

# 三六零 (601360)

证券研究报告  
2020年03月29日

## 网络安全为核，发力政企扩展新边界

### 专注网络安全十余载，成就最具影响力的互联网巨头

奇虎 360 成立于 2005 年，于 2006 年 7 月推出公司核心安全服务软件 360 安全卫士，并以此为序幕拉开公司在互联网安全领域的研发探索，先后经历多次安全技术的更新升级，从最初的病毒特征库式安全技术已经迭代出自学习式 QVM 技术、云查杀系统、AVE 启发式查杀系统等多种安全系统，并最终整合为一体化“360 安全大脑”。截至日前，公司借助较为完善的互联网技术与核心安全技术，在 C 端服务超 5 亿活跃用户，成为中国最具影响力的网络安全公司。公告预增 2019 年度实现归母净利润扣除非经常性损益事项后的净利润约为 34.2 亿元至 38.0 亿元同比增长约 0.04%至 11.0%。

### 现有业务持续造血，为安全领域探索护航

公司手握核心安全技术，以 360 安全卫士和 360 手机卫士为核心获客手段，通过广告、增值服务与智能硬件业务进行变现。1) 广告业务方面，公司将用户导向高商业价值的浏览器、搜索等产品过程中实现流量价值。2018 年公司广告收入增长 16.9%至 106.7 亿元，市场份额 2.2%。按最大 MAU 口径，1H19 三六零广告业务 ARPU 为 9.4 元，低于百度 83.1 元、阿里 95.5 元、腾讯 26.3 元和微博 10.1 元，仍有提升空间；2) 智能硬件业务方面，公司卡位“物联网+安全”，在智能硬件端逐一突破单个领域，目前涵盖可穿戴设备、车联网及智能家居三大方向，19H1 同比增长 22.6%至 6.2 亿元。

### 依靠领先技术和大数据积累，布局政企安全未来可期

网络安全产业保持较高速发展，相比海外仍有较大提升空间。2018 年中国网络安全产业规模同比增长 19.2%至 511 亿元。考虑到相比海外较低的 IT 支出比例(2018 年中国 3.5% vs. 全球 4.6%)与在安全领域的投入比例(2015 年中国 1.4% vs. 全球 3.1%)，国内安全行业规模仍有提升空间。公司深化“大安全”战略，依托 360 国家级安全大脑，布局城市安全、工控安全等多个核心互联网安全领域，发挥数据、人才、资源等优势，把握政企安全 3.0 时代。公司先后中标 2.4 亿元的重庆合川区创新产业园项目、1.2 亿元的天津市应急管理局应急管理信息化项目，2.5 亿元的天津高新区网络安全协同创新产业基地项目，处于 A 股上市安全公司突出体量，初步证明实力。

**投资建议:**我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 60.96 亿元/43.23 亿元/49.96 亿元，同比增长 72.46%/-29.09%/15.57% (19 年包含投资收益)；扣非后净利润分别为 36.27 亿元/40.12 亿元/46.85 亿元，同比增长 6.11%/10.61%/16.78%。考虑三六零在互联网安全领域的龙头地位及在政企安全领域亟待释放的商业化前景，按照分部估值法认为合理市值为 1,627 亿元，对应每股约 24 元，较当前市值还有 21.5%的提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:**解禁压力；竞争环境加剧；广告业务增速放缓；政企业务落地不及预期；疫情反复风险；

| 财务数据和估值     | 2017      | 2018      | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 12,238.11 | 13,129.26 | 13,506.31 | 14,746.91 | 17,029.35 |
| 增长率(%)      | 23.56     | 7.28      | 2.87      | 9.19      | 15.48     |
| EBITDA(百万元) | 6,837.10  | 6,648.58  | 7,024.98  | 4,793.34  | 5,540.81  |
| 净利润(百万元)    | 3,371.98  | 3,534.84  | 6,096.24  | 4,322.72  | 4,995.84  |
| 增长率(%)      | 80.15     | 4.83      | 72.46     | (29.09)   | 15.57     |
| EPS(元/股)    | 0.50      | 0.52      | 0.90      | 0.64      | 0.74      |
| 市盈率(P/E)    | 39.70     | 37.87     | 21.96     | 30.97     | 26.79     |
| 市净率(P/B)    | 8.34      | 5.58      | 4.61      | 4.04      | 3.54      |
| 市销率(P/S)    | 10.94     | 10.20     | 9.91      | 9.08      | 7.86      |
| EV/EBITDA   | 11.78     | 17.87     | 15.80     | 21.97     | 18.39     |

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 计算机/计算机应用 |
| 6 个月评级 | 买入 (首次评级) |
| 当前价格   | 19.79 元   |
| 目标价格   | 24 元      |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 6,764.06    |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,192.64    |
| A 股总市值(百万元)   | 133,860.65  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 23,602.33   |
| 每股净资产(元)      | 4.12        |
| 资产负债率(%)      | 15.79       |
| 一年内最高/最低(元)   | 29.47/16.95 |

### 作者

文浩 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. 三六零：国内领先互联网安全服务供应商</b> .....                   | <b>5</b>  |
| 1.1. 发展历程：专注网络安全十余载，成就最具影响力的互联网巨头 .....              | 5         |
| 1.2. 商业模式：安全技术为核心，产品矩阵实现用户价值变现 .....                 | 5         |
| 1.3. 经营业绩：高毛利广告业务带动公司盈利能力持续提升 .....                  | 7         |
| 1.4. 股权结构及管理团队：持股较为集中，管理层经验丰富 .....                  | 10        |
| <b>2. 现有业务：广告和游戏增值持续造血，为安全领域护航</b> .....             | <b>12</b> |
| 2.1. 广告业务：服务 C 端用户安全需求，变现 5 亿流量商业价值 .....            | 12        |
| 2.1.1. 互联网广告：构建“网络安全-信息获取-内容聚合”三级体系 .....            | 12        |
| 2.1.2. 变现效率：2019 上半年 ARPU 为 9.4 元，相较其他平台仍有提升空间 ..... | 13        |
| 2.1.3. 未来空间：移动端流量变现潜力仍存，PC 端小程序护航未来 .....            | 14        |
| 2.2. 游戏业务：借力体系流量增加变现能力，端游打开增长空间 .....                | 16        |
| 2.3. 智能硬件：安全理念切入物联网，发展布局不急一时 .....                   | 18        |
| 2.3.1. 行业前景：万物互联孕育万亿规模 .....                         | 18        |
| 2.3.2. 发展战略：借位物联网安全，稳步突破单一领域 .....                   | 19        |
| 2.3.3. 收入表现：增速略有放缓，期待新产品市场表现 .....                   | 20        |
| <b>3. 政企市场：安全技术优势成为切入突破点</b> .....                   | <b>22</b> |
| 3.1. 业务分析：依托 360 安全大脑，三条主线把握政企安全 3.0 时代 .....        | 22        |
| 3.2. 行业分析：安全需求驱动，政企市场蕴藏巨大潜力 .....                    | 26        |
| 3.2.1. 行业规模：三年复合增速超过 20%，中长期行业规模有望翻倍 .....           | 26        |
| 3.2.2. 行业格局：竞争格局相对分散，360 资源优势突出 .....                | 28        |
| 3.2.3. 行业趋势：安全形势愈发严峻，驱动行业再次提升 .....                  | 29        |
| 3.3. 公司优势：持续高研发投入铸就领先行业的安全技术地位 .....                 | 31        |
| <b>4. 盈利预测与投资建议</b> .....                            | <b>34</b> |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1：三六零公司发展历程 .....  | 5  |
| 图 2：三六零商业模式 .....  | 6  |
| 图 3：三六零营业收入及同比增速（2015A-2018A；2018Q1-Q3&2019Q1-Q3） .....    | 7  |
| 图 4：三六零扣非归母净利润及同比增速（2015A-2018A；2018Q1-Q3&2019Q1-Q3） ..... | 7  |
| 图 5：三六零归母净利润及同比增速（2015A-2018A；2018Q1-Q3&2019Q1-Q3） .....   | 7  |
| 图 6：三六零经营性净现金流及同比增速（2015A-2018A；2018Q1-Q3&2019Q1-Q3） ..... | 7  |
| 图 7：三六零分业务收入（2014A-2018A；1H18A-1H19A） .....                | 8  |
| 图 8：三六零总体及分业务毛利率（2014A-2018A；1H18A-1H19A） .....            | 8  |
| 图 9：三六零盈利能力（2014A-2018A；2018Q1-Q3&2019Q1-Q3） .....         | 9  |
| 图 10：三六零三项费用率（2015A-2018A；2018Q1-Q3&2019Q1-Q3） .....       | 9  |
| 图 11：公司承诺扣非归母净利润及实际值（2017A-2020E） .....                    | 10 |

|   |    |
|---|----|
| 图 12: 三六零股权结构                                     | 10 |
| 图 13: 三六零公司高管团队                                   | 11 |
| 图 14: PC 安全产品市场渗透率                                | 12 |
| 图 15: 移动安全产品平均月活跃用户数                              | 12 |
| 图 16: 国内互联网平台 MAU 规模 (截至 2019 年 6 月)              | 12 |
| 图 17: 360 营销服务体系                                  | 13 |
| 图 18: 三六零搜索广告形式                                   | 13 |
| 图 19: 中国部分互联网公司广告行业市场份额 (2013A-2018A)             | 14 |
| 图 20: 1H19 主要互联网公司人均广告收入                          | 14 |
| 图 21: 三六零主要移动端产品月使用时长 (2016 年 1 月-2019 年 8 月)     | 15 |
| 图 22: 手机屏与 PC 大屏用户使用时段分布                          | 15 |
| 图 23: 360 游戏官网截图                                  | 16 |
| 图 24: 360 游戏旗下部分游戏一览                              | 16 |
| 图 25: 三六零游戏业务收入及同比增速 (2014A-2018A)                | 17 |
| 图 26: 三六零游戏业务收入结构 (2014A-2017A; 1Q18A)            | 17 |
| 图 27: 2019 年 8 月流水前十游戏一览                          | 18 |
| 图 28: 全球物联网设备数量及增速 (2015A-2025E)                  | 18 |
| 图 29: 中国物联网产业规模及同比增速 (2013A-2018E)                | 19 |
| 图 30: 三六零智能硬件产品                                   | 20 |
| 图 31: 360 智能硬件产品发布时间线                             | 20 |
| 图 32: 三六零智能硬件业务收入及同比增速 (2015A-2018A; 1H18A-1H19A) | 21 |
| 图 33: 奇虎 360 可穿戴设备出货量及同比增速 (2017Q1-2018Q3)        | 21 |
| 图 34: 奇虎 360 可穿戴设备市场份额 (2017Q1-2018Q3)            | 21 |
| 图 35: 360 安全大脑五大能力                                | 22 |
| 图 36: 三六零依托安全大脑发展政企、城市及家庭三大安全场景                   | 23 |
| 图 37: 360 政企安全发展进展                                | 23 |
| 图 38: 重庆合川区 360 网络安全协同创新产业园外景和内景                  | 24 |
| 图 39: 国内部分工业互联网安全厂商能力对比                           | 24 |
| 图 40: 360 企业安全浏览器主要功能                             | 25 |
| 图 41: 360 定制开发的余杭区综合办公平台截图                        | 25 |
| 图 42: 中国网络安全产业规模及同比增速 (2014A-2019E)               | 26 |
| 图 43: 2015 年人均网络安全支出                              | 26 |
| 图 44: 2015 年中国 vs. 美国 vs. 全球 IT 安全支出占 IT 支出比例     | 26 |
| 图 45: 2018 年中国 vs. 美国 vs. 全球 IT 支出占 GDP 比例        | 26 |
| 图 46: 中国信息安全市场行业应用情况 (2017 年)                     | 27 |
| 图 47: 美国联邦政府网络安全预算及占比 (2017A-2020E)               | 27 |
| 图 48: 2018 年中国公共财政支出                              | 27 |
| 图 49: 中国网络安全市场结构 (2018 年)                         | 27 |
| 图 50: 全球网络安全市场结构 (2018 年)                         | 27 |
| 图 51: 中国网络安全行业主要企业市占率 (2018 年)                    | 28 |
| 图 52: 中国网络安全行业集中度 (2016A-2018A)                   | 28 |

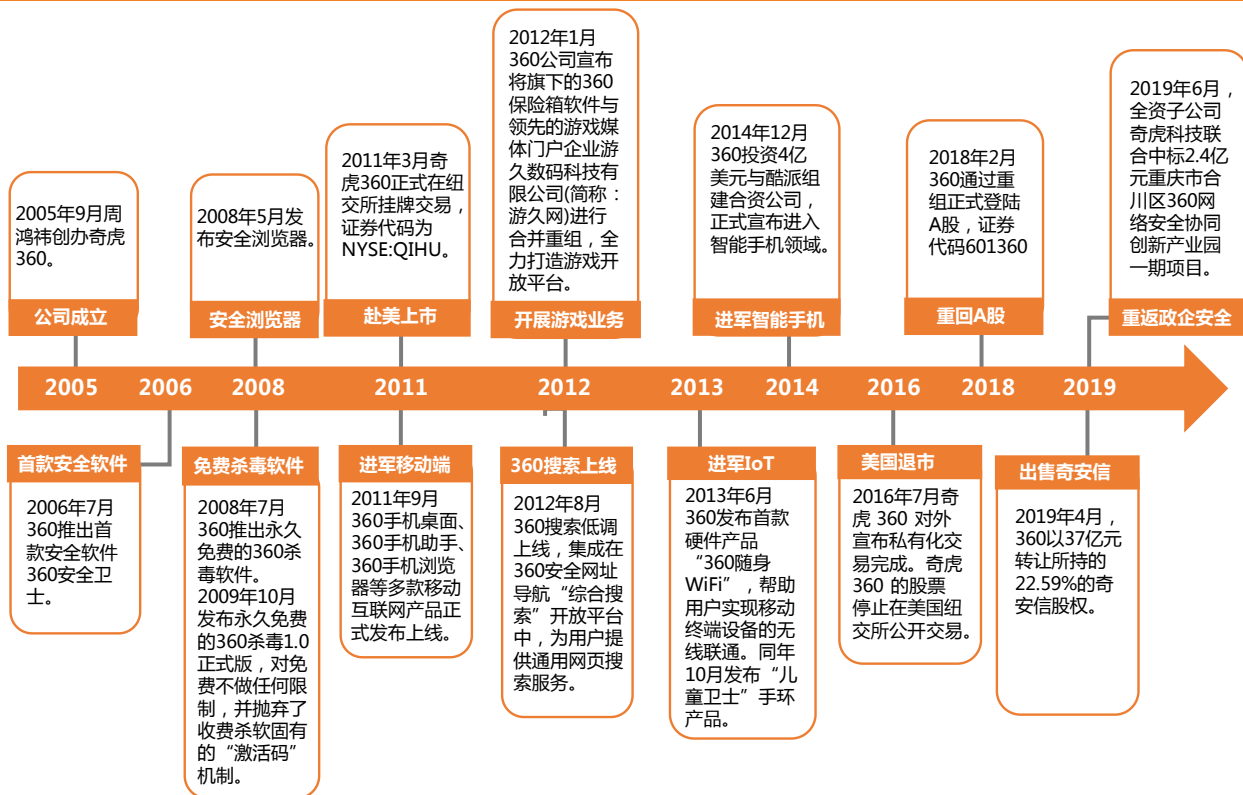
|  |    |
|--|----|
| 图 53: 中国网络安全行业的竞争格局与企业竞争力 .....                  | 28 |
| 图 54: 全球网络安全综合风险排名 .....                         | 29 |
| 图 55: 2018 年部分网络安全事件梳理 .....                     | 29 |
| 图 56: 中国被篡改网站数量 .....                            | 30 |
| 图 57: 中国境内被植入后门网站数量 .....                        | 30 |
| 图 58: 国内网络安全政策法规 (2014 年及以后) .....               | 30 |
| 图 59: 三六零核心技术优势 .....                            | 31 |
| 图 60: 360 安全大脑优势 .....                           | 31 |
| 图 61: 主要厂商获得漏洞致谢数量 (2019 年 1 月-2019 年 5 月) ..... | 32 |
| 图 62: 2018 年互联网安全行业主要公司研发支出 .....                | 32 |
| 图 63: 2018 年互联网安全行业主要公司研发支出占收比 .....             | 32 |
| 图 64: 2019 年 MSRC Top75 名单 .....                 | 33 |
| 图 65: 三六零分业务盈利预测 .....                           | 34 |
| 图 65: 三六零分部估值 .....                              | 35 |

## 1. 三六零：国内领先互联网安全服务供应商

### 1.1. 发展历程：专注网络安全十余载，成就最具影响力的互联网巨头

奇虎 360 最早成立于 2005 年，并于 2006 年 7 月推出公司核心安全服务软件“360 安全卫士”，2008 年 5 月发布安全浏览器，7 月推出免费杀毒软件。2011 年 3 月正式登陆纽交所，代号 QIHU。2011 年 9 月开始进军移动端，360 手机桌面、360 手机助手、360 手机浏览器等多款移动互联网产品正式发布上线。2012 年 1 月打造游戏开放平台，同年 8 月上线 360 搜索。2013 年进军 IoT，发布“360 随身 WiFi”等硬件产品。2016 年 7 月完成私有化交易，以 93 亿美元从纽交所退市。2018 年 2 月，三六零正式登陆 A 股。2019 年 4 月，三六零以 37.31 亿元对外转让其所持的奇安信股份，并于同年 6 月，中标 2.4 亿元重庆市合川区 360 网络安全协同创新产业园一期项目，是三六零独立转战政企市场后的第一单。

