

三六零(601360)

报告日期: 2023年03月24日

## 依托搜索切入 ChatGPT 赛道

### ——三六零深度报告

#### 投资要点

##### □ 基本盘: 安全业务具备核心竞争力, 广告业务 23 年看反弹

2022 年公司宣布全面转型数字安全公司时提出以安全业务为核心的战略, 公司经营安全业务超 17 年, 是唯一掌握全网安全态势的网络安全公司。从 To B 业务来看, 公司的安全大脑以安全大数据、安全知识库和安全专家团队为中枢, 进行全视角、全范围、全时的安全大数据汇聚, 以协同处理能力赋予中小微企业数字安全能力。从 To C 业务来看, 公司旗下多款产品市占率较高。

展望 2023 年, 广告相关业务有望迎来反弹。广告业务和宏观经济相关度较高, 随着疫情管控的结束, 2023 年 GDP 增速有望达到 5%, 广告业务因此将受益。同时, 基于游戏版号和相关政策的放松, 游戏业务, 特别是端游有望创造新的营收增量。另外, 公司智能硬件业务继续保持稳定发展, 公司在 2021 年对 SKU 进行了精简, 达到了目前以安全为主题的小 SKU 产品矩阵。公司目前着重打造自营渠道, 或可获得更高毛利率。

##### □ 当前重点: ChatGPT 对搜索行业带来革命性变化, 公司资源禀赋迎来变现

ChatGPT 将搅动搜索行业整体竞争格局, 带来重大变革。类似 ChatGPT 的算法需要在核心算法、数据和资金(硬件)上有积累。我们看到公司在过去数年至少在数据和硬件上是有较强积累的, 资源禀赋符合将类似 ChatGPT 的算法应用在搜索引擎里的基本条件。同时公司旗下的 360 搜索市占率虽不高, 但是运营已超 10 年, 参照 Bing 的模式, 未来公司也可将 GPT 算法引入该搜索引擎中。因此我们认为, 公司有望从搜索引擎中高效切入 ChatGPT 赛道, 并可能在未来搅动许久未有变化的搜索引擎市场竞争格局, 从而给公司新增重要营收增量。

##### □ 盈利预测与估值

我们看好公司通过搜索引擎切入 ChatGPT 赛道, 并因此获得重要营收增量, 同时公司安全业务和游戏业务基本盘稳固, 2023 年广告相关业务又有望迎来反弹。综上所述我们预计公司 22-24 年营收分别为 96/115/139 亿元; 归母净利润分别为 24.3/4.92/10.5 亿元, 当前股价对应 24-25 年 P/E 分别为 244/114 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

##### □ 风险提示

整合 GPT 类技术后搜索引擎使用效果不及预期, 宏观经济增速放缓导致广告收入不及预期等。

#### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 谢晨

执业证书号: S1230521070004  
xiechen@stocke.com.cn

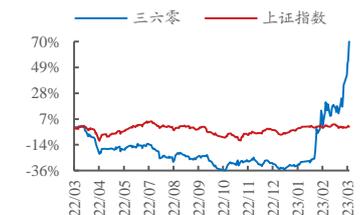
分析师: 陈磊

执业证书号: S1230521090002  
chenlei01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 16.78
总市值(百万元)	119,899.19
总股本(百万股)	7,145.36

#### 股票走势图



#### 相关报告

#### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,886	9,554	11,513	13,930
(+/-) (%)	-6.28%	-12.24%	20.50%	21.00%
归母净利润	902	-2,431	492	1,052
(+/-) (%)	-69.02%	-369.42%	120.22%	113.93%
每股收益(元)	0.13	-0.34	0.07	0.15
P/E	132.89	-49.95	243.89	114.01

资料来源: 浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

我们预计公司 23-25 年营收分别为 96/115/139 亿元；归母净利润分别为 24.3/4.92/10.52 亿元，当前股价对应 24-25 年 P/E 分别为 244/114 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 关键假设

- 1) 公司安全业务继续保持市场竞争优势；
- 2) GPT 算法应用至自有搜索引擎顺利。

### ● 我们与市场的观点的差异

市场认为 GPT 算法只有微、谷歌等大厂可以较好地实现，而实际上公司在数据和硬件上亦有积累，同时也拥有一个运营超十年的搜索引擎，可以通过次搜索引擎切入 GPT 赛道。

