

三六零(601360)

报告日期: 2023年04月07日

“互联网+安全”双轮驱动，AI 赋能降本增效

——三六零深度报告

投资要点

- 公司是国内领先的互联网和安全服务提供商，围绕“互联网+安全”双轮驱动的商业模式展开业务，形成安全业务、互联网业务、智能硬件业务三大板块，对B端、C端以及物联网终端进行全方位服务。在AI技术的赋能下，公司有望进一步实现降本增效，迭代现有业务生态。
- 安全筑基，流量变现**
公司是国内领先的互联网和安全服务提供商。自2005年成立以来，公司先后推出360安全卫士、360手机卫士、360安全浏览器等安全产品，并通过“互联网免费安全”理念快速获取流量，以安全能力为核心展开流量变现，并于2017年突破百亿美元级收入。
目前公司的发展围绕“互联网+安全”双轮驱动的商业模式展开，形成安全业务、互联网业务、智能硬件业务三大板块，对B端、C端以及物联网终端进行全方位服务。
- 发力政企，流量红利后第二生长曲线**
我们认为伴随着PC和移动互联网流量增长接近饱和，互联网广告行业已进入成熟期，具体体现为竞争者数量趋近饱和，行业增速逐步放缓。在C端流量红利趋于减退的大背景下，公司以安全能力为核心，在政企侧布局进行发力，并于2022年9月正式更名为“360数字安全集团”，全力打造B端第二生长曲线。展望未来，我们预测公司政企安全业务在公司收入占比持续提升，打造公司在数字经济时代的第二增长曲线，持续增厚利润。
- AI赋能，公司具备多业务落地场景**
公司深度搜索引擎、移动办公、游戏等业务，为AI技术的应用提供了丰富的场景支撑；同时公司在AI布局多年，技术积累深厚，未来有望随着AI技术渗透到公司各业务场景中，为公司注入发展新动能。
- 盈利预测与估值**
我们预测公司2022-2024年有望实现营业收入94.9/112.67/132.60亿元，归母净利润-24.8/6.79/13.65亿元，现价对应公司23/24年PE约为200/99倍。考虑到公司互联网产品和服务的既有优势，我们看好公司在政企安全领域的持续布局以及在AI领域的前瞻性投入，**维持“买入”评级。**
- 风险提示**
互联网业务相关收入持续下滑；政企安全业务推进不及预期；AI技术落地推进不及预期；宏观经济环境变化风险；短期内股价波动风险。

投资评级：买入(维持)

分析师：刘雯蜀
执业证书号：s1230523020002
liuwenshu03@stocke.com.cn

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

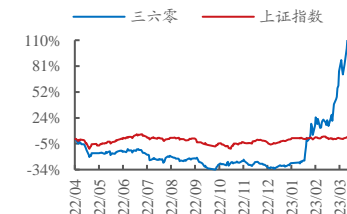
分析师：陈磊
执业证书号：S1230521090002
chenlei01@stocke.com.cn

研究助理：刘静一
liujingyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 18.97
总市值(百万元)	135,547.54
总股本(百万股)	7,145.36

股票走势图



相关报告

1 《依托搜索切入 ChatGPT 赛道》2023.03.25

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,885.83	9,490.00	11,267.17	13,259.77
(+/-) (%)	-6.28%	-12.82%	18.73%	17.68%
归母净利润	902.24	-2480.00	678.63	1365.10
(+/-) (%)	-69.02%	-374.87%	127.36%	101.16%
每股收益(元)	0.13	-0.35	0.09	0.19
P/E	150.23	-54.66	199.74	99.29

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

我们预测公司 2022-2024 年有望实现营业收入 94.9/112.67/132.60 亿元，归母净利润 -24.8/6.79/13.65 亿元。参考 2023 年 4 月 6 日收盘价，现价对应 2023-2024 年 PE 倍数分别为 200/99 倍，维持“买入”评级。

● 关键假设

- 1) PC 端广告投放需求企稳，广告主投放需求有望伴随疫情放开复苏；
- 2) 各行业公司在数字化转型过程中面临的网络安全风险加剧，对于高效、全面的网络安全防护需求提升；
- 3) 公司具备 AI 技术研发能力以及 AI 大模型应用场景

● 我们与市场的观点的差异

【市场担忧-互联网业务】

市场认为互联网广告行业增速放缓，行业整体进入成熟期，竞争加剧导致公司互联网广告业务收入增速进一步下滑。

【我们认为】

公司 2023 年互联网广告业务收入有望呈现触底回升趋势，主要考虑为：1) 2022 年宏观经济有望边际向上；2) 旅游、餐饮、商业服务、金融等疫情复苏产业广告投放需求有望增加；3) PC 端广告投放需求在经历了前几年的下滑后已进入稳定状态。

【市场担忧-AI 技术应用落地】

目前市场上大部份公司对于 AI 技术的应用落地仍处于逻辑验证或探索阶段，公司 AI 模型研发以及与现有业务的结合落地具有不确定性。

【我们认为】

相较于其他公司而言，公司已具备 AI 技术研发的基础能力和基因，公司安全大脑、互联网广告投放以及智能硬件产品均已涉足相关 AI 技术的应用。同时，公司的浏览器、游戏业务又是 AI 大模型应用的绝佳场景，我们对公司在 AI 领域的研发及进展保持乐观态度。

● 与前不同的认知

【我们之前认为】

- 1) 公司大模型落地仍需一段时间；2) 公司主要从搜索引擎切入大模型赛道。

【我们当下认为】

- 1) 考虑到公司 3 月 29 日在 2023 数字安全与发展高峰论坛向市场展示了其正在开发的类 ChatGPT 产品“360 AI”，并在现场实现了问答交互，公司对大模型的探索和落地节奏或快于我们此前预期；
- 2) 根据公司董事长周总对公司在 AI 领域战略的介绍，公司有望从多场景切入大模型布局，C 端、SME 端、G&B 端同时发力。