图 1：三六零公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 商业模式：安全技术为核心，产品矩阵实现用户价值变现

三六零主要从事互联网技术的研发及网络安全产品的设计、开发、运营，通过向个人用户提供免费、优质的互联网及移动安全产品及服务，积累大量用户，并在此基础上拓展了互联网广告及服务、互联网增值服务、智能硬件业务，形成以核心技术为驱动，以产品体系为载体、以商业化为保障的互联网生态体系。

核心技术层面。2018 年 5 月，三六零发布了全球最大的分布式智能安全系统——“360 安全大脑”。“360 安全大脑”综合运用“IMABCDE”（I-IoT 智能感知、M-移动通信、A-人工智能、B-区块链、C-云计算、D-大数据、E 边缘计算）等核心技术，具备威胁感知、推理溯源、攻击预警、决策辅助、自我学习五项核心能力，在保护用户、社会、国家网络安全的基础上，将智能安全防护能力进一步延伸到工业互联网、车联网、物联网、城市安

防和个人人身安全等领域。

### 产品及服务

1) **核心安全能力**：依托“360 安全大脑”的核心技术及能力，公司目前的核心安全能力主要服务于国家网络安全领域（包括网络实战攻防演练平台、全网数字资产测绘平台等），城市及社会安全领域（网络安全协同创新产业基地、反网络诈骗信息系统“猎网平台”等），家庭及个人用户安全领域（360 安全卫士、360 手机卫士等系列产品）。三六零以安全产品为根基拓展了信息获取类产品和内容类产品。

2) **信息获取和内容变现产品**：信息获取产品主要包括 360 导航、搜索、浏览器等业务；内容类产品主要包括信息流、资讯类产品、游戏等。这些业务拓展了公司的互联网服务范围，增强了对用户画像的精准把握，提升了用户粘性和公司商业化精准服务能力，逐渐形成了从信息安全到信息获取、内容聚合的完整安全信息、内容服务链条。三六零采用“免费提供安全产品+商业化变现”的模式经营并获取收入。

3) **IoT 物联网安全产品及服务**：家庭安全方面，三六零设计研发出家庭防火墙、智能摄像机、行车记录仪、智能儿童手表、智能门锁、可视门铃、扫地机器人等一系列智能硬件。车联网安全领域，三六零针对智能网联汽车提供安全评估及整体安全解决方案，通过产品开发、方案集成等方式向国内自主品牌联网汽车提供安全服务保障，

图 2：三六零商业模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

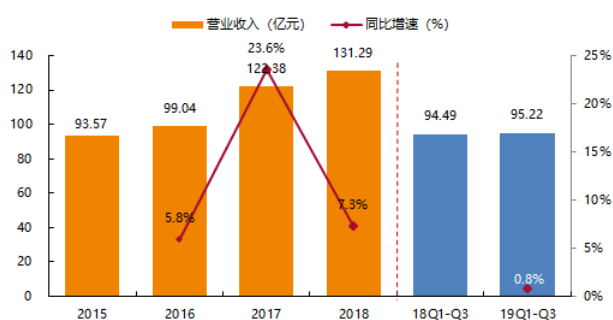
### 1.3. 经营业绩：高毛利广告业务带动公司盈利能力持续提升

2018 年三六零总体收入同比增长 7.28%至 131.29 亿元，收入增速相较 2017 年放缓较为明显；归属股东净利润同比增长 4.83%至 35.35 亿元，归母净利率 26.92%，同比降低 0.63 百分点；扣非后归属股东净利润同比增长 24.22%至 34.18 亿元，扣非后归母净利率达 26.04%，同比提升 3.55 百分点；公司经营性现金流净额达 37.48 亿元。

2019 年前三季度总体收入同比增长 0.8%至 95.22 亿元，归属股东净利润同比增长 105.7%至 51.76 亿元，归母净利率 54.36%，同比提升 27.74 百分点，扣非后归属股东净利润同比增长 9.36%至 25.86 亿元，扣非后归母净利率达 27.15%，同比提升 2.13 百分点。公司经营性现金流净额同比降低 26.68%至 18.55 亿元，主要是由于支付给职工现金及支付的各项税费增加所致；

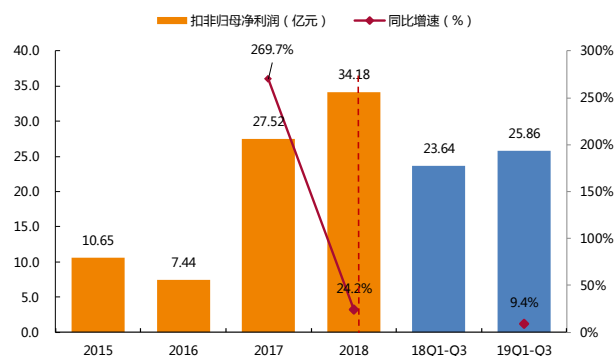
根据业绩盈利预告，预计公司 2019 年度实现归母净利润约为 57.1 亿元至 63.1 亿元，同比增长约 62%至 79%；预计 2019 年度实现扣非后归母净利润约为 34.2 亿元至 38.0 亿元，同比增长约 0.04%至 11%。

图 3：三六零营业收入及同比增速（2015A-2018A；2018Q1-Q3&2019Q1-Q3）



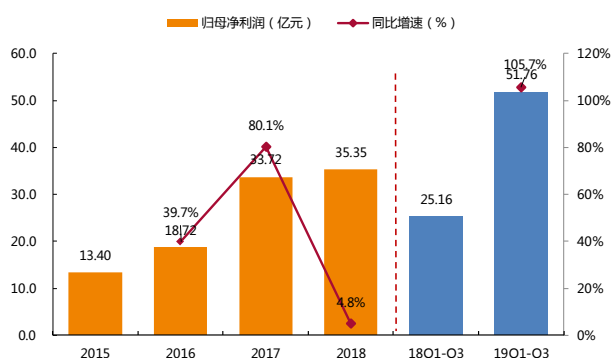
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：三六零扣非归母净利润及同比增速（2015A-2018A；2018Q1-Q3&2019Q1-Q3）



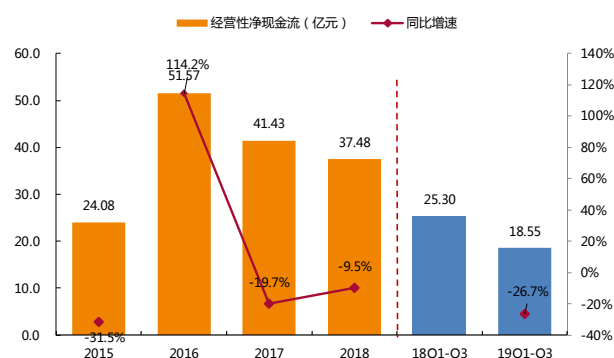
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：三六零归母净利润及同比增速（2015A-2018A；2018Q1-Q3&2019Q1-Q3）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：三六零经营性净现金流及同比增速（2015A-2018A；2018Q1-Q3&2019Q1-Q3）

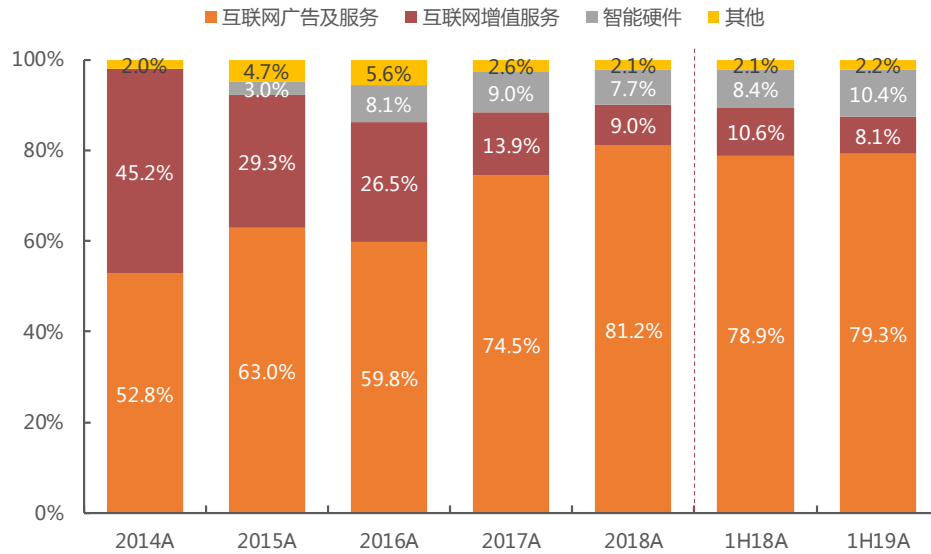


资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务来看，2018 年互联网广告及服务业务收入达 106.58 亿元，同比增速达 16.94%，占总体收入的 81.23%；互联网增值服务收入同比减少 30.63%至 11.78 亿元，占总体收入的 8.97%；智能硬件业务同比减少 7.66%至 10.15 亿元，占总体收入的 7.73%。

2019 年 H1 互联网广告及服务业务同比减少 1.16%至 46.97 亿元，占总体收入的 79.28%；互联网增值服务业务收入同比减少 24.6%至 4.82 亿元，占总体收入的 8.14%；智能硬件业务收入同比增长 22.57%至 6.17 亿元，占总体收入的 10.41%；

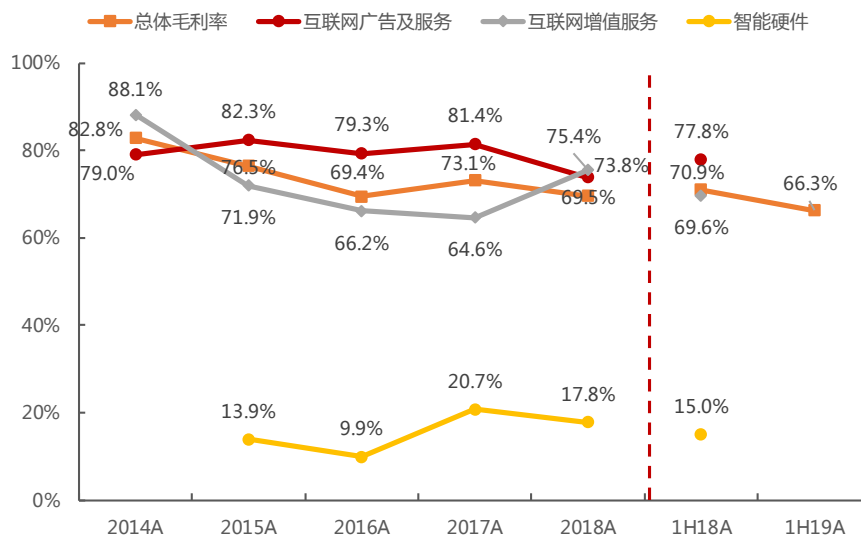
图 7：三六零分业务收入（2014A-2018A；1H18A-1H19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2018 年公司毛利为 91.32 亿元，同比增长 2.12%，毛利率为 69.55%，同比降低 3.52 百分点。分业务来看，广告业务毛利率同比下滑 7.65 个百分点至 73.78%，互联网增值服务毛利率同比提升 10.81 个百分点至 75.44%，智能硬件毛利率同比降低 2.97 个百分点至 17.77%。

图 8：三六零总体及分业务毛利率（2014A-2018A；1H18A-1H19A）



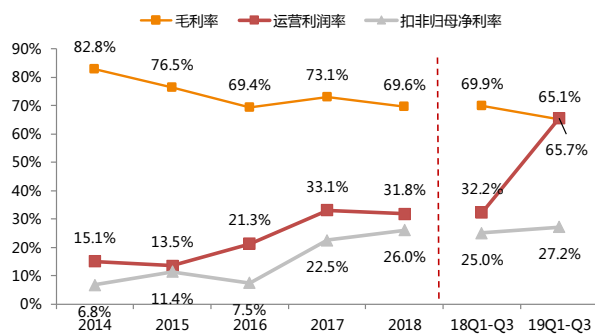
资料来源：公司公告，天风证券研究所



从盈利能力看，公司在经过 2014-2016 年三年毛利率下降期后，2017 年在高毛利互联网广告业务带动下有所回升，2018 年毛利率为 69.55%，同比降低 3.52 百分点；归母净利润率 26.92%，同比降低 0.63 百分点；扣非后归母净利润率 26.04%，同比提升 3.55 百分点。2018 年销售费用率为 15.49%，同比降低 0.1 百分点；管理费用率（含研发费用）25.77%，同比提升 0.3 百分点财务费用率为-2.63%。

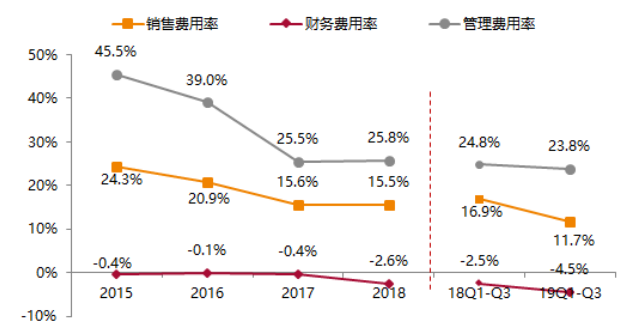
2019 年前三季度公司毛利为 61.96 亿元，同比增长 0.5%，毛利率为 65.07%，同比降低 7.85 百分点。2019 年前三季度销售费用同比减少 30.37%至 11.1 亿元，销售费用率为 11.66%，同比降低 5.22 百分点，主要由于移动端产品市场推广费用下降所致；管理费用（含研发费用）同比减少 3.14%至 22.68 亿元，管理费用率 23.82%，同比降低 0.96 百分点；财务费用为-4.32 亿元，财务费用率为-4.53%。

图 9：三六零盈利能力(2014A-2018A; 2018Q1-Q3&2019Q1-Q3)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：三六零三项费用率(2015A-2018A; 2018Q1-Q3&2019Q1-Q3)

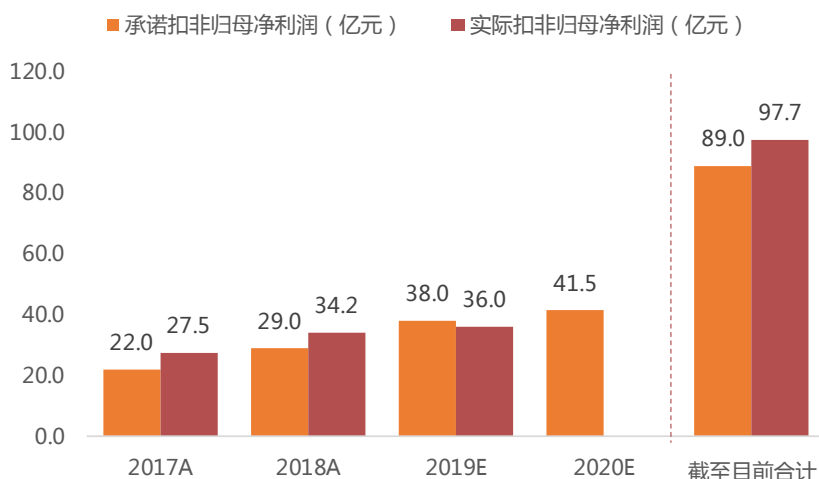


资料来源：公司公告，天风证券研究所

三六零承诺在重大资产重组实施完毕后，2017 年度、2018 年度、2019 年度和 2020 年度预测实现的合并报表范围扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 22 亿元、29 亿元、38 亿元、41.5 亿元。公司 2017 年度、2018 年度、2019 年度、2020 年度任一年内，截至当期期末累计实际实现净利润数低于截至当期期末累计承诺净利润数的，三六零全体股东应向上市公司进行补偿。

按照 2019 年公司业绩预增公告，公司预计 2019 年度实现扣非归母净利润约为 34.2 亿元至 38.0 亿元，按照中间值 36 亿计算，三年累计预计实现扣非归母净利润达 97.7 亿元，超过三年累计承诺的 89 亿元。同时这也意味着，在 2019 年完成 36 亿元的假设下，2020 年只需完成 32.8 亿元（2020 承诺业绩的 79.0%）即可完成全部承诺业绩。

图 11：公司承诺扣非归母净利润及实际值（2017A-2020E）



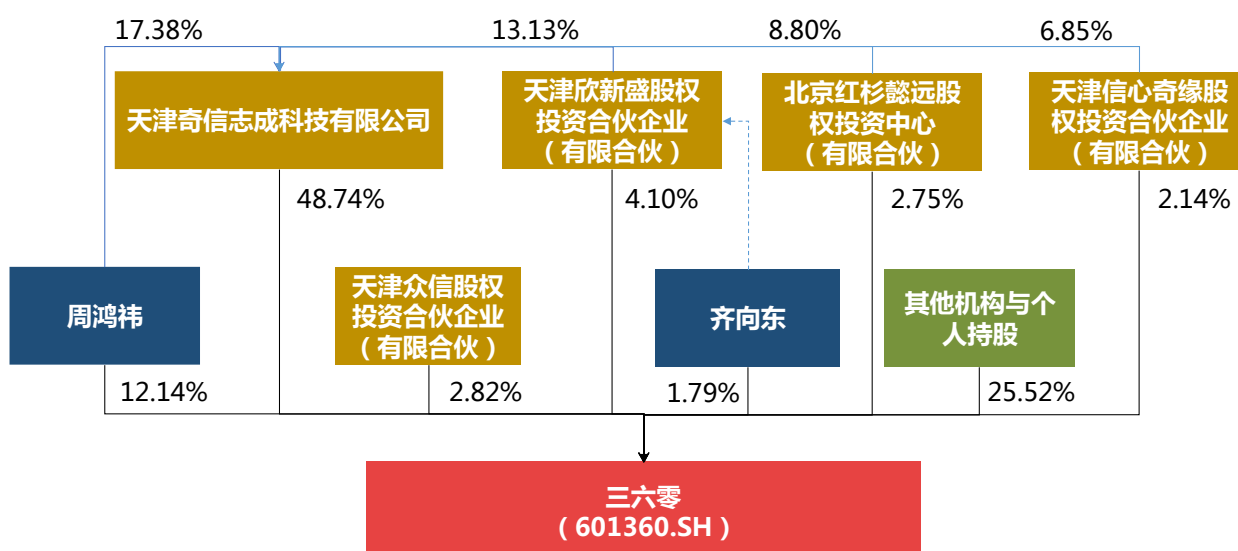
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：2019 年按照 34.02 亿-38 亿的区间取中间值得到

