

证券研究报告—深度报告

三六零(601360)

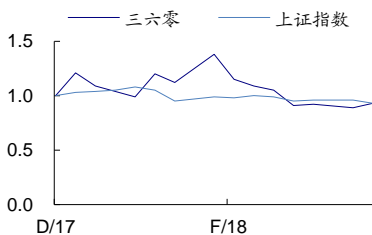
增持

合理估值: 40-47 元

(首次评级)

2018年05月03日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

|              |                |
|--------------|----------------|
| 总股本/流通(百万股)  | 6,764/397      |
| 总市值/流通(百万元)  | 264,069/15,506 |
| 上证综指/深圳成指    | 3,075/10,292   |
| 12个月最高/最低(元) | 66.50/7.96     |

证券分析师: 高耀华

电话: 010-88005312  
E-MAIL: gaoyaohua@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517060001  
联系人: 黄净  
电话: 010-8800-5313  
E-MAIL: huangjing4@guosen.com.cn

独立性声明:

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

首次覆盖

纯正互联网标的欲从物联网获取新成长

● 三六零拥有庞大的用户规模

截至2017年末, 三六零科技PC安全产品的市场占有率为95.66%。2017年, 三六零科技平均月活跃用户数达5.15亿, 三六零科技移动安全产品的平均月活跃用户数达3.50亿。

● 三六零提供安全服务获得流量, 之后从广告、游戏、智能硬件变现

三六零的核心技术是安全相关技术, 包括核心安全技术和互联网安全技术。三六零将这些技术打包在不同的安全产品中。安全产品+信息内容产品所带来的用户、数据和流量最后以广告、游戏、智能硬件作为变现出口。

● 广告: 三六零变现第一把交椅, 人工智能助力未来增长

三六零的广告主要分为三类: 1.搜索广告; 2.展示广告; 3.品牌广告; 主要的广告收费模式是CPC/CPT/CPM。在PC端增长缓慢、移动端难以拓展的情况下, 改善CTR将是广告收入增加的主要手段。人工智能将有效助力CTR提升。

● 游戏: 页游衰落, 手游渠道运营不佳, 端游面临Steam压力

页游方面, 页游整体受到手游崛起的冲击; 手游方面, 在移动端大局已定的情况下, 三六零单靠现有的渠道难以在手游市场呈现爆发式增长; 端游方面, Steam布局已经成型, 对三六零端游业务有着不小威胁。

● 智能硬件业务分析: 尝试形成物联网生态

互联网大局已定。随着物联网浪潮的到来, 三六零可以结合自身在品牌、流量、安全技术、数据等方面的优势深入布局, 或将重新获得增长。

● 盈利预测

预计公司18-20年收入分别是142.14/165.45/192.88亿元, 同比增长16.1%/16.4%/16.6%; 归母净利润分别是34.91/41.26/47.96亿元, 同比增长3.5%/18.2%/16.2%; EPS分别为0.52/0.61/0.71元; 对应PE分别为71.2/60.3/51.8倍。

● 风险提示

增长率不及预期的风险; 毛利率、期间费用无法控制的风险; 人工智能、物联网发展不及预期的风险; 独角兽、CDR上市导致的稀缺性下降风险。

盈利预测和财务指标 (2016年起为三六零数据)

|             | 2017   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|-------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 12,238 | 14,214  | 16,545  | 19,288  |
| (+/-%)      | 23.6%  | 16.1%   | 16.4%   | 16.6%   |
| 净利润(百万元)    | 3372   | 3490.78 | 4125.98 | 4795.58 |
| (+/-%)      | 80.1%  | 3.5%    | 18.2%   | 16.2%   |
| 摊薄每股收益(元)   | 0.50   | 0.52    | 0.61    | 0.71    |
| EBIT Margin | 30.0%  | 28.2%   | 27.8%   | 27.6%   |
| 净资产收益率(ROE) | 21.0%  | 17.9%   | 17.6%   | 17.0%   |
| 市盈率(PE)     | 73.7   | 71.2    | 60.3    | 51.8    |
| EV/EBITDA   | 61.6   | 62.9    | 55.1    | 47.6    |
| 市净率(PB)     | 15.49  | 12.78   | 10.59   | 8.83    |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