基于以上，考虑到公司在大模型研发的节奏和大模型应用场景均超过我们此前预期，我们认为公司 AI 技术布局落地应用节奏有望加快，助力公司各项业务实现降本增效，进一步摊薄公司费用率从而释放更大利润空间。我们调整此前预测，预测公司 2022-2024 年有望实现营业收入 94.9/112.67/132.60 亿元，归母净利润-24.8/6.79/13.65 亿元。

● 股价上涨的催化因素

互联网相关业务收入企稳，伴随广告投放需求复苏实现正向增长；

政企安全业务保持高增态势；

AI 技术与业务场景的结合为公司带来降本增效的效果

● 风险提示

互联网业务相关收入持续下滑；政企安全业务推进不及预期；AI 技术落地推进不及预期；宏观经济环境变化风险；短期内股价波动风险。

正文目录

1 安全筑基，流量变现	6
1.1 互联网业务：高渗透率贡献稳定现金流.....	6
1.2 安全业务：高增长率调优收入结构	8
1.3 智能硬件业务：布局 AI 场景及物联网流量入口	9
2 发力政企，流量红利后第二生长曲线	9
3 AI 赋能，公司具备多业务落地场景	12
4 盈利预测与估值分析	14
5 风险提示	16

图表目录

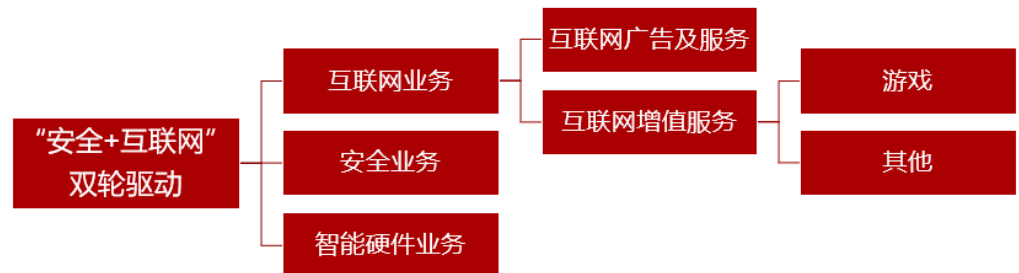
图 1: 360 三大业务板块.....	6
图 2: 公司收入结构 (单位: 百万元)	6
图 3: 公司 2018-2020 年经营性现金流持续贡献现金增量, 货币资金充裕 (单位: 亿元)	7
图 4: 公司“360 画报”高效助力品牌营销	7
图 5: 公司互联网广告业务创新.....	7
图 6: 公司安全 2018-2022 安全业务收入及营收占比情况 (收入单位: 亿元)	8
图 7: 互联网广告行业整体收入情况.....	10
图 8: 中国移动互联网接入流量情况.....	10
图 9: 公司“安全大脑”覆盖体系	10
图 10: 公司行业安全大脑拓展情况 (截至 2021 年)	11
图 11: 公司中小微企业云原生安全 SaaS 方案	11
图 12: 公司移动办公产品“苏打办公”	13
图 13: 公司互联网广告业务创新.....	13
图 14: 公司大模型发展战略.....	13
表 1: GPT, GPT-2, GPT-3 模型对比	12
表 2: 公司 2022-2024 年收入增长预测 (单位: 百万元)	14
表 3: 公司 2022-2024 年三大费用增长预测 (单位: 百万元)	15
表 4: 可比公司估值分析 (参考 2023 年 4 月 6 日数据, 单位: 亿元)	16
表附录: 三大报表预测值.....	17

1 安全筑基，流量变现

公司是国内领先的互联网和安全服务提供商。自 2005 年成立以来，公司先后推出 360 安全卫士、360 手机卫士、360 安全浏览器等安全产品，并通过“互联网免费安全”理念快速获取流量，以安全能力为核心展开流量变现，并于 2017 年突破百亿量级收入。

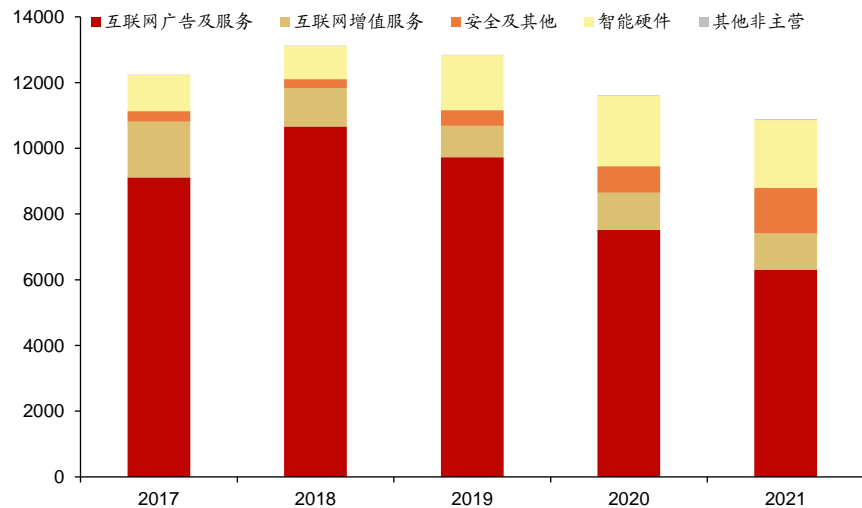
目前公司的发展围绕“互联网+安全”双轮驱动的商业模式展开，形成安全业务、互联网业务、智能硬件业务三大板块，对 B 端、C 端以及物联网终端进行全方位服务。