### ● 股价上涨的催化因素

搜索引擎竞争格局出现变化，公司迎头赶上。

### ● 风险提示

整合 GPT 类技术后搜索引擎使用效果不及预期，宏观经济增速放缓导致广告收入不及预期等。

## 正文目录

<b>1 公司简介：主营安全、互联网广告和智能硬件业务</b>	<b>5</b>
1.1 安全业务：掌握全网安全态势	5
1.2 互联网业务：主要包括互联网广告及服务业务和游戏业务	6
1.2.1 互联网广告及服务业务营收占比高，但受宏观经济影响大，23 年或迎来反弹	6
1.2.2 游戏业务产生稳定现金流	7
1.2.3 游戏版号发放逐步步入正轨，游戏公司产能上限逐步提升	7
1.2.4 未保与各类乱象整治阶段性目的初步达到，政策重提支持	8
1.2.5 当前产品线《Destiny Girl》畅销榜排名靠前，页游基本盘稳定	8
1.3 智能硬件业务：打造以安全为主题的小 SKU 产品矩阵	9
<b>2 ChatGPT 对搜索行业带来革命性变化，公司多年积累资源使用正当其时</b>	<b>9</b>
2.1 ChatGPT 对搜索行业带来革命性影响，未来行业或迎洗牌	9
2.1.1 ChatGPT 在模型规模、训练方式和应用场景的广泛程度上较以往 AI 有巨大进步	9
2.1.2 ChatGPT 的巨大进步非常适合应用在搜索引擎上	10
2.1.3 搜索引擎多年未变的竞争格局初现涟漪	10
2.2 公司多年积累的数据和资金当前时间点使用正当其时，搜索业务或迎来革命性变化	10
2.2.1 数据积累：正是公司强项	11
2.2.2 算力：硬件与资金均可满足	11
2.2.3 公司旗下 360 搜索市占率虽不高但可谓成熟，未来或成为 ChatGPT 应用前线	11
<b>3 投资建议</b>	<b>12</b>
<b>4 盈利预测与估值分析</b>	<b>13</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>13</b>

## 图表目录

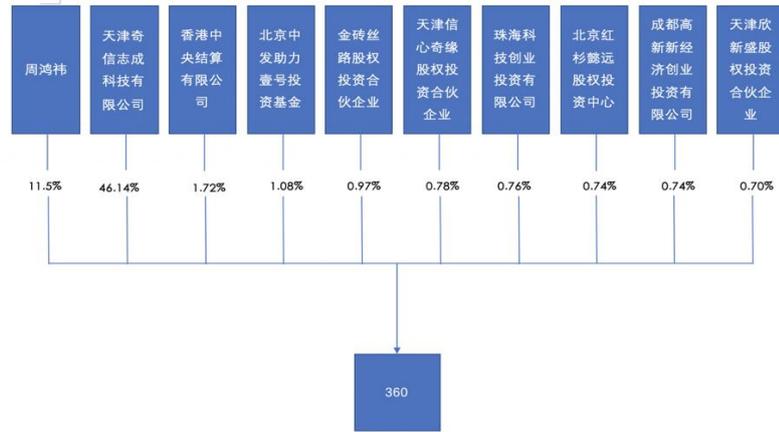
图 1: 360 股权图, 创始人占比较大 .....	5
图 2: 360 安全大脑覆盖范围示意图 .....	6
图 3: 广告业务属于顺周期业务 .....	7
图 4: 360 游戏界面截图 .....	8
图 5: GPT-3 参数量大幅高于其他模型 .....	10
图 6: 360 搜索截图 .....	12
表 1: 公司主要 C 端产品和简介 .....	6
表 2: 中国大陆搜索引擎竞争格局 .....	12
表 3: 公司分业务拆分 (单位: 亿元) .....	13
表附录: 三大报表预测值 .....	14

## 1 公司简介：主营安全、互联网广告和智能硬件业务

公司是中国知名的综合互联网公司之一，于 2015 年在上交所借壳上市，总部位于北京。目前公司主营三大业务，分别为安全业务，互联网业务和智能硬件业务。其中，互联网业务占比最大，22H1 共实现收入 28.5 亿元，同比下降 22.0%；其次是安全和智能硬件业务，22H1 营收分别为 10.4/9.12 亿元，同比分别+13.8%/-13.0%。

从股权上看，公司属于较为集中的类型，创始人周鸿祎占比较大，其个人披露占比达 11.5%。而公司第一大股东天津奇信志成科技有限公司的法人同样为周鸿祎，因此周鸿祎又通过该公司间接持股 7.90%，这两家占比总体就达到了约 20%，创始人话语权较大。另外，公司还是港股通标的，截至 2023 年 3 月 15 日，港股通持股比例 1.72%。

图1：360 股权图，创始人占比较大



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.1 安全业务：掌握全网安全态势

**国家安全：**识别和定位境外高级黑客组织对我国发起的网络攻击，曾在 2022 年 3 月率先公开披露了美国国家安全局针对中国境内目标所使用的“量子”攻击平台，并得到外交部的引用；

**城市安全：**通过布局城市安全大脑，为城市构建数字经济安全底座，目前已覆盖四大直辖市，渗透部分省会城市，未来将逐步全面覆盖省会城市；

**行业安全：**为各行各业的数字化转型保驾护航，通过在行业层面部署安全大脑项目，构建分布式的安全大脑体系；

**企事业安全：**通过为企事业单位用户建设本地安全大脑的方式，确保用户数据私密性保护的前提下，提升用户的整体安全防范能力。

从 To B 业务来看，公司安全业务核心现被称为安全大脑。根据公司公告，安全大脑是一种数字安全提供的一站式防护体系，其核心是以安全大数据、安全知识库和安全专家团队为中枢，进行全视角、全范围、全时的安全大数据汇聚，以协同处理能力赋予中小微企业数字安全能力。