预计公司 18-20 年收入分别是 142.14/165.45/192.88 亿元，同比增长 16.1%/16.4%/16.6%；归母净利润分别是 34.91/41.26/47.96 亿元，同比增长 3.5%/18.2%/16.2%；EPS 分别为 0.52/0.61/0.71 元；对应 PE 分别为 71.2/60.3/51.8 倍。

考虑到公司现有业务及未来发展前景，以及市场的估值水平，我们给予公司 40.31~47.00 元每股的估值。

### 核心假设或逻辑

(1) 增长率假设：我们假设 2018-2020 年广告收入分别增长 20%/18%/18%，增值服务收入分别增长 -5%/5%/5%，智能硬件收入分别增长 20%/20%/20%；(2) 毛利率假设：我们假设 2018-2020 年各项业务毛利率有稍许下降；(3) 我们假设公司期间费用率 2018 年有所反弹后在 2019-2020 年有所下降。

### 与市场预期的差异之处

市场认为三六零在未来几年仍将保持较高速增长。我们认为短期来看，三六零已经经过了高速增长期，现在是一家成熟期的公司。三六零以提供安全服务获得流量，之后从广告、游戏变现的业务模式受到两头挤压：流量方面，PC 端流量见顶，移动端仍有增速但是面临低使用时长、转化率低等挑战；变现业务方面，广告业务受限于流量，需要进行精细化管理提升 CTR；游戏业务中页游在衰退，手游面临渠道问题，端游对 Steam 统治。智能硬件方面或成为三六零的新亮点。尽管三六零目前尚未拥有杀手铜级别应用，导致毛利率承压，但是随着物联网浪潮的到来，三六零可以结合自身在品牌、流量、安全技术、数据等方面的优势深入布局，或将重新获得增长。同时，我们认为，三六零未来的增长中人工智能将扮演关键角色，其将在流量端、广告变现端、移动硬件端对三六零有积极地影响，需要重点关注。

### 股价变化的催化因素

人工智能可以直接提升广告业务的收入，也可以通过内嵌在安全软件中，提升软件性能进而提升用户满意度。同时，人工智能在智能硬件中的应用将有效加强三六零在相关领域的竞争力。

周鸿祎作为免费杀毒软件的开创者，作为与雷军同样看到智能手机终端重要性的企业家，其市场直觉和精准眼光是毋庸置疑的。倘若周鸿祎以 360 PC 端强大的占有率进行端游布局，或以创新手法颠覆智能硬件市场，通过联动三六零的品牌形象、庞大用户及海量数据，在物联网确定性到来的未来，将极大利好三六零公司。

三六零作为 A 股中为数不多的拥有庞大 C 端用户及顶尖互联网技术的公司，享受了一定程度的稀缺溢价。若独角兽大规模上市、BATJ 等顶级互联网公司通过 CDR 回归国内，三六零的稀缺性将迅速下降，会对三六零的估值水平产生不利影响。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 第一， 增长率不及预期的风险；
- 第二， 毛利率不及预期的风险；
- 第三， 期间费用无法控制的风险；