图1：360 三大业务板块



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图2：公司收入结构（单位：百万元）



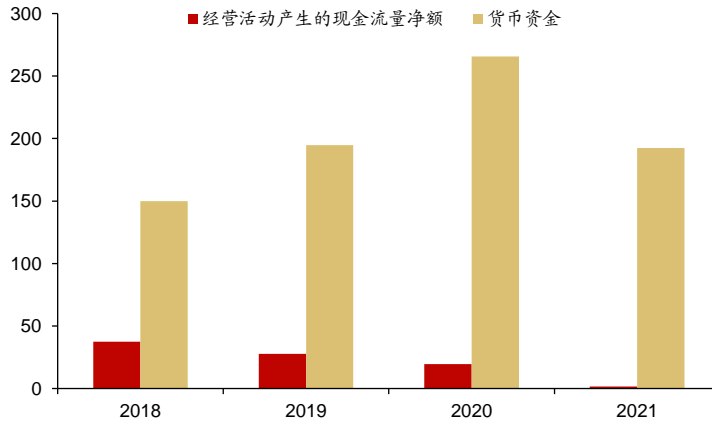
资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.1 互联网业务：高渗透率贡献稳定现金流

公司以安全系列产品（包括 360 安全卫士、360 手机卫士、360 清理大师、360 安全浏览器、360 手机助手、360 软件管家等）作为服务载体和根基，拓展了信息获取类产品（360 导航、360 搜索等）和以信息流产品为代表的內容类产品，从而获得庞大的用户数和有效流量入口，并在此基础上衍生出以互联网广告及服务为代表的互联网商业化业务、和以游戏为代表的互联网增值业务，高效连接 B 端和 C 端，促进流量价值的商业化变现。

PC 端作为公司互联网商业化的主要阵地，流量保持相对稳定，为公司持续贡献现金流。根据艾瑞咨询数据，截至 2022 年中，公司 PC 安全产品的市场渗透率为 99.50%，平均月活跃用户数 4.8 亿，安全市场持续排名第一；PC 浏览器市场渗透率为 87.7%，平均月活跃用户数达 4.2 亿。

图3：公司 2018-2020 年经营性现金流持续贡献现金增量，货币资金充裕（单位：亿元）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

(1) 互联网广告及服务

公司 2021 年互联网广告及服务收入 63 亿元，同比下降 16%，主要受到广告主投放广告终端结构调整和互联网广告行业监管政策趋严的影响。在此背景下，公司积极采取应对策略，通过布局建立多屏生态、创新广告投放商业模式以及升级产品能力的方式对抗互联网广告行业的周期性变化。

以商业模式创新为例，公司提出并实践“广告即内容”理念，打造 360 画报锁定 PC 大屏，抢占办公场景，直达 3 亿上班族。根据公司公告，截至 2021 年末，公司 360 画报屏保拥有 1 亿 DAU、3 亿 MAU，日均请求量达 3.5 亿次、单一用户日均触达频次达 4.3 次，凭借更高频的触达助力品牌实现饱和式营销。

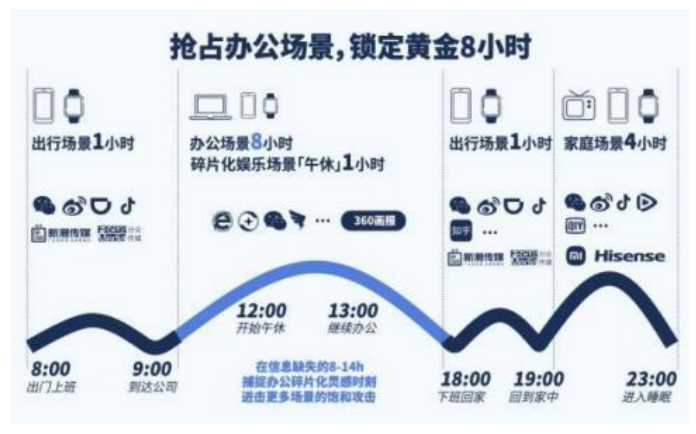
我们预测公司 2023 年互联网广告业务收入有望呈现触底回升趋势，主要考虑为：1) 2023 年宏观经济有望边际向上；2) 旅游、餐饮、商业服务、金融等疫情复苏产业广告投放需求有望增加；3) PC 端广告投放需求在经历了前几年的下滑后已进入稳定状态。

图4：公司“360画报”高效助力品牌营销



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图5：公司互联网广告业务创新



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

(2) 互联网增值服务

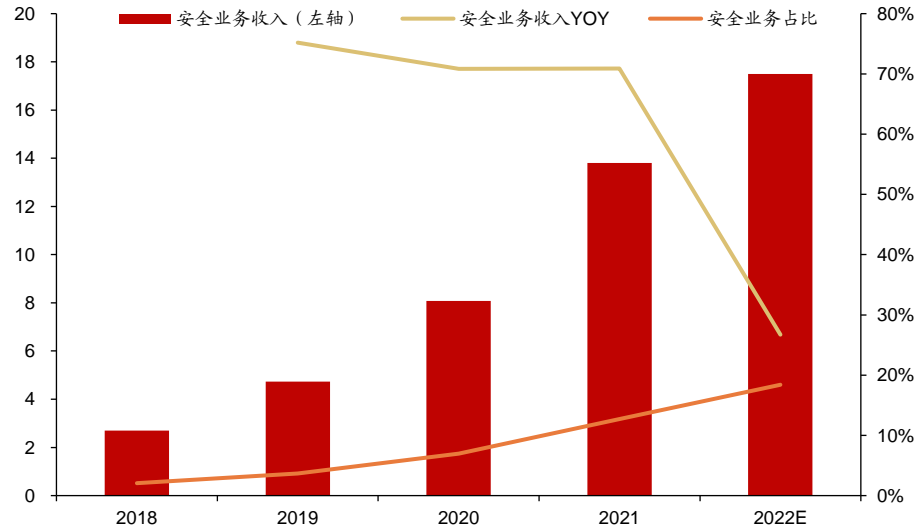
公司 2021 年互联网增值服务收入 11 亿元，同比下降 3%。其中游戏业务收入 10.4 亿元，占比达 94%。结合整体游戏行业呈现出手游占据主导地位、页游持续萎缩的发展趋势，公司增大在手游方面的布局，通过自研、联运、海外独代的方式全方位、多市场布局。我们预测公司游戏业务有望在 AI 技术的加持下获得新机。