安全大脑提供的整体安全解决方案与传统网络安全企业提供的网络防护能力有本质性的不同，其以“医院”的角色对网络安全攻击进行有针对性的检查，并给出针对性诊断意见以进行根治性的“外科手术”治疗或者渐进性的“内科调养”治疗，旨在达到“上医治未病”的效果。

图2: 360 安全大脑覆盖范围示意图



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

从销量上看, 安全大脑近年来增长较为迅速: 根据公司公告, 公司基于数字安全大脑的态势感产品订单 22H1 收入同比增长超 70%; NDR 产品订单收入同比增长超 1.5 倍; 网络空间测绘产品收入同比增长超 80%。根据 IDC 数据, 2021 年公司在攻防对抗领域占据了 18.1% 的国内市场份额, 领跑行业。在安全大脑的带动下, 安全业务 22H1 实现营收 10.4 亿元, 同比增长约 13.8%。

表1: 公司主要 C 端产品和简介

产品名称	简介
360 安全卫士	免费的电脑安全软件, 包含杀毒、防火墙、清理垃圾文件等功能。
360 安全浏览器	安全性能优秀的网络浏览器, 具备恶意网址拦截、广告屏蔽、网页加速等功能。
360 安全路由器	智能安全路由器, 支持无线加密、智能控制等功能, 保障家庭网络安全。
360 安全大师	手机安全软件, 具备手机杀毒、手机加速、手机清理等功能。

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

展望未来战略, 安全业务仍是核心。当前以安全业务为核心的战略是 2022 年公司宣布全面转型数字安全公司时提出的, 经过一年的战略调整, 当前公司安全大脑项目进展顺利。

我们认为, 公司经营安全业务超 17 年, 积累的技术和数据是核心壁垒, 特别是数据的积累需要时间, 这更加宽了护城河, 公司转型以安全业务为核心的战略自然且符合公司的资深禀赋。

## 1.2 互联网业务: 主要包括互联网广告及服务业务和游戏业务

### 1.2.1 互联网广告及服务业务营收占比高, 但受宏观经济影响大, 23 年或迎来反弹

互联网广告及服务业务主要通过产品的各类广告盈利, 在 PC 端寻找流量洼地。互联网广告及服务业务是公司营收主要来源, 22H1 实现营收 23.1 亿元, 营收占比 47.9%。当前时间点, 公司已经认识到了互联网广告及服务业务当前时间点面临较大压力, 特别是随着短视频行业市场规模增速逐渐放缓, 短视频战场已经饱和溢出。公司未来的打法是开发新

应用场景，认为 PC 短视频的出现将成为移动场景的延伸，发布了 360 墨鱼丸 PC 短视频平台，主攻用户办公时间内的休憩时间的场景空缺。根据公司公告，360 墨鱼丸拥有日均 10 亿量级视频浏览量，覆盖了 360 安全卫士、360 快资讯、360 导航、360 墨鱼丸官网多个入口。我们认为 360 墨鱼丸虽然不太可能撼动当前短视频行业的市场格局，但确实找到了一块适合自己的空缺场景，是公司互联网广告及服务业务营收增速的托底。

广告相关业务和宏观经济相关度较高，22H2 互联网广告及服务业务同比下滑 24.5%。随着疫情管控的结束，23 年 GDP 增速有望达到 5%，根据广告行业和宏观经济相关度高的特点我们判断，23 年公司广告业务有望迎来反弹。

具体来说，广告业务属于顺周期类型，GDP 增速与广告行业收入增速正相关性较高。从下图可以看出，根据通联数据，2018 年以来广告行业收入增速下滑最快是 22Q2，也是疫情最严重的时期；21H1 经济快速恢复时广告行业收入增速也加速回升，增幅达到 23.0%；22H1 受主要城市静态管理影响，广告行业收入快速下滑，22Q2 为 -11.8%。

图3： 广告业务属于顺周期业务



资料来源：萝卜投研，浙商证券研究所

根据 2023 年《政府工作报告》制定的目标，2023 年 GDP 增速有望达到 5%，大幅高于 2022 年的 3%左右。根据广告行业收入增速与 GDP 增速正相关性较高的特点，我们判断 2023 年广告行业收入将迎来反弹。

### 1.2.2 游戏业务产生稳定现金流

公司游戏业务近年来发展缓慢，2021 年营收出现下降。具体来说，2021 年公司互联网增值服务实现收入 11.04 亿元，同比下降 2.65%。其中，占比最大的游戏业务实现收入 10.40 亿元，同比下降 2.08%，较 2017 年的 17.0 亿元的高点下降 38.8%；22H1 营收 5.40 亿元，同比下降 8.71%。