- 
- 第四， 人工智能、物联网发展不及预期的风险；
  - 第五， 独角兽、CDR 上市导致的稀缺性下降风险。

## 内容目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>估值与投资建议：40.31~47.00 元</b> .....               | <b>7</b>  |
| 现金流折现估值：36.79~47.00 元 .....                      | 7         |
| 估值倍数法：40.31~51.78 元 .....                        | 7         |
| 投资建议 .....                                       | 7         |
| <b>业务情况分析：保持稳健增长</b> .....                       | <b>9</b>  |
| 游戏业务分析：页游衰落，手游渠道不强，端游面临 Steam 压力 .....           | 11        |
| 智能硬件业务分析：尝试形成物联网生态 .....                         | 15        |
| 广告业务分析：三六零变现第一把交椅，人工智能或助力未来增长 .....              | 17        |
| 期间费用率大幅下降致净利率 V 型反转 .....                        | 24        |
| 签订协议，三年高增速扣非净利润对赌 .....                          | 25        |
| <b>商业模式分析：通过提供安全服务获得流量，之后从广告、游戏、智能硬件变现</b> ..... | <b>25</b> |
| 流量来源分析：三六零安全软件 PC 端市场或已饱和，移动端增速快，但面临严峻挑战 .....   | 26        |
| <b>上市历程分析：三六零原在美股上市，后拆除 VIE 回归国内</b> .....       | <b>28</b> |
| <b>风险提示</b> .....                                | <b>30</b> |
| <b>投资建议</b> .....                                | <b>31</b> |
| <b>附表：财务预测与估值（均为三六零公司数据）</b> .....               | <b>32</b> |
| <b>国信证券投资评级</b> .....                            | <b>33</b> |
| <b>分析师承诺</b> .....                               | <b>33</b> |
| <b>风险提示</b> .....                                | <b>33</b> |
| <b>证券投资咨询业务的说明</b> .....                         | <b>33</b> |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 三六零三大业务线历史及华泰联合预测情况 (亿元) .....       | 9  |
| 图 2: 华泰联合对三六零 2019-2022 不同业务线增速预测 .....   | 10 |
| 图 3: 三六零不同业务线毛利率历史及华泰联合预测情况 .....         | 10 |
| 图 4: 三六零人均产出情况 .....                      | 11 |
| 图 5: 三六零运营游戏情况 .....                      | 12 |
| 图 6: 页游示例 .....                           | 12 |
| 图 7: 端游示例 .....                           | 12 |
| 图 8: 2017 全球游戏市场情况 .....                  | 13 |
| 图 9: 三六零游戏业务拆分 .....                      | 14 |
| 图 10: STEAM 同时在线用户数 .....                 | 15 |
| 图 11: 三六零智能硬件产品线 .....                    | 16 |
| 图 12: 文字链示例 .....                         | 18 |
| 图 13: 凤舞示例 .....                          | 18 |
| 图 14: 比翼图片示例 .....                        | 19 |
| 图 15: 移动搜索推广示例 .....                      | 19 |
| 图 16: 奇迹文字链广告示例 .....                     | 20 |
| 图 17: 移动端广告示例 .....                       | 20 |
| 图 18: 品牌直达示例 .....                        | 21 |
| 图 19: 移动品牌示例 .....                        | 21 |
| 图 20: 图片品牌直达示例 .....                      | 22 |
| 图 21: 品牌日出示例 .....                        | 22 |
| 图 22: 品牌臻选示例 .....                        | 22 |
| 图 23: 应用推广示例 .....                        | 23 |
| 图 24: 三六零公司收入、净利润情况 .....                 | 24 |
| 图 25: 期间费用拆分情况 .....                      | 25 |
| 图 26: 三六零业务框架示意图 .....                    | 26 |
| 图 27: 360 安全卫士 .....                      | 27 |
| 图 28: 360 杀毒 .....                        | 27 |
| 图 29: 360 PC 安全卫士发展情况 .....               | 27 |
| 图 30: 360 手机卫士发展情况 .....                  | 28 |
| 图 31: 三六零去 VIE 后组织架构 .....                | 29 |
| 图 32: 三六零借壳上市后股权结构 .....                  | 29 |
| 图 33: 三六零上市至退市股价 .....                    | 30 |
| 图 34: 360 上市至退市 PE(TTM) .....             | 30 |
| 表 1: 盈利预测假设条件 .....                       | 7  |
| 表 2: 敏感性分析, TV 增长率 (纵轴) 与 WACC (横轴) ..... | 7  |
| 表 3: 三六零在不同模式下的分成比例 .....                 | 11 |
| 表 4: 页游、手游、端游的不同特点 .....                  | 13 |
| 表 5: 三六零主要硬件产品简介 .....                    | 16 |

---

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 表 6: 管理费用和销售费用的分拆 ..... | 25 |
|-------------------------|----|