1.2 安全业务：高增长率调优收入结构

安全能力是公司的立足之本，公司安全业务的核心为安全大脑核心系统，并围绕大脑形成覆盖安全基础设施组件、信创产品、安全管理、终端安全、流量安全、云安全、车联网安全、工业互联网安全、SaaS 服务、移动安全等领域的安全产品矩阵。

根据公司 2022 年业绩预告，公司 2022 年安全及其他业务收入 17.5 亿元，同比增长 27%，快于公司 2022 年整体收入增速。公司安全业务自 2018 年以来始终保持快于公司整体增速的增长节奏，在公司营收中的占比持续提高（2022 年达到约 18.4%），在互联网业务增长乏力的背景下对公司收入结构起到了一定优化作用。

图6：公司安全 2018-2022 安全业务收入及营收占比情况（收入单位：亿元）



资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

公司在安全领域的竞争优势主要体现在四个方面：

1) 安全大数据

公司通过多年积累，拥有 300 亿样本数据、22 万亿安全日志、90 亿恶意域名信息，合计拥有的安全大数据量超过 2EB；算力层面，公司具有瞬间调用超过百万颗 CPU 参与计算、检索和关联多维度数据的能力，能够在千丝万缕的复杂数据中进行分析挖掘，快速发现高级威胁的蛛丝马迹。

2) 安全专家

截至 2022 年上半年，公司安全专家数量超过 4000 名，占全公司员工比例超过 55%；公司旗下设有 16 个研究团队、8 个研究机构、4 大国家工程实验室，能够应对不同场景下安全能力的研发和安全需求的响应。考虑到网络安全本质上是一系列攻防对抗，我们认为安全专家的能力水平决定了公司在网络对抗中的综合实力。

3) 高级威胁情报

公司通过商业情报、自研情报、开源情报、高级情报四大渠道精准获取高级威胁情报，在网络攻防对抗中获取先机。根据公司 2022 年半年报披露，公司在报告期内发现了 12 个针对中国发起攻击的境外 APT 组织，累计已发现境外 APT 组织 50 个，其披露的 APT-C-39 (CIA)、APT-C-40 (NSA) 为国家网络安全作出了重要贡献，是国家网络安全防线的中坚力量。

4) 漏洞挖掘与研究

公司安全团队累计挖掘主流厂商 CVE 漏洞超 3,000 个，包揽了苹果、谷歌、微软三大巨头漏洞挖掘史上最高奖金，实现大满贯，实力领跑全球。根据公司披露，2017 年至今，公司捕获的 APT 组织使用的在野 0day 漏洞数量，连续五年位居国内第一。

1.3 智能硬件业务：布局 AI 场景及物联网流量入口

公司智能硬件业务聚焦于家庭安全、行车安全以及儿童安全三大安全场景，并同时拓展以家居清洁类产品为代表的高毛利品类。2022 年公司智能硬件收入约 19.5 亿元，整体保持相对稳定的水平。

根据中国互联网络信息中心 (CNNIC) 第 51 次《中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2022 年 12 月，我国移动网络的终端连接总数已达 35.28 亿户，万物互联基础不断夯实；蜂窝物联网终端应用于公共服务、车联网、智慧零售、智慧家居等领域的规模分别达 4.96 亿、3.75 亿、2.5 亿和 1.92 亿户。考虑到物联网端的设备接入方兴未艾，我们认为公司智能硬件产品一方面有望作为物联网流量的入口，另一方面可作为重要安全信息和数据的采集探针，伴随物联网在网设备数量的增加，公司有望受益持续受益。

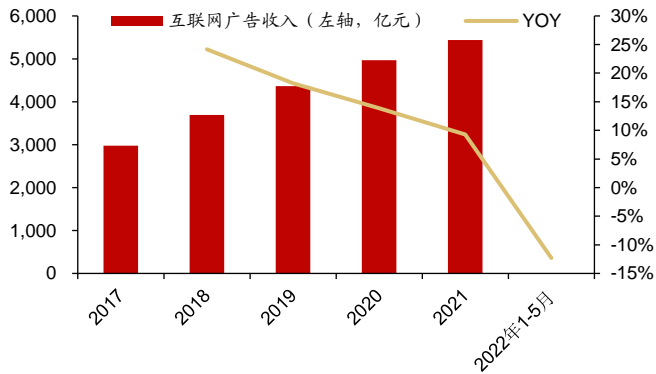
此外，公司增强对智能硬件服务系统的开发力度，探索 SaaS 云服务商业模式在硬件销售侧的落地。如“视觉云 SaaS”平台，支持企业级人员设备管理，并加入 AI 技能，支持场景化技能订阅和使用，使得客户群体由 C 端拓展至中小 B 端，助力中小微企业数字化转型，同时使得公司智能硬件收入具备更强的抗周期韧性。

2 发力政企，流量红利后第二生长曲线

我们认为伴随着 PC 和移动互联网流量增长接近饱和，互联网广告行业已进入成熟期，具体体现为竞争者数量趋近饱和，行业增速逐步放缓。根据《2021 中国互联网广告数据报告》，互联网行业实现广告收入 5435 亿元，同比增长 9.32%，增幅下降 4.53pct，近五年环比增速持续下降；同时根据中国互联网络信息中心 (CNNIC) 发布的第 51 次《中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2022 年我国移动互联网接入流量达 2618 亿 GB，同比增长 18.1%，增速显著放缓。

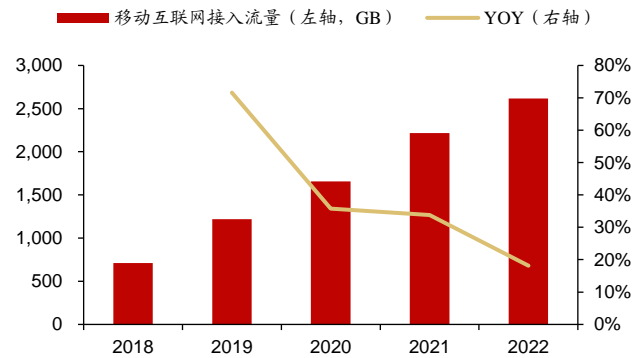
在 C 端流量红利趋于减退的大背景下，考虑到：1) 数字化是未来中国产业升级的确定性方向；2) 各行各业正在经历数字化转型大潮；3) 在数字化转型过程中，各类企业遭遇的数字攻击更加复杂和严峻；4) 未来的数字化时代，网络空间的安全威胁或与现实世界的各个场景融合在一起，实时影响现实生活，公司以安全能力为核心，在政企侧布局进行发力，并于 2022 年 9 月正式更名为“360 数字安全集团”，全力打造 B 端第二生长曲线。