### 1.4. 股权结构及管理团队：持股较为集中，管理层经验丰富

三六零近半数股权持有人为天津奇信志成科技有限公司，该公司为 360 私有化而设立，主要股东包含周鸿祎、天津欣新盛股权投资合伙企业、北京红杉懿远股权投资中心等，集团创始人周鸿祎直接持有 12.14%。为完成美股私有化交易，2016 年控股股东与招商银行等六家银行签订贷款协议，获得 30 亿美元等值人民币（RMB201.3 亿元）的贷款，偿还本金期限为自 2020 年 6 月至 2023 年 6 月，分 7 期每半年偿还。

图 12：三六零股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：三六零公司高管团队

| 姓名  | 职务              | 主要工作经历   |
|-----|-----------------|--|
| 周鸿祎 | 董事长，总经理         | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2006年8月起，任职 Qihoo 360 董事长、首席执行官。</li> <li>• 1995年7月至1998年9月，历任方正集团程序员、项目主管、部门经理、研发中心事业部经理；1998年9月至2004年1月，任国风因特软件(北京)有限公司董事长；2004年1月至2005年8月，任雅虎中国公司总裁；2005年9月至2006年8月，任IDGVC(国际数据集团风险投资基金)投资合伙人。</li> </ul>                            |
| 张矛  | 财务负责人           | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2018年11月加入三六零，现任三六零财务副总裁兼财务负责人。</li> <li>• 2008年12月至2018年10月，历任中国联合网络通信集团有限公司财务部管理会计处经理(处长)、财务部副总经理、财务部总2008年12月至2018年10月，历任中国联合网络通信集团有限公司财务部管理会计处经理(处长)、财务部副总经理、财务部总经理。</li> </ul>   |
| 王巍  | 董事会秘书           | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2018年4月加入三六零，现任三六零集团副总裁兼董事会秘书。</li> <li>• 2009年10月至2012年6月，任中泰证券投资银行部业务副总监；2012年7月至2013年6月，任申万宏源投资银行部业务总监；2013年7月至2015年6月，任达晨创投并购业务负责人；2015年7月至2017年3月，任四川迅游网络科技股份有限公司副总裁兼董事会秘书；2017年3月至2018年4月，任华讯方舟股份有限公司副总经理兼董事会秘书、首席投资官。</li> </ul> |
| 张莉  | 监事会主席           | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2006年4月起，在 Qihoo360 任职，历任运营主管、运营经理、运营副总监、高级总监。现任三六零监事、高级总监。</li> </ul>  |
| 李宜楠 | 监事、安全产品事业部副总经理。 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2009年5月起，在 Qihoo360 任职，历任测试工程师、测试经理、高级测试经理、运营总监。现任三六零监事、安全产品事业部副总经理。</li> </ul>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

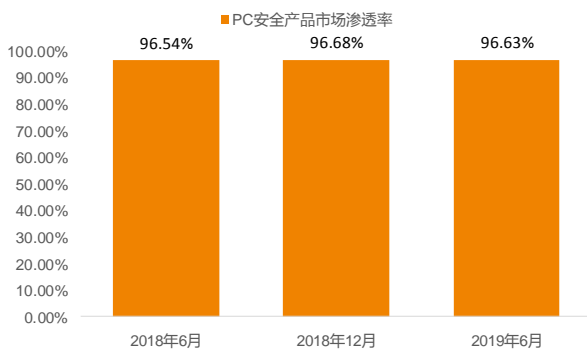
## 2. 现有业务：广告和游戏增值持续造血，为安全领域护航

### 2.1. 广告业务：服务 C 端用户安全需求，变现 5 亿流量商业价值

#### 2.1.1. 互联网广告：构建“网络安全-信息获取-内容聚合”三级体系

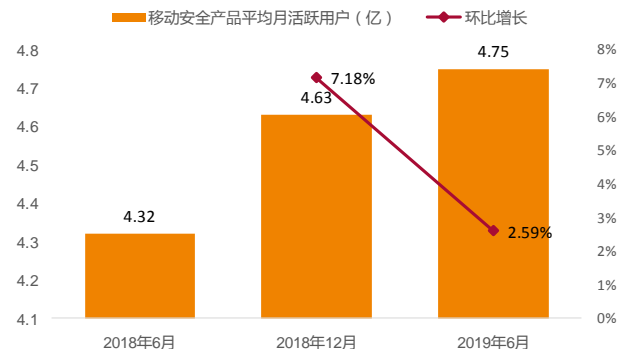
面向 C 端，公司通过提供 PC 端及移动端安全杀毒等工具进行海量“第一级”获客，并通过丰富产品矩阵对这部分用户持续留存及变现，实现从网络安全到内容获取的跨终端流量闭环。根据公司公告，截至 2019 年 2 季度，公司 PC 安全产品的市场渗透率为 96.63%，平均月活跃用户数平稳保持在 5 亿以上，安全市场持续排名第一；PC 浏览器市场渗透率为 83.12%，平均月活跃用户数达 4.3 亿；移动安全产品的平均月活跃用户数达 4.75 亿。

图 14：PC 安全产品市场渗透率



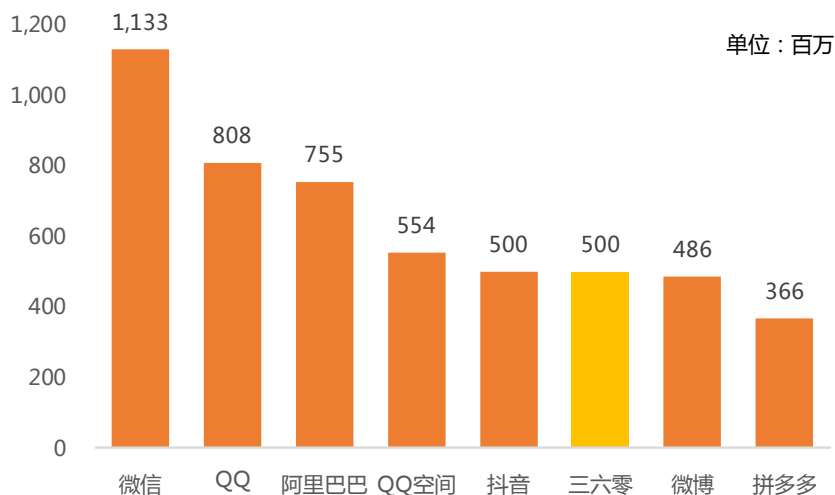
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：移动安全产品平均月活跃用户数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：国内互联网平台 MAU 规模（截至 2019 年 6 月）



资料来源：公司公告，新浪新闻，天风证券研究所

基于海量用户，公司多维度变现流量价值。公司借助旗下 PC 端产品、移动端产品和媒体联盟，通过多种搜索广告与展示广告对流量进行变现。此外，为辅助广告主投放，并提升投放的 ROI，公司为广告主配有专门的投放平台与大数据平台。

图 17：360 营销服务体系

|      |       |  |   |   |  |
|------|-------|--|---|---|--|
| 媒体端  | 媒体产品  | PC产品(自有)   | 移动产品(自有)  | 360外部媒体联盟   |  |
|      | 产品类型  |  |   |   |  |
| 资源端  | 广告类型  | 搜索广告   | 展示广告  |   |  |
|      | 广告资源  | <input checked="" type="checkbox"/> 竞价广告 <input checked="" type="checkbox"/> 品牌广告  | <input checked="" type="checkbox"/> 信息流广告 <input checked="" type="checkbox"/> 文字链 <input checked="" type="checkbox"/> Banner <input checked="" type="checkbox"/> 焦点图 <input checked="" type="checkbox"/> 视频短片 <input checked="" type="checkbox"/> 互动广告<br><input checked="" type="checkbox"/> 应用分发 <input checked="" type="checkbox"/> 开屏广告 <input checked="" type="checkbox"/> 动态富媒体 <input checked="" type="checkbox"/> 定制类广告 |   |  |
| 平台端  | 投放平台  | 360点睛时效平台  |   |   |  |
|      |       | <input checked="" type="checkbox"/> 智能出价 <input checked="" type="checkbox"/> 智能预算 <input checked="" type="checkbox"/> 智能定向(兴趣定向、人群定向、地域定向等) <input checked="" type="checkbox"/> 智能工具 |   |   |  |
| 底层技术 | 大数据平台 | 360商易  | 360DMP  | 360分析   |  |
|      |       | <input checked="" type="checkbox"/> 行业分析报告 <input checked="" type="checkbox"/> 人群洞察报告  | <input checked="" type="checkbox"/> 人群管家 <input checked="" type="checkbox"/> 人群效果分析   | <input checked="" type="checkbox"/> 网站分析 <input checked="" type="checkbox"/> 推广分析 |  |

资料来源：易观（2018年8月），天风证券研究所

图 18：三六零搜索广告形式

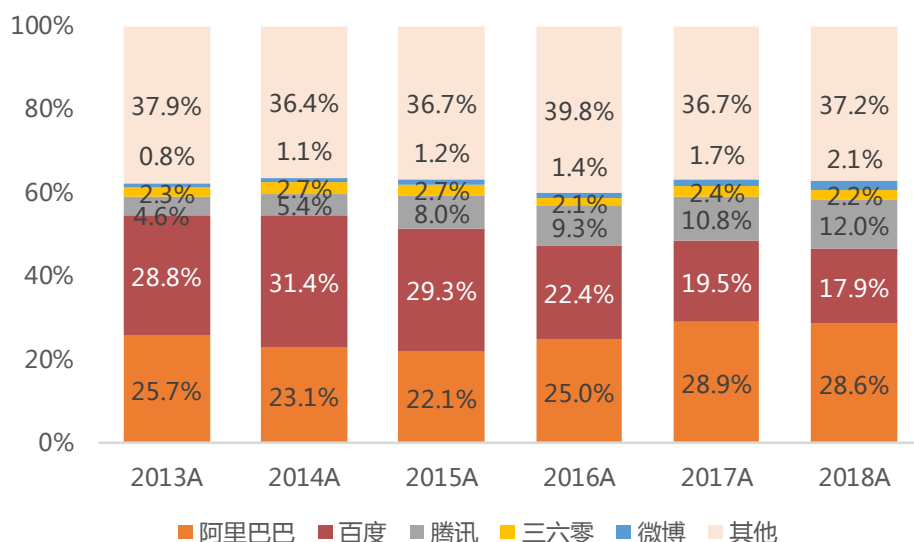


资料来源：360 搜索，天风证券研究所

### 2.1.2. 变现效率：2019 上半年 ARPU 为 9.4 元，相较其他平台仍有提升空间

从广告行业市场份额来看，中国广告行业仍然以 BAT 三家为主，三家合计市场份额尽管不及 2013-2015 年，但 2018 年合计份额也达到 58.5%。三六零广告业务市场份额在 2014-2015 年期间曾达 2.7%左右，此后在移动端广告市场崛起对三六零的市场份额有一定冲击，2018 年市场份额降至 2.2%。

图 19：中国部分互联网公司广告行业市场份额（2013A-2018A）

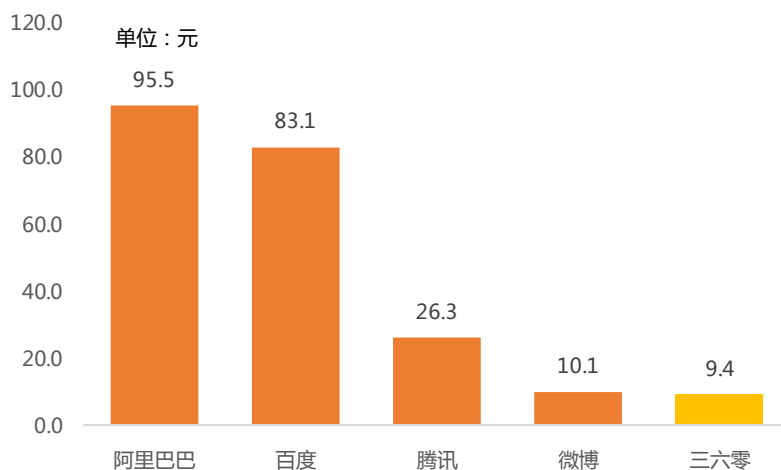


资料来源：公司公告，艾瑞，天风证券研究所

注：三六零的 2013 年广告收入为从美国退市前的年报数据，2014 年起的数据为本次江南嘉捷重大资产重组公告数据；百度广告业务收入含爱奇艺广告收入

为了比较不同公司的广告效率，我们将每个公司最大用户产品 MAU 作为用户基数进行计算。从单用户人均广告收入来看，三六零尽管拥有较为丰富的产品矩阵，但人均广告变现效率处于较低水平。具体来看，2019 年上半年，三六零广告业务 ARPU 为 9.4 元，低于百度 83.1 元、阿里 95.5 元、腾讯 26.3 元和微博 10.1 元。

图 20：1H19 主要互联网公司人均广告收入

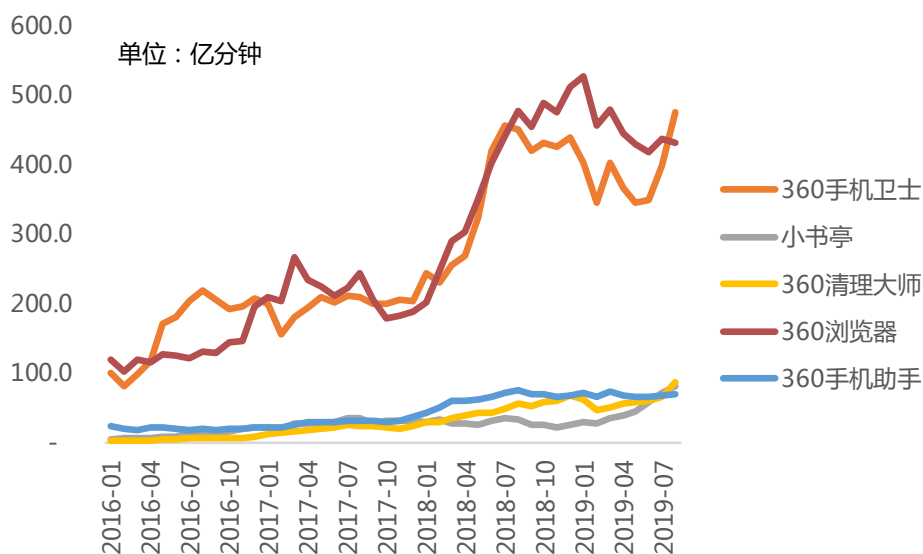


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.1.3. 未来空间：移动端流量变现潜力仍存，PC 端小程序护航未来

**移动端时长延续增长，带来新的变现潜力。**根据 QuestMobile，360 旗下手机卫士、手机助手、清理大师和浏览器等多个 APP 的移动端使用时长持续增长。2019 年 8 月 360 手机卫士月使用时长达 475 亿分钟；360 浏览器使用时长达 432 亿分钟。四款主流产品时长超 1,100 亿分钟。

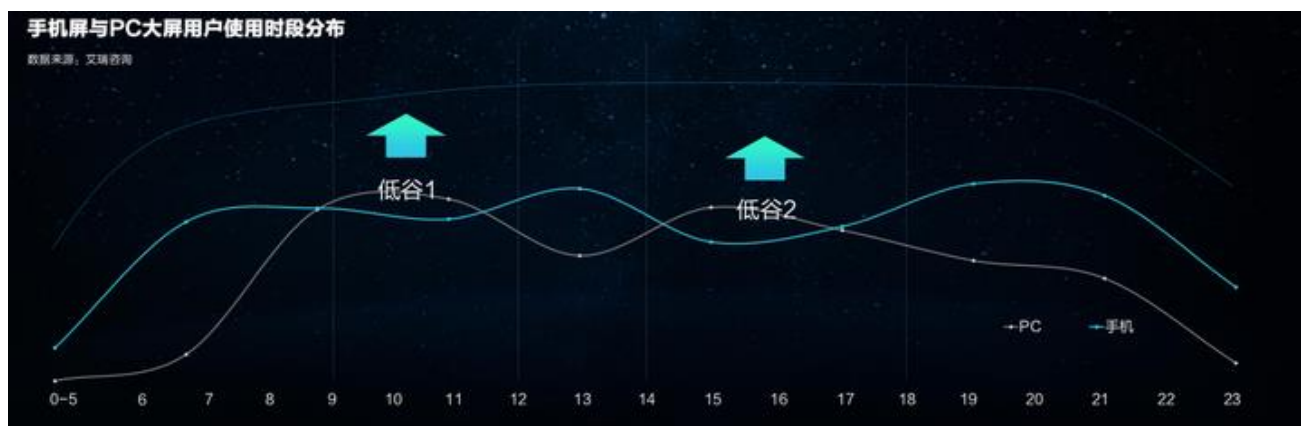
图 21：三六零主要移动端产品月使用时长（2016 年 1 月-2019 年 8 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