公司游戏业务主要以页游为主，近年来加大了对手游端的开发，22H1 上线两款手游，分别为《三国志·霸王》和《Destiny Girl》。其中，《Destiny Girl》东南亚上线后表现优异。根据公司公告，《Destiny Girl》在东南亚主要国家登上双平台畅销榜排名前十。

公司对游戏业务的定位是流量的一种变现。公司通 360 安全卫士、360 手机卫士、360 清理大师等 C 端安全产品获得流量入口，并以广告和游戏进行变现。我们看到，公司游戏业务收入近年来呈现下降趋势，从 2017 年的 16.9 亿元下降至 2021 年的 10.4 亿元。我们认为，这种情况一是因为近年来游戏行业的监管环境趋严，行业增速本身就在放缓，同时也是因为公司战略重心已调整至安全业务。从公司公告看，22H1 和 22Q3 均公披露明确的未来产品线，我们判断未来公司还将以页游为基本盘，对手游的海外发行适当进行投入。我们判断，基于游戏版号和行业政策的放松以及其产品线的情况，公司游戏业务 2023 年将迎来转机。

### 1.2.3 游戏版号发放逐步步入正轨，游戏公司产能上限逐步提升

本轮版号重启后呈现了发放节奏逐步加快的特点且发放数量有所上升的特点。具体来说，2021年7月版号停发后，2022年4月11日本轮办好重启。4月共发放45个版号，6、8、9和11月分别发放了60、69、73和70个版号，而12月有84款游戏获批，版号获批数量创年内新高。2023年开年版号发放数量仍保持稳中有升。1月份国家新闻出版署下发游戏版号88款，2月份下发游戏版号87款，相较22年版号发放密度有了显著提升，未来游戏版号下发节奏和数量有望进一步企稳，游戏公司产能上限有望逐步被打开。

### 1.2.4 未保与各类乱象整治阶段性目的初步达到，政策重提支持

过去游戏行业“野蛮生长”情况普遍，出现了未成年人保护不利、低俗内容充斥、虚假宣传普遍等乱象。2021年开始，相关部门陆续发布了《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》和《关于开展文娱领域综合治理工作的通知》等政策。

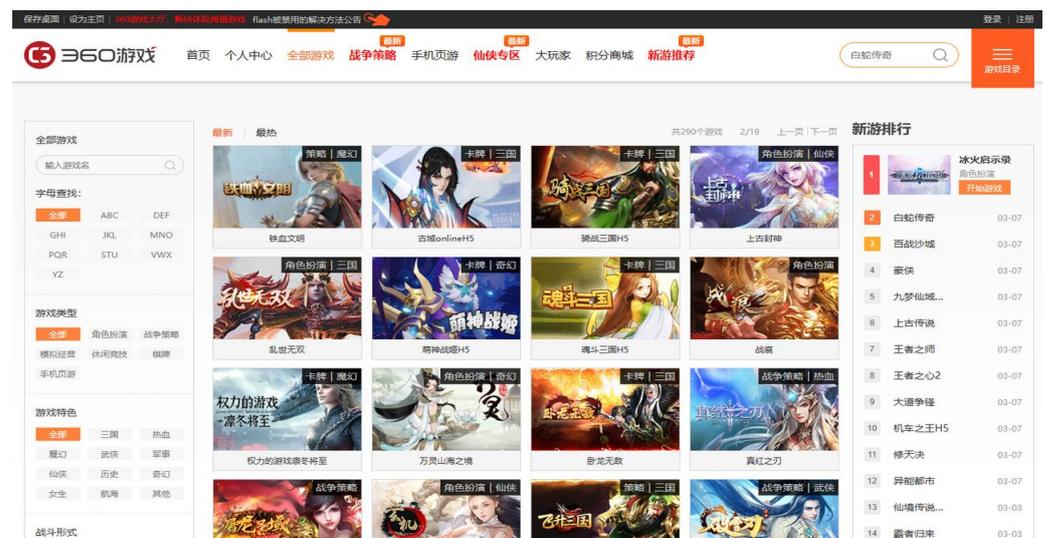
而进入2022年下半年，主要官媒的表态重新呈现积极态势，包括了人民财评的《深度挖掘电子游戏产业价值》，指出了游戏早已摆脱娱乐产品的单一属性，已成为对一个国家产业布局、科技创新重要意义的行业；以及新华网的《别忽视游戏行业的科技价值》，提出了要正视游戏行业的科技价值，游戏与科技创新相辅相成，是相互启迪、共同发展的关系。另外，2023年《政府工作报告》中，还6次提及“数字经济”一词，成为两会热点之一。我们看到，在治理目的初步达到后，部分官媒对行业发展呈现正面表态。

我们认为，由于游戏经行业经过两至三年的整治后，游戏行业初步告别了“野蛮生长”的时代，这是相关政策的主要原因。未来游戏行业监管有望从近年来的严管进入常态化监管，有序发展更利于行业重回正轨。