图7: 互联网广告行业整体收入情况



资料来源: 中关村互动营销实验室、CTR 媒介智讯、浙商证券研究所
注: 2022年1-5月仅有同比增速数据, 数据缺失不代表收入为0

图8: 中国移动互联网接入流量情况



资料来源: 中国互联网络信息中心 (CNNIC)、浙商证券研究所

“安全大脑”是公司在政企侧布局的核心, 考虑到不同场景以及不同客户的需求, 公司从“核心安全大脑”和“云端安全大脑”双向切入, 将“云端”和“本地”、“建设”和“运营”相结合, 打造安全闭环, 助力头部客户和中小微企业的网络安全防护。

图9: 公司“安全大脑”覆盖体系



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

(1) 核心安全大脑

公司核心安全大脑在本地部署, 在为用户建设本地安全大脑的同时, 借助云端安全大脑的赋能, 既能确保用户数据私密性保护, 又能提升用户的整体安全防范能力, 主要客户为城市、部委、以及大型央国企等头部客户, 服务内容涵盖安全规划设计、系统安全建设、安全运营服务等多个安全环节。根据公司2021年年报披露, 公司累计覆盖了超过了90%的中央部委、80%央企、95%大型金融机构, 并完成15家行业和城市安全大脑的签约, 且2022年签约城市和行业数量持续增加。

图10: 公司行业安全大脑拓展情况 (截至 2021 年)

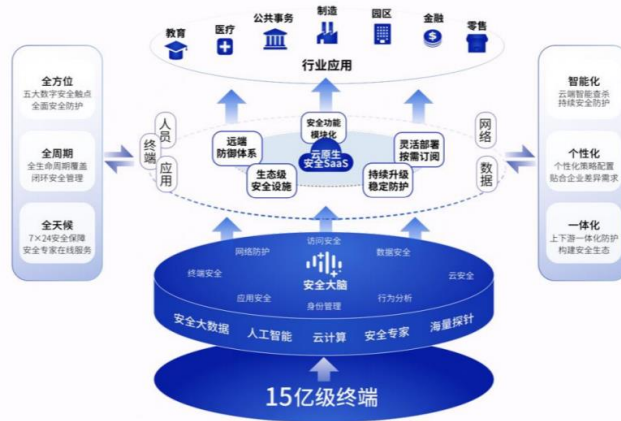


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

(2) 云端安全大脑

除本地安全大脑外, 公司还推出了企业安全云, 以安全大脑为底层技术支持, 结合安全专家经验和海量安全探针, 面向中小企业提供云原生安全 SaaS 服务。与传统单点安全设备部署不同, 云原生的安全 SaaS 提供更加全面丰富的功能模块, 且在云端实时收集安全情报, 可去做到全网安全风险感知, 并在后台保持持续升级和即时更新, 为前端用户带来“无感”、稳定的安全防护。

图11: 公司中小微企业云原生安全 SaaS 方案



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

总体而言, 公司政企安全业务发展保持了高增长、高毛利的增长态势。展望未来, 我们预测公司政企安全业务在公司收入占比持续提升, 打造公司在数字经济时代的第二增长曲线, 持续增厚利润。

3 AI 赋能，公司具备多业务落地场景

微软将 ChatGPT 核心技术陆续嵌入搜索引擎、移动办公、安全等应用场景，加速 AI 商业化进程，为国内 AI 生态发展路线提供重要参考。公司深度搜索引擎、移动办公、游戏等业务，为 AI 技术的应用提供了丰富的场景支撑；同时公司在 AI 布局多年，技术积累深厚，未来有望随着 AI 技术渗透到公司各业务场景中，为公司注入发展新动能。

公司深耕 AI 技术多年，互联网业务为公司提供海量高质量训练数据。公司人工智能研究院自 2020 年起持续在包括类 ChatGPT 技术在内的 AIGC 技术上投入和研发工作。根据公司在投资者互动平台上披露的信息，公司搜索引擎在国内产品中仅次于百度，市场份额达 35%，基于此公司在数据资源端有丰富的多模态大数据积累和相关语料（尤其是中文语料）。对标 GPT 系列模型，OpenAI 在 GPT-3 训练过程中使用了维基百科以及网络开源的爬虫数据（Common Crawl），公司基于多年的互联网流量生态运营，在这一方面具备独特优势。公司未来有望基于自研 AI 大模型及相关产品服务，与现有搜索引擎及浏览器进行深度融合，大幅提升用户体验。

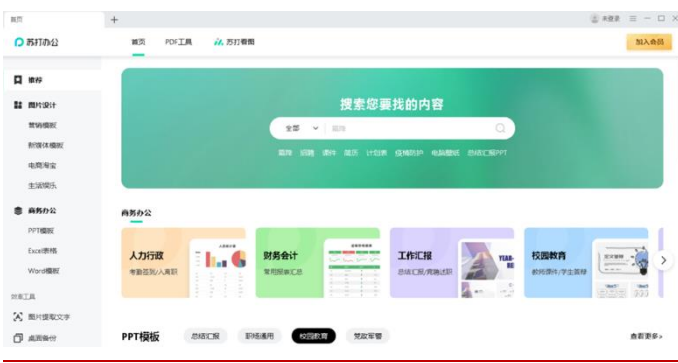
表1：GPT，GPT-2，GPT-3 模型对比

	GPT-1	GPT-2	GPT-3
训练数据集	BooksCorpus: 7000 本未发表的书籍	WebText: 清洗过的 Reddit 数据, 40GB 文本数据	5 种语料库: Common Crawl、WebText2、Books1、Books2、Wikipedia
模型框架	Transformer decoder, 每层由 masked self attention + feed forward layer 组成		
模型参数	12 层, 768 维, 1.17 亿参数	48 层, 1600 维, 15 亿参数	96 层, 12888 维, 1750 亿参数
模型表现	在问答、阅读理解、文本总结等任务上表现出色	参数增多实现原有任务的表现进一步优化	在少样本学习甚至零样本学习任务上取得出色表现
目标函数	无监督的语言模型、有监督的精调分类模型	引入任务条件函数, 可根据输入和任务预测输出, 实现少样本到零样本学习	