2019 年 7 月，三六零在北京举行的“跃界而生”小程序公测发布会，并宣布 360 小程序将打破 PC 端和移动端的边界，利用 360 积淀的 5 亿用户和百亿流量优势，帮助开发者融入用户 7\*24 小时使用场景，打造“全场景”互联网。对标移动端小程序对移动 APP 的流量粘性提升，PC 端小程序也有望加深用户对 360PC 产品的使用粘性，同时考虑到 PC 端使用时段与移动端的互补，360 广告业务也有望从 PC 端小程序中获得增量。

图 22：手机屏与 PC 大屏用户使用时段分布

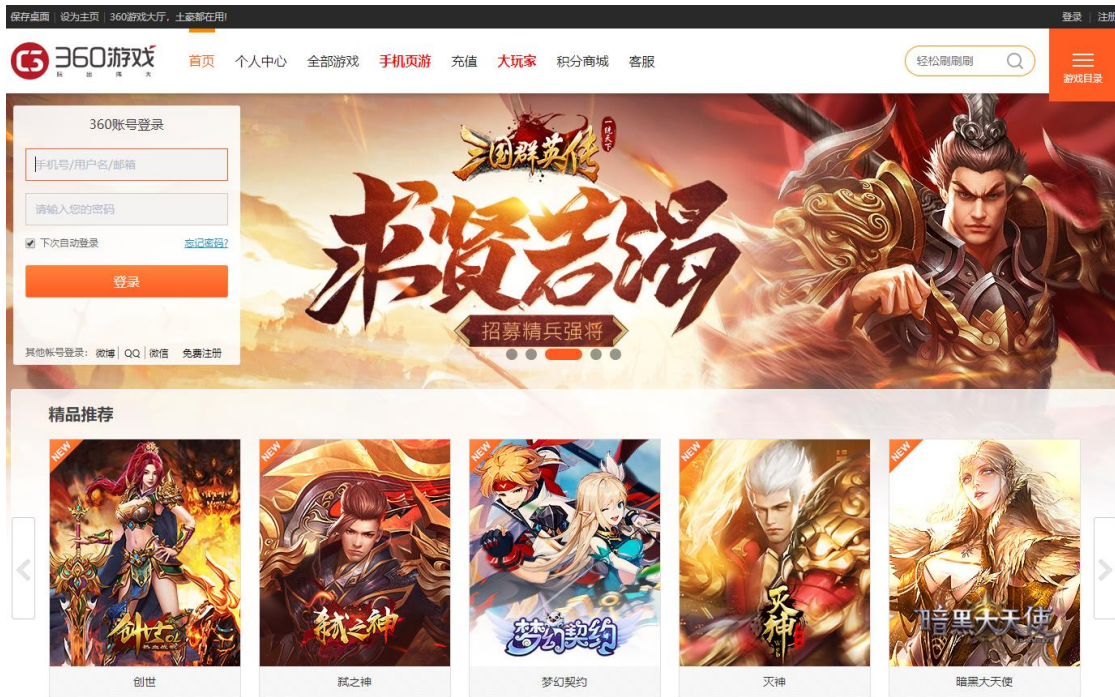


资料来源：techweb，天风证券研究所

## 2.2. 游戏业务：借力体系流量增加变现能力，端游打开增长空间

三六零在互联网游戏产业链中主要承担网络游戏平台角色，拥有手游、页游、端游全产品线的发行、联运综合能力，形成了以 wan.360.cn、www.youxi.com 为主的网页游戏运营平台和以 360 手机助手、360 游戏大厅等移动端平台为核心的移动游戏分发运营平台。

图 23：360 游戏官网截图



资料来源：360 游戏官网，天风证券研究所

图 24：360 游戏旗下部分游戏一览

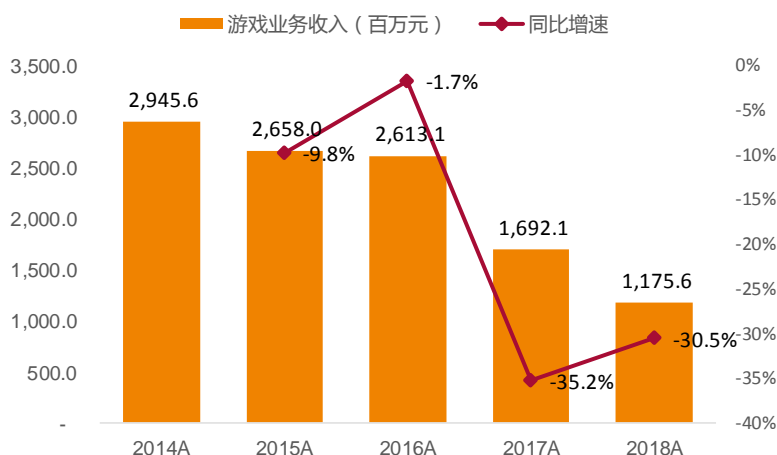
| 网页游戏       |        |         | 手机页游 |       | 客户端游戏   |         | 手机游戏 |
|------------|--------|---------|------|-------|---------|---------|------|
| 太极崛起       | 绝世仙王   | 大话女儿国   | 魔界战记 | 无限之心  | 宝藏世界    | 新仙剑奇侠传  |      |
| 兵法三国       | 我是皇    | 镇魂街     | 狂斩之刃 | 最强王者  | 古剑奇谭网络版 | 轩辕剑3手游版 |      |
| 攻沙加强版      | 御天传奇H5 | 降龙十八掌H5 | 斗罗大陆 | 大圣再临  | 桃花源记2   | 黑衣剑士    |      |
| 龙之女神       | 龙神契约   | 射雕英雄传   | 传奇来了 | 更多游戏> | 铁血龙魂    | 纯三国     |      |
| 航海王        | 剑灵     | 大天使之剑   |      |       |         | 更多游戏>   |      |
| 烈焰传奇之浴火... | 鸿蒙天尊   | 更多游戏>   |      |       |         |         |      |

资料来源：360 游戏官网，天风证券研究所

受行业整体趋势及自身经营调整等因素影响，三六零游戏业务收入逐年下降。2018 年游戏业务收入同比减少 30.5%至 11.8 亿元，较 2014 年 29.5 亿元的收入水平减少 60.1%。2018 年，游戏行业面临着政策趋严和流量获取的双重考验，整体产业规模增速明显放缓。宏观影响下，三六零游戏产品的储备数量及上线数量均有所减少，活跃用户数和 ARPU 值也出现回落，业务收入同比明显下降。2019 年上半年，游戏版号逐步放开审核，市场有所回暖。由于公司游戏产品的储备数量及上线数量较为有限，导致业务收入同比下降 24.60%。



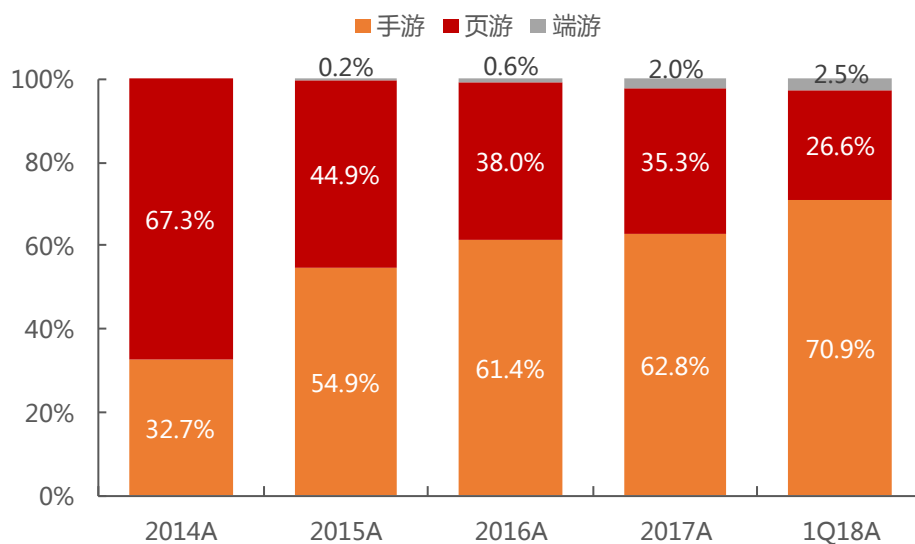
图 25：三六零游戏业务收入及同比增速（2014A-2018A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从收入结构来看，三六零的游戏业务越多的依赖手游，但未来有望逐步掘金端游市场。2014年及以前，公司主要游戏收入来源是页游，2014年贡献67.3%的收入；随着手游市场的快速发展及页游市场增速放缓，2015年手游取代页游成为公司游戏业务收入的主要来源，2017年手游收入占比提升至62.8%，1Q18占比进一步提升至70.9%。此外，公司在2015年开始发展端游业务，并在2016年成立专职的端游团队，逐步产生收入贡献，到1Q18端游收入占比已达2.5%。

图 26：三六零游戏业务收入结构（2014A-2017A；1Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

近期 360 与 Wargaming 达成战略合作，深度运营军事品类端游《坦克世界》与《战舰世界》，游戏内容将在今年内实现与国际版本同步更新。《坦克世界》为一款坦克主题 MMO 游戏，截至 2016 年 5 月已拥有 1.2 亿全球玩家，2015 年 PC 平台流水超过 5 亿美元，2019 年 8 月位列全球游戏市场 PC 游戏收入榜第 7 名。360 与 Wargaming 的战略合作预计会为公司端游业务带来良好流水。

图 27：2019 年 8 月流水前十游戏一览

|    | PC                                 | CONSOLE                      | MOBILE                 |
|----|------------------------------------|------------------------------|------------------------|
| 1  | Dungeon Fighter Online             | Fortnite                     | Pokémon GO             |
| 2  | League of Legends                  | Call of Duty: Black Ops IIII | Honour of Kings        |
| 3  | World of Warcraft West             | Grand Theft Auto V           | Fate/Grand Order       |
| 4  | Fantasy Westward Journey Online II | Fire Emblem: Three Houses    | Last Shelter: Survival |
| 5  | Crossfire                          | FIFA 19                      | Candy Crush Saga       |
| 6  | Fortnite                           | Madden NFL 20                | Homescapes             |
| 7  | World of Tanks                     | Super Mario Maker 2          | Clash of Clans         |
| 8  | Dota 2                             | NBA 2K19                     | Monster Strike         |
| 9  | Hearthstone West                   | Apex Legends                 | Mafia City             |
| 10 | Roblox                             | Super Smash Bros. Ultimate   | Lineage M              |

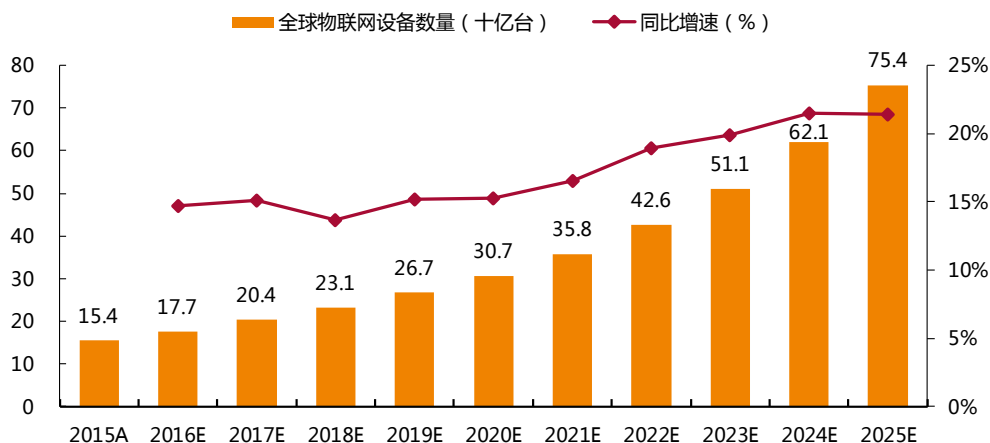
资料来源：superdata，天风证券研究所

## 2.3. 智能硬件：安全理念切入物联网，发展布局不急一时

### 2.3.1. 行业前景：万物互联孕育万亿规模

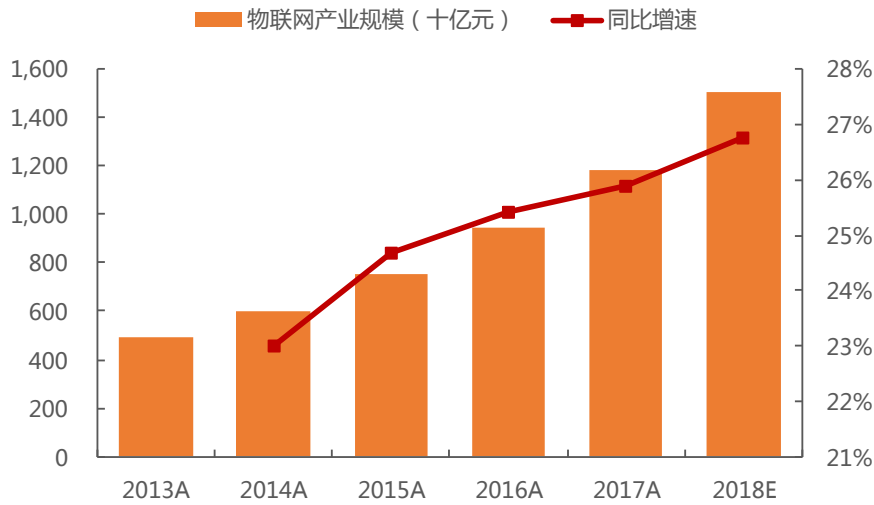
物联网是信息网络从 PC 到手机再到智能硬件的延展与应用，能够实现硬件智能化，产生对物理世界的感知、识别、甚至决策的能力。随着物联网设备规模的扩大以及应用程度的深化，全球物联网行业规模预计保持较快速发展。根据 IHS 的数据，2015 年全球物联网设备达到 154 亿台，预计到 2025 年将增长至 754 亿台，复合年均增长率 (CAGR) 为 17.2%。根据中国通信工业协会物联网分会，2017 年中国物联网产业规模达 1.19 万亿元，同比增长 25.9%，预计 2018 年产业规模突破 1.5 万亿，物联网孕育着万亿规模的产业机会。

图 28：全球物联网设备数量及增速（2015A-2025E）



资料来源：IHS，天风证券研究所

图 29：中国物联网产业规模及同比增速（2013A-2018E）



资料来源：中国通信工业协会物联网分会，天风证券研究所

### 2.3.2. 发展战略：借位物联网安全，稳步突破单一领域

从 2013 年起，公司将线上软件安全拓展到线下硬件安全，推出了一系列物联网安全智能硬件。三六零延续以产品体验为核心的运营思路，将自身在“IMABCDE”等各个领域的核心技术及安全技术广泛赋能于智能硬件产品中，360 搜索等软件服务也被广泛应用于具有人机会话功能的硬件产品中，实现了三六零安全、软件、硬件等各项业务的拉通与协同，为各领域的用户及商业化资源共享打下了坚实的基础。

以“安全”为核心，围绕三大产品线加速扩展产品品类，深度切合不同用户需求，打造三六零物联网生态。三六零已经围绕安全概念，确立了三条产品线：

- 1) **可穿戴设备**：以弱势群体为核心，打造了代表产品“360 儿童卫士”，实时跟踪孩子的行踪、自动识别安全区和安全道路，并对非安全区和陌生道路进行预警。此外，2016 年底发布了老人手表。
- 2) **车联网**：代表产品为 360 行车记录仪，儿童安全座椅。2016 年 11 月，公司联合多家高校、汽车及零部件企业组建了 360 车联网安全中心，至今已推出了 360 汽车卫士、CANPICK 等多个汽车安全防护和检测产品。
- 3) **智能家居**：代表产品为 360 智能摄像机、路由器、扫地机器人、AI 音箱、电动牙刷、儿童故事机、智能门铃及门锁。