### 1.2.5 当前产品线《Destiny Girl》畅销榜排名靠前，页游基本盘稳定

从当前产品线来看，公司由页游向手游发力在22H1逐步体现。公司22H1上线两款手游，分别为《三国志·霸王》和《Destiny Girl》。同时我们看到，公司发力前期储备和孵化的团队效果逐步体现，《Destiny Girl》东南亚上线后表现优异。根据公司公告，《Destiny Girl》在东南亚主要国家登上双平台畅销榜排名前十。

图4：360游戏界面截图



资料来源：360游戏，浙商证券研究所

同时，公司页游基本盘稳定，打法主要还是以往的以量取胜，主攻下沉市场。目前以量取胜的策略仍在实行，根据公司官网数据，目前公司有页游游戏 290 个，年内已有 6 款新游开启测试，22H1 期间同时加速布局 PC3D 赛道。

我们认为，公司游戏业务和一线游戏公司相比在研发和发行能力上目前仍有较大差距，但是页游板块多年积累的下沉市场用户以及手游带来的部分增量也是不容忽视的重要营收组成。加之近年来公司游戏业务引进人才较多、行业政策回暖，我们判断 2023 年游戏业务迎来阶段性改善，营收有望重回增长。

### 1.3 智能硬件业务：打造以安全为主题的小 SKU 产品矩阵

公司智能硬件业务主要包括可视门铃、儿童电话、行车记录仪等。可以看出，公司智能硬件产品还是围绕安全主题。22H1 公司的新品包括 360 可视门铃双摄 5 Max，首发突破 10000 台销量；360 儿童电话手表 10X，首发阶段销量突破 20000 台；“6·18”活动中，公司车品类市场份额在天猫占比超 20%，京东占比近 40%。

公司目前智能硬件产品的主要战略是聚焦赛道和提升渠道及收入质量。从聚焦赛道角度来看，公司在 2021 年对 SKU 进行了精简，达到了目前以安全为主题的小 SKU 产品矩阵。从提升渠道及经营收入质量角度来看，公司目前着重打造自营渠道，自营渠道或省去了代理商的中间费用，或可获得更高毛利率。22H1 公司电商自营销售额同比上升 15%。

我们认为公司智能硬件产品切合目前公司以安全业务为核心的发展战略，但是也需看到，不论是可视门铃、儿童电话还是行车记录仪，市场均存在较多竞品，因此该项业务增速可能会受到压制。

## 2 ChatGPT 对搜索行业带来革命性变化，公司多年积累资源使用

### 正当其时

我们认为，当前时间点下，ChatGPT 将搅动搜索行业整体竞争格局，带来重大变革，而我们看到公司在过去数年里在数据、人才和资金上均有相关储备，未来若应用类似 ChatGPT 的模型至旗下搜索引擎，或给公司搜索业务增添重要营收增量。

### 2.1 ChatGPT 对搜索行业带来革命性影响，未来行业或迎洗牌

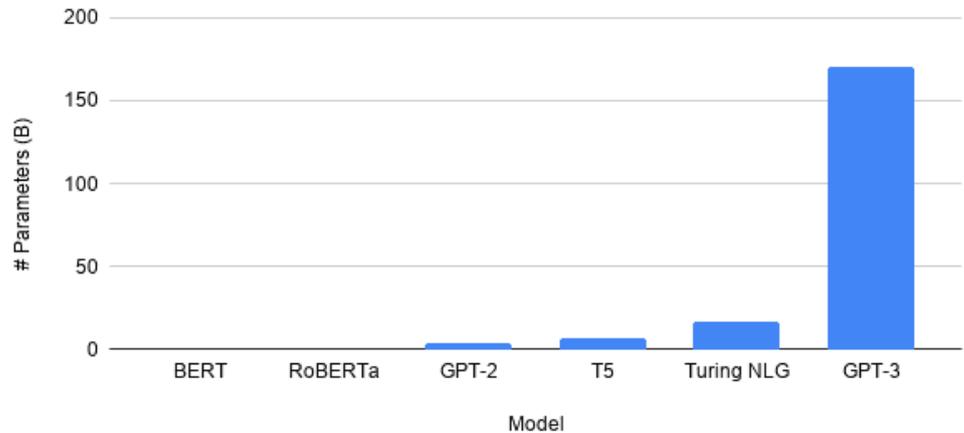
ChatGPT 或将对搜索行业带来革命性影响，这是因为，搜索引擎或为 ChatGPT 最好应用场景之一，多年以来稳固的行业竞争格局有望发生改变。

#### 2.1.1 ChatGPT 在模型规模、训练方式和应用场景的广泛程度上较以往 AI 有巨大进步

OpenAI 于 2022 年 11 月 30 日发布的全新聊天机器人模型 ChatGPT 引发广泛关注，它和以往 AI 的区别主要有三点：

- 1) 模型的规模更大：目前的版本包含了数千万个参数；
- 2) 模型的预训练方式更加先进：模型的训练方式分为无监督语言建模和有监督微调，无监督语言建模训练过程不需要人工标注的数据，而是直接利用大量的未标注的文本数据进行学习。这种预训练方式大大提高了模型的泛化能力；
- 3) 模型的应用场景更加广泛：由于更加自然的人机交互流程，其可胜任搜索引擎、机器翻译、客服问答系统等多种场景。