资料来源：CSDN、Github、浙商证券研究所整理

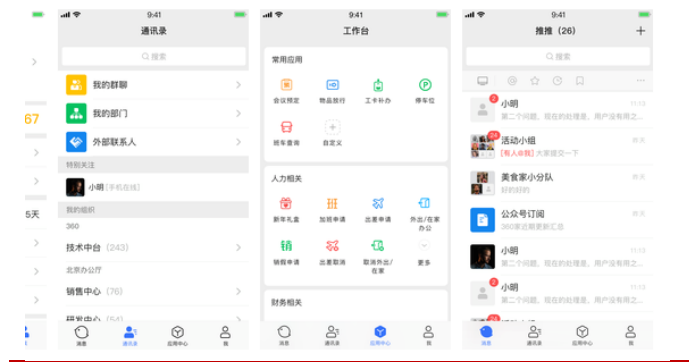
移动办公领域，公司有望基于 AI 技术提升产品竞争力，为办公效率带来革命性提升。公司拥有办公平台产品苏打办公，产品主打简约高效，核心功能包括 PDF 的阅读、转换、合并拆分，以及图标识别文字、图片转 PDF 等，平台拥有 PPT、Word、Excel 等优质模板库，提供高效的 PDF 文档解决方案。近期，根据新浪财经，公司已在内部办公软件“推推”上线类 ChatGPT 机器人助手 MasterYoda，推推是公司推出的企业即时通讯工具，未来旨在解决中小微企业数字化转型难题。我们认为，对标微软推出的 Microsoft 365 Copilot，公司基于 AI 大模型领域布局，未来有望有效整合移动办公平台，打造多元一体的智能办公生态，为用户办公效率带来颠覆式提升。

图12: 公司移动办公产品“苏打办公”



资料来源: 百度百科, 浙商证券研究所

图13: 公司互联网广告业务创新

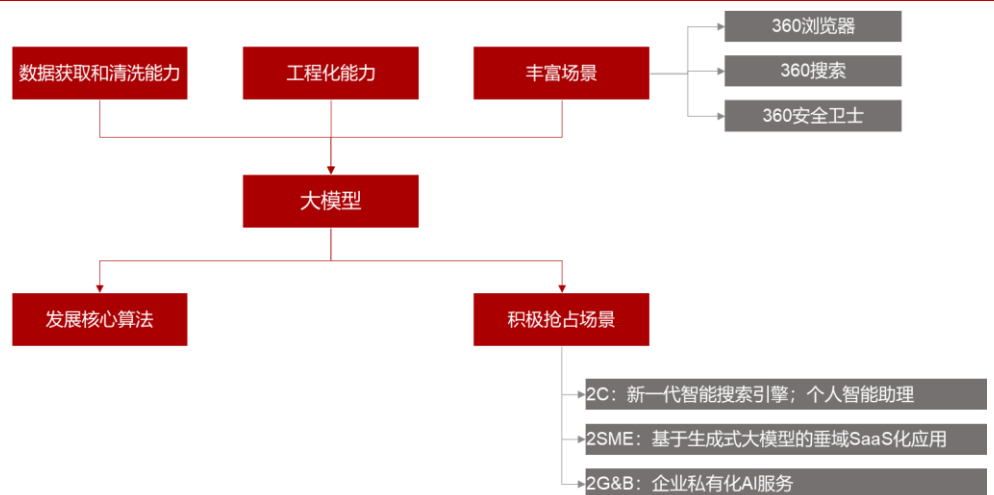


资料来源: 360手机助手, 浙商证券研究所

安全必将成为 AI 生态核心要素之一, 公司基于安全业务的持续发展, 将安全能力与 AI 深度融合。根据公司在投资者互动平台上披露的信息, 公司将东半球最大的安全数据库用于迭代优化, 并且拥有众多高水平的白帽子黑客和安全工程师以准确高效的进行安全数据人工标记、调参及数据清洗等工作。目前, 公司 AI 安全实验室所开发的 AI 框架安全监测平台, 已累计发现 Tensorflow、Caffe、PyTorch 等主流机器学习框架的漏洞 200 多个, 其中提交给谷歌 Tensorflow 的漏洞数 98 个, 包括 24 个高危、严重漏洞, 在全球各大厂商中排名第一, 成果入选了中央网信办“人工智能企业典型应用案例”。与搜索引擎、移动办公等场景类似, 我们认为公司 AI 大模型未来有望在数字安全领域带来巨大的变革。

近期, 公司 3 月 29 日在 2023 数字安全与发展高峰论坛向市场展示了其正在开发的类 ChatGPT 产品“360 AI”, 并参考 OpenAI+微软发展的模式, 确立了两翼齐飞的人工智能战略——在**发展核心算法技术的同时, 积极抢占场景**。根据搜狐科技, 公司董事长周总在 3 月 29 日的 2023 数字安全与发展高峰论坛上向市场介绍, 360 发展大语言模型具备数据获取和清洗、工程化能力和丰富落地场景的三大优势, **未来有望 2C、2SME、2G&G 多场景落地**。