在此基础上，三六零倡导成立了“智能硬件安全产业联盟”，同时向联盟成员开放 360SMARTOS，与联盟成员共享三六零安全能力。

图 30：三六零智能硬件产品



资料来源：360 官网，天风证券研究所

图 31：360 智能硬件产品发布时间线

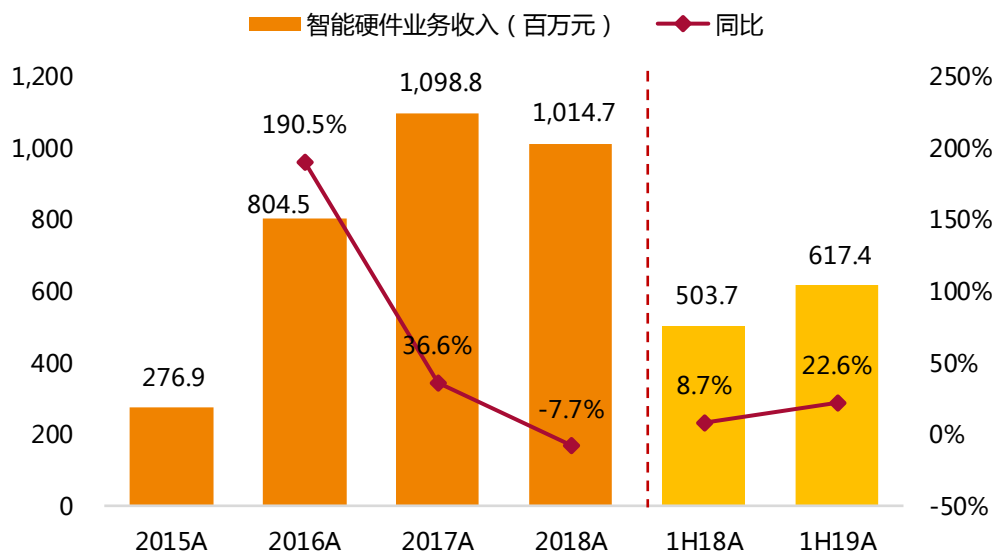


资料来源：360 官网，天风证券研究所

### 2.3.3. 收入表现：增速略有放缓，期待新产品市场表现

智能硬件业务收入增速逐步放缓。2017 年公司智能硬件业务增速较快，同比增长 36.6%至 11.0 亿元。2018 年，因公司的智能硬件主打安全属性，创新、自研周期较长，智能硬件业务收入为人民币 10.2 亿元，同比下降 7.66%。2019 年上半年，智能硬件业务战略及组织架构进一步明确，连续发布多款明星产品，智能硬件业务收入较上年同期增长 22.57%。

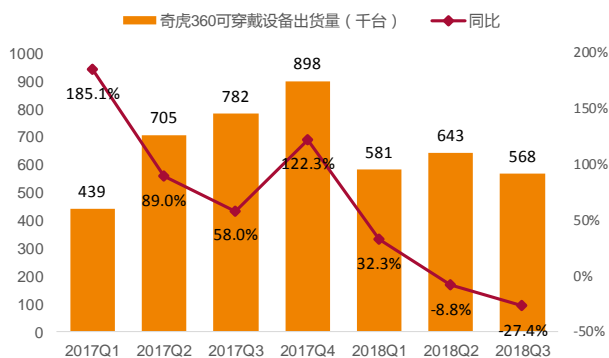
图 32：三六零智能硬件业务收入及同比增速（2015A-2018A；1H18A-1H19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

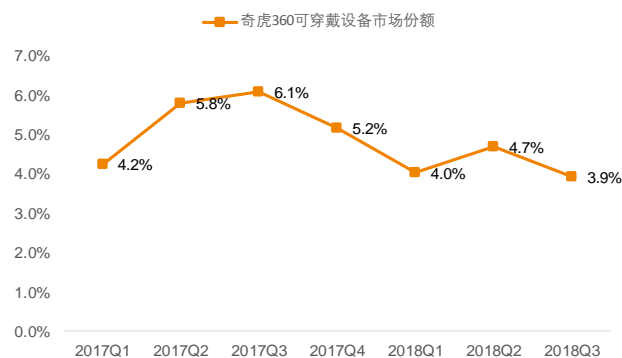
智能硬件市场竞争激烈，考虑盈利压力，降低可穿戴设备市场份额。三六零收入主要依赖儿童智能手表、行车记录仪及智能摄像头三种产品，2017 年上半年三者合计贡献收入的 95.5%。根据 IDC，2018 年 Q3 三六零可穿戴设备出货量下降 27.4%至 568 件，市场份额同比减少 2.2 个百分点至 3.9%，2018 年 Q4 市场份额低于 3.4%，2019 年 Q1 市场份额低于 2.5%

图 33：奇虎 360 可穿戴设备出货量及同比增速（2017Q1-2018Q3）



资料来源：IDC，天风证券研究所

图 34：奇虎 360 可穿戴设备市场份额（2017Q1-2018Q3）



资料来源：IDC，天风证券研究所

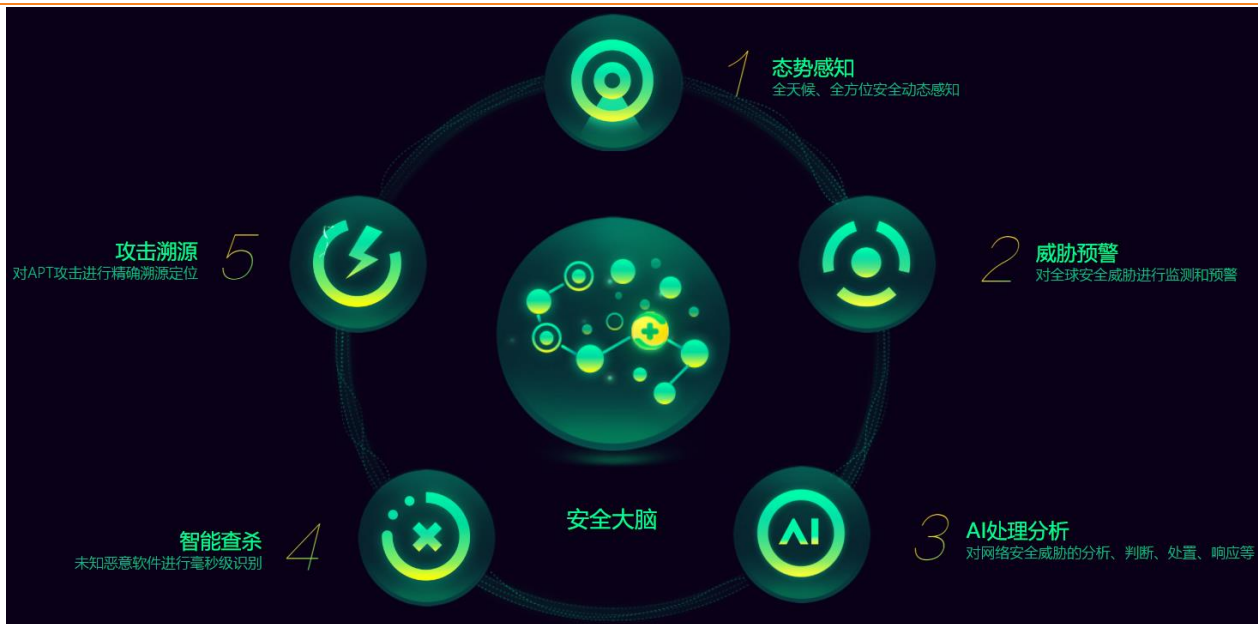
主打安全理念，期待带来业务新增量。2017 年推出智能门锁和扫地机器人，2018 年 10 月推出与安全业务高相关性的智能门铃与新一代智能门锁。智能门铃与智能门锁主打家居安全，将人工智能与家庭现实安防结合，满足用户需求。2019 年的产品重点关注儿童手表，4 月宣布与 Kido 合并运营,并发布第一款合作产品儿童手表 8X,7 月发布儿童手表 P1。2019 年 618 期间（6 月 1 日-18 日），三六零 IoT 销量整体增长 50%以上，京东平台上，儿童手表销量同比增长 89%，智能路由器同比增长 77%，智能摄像机同比增长 35%；天猫平台上，儿童手表销售额同比增长 100%，智能摄像机销量同比增长 86%，行车记录仪销量同比增长 55%，扫地机器人销量同比增长 30%。

### 3. 政企市场：安全技术优势成为切入突破点

#### 3.1. 业务分析：依托 360 安全大脑，三条主线把握政企安全 3.0 时代

360 安全大脑是 360 公司旗下的分布式智能安全系统，是通过数以亿计的传感器持续采集最全最新的安全大数据，综合利用人工智能、大数据、云计算、IoT 智能感知、区块链等新技术，实现对网络威胁的自动化、智能化响应和处置。360 安全大脑集 5 亿用户安全数据与在安全领域的十余年耕耘于一身，已经具备态势感知、威胁预警、AI 处理分析、智能查杀及攻击溯源五大安全能力。其中，对 APT 攻击（高级可持续威胁攻击，也称为定向威胁攻击，指某组织对特定对象展开的持续有效的攻击活动）的溯源能力是三六零安全大脑的核心能力，也是三六零服务 5 亿 C 端用户后逐步积累的护城河。2019 年 9 月，360 安全大脑成功入选国家新一代人工智能开放创新平台。依托 360 安全大脑，三六零进入政企安全 3.0 时代。

图 35：360 安全大脑五大能力



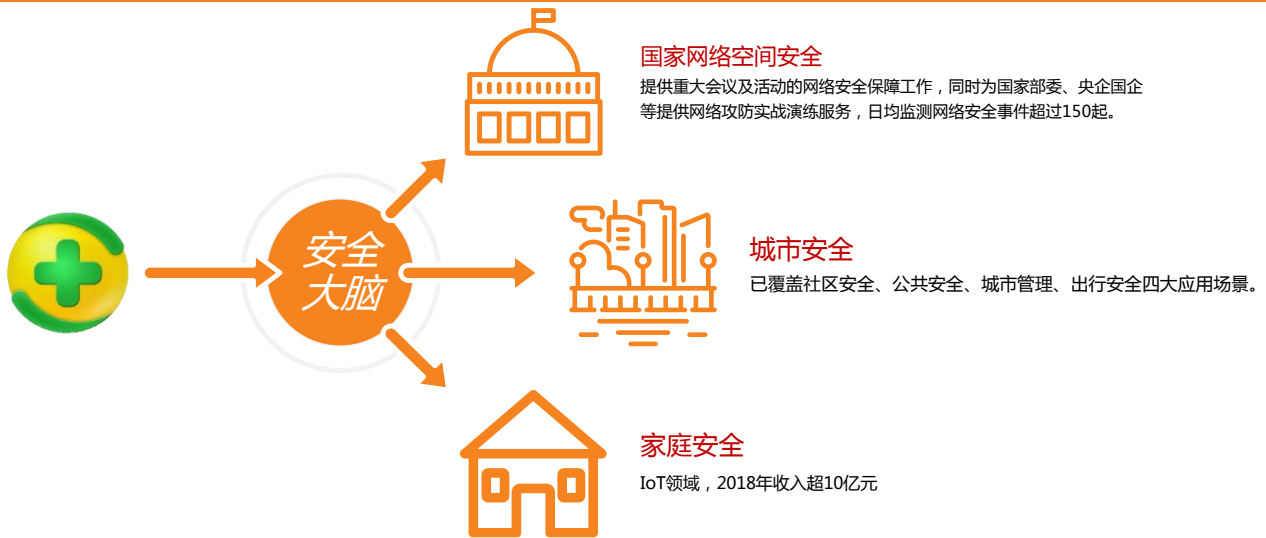
资料来源：360 安全大脑官网，天风证券研究所

#### 借助三六零安全大脑，三六零逐步拓展国家、城市和家庭三大安全场景。

在国家网络空间安全方面，三六零提供重大会议及活动的网络安全保障工作，同时为国家部委、央企国企等提供网络攻防实战演练服务。2019 上半年，依托“360 安全大脑”的核心技术及能力，三六零实现了“协同联动，主动发现，快速响应”，日均监测网络安全事件超过 150 起。

在城市安全方面，360 城市安全大脑已覆盖社区安全、公共安全、城市管理、出行安全四大应用场景。其中社区安全业务已进入北京、上海、广州、深圳等一线城市；出行安全与城市应急管理方面已经与天津全面开展项目试点及合作；公共安全方面已在贵阳、广西、河南、武汉、重庆等多地开展大数据相关项目的对接合作。

图 36：三六零依托安全大脑发展政企、城市及家庭三大安全场景



资料来源：360 官网，天风证券研究所

360 安全大脑逐步在城市安全、工业互联网安全、云安全等领域产品化落地。在城市安全方面，2019 年 6 月三六零公布中标价值 2.395 亿元的重庆市合川区“360 网络安全协同创新产业园一期项目”，负责建设城市安全大脑、网络安全人才培养基地、网络安全双创平台、大数据协同安全技术国家工程实验室、网络安全科技馆、工控云互联网中心、网络安全对抗基地等项目，总面积约 7,000 平方米。此后，公司在 2019 年 10 月中标价值 1.18 亿元的天津市应急管理局应急管理信息化项目，12 月继续中标价值 2.51 亿元的天津高新区网络安全协同创新产业基地项目 EPC 总承包项目，先后中标大单彰显公司在政企安全领域的竞争力与影响力。

从近期三六零中标的几个项目来看，三六零政企安全业务并不以等保合规等硬件产品为主，而是以综合产业基地的形式落地，内涵城市大脑、人才培养基地等，旨在建立一个纵深一体化、覆盖全数据周期的主动防御体系，更多输出三六零在实网防御领域的经验与安全人才方面的能力。而这一点不管是从大数据体量，还是从安全专家的规模与专业程度，三六零具备较强的竞争优势，有望发挥先发优势快速开拓实网防御这一蓝海市场。

图 37：360 政企安全发展进展



资料来源：360 企业安全官微，天风证券研究所

图 38：重庆合川区 360 网络安全协同创新产业园外景和内景



资料来源：360 企业安全官微，天风证券研究所

在工业互联网安全领域，三六零借助 360 安全大脑构建能够感知、决策、响应的智能安全系统。该系统基于数据分析和算法建立安全引擎，并通过该引擎实现横向感知（全网资产扫描）、纵向感知（IT 到 OT 系统总线感知）和交叉感知（交叉分析内网数据与外网情报实现快速溯源）。同时，在 360 安全生态模式下，通过和大多数工业信息安全厂商进行深度合作，打通 360 安全大脑与安全设备的实时数据交互通路，实现动态策略部署从而达到阻断攻击的目的。此外，360 安全服务团队的存在也可以更好地服务于工业互联网领域的重大安全威胁事件。

图 39：国内部分工业互联网安全厂商能力对比

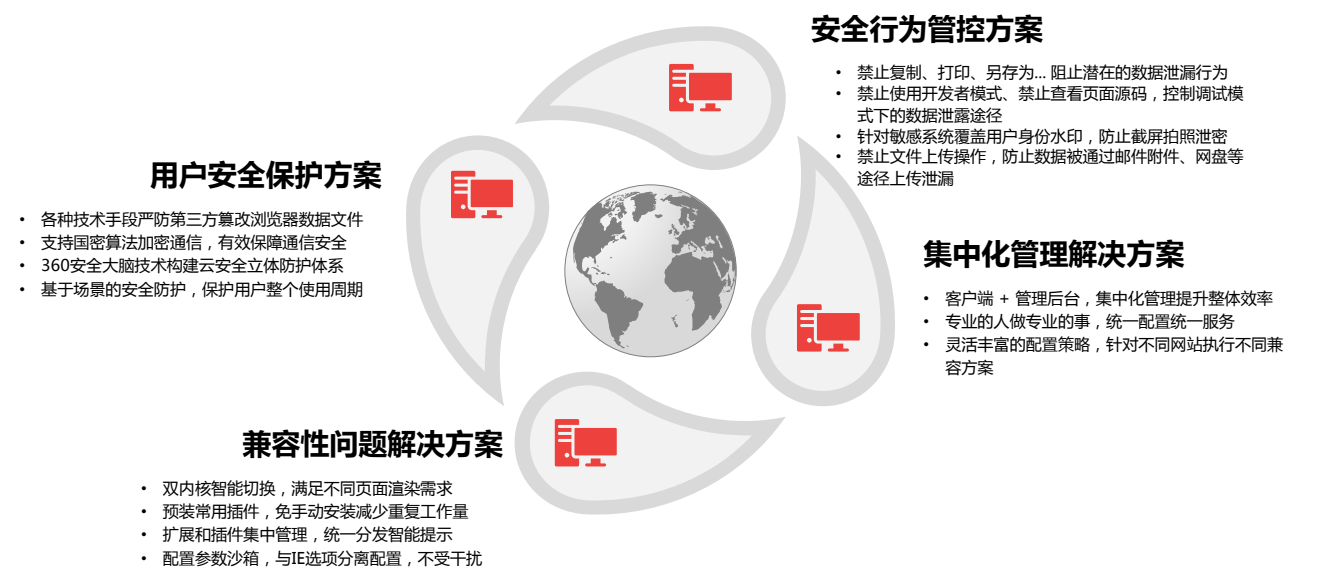
| 类别     | 360   | 上海观安         | 中国网安         | 天地和兴  | 天融信  | 安天科技   | 威努特  | 亚信安全                            | 启明星辰              | 安恒信息                                   | 杭州迪普              | 奇安信                                     |
|--------|---|--------------|--------------|---|--|--|--|---------------------------------|-------------------|--|-------------------|---|
| 协议支持情况 | 支持 Ethernet/IP、Modbus/TCP、OPC 等 10 余种工业协议深度解析 | 支持 30 余种工业协议 | 支持 30 余种工业协议 | 预置 40 余种工业协议；支持 70 余种工业协议；支持 35 余种工业协议；支持 60 余种工业协议 | 支持 Modbus TCP、OPC、IEC 60870-5-104、Siemens S7 等 10 余种工业协议 | 支持 10+ 种主流工控协议和 HTTP、FTP、SMTP、POP3、IMAP、DNS 等 200 余种协议 | 支持 OPC、Siemens S7、Modbus、IEC104、Profine t、DNP3 等多种工业协议 | 支持超过 100 余种可测端口协议；支持超过 100 余种协议 | 支持百种工业协议；支持百种工业协议 | 支持 Modbus、S7、FTP 35 种工业协议；支持 20 余种工业协议 | 支持百种工业协议；支持百种工业协议 | 支持 23 种工业协议；支持 40+ 种工业协议；支持 3000+ 种工业协议 |
| 安全防护类  | 主机防护产品  | ✓            |              | ✓   | ✓  | ✓  | ✓  | ✓                               | ✓                 | ✓                                      |                   | ✓                                       |
|        | 工控防火墙   | ✓            |              | ✓   | ✓  | ✓  | ✓  | ✓                               | ✓                 | ✓                                      | ✓                 | ✓                                       |
|        | 工业网闸  | ✓            |              | ✓   | ✓  | ✓  |  |                                 | ✓                 |  |                   | ✓                                       |
|        | 入侵检测产品  | ✓            |              | ✓   | ✓  | ✓  | ✓  | ✓                               | ✓                 | ✓                                      | ✓                 | ✓                                       |
|        | 漏洞扫描工具  |              |              | ✓   |  | ✓  | ✓  | ✓                               | ✓                 | ✓                                      | ✓                 | ✓                                       |
|        | 检查评估工具  |              |              | ✓   | ✓  | ✓  | ✓  | ✓                               | ✓                 | ✓                                      | ✓                 | ✓                                       |
|        | 敏感数据保护  |              |              | ✓   | ✓  | ✓  | ✓  | ✓                               | ✓                 | ✓                                      |                   | ✓                                       |
| 其他     | USB 安全隔离系统                                    |              |              | APT 检测、堡垒机  | 病毒过滤网关等  |  |  |                                 |                   |  | 异常流量清洗系统          |   |
| 运营监测类  | 安全审计  | ✓            | ✓            | ✓   | ✓  |  | ✓  | ✓                               | ✓                 |  | ✓                 | ✓                                       |
|        | 工控安全监测系统                                      | ✓            | ✓            | ✓   | ✓  | ✓  | ✓  | ✓                               | ✓                 | ✓                                      | ✓                 | ✓                                       |
|        | 安全态势感知平台                                      | ✓            | ✓            | ✓   | ✓  | ✓  | ✓  | ✓                               | ✓                 | ✓                                      | ✓                 | ✓                                       |
|        | 蜜罐  | ✓            | ✓            |   |  |  |  |                                 |                   |  |                   |   |
|        | 安全管理系统  | ✓            |              |   |  | ✓  |  |                                 |                   |  |                   |   |
| 其他     | 信号感知系统  |              |              |   | 网站安全监控系统   | 威胁捕获系统   |  | 安全认证平台                          |                   |  |                   |   |
| 工业设备类  | 安全交换机   |              | ✓            |   |  |  |  |                                 |                   |  | ✓                 |   |
|        | 其他  | 安全通信模组       |              |   |  |  |  |                                 |                   |  |                   |   |
| 安全服务类  | ✓   |              | ✓            | ✓   | ✓  | ✓  |  | ✓                               |                   |  |                   |   |