## 估值与投资建议：40.31~47.00 元

我们拟采用绝对估值法（主要是现金流折现）进行估值，并辅之以相对估值法。

### 现金流折现估值：36.79~47.00 元

我们认为短期来看，三六零已经经过了高速增长期，现在是一家成熟期的公司。三六零以提供安全服务获得流量，之后从广告、游戏变现的业务模式受到两头挤压：流量方面，PC 端流量见顶，移动端仍有增速但是面临低使用时长、转化率低等挑战；变现业务方面，广告业务受限于流量，需要进行精细化管理提升 CTR；游戏业务中页游在衰退，手游面临渠道问题，端游对面 Steam 统治。智能硬件方面或成为三六零的新亮点。尽管三六零目前尚未拥有杀手铜级别应用，导致毛利率承压，但是随着物联网浪潮的到来，三六零可以结合自身在品牌、流量、安全技术、数据等方面的优势深入布局，或将重新获得增长。同时，我们认为，三六零未来的增长中人工智能将扮演关键角色，其将在流量端、广告变现端、移动硬件端对三六零有积极地影响，需要重点关注。

表 1：盈利预测假设条件

|             | 2015   | 2016    | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率     | 19.66% | 5.85%   | 23.56% | 16.14% | 16.40% | 16.58% |
| 营业成本/营业收入   | 23.53% | 30.56%  | 26.93% | 26.87% | 27.74% | 28.65% |
| 管理费用/营业收入   | 44.61% | 38.45%  | 25.12% | 26.62% | 26.12% | 25.50% |
| 销售费用/销售收入   | 24.25% | 20.87%  | 15.58% | 16.58% | 16.58% | 16.58% |
| 营业税及附加/营业收入 | 1.87%  | 0.95%   | 2.06%  | 1.63%  | 1.73%  | 1.63%  |
| 所得税税率       | 31.81% | 23.33%  | 16.93% | 16.93% | 16.93% | 16.93% |
| 股利分配比率      | 1.99%  | 181.64% | 2.33%  | 2.33%  | 2.33%  | 2.33%  |

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理估值区间为 36.79~47.00 元。

表 2：敏感性分析，TV 增长率（纵轴）与 WACC（横轴）

|      | 8.7%  | 9.2%  | 9.65% | 10.2% | 10.7% |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 3.5% | 58.67 | 52.80 | 47.91 | 43.77 | 40.23 |
| 3.0% | 54.76 | 49.66 | 45.35 | 41.66 | 38.47 |
| 2.5% | 51.49 | 47.00 | 43.15 | 39.82 | 36.93 |
| 2.0% | 48.72 | 44.70 | 41.24 | 38.21 | 35.56 |
| 1.5% | 46.33 | 42.71 | 39.56 | 36.79 | 34.34 |
| 1.0% | 44.25 | 40.96 | 38.07 | 35.52 | 33.25 |
| 0.5% | 42.43 | 39.42 | 36.75 | 34.38 | 32.26 |

资料来源:wind, 国信证券经济研究所研究

### 估值倍数法：40.31~51.78 元

我们认为，三六零作为 A 股计算机中少有的拥有强大 C 端用户的标的，拥有稀缺性，理应享受较高的估值水平，同时，三六零拥有人工智能快速落地的搜索、智能硬件业务，也对较高的估值水平产生支持。我们考虑了市场上人工智能相关概念股如科大讯飞（120x 2018E PE）、四维图新（80x 2018E PE）等的估值水平，以及 CDR 回归及独角兽上市造成的稀释效应，我们认为三六零估值倍数法合理估值在 40.31~51.78 元之间。

