幣)	1,193	2,502	3,219	3,740	4,604
每股盈利 (元人民幣)	11.8	16.6	21.1	24.0	29.0
每股盈利變動 (%)	608.1%	41.2%	27.0%	13.7%	20.7%
市場預測每股盈利 (元人民幣)	NA	NA	19.1	22.6	25.7
市盈率 (倍)	7.2	5.1	4.0	3.5	2.9
市帳率 (倍)	2.74	1.72	1.39	1.01	0.76
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
權益收益率 (%)	46.1%	42.9%	39.3%	33.9%	30.3%

資料來源：公司、彭博、招銀國際證券預測

公司資料

市值(百萬美元)	1,827
3 月平均流通量 (百萬美元)	13.6
52 周內股價高/低 (美元)	18.06/6.37
總股本 (百萬)	146.7

資料來源：彭博

股東結構

360 數科管理層	17.7%
FountainVest	11.5%
TT International	8.9%
Aspex Management	6.3%

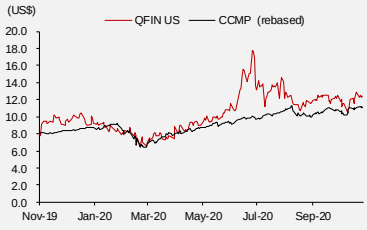
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.7%	-2.4%
3-月	-15.0%	-18.9%
6-月	37.7%	7.9%
12-月	55.2%	11.4%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入 ：股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 ：股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 ：股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 ：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市 ：行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓　　電話: (852) 3900 0888　　傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀國際證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。
本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。
本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。
本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。
如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者
本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國 2000 年金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者
招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局（" FINRA"）註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關 FINRA 規則的限制。本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法 (經修訂) 規則 15a-6 定義的 "主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人
本報告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司註冊號 201731928D）在新加坡分發。CMBISG 是在《財務顧問法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。 CMBISG 可根據《財務顧問條例》第 32C 條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構篇制的報告。 如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》（新加坡法例第 289 章）所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則 CMBISG 僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。 新加坡的收件人應致電（+65 6350 4400）聯繫 CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。