资料来源：信通院，天风证券研究所



在企业安全浏览器领域，三六零基于 C 端 11 年浏览器经验与积累的专业服务能力，推出 360 企业安全浏览器，该浏览器旨在成为面向政企单位，以提高整体效率，降低协作成本，保护信息数据安全为主要目标的统一办公平台。目前 360 企业安全浏览器已经与中国移动、余杭区数据资源管理局等达成合作，后者经过 3 个月定制化开发，于 2019 年 11 月余杭区政务安全浏览器上线，上线两周安装用户量便达上万人。

图 40：360 企业安全浏览器主要功能



资料来源：360 企业安全浏览器官网，天风证券研究所

图 41：360 定制开发的余杭区综合办公平台截图



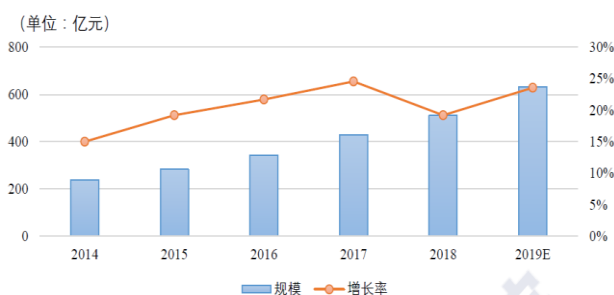
资料来源：光明网，天风证券研究所

### 3.2. 行业分析：安全需求驱动，政企市场蕴藏巨大潜力

#### 3.2.1. 行业规模：三年复合增速超过 20%，中长期行业规模有望翻倍

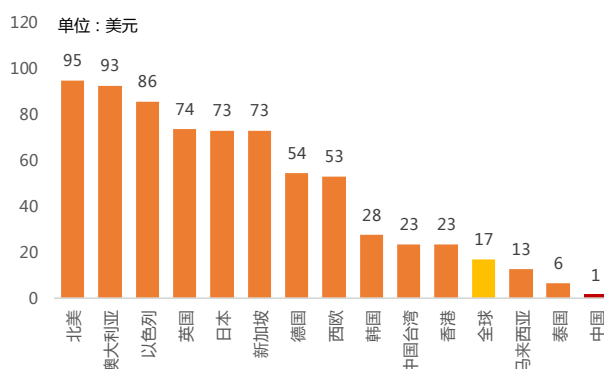
**国内网络安全产业保持较高速发展。**根据中国信通院，2018 年中国网络安全产业规模同比增长 19.2%至 511 亿元，2019 年预计达到 631 亿元，行业整体维持较高速增长。**相比海外，国内 IT 安全支出仍处于较低水平，有较大提升空间。**根据普华永道&Gartner 数据，中国 2015 年 IT 安全支出占 IT 支出比例为 1.4%，相较全球 3.1%的平均水平有较大提升空间。此外，考虑到中国 IT 支出占 GDP 比例同样处于较低水平（根据 IDC，2018 年中国 3.47%vs. 美国 5.65%vs.全球 4.62%），两者结合来看，中国 IT 安全行业规模有较大提升空间。

图 42：中国网络安全产业规模及同比增速（2014A-2019E）



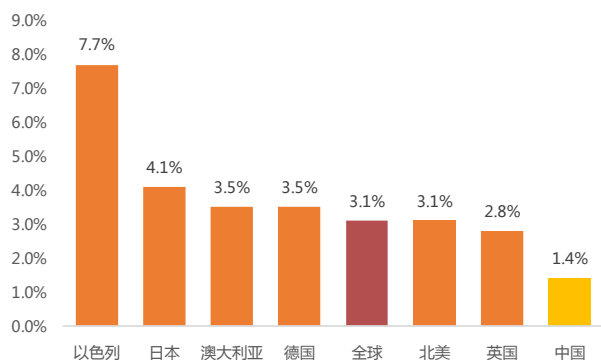
资料来源：信通院，天风证券研究所

图 43：2015 年人均网络安全支出



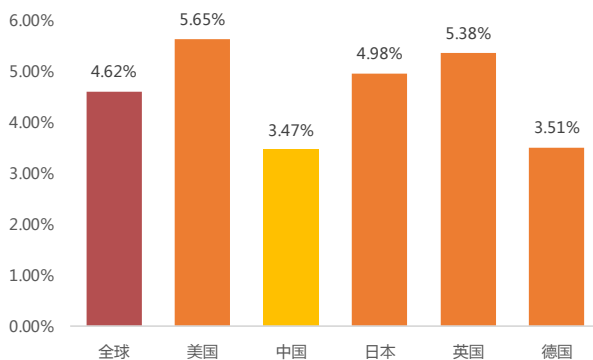
资料来源：普华永道，Gartner，天风证券研究所

图 44：2015 年中国 vs.美国 vs.全球 IT 安全支出占 IT 支出比例



资料来源：普华永道，Gartner，天风证券研究所

图 45：2018 年中国 vs.美国 vs.全球 IT 支出占 GDP 比例

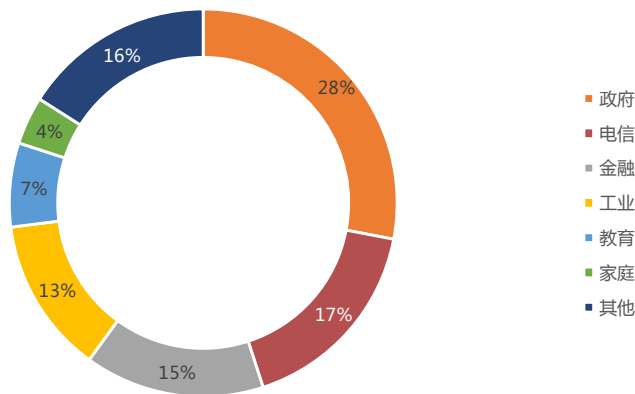


资料来源：IDC，Bloomberg，IMF，天风证券研究所

注：GDP 采用 IMF 现价美元的 GDP

**从网络安全应用领域来看，政府是最大的需求采购方。**根据《中国工业信息安全产业发展白皮书》，2017 年政府在网络安全领域的投入占比达 28%，超过排名第二的电信领域 11 个百分点。电信、金融、工业领域在信息安全的投入分别位列第二到第四，占比分别为 17%、15%和 13%。

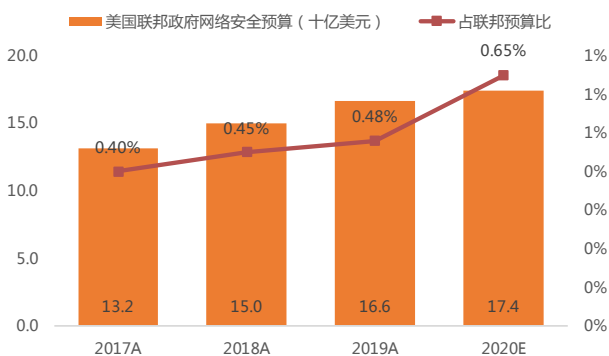
图 46：中国信息安全市场行业应用情况（2017 年）



资料来源：工业信息安全产业发展联盟，天风证券研究所

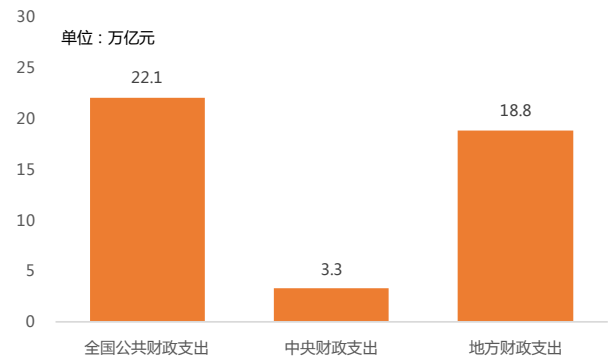
对标美国联邦政府网络预算，中国政府在网络安全方面的财政支出仍有较大潜力。根据 360 智库，美国联邦政府 2020 财年（2019 年 10 月 1 日至 2020 年 9 月 30 日）网络安全预算为 174 亿美元，占联邦总预算的 0.65%，网络安全预算占比逐年提升。考虑到 2018 年 22.1 万亿美元的全国公共财政支出，3.3 万亿美元的中央财政支出，考虑政府在网络安全方面的支出占比趋势增加，催生出数百亿市场空间。

图 47：美国联邦政府网络安全预算及占比（2017A-2020E）



资料来源：360 智库，天风证券研究所

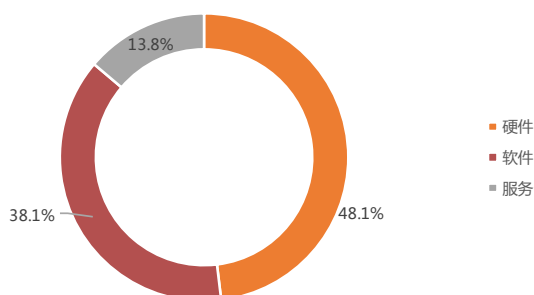
图 48：2018 年中国公共财政支出



资料来源：wind，天风证券研究所

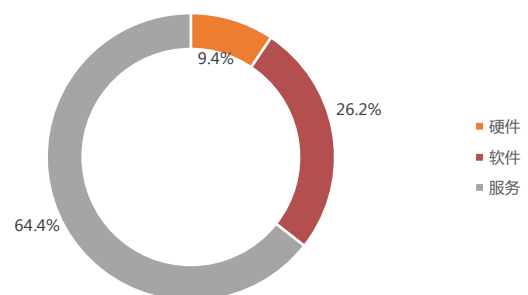
从产业结构来看，在中国以硬件+软件为主的产业结构下，网络安全服务业务占比有望逐步提升。根据赛迪顾问发布的《中国网络安全发展白皮书（2019）》，2018 年中国硬件+软件市场占比 86.2%，服务仅占比 13.8%，而从全球范围来看，硬件+软件仅占比 35.6%，更多的市场是由服务来支撑。

图 49：中国网络安全市场结构（2018 年）



资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

图 50：全球网络安全市场结构（2018 年）

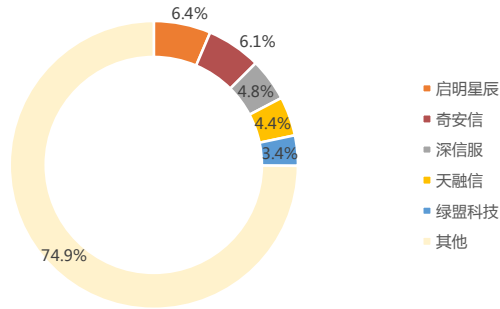


资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

### 3.2.2. 行业格局：竞争格局相对分散，360 资源优势突出

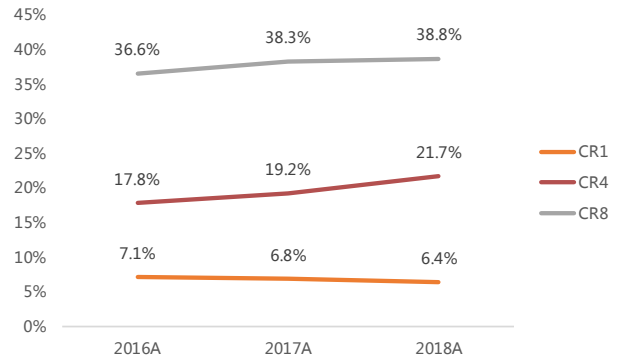
中国政企网络安全行业竞争格局相对分散。从主要企业比例来看，作为市场份额第一名的启明星辰 2018 年的市占率为 6.4%，2018 年 CR4 市场份额达 21.7%，CR8 市场份额为 38.8%。尽管行业格局相对分散，但行业集中度保持提升的态势。2018 年中国网络安全行业 CR8 集中度达 38.8%，同比提升 0.5 个百分点，集中度继续提升。根据《2019 年中国网络安全产业报告》，根据从竞争力（品牌、营销、产品、研发、服务和经营）和资源力（资本、技术、人力）两个维度来看，现阶段的三六零在资源力方面优势较为明显。

图 51：中国网络安全行业主要企业市占率（2018 年）



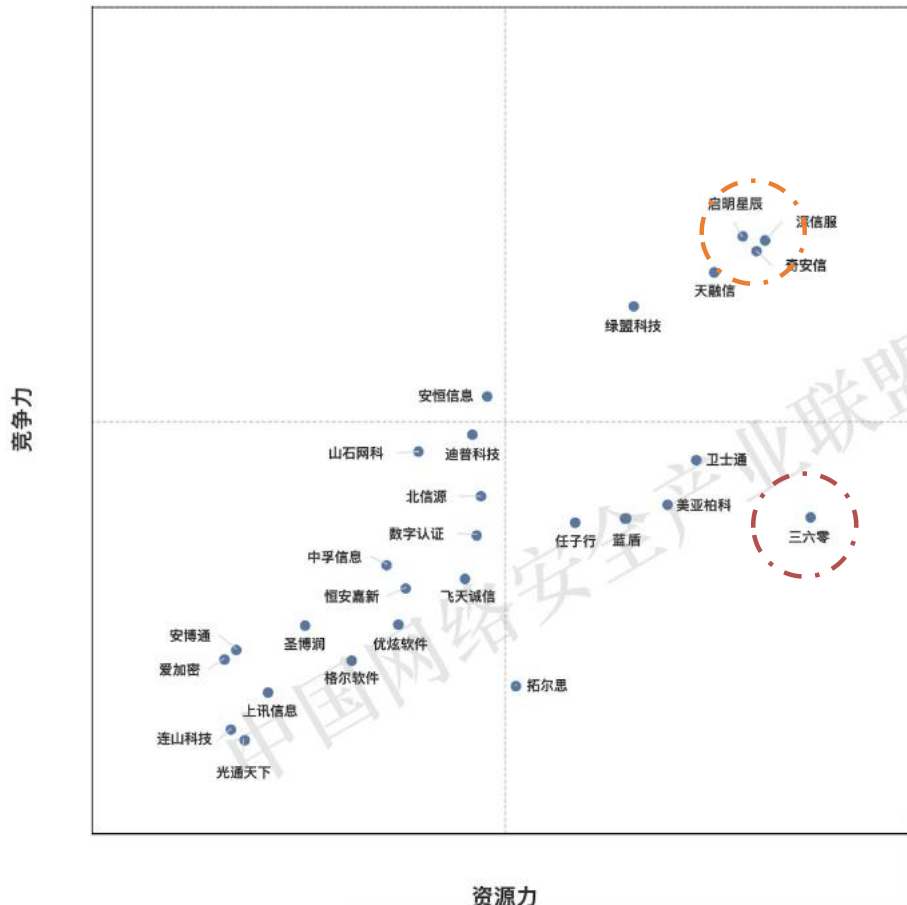
资料来源：《2019 年中国网络安全产业报告》，天风证券研究所

图 52：中国网络安全行业集中度（2016A-2018A）



资料来源：《2019 年中国网络安全产业报告》，天风证券研究所

图 53：中国网络安全行业的竞争格局与企业竞争力



资料来源：《2019 年中国网络安全产业报告》，天风证券研究所

### 3.2.3. 行业趋势：安全形势愈发严峻，驱动行业再次提升

中国安全形势较为严峻。根据 Comparitech，中国网络安全综合风险排名较高，在全球 60 个国家及地区中排名第 13 名，处于网络风险较高的区域，和其他国家比较来看，日本排名第 60、美国第 56、英国第 53，中国的网络风险呈现于经济体量不匹配的情形。从影响因素来看，在中国移动设备恶意软件高感染率和高 Telenet 攻击发出率影响下，即使网络安全立法较为全面的情况下，网络安全环境依然较为严峻。在此背景下，安全行业的驱动力有望逐步从合规驱动转变为需求驱动。