### 投资建议

综合绝对估值法与相对估值法，三六零合理股价范围在 40.31~47.00 元。

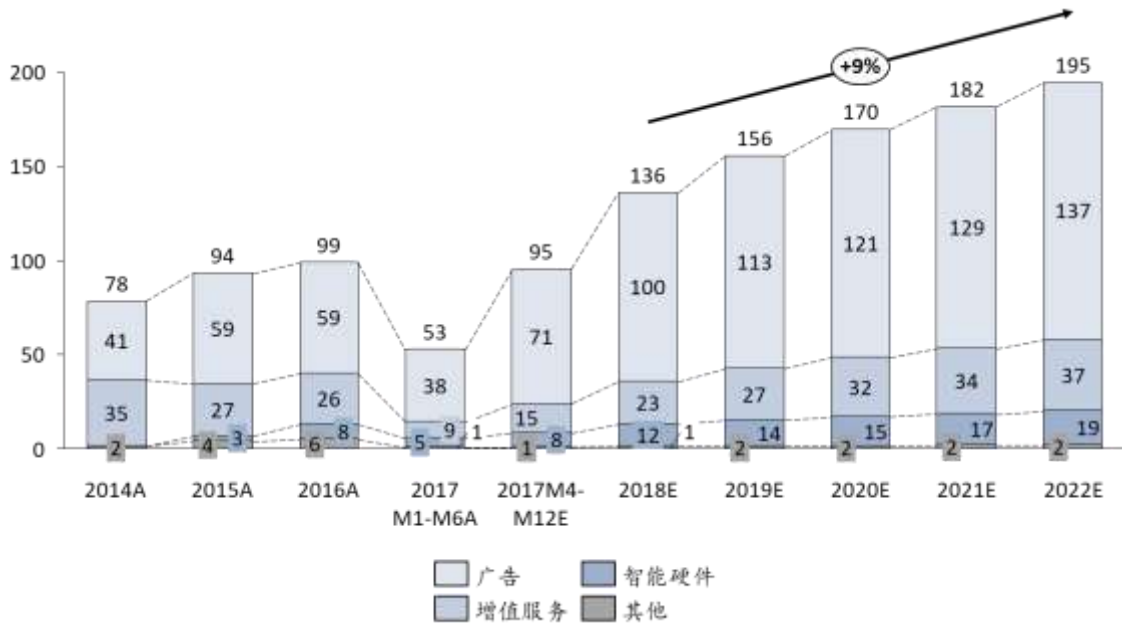
预计公司 18-20 年收入分别是 142.14/165.45/192.88 亿元，同比增长 16.1%/16.4%/16.6%；归母净利润分别是 34.91/41.26/47.96 亿元，同比增长 3.5%/18.2%/16.2%；EPS 分别为 0.52/0.61/0.71 元；对应 PE 分别为 71.2/60.3/51.8 倍。



## 业务情况分析：保持稳健增长

广告业务线是三六零第一大收入来源，尽管其在 2015-2016 增幅缓慢，但进入 2017 年后增速迅猛；游戏业务线是三六零第二大收入来源，目前发展较为缓慢；智能硬件业务线 2015 年推出，在 2016 年得到了超过 160% 的高速增长。依照华泰证券给出的预测，2018-2021 年，三六零收入将实现 CAGR 9% 的增长。2018-2020 年三六零收入分别为 135.74/155.89/169.71 亿元。

图 1：三六零三大业务线历史及华泰联合预测情况（亿元）



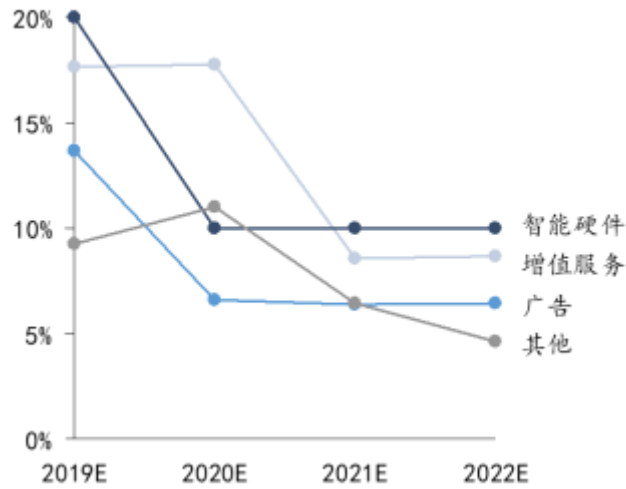
资料来源：江南嘉捷电梯股份有限公司重大资产出售、置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案），华泰联合证券有限责任公司关于上海证券交易所问询函的回复，国信证券经济研究所整理

按照华泰联合证券给出的预测，三六零的业务增速情况如下：

- 2019-2022 年智能硬件业务收入增速第一，分别为 20%/10%/10%/10%；
- 之后是增值服务，分别为 17.64%/17.78%/8.55%/8.66%；
- 在接下来是广告，分别为 13.68%/6.59%/6.38%/6.45%。