图5: GPT-3 参数量大幅高于其他模型



资料来源: SIGMOID, 浙商证券研究所

### 2.1.2 ChatGPT 的巨大进步非常适合应用在搜索引擎上

众所周知, 一个好的搜索引擎理应: 1) 触达海量数据、具备筛选正确答案的能力; 2) 可以“理解”用户所提出的问题并进行匹配; 3) 为了提高用户体验, 对用户的追问、质疑因有所反馈。我们看到, 上文所述的无论是无需人工干预的无监督语言建模, 还是大规模参数的处理能力, 又或是更加自然的人机交互流程, 都把应用方向指向了搜索引擎。

相比之前的模式, ChatGPT 可以更好地完成人类指令, 记忆之前的对话内容并和用户连续对话, 且能根据用户提示承认错误并修正原答案, 达到了更加有效和自然人机交互效果。

举例来说, 传统搜索引擎使用关键词匹配和网页排名来实现搜索结果的排序和展示, 但是这种方法时常会出现排名不准确、关键词歧义等问题, 影响搜索结果的质量和准确性。而 ChatGPT 对于自然语言的处理优势可以根据用户的输入语句和搜索历史等信息, 对用户的搜索实现更加精准的语义理解和上下文分析, 优化搜索结果和推荐列表, 从而提高搜索的准确性和用户体验。

### 2.1.3 搜索引擎多年未变的竞争格局初现涟漪

目前, 谷歌现阶段仍占有 90% 以上的搜索市场。而其重要竞争对手, 微软率先发布了由 ChatGPT 提供支持的新版搜索引擎 Bing 和 Edge 浏览器。新版的 Bing 和 Edge 的使用申请极其火爆, 根据微软企业副总裁兼消费领域首席营销官 Yusuf Mehdi 在社交媒体发布的信息, 新版 Bing 宣布上线的 48 小时便收到超过 100 万份使用申请。尽管谷歌也宣布对标 ChatGPT 的聊天应用 Bard 已经进入内测阶段, 数周内将进行更大规模的公测, 但前期 OpenAI (微软参投) 的优异使用表现已积累了较强品牌优势, 一定程度上动摇了近 20 年未有重大变动的海外搜索引擎市场。

## 2.2 公司多年积累的数据和资金当前时间点使用正当其时, 搜索业务或迎来革命性变化

想要做好 ChatGPT 版的搜索引擎, 首先需要做好一个类 ChatGPT 的算法, 其次还需拥有一个较为成熟的搜索引擎。我们认为这些条件公司都有相关布局。

从 ChatGPT 的算法特点来看,我们认为 ChatGPT 版搜索引擎的研发成功需要三大条件:算法、数据的积累和算力。我们认为公司在数据领域积累多年的资源在数据的积累和算力上有较高的契合度。同时,公司目前也拥有一个市占率虽不高但总体成熟的搜索引擎。因此我们看好公司搜索业务或将出现的革命变革。下文我们将逐条论述。

### 2.2.1 数据积累:正是公司强项

ChatGPT 的诞生离不开海量数据的积累,而公司由于经营搜索引擎等业务多年,可接触到较大数量级的各类数据。

建立一个 ChatGPT 模型需要大量数据,这是因为模型需要学习大量的语言知识才能够生成准确、流畅的语言输出。具体来说,模型需要学习词汇、语法、句法、语境等各个方面的语言知识,才能够实现对各种自然语言任务的有效支持。例如,GPT-3 使用了数千亿个单词的预训练数据,并在微调阶段使用了数百万个样本进行微调,才达到了相对自然的输出。

公司对于数据的积累有着较大优势,首先,根据公司公告,公司搜索引擎每天能够处理数十亿的搜索请求,每个用户每天平均搜索次数超过 10 次。数据包括用户搜索的关键词、搜索结果、点击行为等等。通过分析用户的搜索行为和搜索词语,公司可以建立一个包含大量语言素材的语料库,并用这些语言素材来训练 ChatGPT 模型。

其次,公司旗下拥有众多互联网产品和服务,这些产品和服务的使用数据可以被用于训练 ChatGPT 模型。例如,在搜索引擎和输入法中收集到的用户搜索和输入历史,以及在安全产品中收集到的威胁情报等,都可以被用于训练模型。

此外,公司获得的用户反馈和数据也可以用于训练 ChatGPT 模型,并且因为是真实的用户数据,数据质量较高。因此我们认为公司在数据方面的积累对打造自己的 ChatGPT 模型是有极大帮助的。