图 54：全球网络安全综合风险排名

| 排名 | 国家   | 得分   | 移动设备感染恶意软件的比率 (%) | 受金融类恶意攻击的用户比率 (%) | 计算机感染恶意软件的比率 (%) | 发出Telenet攻击的比率 (%) | 加密挖矿攻击的比率 (%) | 是否处于最佳网络防御状态 | 是否拥有网络安全的最新立法 |
|----|------|------|-------------------|-------------------|------------------|--------------------|---------------|--------------|---------------|
| 13 | 中国   | 40.8 | 25.6              | 1.4               | 11.8             | 27.2               | 1.7           | 0.6          | 7.0           |
| 22 | 韩国   | 37.2 | 7.1               | 2.8               | 14.3             | 3.6                | 3.1           | 0.8          | 3.0           |
| 38 | 俄国   | 28.0 | 10.1              | 0.6               | 23.0             | 7.9                | 6.9           | 0.8          | 7.0           |
| 44 | 德国   | 26.5 | 3.4               | 3.0               | 15.7             | 1.1                | 0.9           | 0.7          | 7.0           |
| 50 | 澳大利亚 | 16.3 | 5.5               | 0.8               | 14.5             | 0.4                | 0.9           | 0.8          | 5.0           |
| 51 | 新加坡  | 15.1 | 8.2               | 0.8               | 8.5              | 0.1                | 1.6           | 0.9          | 4.0           |
| 53 | 英国   | 14.2 | 3.7               | 0.7               | 10.5             | 1.1                | 0.9           | 0.8          | 5.0           |
| 56 | 美国   | 12.2 | 7.7               | 0.5               | 10.3             | 4.5                | 0.7           | 0.9          | 5.5           |
| 58 | 加拿大  | 11.2 | 3.9               | 0.4               | 14.3             | 0.5                | 0.8           | 0.8          | 6.0           |
| 59 | 法国   | 10.6 | 4.7               | 0.4               | 16.2             | 0.7                | 1.1           | 0.8          | 7.0           |
| 60 | 日本   | 8.8  | 1.3               | 0.5               | 8.3              | 1.2                | 1.1           | 0.8          | 6.0           |

资料来源：comparitech，天风证券研究所

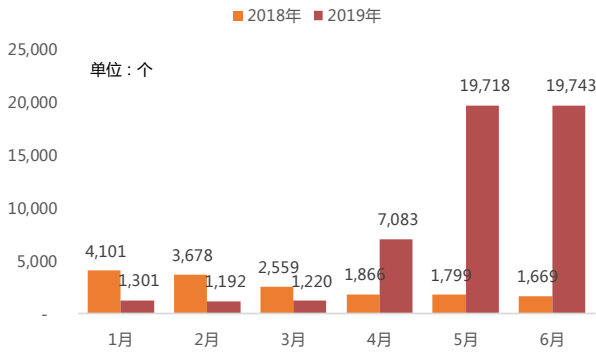
图 55：2018 年部分网络安全事件梳理

| 时间       | 事件                              | 形式     |
|----------|---------------------------------|--------|
| 2018年1月  | 国内安卓手机APP存在应用克隆风险，可利用漏洞窃取用户隐私。  | 安全漏洞   |
| 2018年2月  | 上海某公立医院HIS系统被黑客入侵，遭勒索2亿比特币。     | 攻击事件   |
| 2018年3月  | 黑客利用思科高危漏洞攻击网络基础设施，国内多家机构中招。    | 基础设施攻击 |
| 2018年6月  | 圆通10亿条快递信息遭泄露，并被发到暗网上兜售。        | 数据泄露   |
| 2018年7月  | 上市公司数据堂相关人员涉嫌侵犯数亿条公民个人信息被起诉。    | 数据泄露   |
| 2018年8月  | 华住酒店5亿条用户数据疑泄露，并以8比特币的价格售卖。     | 数据泄露   |
| 2018年8月  | 银行、移动支付APP存在短信验证码漏洞，易致资金盗刷。     | 安全漏洞   |
| 2018年8月  | 台积电感染勒索病毒WannaCry，致17.4亿元人民币损失。 | 勒索病毒   |
| 2018年12月 | “微信支付”勒索病毒曝光，10万多台电脑被感染。        | 勒索病毒   |

资料来源：前瞻网，天风证券研究所

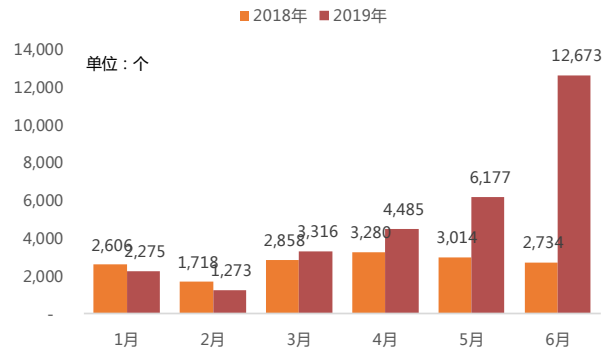
根据 CNCERT，2019 年 6 月国内被篡改网站数量达 1.9 万个，2019 二季度合计被篡改网站数量达 4.7 万个，同比环比皆有明显增长；2019 年 6 月境内被植入后门网站数量为 1.3 万个，2 季度为 2.3 万个。

图 56：中国被篡改网站数量



资料来源：CNNIC, CNCERT, 天风证券研究所

图 57：中国境内被植入后门网站数量



资料来源：CNNIC, CNCERT, 天风证券研究所

在较为严峻的安全威胁下，网络安全法规与政策逐步加码。自 2017 年颁布《中华人民共和国网络安全法》之后，在两年多时间又先后发布 6 项指导意见、基本要求等新政策。特别是，2019 年 5 月发布的等保 2.0《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》，在定级对象、安全要求等多方面有更加广泛和更为严格的要求，对企业网络安全的防御要求由被动转变为主动。

图 58：国内网络安全政策法规（2014 年及以后）

| 时间       | 政策                                  | 主要内容   |
|----------|-------------------------------------|--|
| 2019年7月  | 《加强工业互联网安全工作的指导意见》                  | 到2020年底，工业互联网安全保障体系初步建立；到2025年，制度机制健全完善，技术手段能力显著提升，安全产业形成规模，基本建立起较为完备的工业互联网安全保障体系。   |
| 2019年6月  | 《国家网络安全产业发展规划》                      | 根据规划，到2020年，依托产业园带动北京市网络安全产业规模超过1,000亿元，拉动GDP增长超过3,300亿元，打造不少于3家年收入超过100亿元的骨干企业。   |
| 2019年5月  | 《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》、《网络安全等级保护测评要求》 | 实施时间为 2019 年 12 月 1 日，等保2.0在定级对象、安全要求等方面有更加广泛和严格的要求，网络安全要求整体从被动防御转变为主动防御   |
| 2018年3月  | 《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》             | 加快扶持培育一批自主创新能力强、发展潜力大的网信企业在主板、中小板、创业板实现首次公开发行和再融资；推动网信企业并购重组，鼓励网信企业通过并购重组，完善产业链条，引进吸收国外先进技术，参与全球资源整合，提升技术创新和市场竞争能力。                                |
| 2018年1月  | 《公共互联网网络安全威胁监测与处置办法》                | 积极应对严峻复杂的网络安全形势；进一步健全公共互联网网络安全威胁监测与处置机制；维护公民、法人和其他组织合法权益，根据《中华人民共和国网络安全法》等有关法律法规，制定《公共互联网网络安全威胁监测与处置办法》。   |
| 2017年8月  | 《国务院关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》    | 加强网络信息安全相关技术攻关，为构建安全可靠的信息消费环境提供支撑保障。落实网络安全等级保护制度，深入推进互联网管理和网络信息安全保障体系建设，加强移动应用程序和应用商店网络安全管理，规范移动互联网信息传播。   |
| 2017年6月  | 《中华人民共和国网络安全法》                      | 为了保障网络安全，维护网络空间主权和国家安全、社会公共利益，保护公民、法人和其他组织的合法权益，促进经济社会将信息化健康发展。  |
| 2016年12月 | 《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020年）》        | 以创新发展和融合发展为主线，提出到2020年基本形成具有国际竞争力的产业生态体系的发展目标，提出了全面提高创新发展能力、积极培育壮大新兴业态，深入推进应用创新和融合发展、进一步提升信息安全保障能力、大力加强产业体系建设、加快提高国际化发展水平等六大任务，提出了九个重大工程，明确相关保障措施。 |
| 2015年7月  | 《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》            | 提出强化互联网对传统行业的升级改造，大力发展云计算、大数据等解决方案以及工控系统、人机交互等软硬件基础产品，实施国家信息安全专项。  |
| 2014年8月  | 《工业和信息化部关于加强电信和互联网行业网络安全工作的指导意见》    | 为有效应对日益严峻复杂的网络安全威胁和挑战，切实加强和改进网络安全工作，进一步提高电信和互联网行业网络安全保障能力和水平。  |

资料来源：中商情报网, 天风证券研究所

### 3.3. 公司优势：持续高研发投入铸就领先行业的安全技术地位

三六零拥有完善的互联网核心技术与核心安全技术。三六零先后经历多次安全技术更新升级，通过其所拥有的网络攻防技术、大数据技术、云技术和人工智能技术，从最初的病毒特征库式安全技术已经迭代出自学习式 QVM 人工智能查杀技术、云查杀系统、AVE 启发式查杀系统等多种安全系统，能够通过更少的病毒特征防范更多安全风险。此外，三六零核心安全技术突破原有 PC 端查杀，目前已经具备覆盖物联网、大数据、无线设备、云系统等多终端的安全防护能力，并汇集成为云端的“安全大脑”。

图 59：三六零核心技术优势

| 安全大数据优势  | 核心安全能力优势  | 网络安全人才优势   |
|--|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>公司已拥有国内领先的实时网络安全数据库，包括海量的程序文件样本库和存活网址库以及程序行为日志库和全球域名信息库，无论从维度，还是数据量级上，均处于行业领先地位。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>追踪捕获APT组织和发现在野0day漏洞方面具有行业领先能力。</li> <li>公司累计发现40余个APT组织，侦测到多次使用在野0day漏洞的APT攻击。</li> <li>通过多年积累，公司已建立起APT全景攻击分析矩阵、漏洞知识库、病毒库，以及安全分析语言等威胁情报知识库。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>三六零拥有十余支代表全球顶尖技术水平的攻防专家团队，包括专注APT攻击溯源、0day漏洞攻击的伏尔甘团队、主攻安卓等系统漏洞挖掘的阿尔法团队。</li> <li>2019微软MSRC全球最具价值安全精英榜中三六零共有10名安全专家进入榜单，包揽前二名，7人位列榜单前50。</li> </ul> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

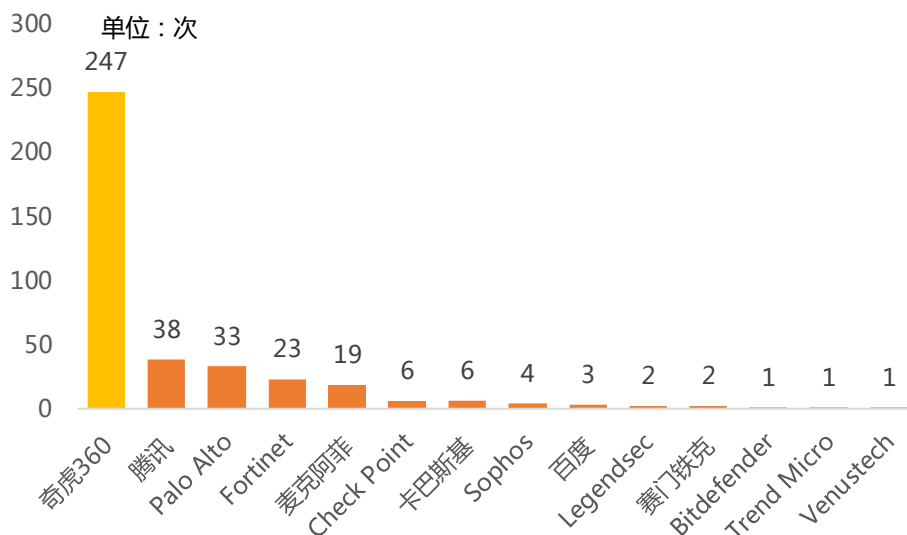
图 60：360 安全大脑优势

| 优势领域     | 安全相关能力  |
|----------|---|
| 安全大数据    | 最大的程序文件样本库：总样本数180亿+<br>最全的程序行为日志库：总日志数22万亿条<br>最大的存活网址库：每天800亿活跃网址访问记录<br>最全的全球域名信息库：全球80亿域名信息                     |
| 数据平台     | 10万+服务器/100+机房<br>100万+颗CPU核参与计算能力<br>1200+GPU卡资源<br>EB级存储及秒级处理TB级数据能力<br>10万+/天各种计算任务<br>5T/小时的在线查询能力<br>7大类30+云服务 |
| 人工智能分析平台 | 千亿级图形计算分析技术<br>百万亿级日志数据匹配技术<br>全网级超流量智能分析技术<br>用户精准行为实时分析技术<br>快速深度学习协议分析模型<br>基于生成式网络恶意行为主动发现                      |

资料来源：360 安全大脑官网，天风证券研究所

三六零在安全领域的技术实力不仅在国内具备优势，从全球范围来看亦属于领先梯队。漏洞挖掘是安全厂商技术实力的重要体现，2019年1月至5月，三六零获得漏洞致谢达247次，名列第一位。三六零是获得这些数量达3位数的唯一厂家，也远远超过其他厂家之和。

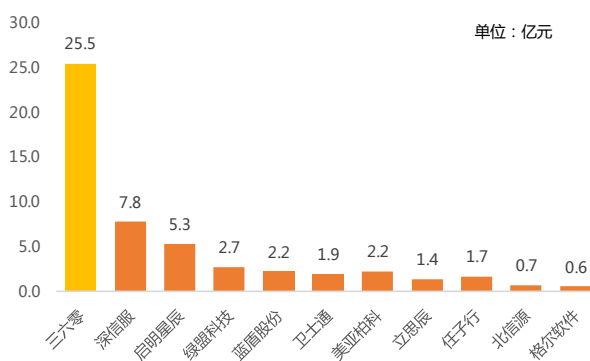
图 61：主要厂商获得漏洞致谢数量（2019年1月-2019年5月）



资料来源：360，天风证券研究所

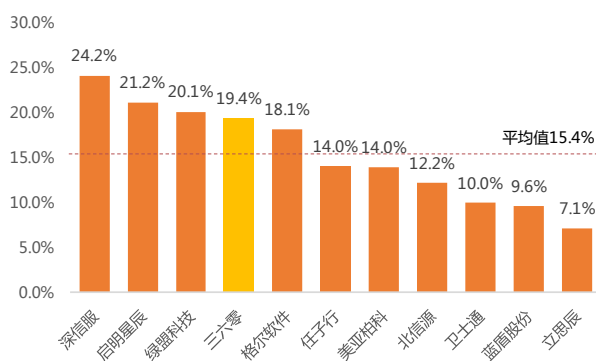
三六零的研发成就离不开公司持续的高研发投入，五年累计投入超130亿。公司过去四年（2014年-2018年）研发支出累计超过130亿元，研发支出占总体收入基本在20%左右。从行业整体来看，2018年三六零研发支出为中国互联网安全行业第一，远超行业第二，略低于行业第2到第10名的总和；从研发支出占收比来看，2018年三六零以19.4%位列行业第四，处于行业较高水平。

图 62：2018年互联网安全行业主要公司研发支出



资料来源：wind，天风证券研究所

图 63：2018年互联网安全行业主要公司研发支出占收比



资料来源：wind，天风证券研究所

人才优势护航三六零持续保持技术上的领先。在微软最新发布的2019MSRC全球最具价值安全精英榜中，三六零伏尔甘团队（Vulcan Team）的两名成员分别包揽“最具价值安全精英榜”第一名及第二名，成为有史以来获得排名最高的中国人。此次全球排名，三六零共有10名安全专家进入榜单，其中7人在榜单前50。在The Pwnie Awards“全球白帽黑客奥斯卡”颁奖盛典中，360 Vulcan Team 招启讯荣膺The Pwnie Awards 大奖“最佳



提权漏洞奖”，成为中国历史首个 The Pwnie Awards 大奖得主。

图 64：2019 年 MSRC 75 名单



资料来源：微软官网，360，天风证券研究所

注：标红的上榜者来自 360 公司

## 4. 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 135.06 亿元/147.47 亿元/170.29 亿元，同比增长 2.87%/9.19%/15.48%；归母净利润分别为 60.96 亿元/43.23 亿元/49.96 亿元，同比增长 72.46%/-29.09%/15.57%；扣非后净利润分别为 36.27 亿元/40.12 亿元/46.85 亿元，同比增长 6.11%/10.61%/16.78%。