图14: 公司大模型发展战略



资料来源: 搜狐科技公众号、浙商证券研究所

4 盈利预测与估值分析

我们分别对公司的互联网广告及服务、互联网增值服务、安全及其他、智能硬件业务收入进行预测分析：

- 1) **互联网广告及服务**：根据公司公告，2022 年互联网广告市场流量分布多元化，竞争程度加剧，PC 端投放占互联网广告市场的比例继续下滑，导致公司 2022 年互联网广告业务收入呈现负增长。但考虑到公司通过维系原有客户及开拓新客户、新渠道、新模式的方式，努力缓解互联网广告行业增长放缓对公司业务的影响，同时伴随疫情后广告投放需求的复苏，同时公司 AI 技术的应用有望增强公司搜索引擎的市场竞争力，我们预测公司 2022-2024 年互联网广告及服务业务的收入增速分别为-22%/15%/15%。
- 2) **互联网增值服务**：考虑到游戏版号审批已恢复正常，且公司在游戏领域多方位进行研发布局，同时考虑到引入 AI 相关技术对于公司游戏业务的赋能，我们预测公司 2022-2024 年互联网增值服务业务的收入增速分别为-22%/15%/20%。
- 3) **安全及其他**：根据公司公告，公司在 2022 年进一步推进数字安全战略的落地，向数字安全行业持续加大投入，大力探索以“360 企业安全云”为代表的 SaaS 类安全产品的部署，安全及其他业务的营业收入同比取得较大增长。考虑到政企安全业务为公司的第二增长曲线，且伴随数字经济建设，政企客户在网络安全领域的建设需求有望持续增强，我们预测公司安全业务增速快于公司整体收入增速的态势有望继续保持，预测 2022-2024 年安全及其他业务收入增速分别为 27%/35%/30%。
- 4) **智能硬件业务**：公司的智能硬件产品有望在 AI 技术的赋能下实现更好的交互体验与智能化体验，考虑到物联网行业的快速发展潜力以及公司整体战略规划布局，我们预测公司智能硬件业务有望保持平稳增长，预测 2022-2024 年智能硬件业务收入增速分别为-8%/15%/10%。

表2：公司 2022-2024 年收入增长预测（单位：百万元）

营业收入	2021	2022E	2023E	2024E
互联网广告及服务	6,306.18	4918.82	5656.64	6505.14
增长率	-16.06%	-22.00%	15.00%	15.00%
互联网增值服务	1,103.93	861.07	990.23	1188.27
增长率	-2.67%	-22.00%	15.00%	20.00%
安全及其他	1,380.92	1753.77	2367.59	3077.86
增长率	70.91%	27.00%	35.00%	30.00%
智能硬件	2,063.03	1897.99	2182.69	2400.95
增长率	-3.68%	-8.00%	15.00%	10.00%
其他非主营	31.77	58.36	70.03	87.54
增长率	73.04%	83.69%	20.00%	25.00%
合计	10885.83	9490.00	11267.17	13259.77
YOY	-6.28%	-12.82%	18.73%	17.68%

资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

资料来源：浙商证券研究所

费用侧，我们预测公司 2022-2024 年费用投入呈现稳中增长的趋势，主要考虑为：1) 公司 2022 年前三季度三大费用同比增速已呈现收缩趋势，我们预测 2022 年公司整体费用增长可控；2) 公司政企业务向 SaaS 业务模式发力，且在 AI 技术的加持下，公司互联网业务人效有望提升，带来费用率的摊薄，考虑到公司 AI 布局与产品发布的节奏略超预期，我们预测公司的费用率有望进一步下降。我们预测 2022-2024 年公司三大费用增速分别为 1.7%/5.6%/11%。

表3：公司 2022-2024 年三大费用增长预测（单位：百万元）

运营费用	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用	2233.37	2233.37	2345.04	2579.54
增长率	34.54%	0.00%	5.00%	10.00%
销售费用率	20.52%	23.53%	20.81%	19.45%
管理费用	770.51	809.03	809.03	889.94
增长率	17.22%	5.00%	0.00%	10.00%
管理费用率	7.08%	8.53%	7.18%	6.71%
研发费用	3128.73	3191.30	3430.65	3842.32
增长率	8.97%	2.00%	7.50%	12.00%
研发费用率	28.74%	33.63%	30.45%	28.98%
合计	6132.60	6,233.70	6,584.72	7,311.80
YOY	18.20%	1.65%	5.63%	11.04%

资料来源：Wind、浙商证券研究所

综合以上，考虑到：

- 1) 公司 3 月 29 日在 2023 数字安全与发展高峰论坛上向市场展示了其正在开发的类 ChatGPT 产品“360 AI”，并在现场实现了问答交互，公司对大模型的探索和落地节奏或快于我们此前预期；
- 2) 根据公司董事长周总对公司在 AI 领域战略的介绍，公司有望从多场景切入大模型布局，C 端、SME 端、G&B 端同时发力，与我们此前对于公司从搜索引擎入口切入的预期略有不同；
- 3) 公司在 AI 大模型研发的节奏和 AI 大模型应用场景均超过我们此前预期，我们认为公司 AI 技术布局落地应用节奏有望加快，助力公司各项业务实现降本增效，进一步摊薄公司费用率从而释放更大利润空间；

我们调整此前盈利预测，预测公司 2022-2024 年有望实现营业收入 94.9/112.67/132.60 亿元，归母净利润-24.8/6.79/13.65 亿元，参考 2023 年 4 月 6 日收盘价，现价对应 2023-2024 年 PE 倍数分别为 200/99 倍。我们选取安全领域与公司客户群体和产品类别相近的深信服、奇安信，以及 A 股上市公司中同样具有研发类 GPT 大模型能力的科大讯飞作为可比公司，对应可比公司的估值情况如下表所示：

表4: 可比公司估值分析 (参考 2023 年 4 月 6 日数据, 单位: 亿元)

简称	营业收入			归母净利润			PE		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
深信服	77.44	98.09	124.14	2.54	5.58	9.42	272.84	123.97	73.48
奇安信-U	/	91.26	117.86	/	3.62	7.48	/	147.67	71.53
科大讯飞	201.83	264.78	341.21	7.70	18.51	26.13	193.12	80.29	56.89
均值							232.98	117.31	67.30
三六零	94.90	112.67	132.60	-24.80	6.79	13.65	-54.66	199.74	99.29