### 2.2.2 算力:硬件与资金均可满足

由于 ChatGPT 模型需要的数据量极大,因此对算力也提出了较高要求。例如,2019 年至 2020 年,OpenAI 向谷歌支付了 1.2 亿美元的云计算费用,一度成为谷歌云的前五大企业客户之一;2022 年,OpenAI 亏损 5.44 亿美元,训练所需的英伟达 A100 GPU 单块价格超过八万元,可见成本之高。

此外,训练 ChatGPT 模型还需要大量的人力资源投入,尤其是在数据标注、数据清洗、和模型调参等方面。专业人员方面,OpenAI 为了训练 GPT-3 模型,雇佣了超过 50 位研究人员和工程师,和成百上千名不同国家的数据标注员。辅助人员方面,为了进行数据标注,需要雇佣大量人力进行相关操作,二分类标注(如正面和负面情感)每条成本几分钱到几毛钱不等;更加细致的实体识别、情感分析、语义分析等标注,每条数据成本几元到几十元不等。对于图像、语音、视频等非文本数据的标注,成本可能会更高。

我们认为,公司资金储备和人才储备上可以满足相关模型训练的要求。对于专业人才的储备,公司从 2019 年开始就预测到了人工智能的技术变革,成立了人工智能研究院,投入了大量的算力、人力,跟踪模拟人工 AI 场景,并获得了多个国内人工智能领域的奖项。对于资金的储备,根据 Wind 数据,22Q3 公司拥有货币资金 219 亿元。

### 2.2.3 公司旗下 360 搜索市占率虽不高但可谓成熟,未来或成为 ChatGPT 应用前线

我们认为,公司旗下 360 搜索市占率虽不高,但从运营时间、搜索量和市占率的绝对值来看均可谓成熟。

图6: 360 搜索截图



资料来源: 360 搜索, 浙商证券研究所

具体来说, 360 搜索上线时间为 2012 年, 目前运营时间已超过 10 年。根据市 Statcounter 的数据, 截至 2023 年 2 月, 中国搜索引擎市场份额排名前三的公司分别为百度、Bing 和搜狗, 市场份额分别为 55.8%、14.6%和 14.5%, 公司的 360 搜索排名第四, 市占率 5.10%。

虽然公司市占率到行业龙头百度仍有不小差距, 但也拥有 5.10%的市占率, 运营时间也超 10 年, 可以成为应用 ChatGPT 的平台。

表2: 中国大陆搜索引擎竞争格局

搜索引擎	市占率
百度	55.80%
Bing	14.57%
搜狗	14.53%
360 搜索	5.10%
谷歌	4.85%

资料来源: Statcounter, 浙商证券研究所

综上我们看到, 搜索引擎市场竞争环境正在发生变化, 这主要是由于 ChatGPT 这样的新技术造成的。而使用 ChatGPT 对搜索引擎进行改造, 需要基础算法、数据积累、资金优势和一个成熟的搜索引擎平台。因此我们认为, 公司至少在数据积累和资金上都具备竞争优势。

### 3 投资建议

我们看好公司通过搜索引擎切入 ChatGPT 赛道, 并因此获得重要营收增量, 同时公司安全业务基本盘稳固, 2023 年广告相关业务又有望迎来反弹。

综上我们预计公司 22-24 年营收分别为 96/115/139 亿元; 归母净利润分别为-24.3/4.92/10.5 亿元, 当前股价对应 23-24 年 P/E 分别为 244/114 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 4 盈利预测与估值分析

**互联网业务：**我们认为 2023 年广告业务将反弹，游戏业务保持稳定发展。具体来说，广告业务跟随 GDP 恢复到 5% 的增速，2023 年营收有望达到 55.1 亿元，同比增长 15.0%；游戏业务 MAU、ARPPUR 保持稳定，但随监管政策趋缓边际改善，2023 年营收约 11.9 亿元。

**安全业务：**B 端安全大脑持续布局，C 端产品受 PC 端使用时长减少环境或难以有较大幅度增长。因此判断未来增量主要在 B 端。而随着整体社会安全意识提高，特别是网络安全意识，因此判断 B 端未来仍有较快增速。

**智能硬件业务：**公司智能手表、智能门铃等业务总体在电商平台具备较好口碑，但需要看到的是，此类产品同质化程度较高，因此未来或也保持稳定增长。

表3： 公司分业务拆分（单位：亿元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	108.86	95.54	115.13	139.30
互联网广告及服务	63.06	47.93	55.11	62.83
YoY	-16.1%	-24.0%	15.0%	14.0%
毛利率	70.2%	59.4%	63.5%	66.9%
智能硬件	20.63	20.94	21.57	22.11
YoY	-3.7%	1.5%	3.0%	2.5%
毛利率	23.3%	21.8%	21.5%	20.9%
互联网增值服务	11.04	10.49	11.51	12.60
YoY	-2.6%	-5.0%	9.7%	9.5%
毛利率	83.0%	81.4%	82.5%	83.5%
安全业务	13.81	15.88	21.44	28.52
YoY	70.9%	15.0%	35.0%	33.0%
毛利率	67.3%	70.5%	71.6%	71.8%
其他	0.32	0.31	5.50	13.25