- 1) 互联网广告业务:我们预计 2019-2021 年互联网广告业务营业收入分别为 107.80 亿元/110.0 亿元/121.02 亿元，分别同比增长 1.14%/2.04%/10.01%；随着移动端用户时长持续增加，PC 端小程序生态逐步建立，广告业务有望稳健增长；
- 2) 互联网增值服务:我们预计 2019-2021 年互联网增值服务业务营业收入分别为 9.33 亿元/12.06 亿元/14.28 亿元，分别同比增长-20.8%/29.2%/18.4%，疫情影响叠加与合作运营《坦克世界》、《战舰世界》等游戏下，预计游戏业务有开启增长；
- 3) 智能硬件:我们预计 2019-2021 年智能硬件业务营业收入分别为 12.56 亿元/14.44 亿元/16.03 亿元，分别同比增长 23.8%/15.0%/11.0%；公司新品的稳定发布与原有产品的稳定销量有望助力该细分业务维持两位数增长；
- 4) 安全业务:我们预计 2019-2021 年安全业务营业收入分别为 2.4 亿元/8.0 亿元/16 亿元；自 2019 年上半年发力政企市场，公司已经获得大额订单。结合过去几年 360 技术、数据、品牌在奇安信的变现案例与 360 安全大脑的平台化赋能潜力，预计安全业务将成为公司增长最快的细分业务。

图 65：三六零分业务盈利预测

| 单位：亿元       | 2017A   | 2018A   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 122.4   | 131.3   | 135.1  | 147.5  | 170.3  |
| 同比增速        | 23.56%  | 7.28%   | 2.87%  | 9.19%  | 15.48% |
| 1. 互联网广告及服务 | 91.1    | 106.6   | 107.8  | 110.0  | 121.0  |
| 同比增速        | 53.89%  | 16.94%  | 1.14%  | 2.04%  | 10.01% |
| 2. 互联网增值服务  | 17.0    | 11.8    | 9.3    | 12.1   | 14.3   |
| 同比增速        | -35.28% | -30.63% | -20.8% | 29.2%  | 18.4%  |
| 3. 智能硬件     | 11.0    | 10.1    | 12.6   | 14.4   | 16.0   |
| 同比增速        | 36.59%  | -7.66%  | 23.8%  | 15.0%  | 11.0%  |
| 4. 政企安全业务   |         |         | 2.4    | 8.0    | 16.0   |
| 同比增速        |         |         |        | 233.3% | 100.0% |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 投资建议

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 60.96 亿元/43.23 亿元/49.96 亿元，同比增长 72.46%/-29.09%/15.57%（19 年包含投资收益）；扣非后净利润分别为 36.27 亿元/40.12 亿元/46.85 亿元，同比增长 6.11%/10.61%/16.78%。考虑三六零在互联网安全领域的龙头地位及在政企安全领域亟待释放的商业化前景，按照分部估值法认为合理市值为 1,627 亿元，对应每股约 24 元，较当前市值还有 21.5%的提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

- 1) 解禁压力：根据 wind，公司目前仍有 55.7 亿股处于限售状态，超过总股本的 82%；
- 2) 竞争环境加剧：随着互联网行业进入成熟阶段，用户流增速趋缓，行业整体对用户时长的竞争逐步加剧，对于公司的业务创新等方面提出更高的挑战；
- 3) 广告业务增速放缓：广告业务为公司主要收入来源，由于广告行业本身会较大程度上受到宏观增速影响，目前疫情影响下广告行业整体存在一定增速放缓的风险，从而影响到公司广告业务收入的增长；
- 4) 政企安全业务落地不及预期：政企安全业务为公司目前战略重点方向之一，尽管公司具备较强竞争力，但存在客户需求侧受宏观环境影响短期波动的可能性；
- 5) 疫情反复风险：目前全球疫情形式较为严峻，存在公司部分业务产生负面影响的可能性；

图 66：三六零分部估值

| 序号 | 业务领域    | 核心经营数据   | 估值依据   | 估值贡献  |
|----|---------|--|--|---|
| 1  | 广告业务    | <ul style="list-style-type: none"> <li>●2018年实现营业收入106.58亿元，同比增长16.94%；</li> <li>●我们预计2019-2021年互联网广告业务营业收入分别为107.8亿元/110亿元/121.02亿元，分别同比增长1.1%/2%/10%</li> <li>●参考百度，我们预计公司广告业务净利率为35%左右，2019年-2021年净利润分别为37.73亿元/38.5亿元/42.36亿元；</li> </ul>            | <ul style="list-style-type: none"> <li>●根据wind，2020年3月27日申万营销服务行业19年/20年平均P/E为25.47x/26.46x；</li> <li>●根据wind，2020年3月27日网络安全概念板块19年/20年平均P/E为76.14x/56.19x；</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>●尽管广告业务为公司安全业务的主要变现方式，但考虑到公司核心更多在于互联网安全方面的技术积累与投入，按照<b>2020年38x的P/E估值计算，公司广告业务合理估值为1,463亿元</b>；</li> </ul> |
| 2  | 互联网增值服务 | <ul style="list-style-type: none"> <li>●2018年实现营业收入11.78亿元，同比减少30.63%；</li> <li>●我们预计2019-2021年互联网广告业务营业收入分别为9.33亿元/12.06亿元/14.28亿元，分别同比增长-20.8%/29.2%/18.4%</li> <li>●参考整体游戏行业，我们预计公司互联网增值业务净利率为20%左右，2019年-2021年净利润分别为1.87亿元/2.41亿元/2.86亿元；</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>●根据wind，2020年3月27日申万移动互联网服务行业19年/20年平均P/E为33.66x/25.81x；</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>●考虑到我们预期公司互联网增值业务未来下滑，我们按照<b>2020年25.8x的P/E估值计算，公司互联网增值业务合理估值为62亿元</b>；</li> </ul>                         |
| 3  | 智能硬件    | <ul style="list-style-type: none"> <li>●2018年实现营业收入10.15亿元，同比减少7.66%；</li> <li>●我们预计2019-2021年互联网广告业务营业收入分别为12.56亿元/14.44亿元/16.03亿元，分别同比增长23.8%/15%/11%</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>●根据wind，2020年3月27日电子系统组装行业20年平均P/S为1.77x；</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●按照<b>2020年1.8x的P/S估值计算，公司智能硬件业务合理估值为22亿元</b>；</li> </ul>  |
| 4  | 政企安全    | <ul style="list-style-type: none"> <li>●我们预计2019-2021年政企安全业务营业收入分别为2.4亿元/8亿元/16亿元，分别同比增长233.3%/100%</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>●根据wind，2020年3月27日政企安全领域公司20年平均P/S为8.11x；</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>●考虑到公司政企安全业务刚起步阶段，业绩预计保持高速增长，叠加公司龙头地位，按照<b>2020年10x的P/S估值计算，公司政企安全业务合理估值为80亿元</b>；</li> </ul>              |
| 合计 | 合计      |  | 三六零 (601360.SH) 合计   | <b>合理估值达1,627亿元</b>   |

资料来源：公司公告，wind，澎湃新闻，天风证券研究所

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2017             | 2018             | 2019E            | 2020E            | 2021E            |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金            | 10,012.70        | 14,976.99        | 18,665.28        | 24,460.08        | 27,946.66        |
| 应收票据及应收账款       | 2,437.60         | 2,345.51         | 2,349.51         | 2,891.84         | 3,166.89         |
| 预付账款            | 95.65            | 91.88            | 109.82           | 107.13           | 123.98           |
| 存货              | 103.62           | 123.42           | 169.12           | 193.38           | 265.64           |
| 其他              | 619.22           | 1,000.53         | 3,716.54         | 897.07           | 1,014.53         |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>13,268.78</b> | <b>18,538.33</b> | <b>25,010.27</b> | <b>28,549.49</b> | <b>32,517.70</b> |
| 长期股权投资          | 4,431.02         | 4,426.81         | 3,066.51         | 3,066.51         | 3,066.51         |
| 固定资产            | 355.98           | 482.36           | 827.76           | 1,449.12         | 2,495.87         |
| 在建工程            | 119.08           | 237.19           | 254.88           | 461.95           | 784.78           |
| 无形资产            | 313.56           | 338.87           | 300.60           | 262.33           | 224.06           |
| 其他              | 2,525.18         | 5,305.79         | 5,488.40         | 5,450.03         | 5,411.66         |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>7,744.82</b>  | <b>10,791.02</b> | <b>9,938.15</b>  | <b>10,689.95</b> | <b>11,982.88</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>21,049.61</b> | <b>29,348.28</b> | <b>34,948.42</b> | <b>39,239.44</b> | <b>44,500.58</b> |
| 短期借款            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付票据及应付账款       | 2,121.08         | 2,350.15         | 2,341.91         | 2,700.03         | 2,854.35         |
| 其他              | 2,248.01         | 2,550.69         | 2,969.88         | 2,810.33         | 3,242.92         |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>4,369.09</b>  | <b>4,900.85</b>  | <b>5,311.79</b>  | <b>5,510.36</b>  | <b>6,097.28</b>  |
| 长期借款            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付债券            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他              | 365.14           | 167.94           | 331.96           | 288.34           | 262.75           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>365.14</b>    | <b>167.94</b>    | <b>331.96</b>    | <b>288.34</b>    | <b>262.75</b>    |
| <b>负债合计</b>     | <b>4,734.23</b>  | <b>5,068.78</b>  | <b>5,643.75</b>  | <b>5,798.70</b>  | <b>6,360.02</b>  |
| 少数股东权益          | 267.40           | 297.25           | 292.93           | 324.77           | 356.43           |
| 股本              | 2,000.00         | 6,764.06         | 6,764.06         | 6,764.06         | 6,764.06         |
| 资本公积            | 9,745.74         | 7,032.27         | 5,891.00         | 5,891.00         | 5,891.00         |
| 留存收益            | 14,302.77        | 15,105.88        | 19,787.69        | 23,891.91        | 28,560.07        |
| 其他              | (10,000.53)      | (4,919.95)       | (3,431.00)       | (3,431.00)       | (3,431.00)       |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>16,315.38</b> | <b>24,279.50</b> | <b>29,304.67</b> | <b>33,440.74</b> | <b>38,140.56</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>21,049.61</b> | <b>29,348.28</b> | <b>34,948.42</b> | <b>39,239.44</b> | <b>44,500.58</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2017               | 2018              | 2019E             | 2020E           | 2021E           |
|----------------|--------------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 3,421.78           | 3,508.30          | 6,096.24          | 4,322.72        | 4,995.84        |
| 折旧摊销           | 700.94             | 381.42            | 75.19             | 109.83          | 168.69          |
| 财务费用           | (0.67)             | (307.77)          | (463.70)          | (594.41)        | (722.33)        |
| 投资损失           | (521.58)           | (413.33)          | (3,098.22)        | (600.00)        | (600.00)        |
| 营运资金变动         | 457.40             | 247.06            | (6,146.57)        | 2,445.94        | 117.84          |
| 其它             | 84.66              | 332.12            | (4.54)            | 32.38           | 32.38           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>4,142.53</b>    | <b>3,747.80</b>   | <b>(3,541.60)</b> | <b>5,716.47</b> | <b>3,992.41</b> |
| 资本支出           | 770.29             | 941.67            | (1,124.32)        | 943.61          | 1,525.60        |
| 长期投资           | 556.62             | (4.21)            | (1,360.29)        | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | 7,718.67           | (4,979.94)        | 10,323.93         | (1,243.61)      | (2,425.60)      |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>9,045.58</b>    | <b>(4,042.49)</b> | <b>7,839.32</b>   | <b>(300.00)</b> | <b>(900.00)</b> |
| 债权融资           | 13.69              | 18.00             | 11.39             | 14.36           | 14.58           |
| 股权融资           | 8,679.21           | 4,762.98          | (329.90)          | 594.41          | 722.33          |
| 其他             | (20,674.34)        | (5,027.65)        | (290.92)          | (230.43)        | (342.76)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(11,981.44)</b> | <b>(246.68)</b>   | <b>(609.42)</b>   | <b>378.33</b>   | <b>394.16</b>   |
| 汇率变动影响         | 0.00               | 0.00              | 0.00              | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1,206.67</b>    | <b>(541.37)</b>   | <b>3,688.30</b>   | <b>5,794.80</b> | <b>3,486.57</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2017             | 2018             | 2019E            | 2020E            | 2021E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>12,238.11</b> | <b>13,129.26</b> | <b>13,506.31</b> | <b>14,746.91</b> | <b>17,029.35</b> |
| 营业成本             | 3,295.71         | 3,997.66         | 4,692.06         | 5,338.52         | 6,248.68         |
| 营业税金及附加          | 252.32           | 235.61           | 250.83           | 272.82           | 315.04           |
| 营业费用             | 1,906.84         | 2,034.02         | 1,474.94         | 1,528.58         | 1,640.64         |
| 管理费用             | 700.23           | 837.51           | 538.15           | 511.24           | 523.35           |
| 研发费用             | 2,417.48         | 2,546.32         | 2,664.22         | 2,982.75         | 3,495.45         |
| 财务费用             | (46.05)          | (345.28)         | (463.70)         | (594.41)         | (722.33)         |
| 资产减值损失           | 214.99           | 97.32            | 34.54            | 29.49            | 34.06            |
| 公允价值变动收益         | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 投资净收益            | 521.58           | 413.33           | 3,098.22         | 600.00           | 600.00           |
| 其他               | (1,074.55)       | (861.34)         | (6,196.44)       | (1,200.00)       | (1,200.00)       |
| <b>营业利润</b>      | <b>4,049.57</b>  | <b>4,174.11</b>  | <b>7,413.50</b>  | <b>5,277.92</b>  | <b>6,094.46</b>  |
| 营业外收入            | 72.24            | 19.66            | 11.07            | 11.07            | 11.07            |
| 营业外支出            | 2.78             | 7.35             | 8.55             | 8.55             | 8.55             |
| <b>利润总额</b>      | <b>4,119.03</b>  | <b>4,186.42</b>  | <b>7,416.01</b>  | <b>5,280.43</b>  | <b>6,096.97</b>  |
| 所得税              | 697.26           | 678.12           | 1,324.32         | 925.33           | 1,068.76         |
| <b>净利润</b>       | <b>3,421.78</b>  | <b>3,508.30</b>  | <b>6,091.70</b>  | <b>4,355.10</b>  | <b>5,028.22</b>  |
| 少数股东损益           | 49.80            | (26.54)          | (4.54)           | 32.38            | 32.38            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>3,371.98</b>  | <b>3,534.84</b>  | <b>6,096.24</b>  | <b>4,322.72</b>  | <b>4,995.84</b>  |
| 每股收益(元)          | 0.50             | 0.52             | 0.90             | 0.64             | 0.74             |

| 主要财务比率         | 2017     | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |          |         |         |         |         |
| 营业收入           | 23.56%   | 7.28%   | 2.87%   | 9.19%   | 15.48%  |
| 营业利润           | 91.74%   | 3.08%   | 77.61%  | -28.81% | 15.47%  |
| 归属于母公司净利润      | 80.15%   | 4.83%   | 72.46%  | -29.09% | 15.57%  |
| <b>获利能力</b>    |          |         |         |         |         |
| 毛利率            | 73.07%   | 69.55%  | 65.26%  | 63.80%  | 63.31%  |
| 净利率            | 27.55%   | 26.92%  | 45.14%  | 29.31%  | 29.34%  |
| ROE            | 21.01%   | 14.74%  | 21.01%  | 13.05%  | 13.22%  |
| ROIC           | 1055.53% | 69.46%  | 113.48% | 62.59%  | 97.28%  |
| <b>偿债能力</b>    |          |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 22.49%   | 17.27%  | 16.15%  | 14.78%  | 14.29%  |
| 净负债率           | -61.29%  | -61.61% | -63.65% | -73.10% | -73.23% |
| 流动比率           | 3.05     | 3.79    | 4.71    | 5.18    | 5.33    |
| 速动比率           | 3.02     | 3.76    | 4.68    | 5.15    | 5.29    |
| <b>营运能力</b>    |          |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 5.64     | 5.49    | 5.75    | 5.63    | 5.62    |
| 存货周转率          | 161.19   | 115.66  | 92.34   | 81.36   | 74.20   |
| 总资产周转率         | 0.70     | 0.52    | 0.42    | 0.40    | 0.41    |
| <b>每股指标(元)</b> |          |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.50     | 0.52    | 0.90    | 0.64    | 0.74    |
| 每股经营现金流        | 0.61     | 0.55    | -0.52   | 0.85    | 0.59    |
| 每股净资产          | 2.37     | 3.55    | 4.29    | 4.90    | 5.59    |
| <b>估值比率</b>    |          |         |         |         |         |
| 市盈率            | 39.70    | 37.87   | 21.96   | 30.97   | 26.79   |
| 市净率            | 8.34     | 5.58    | 4.61    | 4.04    | 3.54    |
| EV/EBITDA      | 11.78    | 17.87   | 15.80   | 21.97   | 18.39   |
| EV/EBIT        | 12.60    | 18.74   | 15.97   | 22.48   | 18.97   |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风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。天风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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                            | 上海                             | 深圳                          |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031            | 邮编：430071                     | 邮编：201204                      | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889            | 电话：(8621)-68815388             | 电话：(86755)-23915663         |
|                      | 传真：(8627)-87618863            | 传真：(8621)-68812910             | 传真：(86755)-82571995         |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com          | 邮箱：research@tfzq.com           | 邮箱：research@tfzq.com        |