资料来源: wind、浙商证券研究所

考虑到公司互联网产品和服务的既有优势, 在夯实国内领先的全网安全大数据获取渠道的基础上, 也为安全业务发展的高投入提供了坚实的现金流保障, 我们看好公司在政企安全领域的持续布局以及在 AI 领域的前瞻性投入, 且同时考虑到公司在 AI 领域的产品落地节奏暂时快于可比公司, 或将为公司带来更高的溢价空间, **维持“买入”评级。**

5 风险提示

- 1) 互联网业务相关收入持续下滑: 考虑到 PC 端投放占互联网广告市场的比例持续下滑, 公司采取的一系列应对措施有落地不及预期的风险, 或将导致公司互联网业务相关收入持续下滑;
- 2) 政企安全业务推进不及预期: 公司安全业务收入自 2018 年来呈现快速增长的趋势, 但考虑到公司整体收入技术较大, 公司政企安全业务收入占比仍较低, 若公司政企安全业务推进不及预期, 或难以对整体收入增长起到较好的拉动作用;
- 3) AI 技术落地推进不及预期: 由于公司 AI 相关技术和产品仍处于研发阶段, 其落地不及预期或将导致公司降本增效目的无法顺利实现;
- 4) 宏观经济环境变化风险: 伴随疫情复苏, 2023 年以来我国宏观经济呈现稳中向好的态势, 但考虑到疫情反复的不确定性以及其他不确定事项, 宏观经济环境存在变化的风险, 或将导致公司下游客户的预算分配及购买力发生变化;
- 5) 短期内股价波动风险: 公司近一个月内涨幅超过 50%, 股价波动较为明显, 后续股价变化具有不确定性。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	26,048	23,381	24,650	26,731
现金	19,246	18,057	19,272	21,336
交易性金融资产	2,636	2,636	2,636	2,636
应收账款	2,277	911	800	638
其它应收款	218	190	226	266
预付账款	203	183	213	246
存货	675	610	709	817
其他	793	793	793	793
非流动资产	15,992	16,248	16,522	16,762
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	6,759	6,759	6,759	6,759
固定资产	1,392	1,791	2,159	2,495
无形资产	674	623	566	510
在建工程	11	8	7	5
其他	7,156	7,067	7,031	6,993
资产总计	42,039	39,629	41,172	43,493
流动负债	6,458	5,798	6,707	7,708
短期借款	5	5	5	5
应付款项	2,142	1,935	2,250	2,590
预收账款	1,187	1,035	1,229	1,446
其他	3,125	2,824	3,224	3,668
非流动负债	622	622	622	622
长期借款	0	0	0	0
其他	622	622	622	622
负债合计	7,080	6,420	7,329	8,330
少数股东权益	(47)	145	101	56
归属母公司股东权	35,007	33,064	33,742	35,107
负债和股东权益	42,039	39,629	41,172	43,493

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	166	(1,952)	946	1,446
净利润	840	(2,288)	634	1,321
折旧摊销	435	219	261	295
财务费用	(686)	(638)	(641)	(692)
投资损失	(153)	(153)	(199)	(500)
营运资金变动	840	(320)	471	512
其它	(1,110)	1,229	419	509
投资活动现金流	(318)	(412)	(371)	(74)
资本支出	(309)	(500)	(500)	(500)
长期投资	(2,107)	0	0	0
其他	2,098	88	129	426
筹资活动现金流	(2,669)	1,176	641	692
短期借款	(1,966)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(704)	1,176	641	692
现金净增加额	(2,822)	(1,189)	1,215	2,064

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,886	9,490	11,267	13,260
营业成本	4,105	3,709	4,313	4,964
营业税金及附加	75	79	72	95
营业费用	2,233	2,233	2,345	2,580
管理费用	771	809	809	890
研发费用	3,129	3,191	3,431	3,842
财务费用	(686)	(638)	(641)	(692)
资产减值损失	480	1,139	563	663
公允价值变动损益	106	65	81	84
投资净收益	153	153	199	500
其他经营收益	119	(1,500)	111	108
营业利润	1,158	(2,314)	767	1,609
营业外收支	73	26	26	42
利润总额	1,231	(2,288)	793	1,651
所得税	391	0	159	330
净利润	840	(2,288)	634	1,321
少数股东损益	(62)	192	(44)	(44)
归属母公司净利润	902	(2,480)	679	1,365
EBITDA	990	(2,711)	411	1,246
EPS (最新摊薄)	0.13	(0.35)	0.09	0.19

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-6.28%	-12.82%	18.73%	17.68%
营业利润	-65.91%	-299.85%	133.15%	109.74%
归属母公司净利润	-69.02%	-374.87%	127.36%	101.16%
获利能力				
毛利率	62.29%	60.92%	61.72%	62.56%
净利率	7.72%	-24.11%	5.63%	9.96%
ROE	2.52%	-7.28%	2.02%	3.96%
ROIC	1.07%	-8.75%	0.35%	2.14%
偿债能力				
资产负债率	16.84%	16.20%	17.80%	19.15%
净负债比率	1.80%	1.99%	1.74%	1.53%
流动比率	4.03	4.03	3.68	3.47
速动比率	3.93	3.93	3.57	3.36
营运能力				
总资产周转率	0.25	0.23	0.28	0.31
应收账款周转率	5.22	4.57	5.32	5.30
应付账款周转率	1.92	1.82	2.07	2.06
每股指标(元)				
每股收益	0.13	-0.35	0.09	0.19
每股经营现金	0.02	-0.27	0.13	0.20
每股净资产	4.90	4.63	4.72	4.91
估值比率				
P/E	150.23	-54.66	199.74	99.29
P/B	3.87	4.10	4.02	3.86
EV/EBITDA	70.06	-42.57	277.79	89.93

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>