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 5 风险提示

- 1) 整合 GPT 类技术后搜索引擎使用效果不及预期：GPT 算法需要在已有的基础算法上继续进行针对不同需求的改进，实际应用效果也会因此不同，若最终呈现效果不及市场预期，则可能导致集合的 GPT 算法的搜索引擎不能搅动当前搜索引擎市场格局宏观；
- 2) 经济增速放缓导致广告收入不及预期：公司广告和游戏业务与宏观经济相关度较高，若近两年宏观经济恢复不及预期，则这些业务发展可能受损。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	26,048	23,632	27,782	31,138
现金	19,246	15,626	14,811	16,387
交易性金融资产	2,636	5,273	7,939	10,618
应收账款	2,277	1,385	3,092	2,262
其它应收款	218	153	231	311
预付账款	203	205	232	258
存货	675	121	509	231
其他	793	868	968	1,070
<b>非流动资产</b>	15,992	13,629	11,266	9,503
金额资产类	3,955	1,955	(45)	(2,045)
长期投资	6,759	6,759	6,759	6,759
固定资产	1,392	1,392	1,392	1,392
无形资产	674	674	674	674
在建工程	11	11	11	11
其他	3,201	2,838	2,475	2,712
<b>资产总计</b>	42,039	37,261	39,048	40,641
<b>流动负债</b>	6,458	6,127	7,364	7,818
短期借款	5	5	5	5
应付款项	2,142	2,039	2,691	2,566
预收账款	-	-	-	-
其他	4,312	4,084	4,668	5,248
<b>非流动负债</b>	622	622	622	622
长期借款	-	-	-	-
其他	622	622	622	622
<b>负债合计</b>	7,080	6,749	7,986	8,440
少数股东权益	(47)	(121)	(105)	(71)
归属母公司股东权	35,007	30,633	31,167	32,272
<b>负债和股东权益</b>	42,039	37,261	39,048	40,641

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	166	311	(682)	2,282
净利润	840	(2,487)	551	1,139
折旧摊销	541	-	-	-
财务费用	(635)	5	5	5
投资损失	(153)	1,720	(115)	(139)
营运资金变动	(817)	872	(1,337)	1,063
其它	390	201	215	216
<b>投资活动现金流</b>	(318)	(1,964)	(128)	(702)
资本支出	(376)	6	7	8
长期投资	(2,107)	(344)	(373)	(986)
其他	2,165	(1,626)	238	275
<b>筹资活动现金流</b>	(2,669)	(1,966)	(5)	(5)
短期借款	(1,966)	-	-	-
长期借款	-	-	-	-
其他	(704)	(1,966)	(5)	(5)
<b>现金净增加额</b>	(2,822)	(3,620)	(815)	1,576

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	10,886	9,554	11,513	13,930
营业成本	4,105	4,107	4,644	5,163
营业税金及附加	75	77	104	111
营业费用	2,233	2,199	2,363	2,647
管理费用	771	820	990	1,114
研发费用	3,129	3,806	2,993	3,831
财务费用	(686)	(284)	(230)	(218)
资产减值损失	(462)	(230)	(275)	(290)
公允价值变动损益	106	23	53	66
投资净收益	153	(1,720)	115	139
其他经营收益	112	96	115	167
<b>营业利润</b>	1,158	(2,996)	664	1,372
营业外收支	73	-	-	-
<b>利润总额</b>	1,231	(2,996)	664	1,372
所得税	391	(509)	113	233
<b>净利润</b>	840	(2,487)	551	1,139
少数股东损益	(62)	(75)	17	34
<b>归属母公司净利润</b>	902	(2,412)	534	1,104
EBITDA	1,159	(1,359)	534	1,231
EPS (最新摊薄)	0.13	(0.34)	0.07	0.15

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-6.28%	-12.24%	20.50%	21.00%
营业利润	-65.91%	-360.72%	120.22%	113.93%
归属母公司净利润	-69.02%	-369.42%	120.22%	113.93%
<b>获利能力</b>				
毛利率	62.29%	57.01%	59.66%	62.94%
净利率	8.29%	-25.44%	4.27%	7.55%
ROE	2.58%	-7.94%	1.58%	3.27%
ROIC	1.19%	-3.65%	1.41%	3.14%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	16.84%	18.12%	20.48%	20.83%
净负债比率	20.25%	22.13%	25.76%	26.31%
流动比率	4.03	3.85	3.76	3.97
速动比率	3.78	3.66	3.53	3.77
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.25	0.24	0.30	0.35
应收账款周转率	5.22	5.29	5.22	5.29
应付账款周转率	1.92	1.97	1.97	1.97
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.13	-0.34	0.07	0.15
每股经营现金	0.02	0.04	-0.09	0.32
每股净资产	4.90	4.28	4.35	4.50
<b>估值比率</b>				
P/E	132.89	-	243.89	114.01
P/B	3.43	3.92	3.85	3.73
EV/EBITDA	62.16	-	197.66	84.42

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>