结合三六零 2017 年的年报，我们对三六零未来业务增速有不同看法。我们认为，三六零广告业务将拥有最高增速，而三六零的游戏业务将继续承压，三六零的智能硬件增速在两者之间。

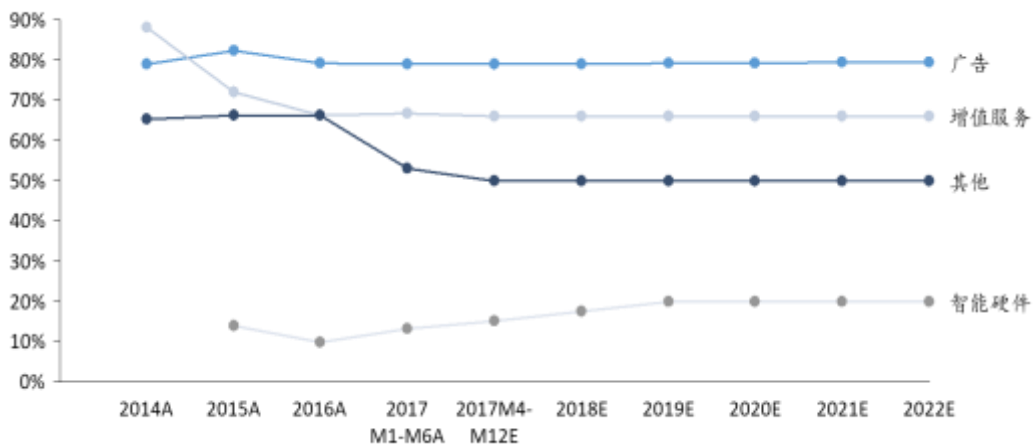
图 2: 华泰联合对三六零 2019-2022 不同业务线增速预测



资料来源: 华泰联合证券有限责任公司关于上海证券交易所问询函的回复, 国信证券经济研究所整理

根据三六零 2017 年年报, 广告业务毛利率为 81.43%, 同比增加 2.15 个百分点; 游戏业务毛利率为 64.51%, 同比减少 1.52 个百分点; 智能硬件毛利率为 20.74%, 同比增加 10.89 个百分点。三六零广告业务、增值服务的毛利率在最近两年均呈现下跌趋势, 特别是增值服务跌幅较大。智能硬件在去年清仓甩卖存货后, 毛利率回归正常水平。

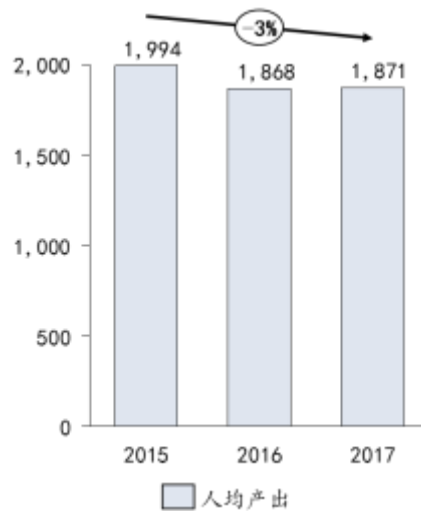
图 3: 三六零不同业务线毛利率历史及华泰联合预测情况



资料来源: 江南嘉捷电梯股份有限公司重大资产出售、置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案), 华泰联合证券有限责任公司关于上海证券交易所问询函的回复, 国信证券经济研究所整理

2015-2017 年, 三六零人均产出(定义为营业总收入/((年初人数+年末人数)/2))分别为 199 万元、187 万元、187 万元, 表现为较为稳定的水平, 这是公司进入平稳发展期的一个信号。

图 4: 三六零人均产出情况



资料来源: 江南嘉捷重大资产出售、置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿), 国信证券经济研究所整理

**游戏业务分析: 页游衰落, 手游渠道不强, 端游面临 Steam 压力**

三六零的游戏业务是集游戏发行、运营、推广和服务为一体的综合游戏资源平台。三六零获得一款游戏的运营权或代理权后, 游戏研发商将游戏链接放于 360 游戏平台上, 依靠三六零庞大的用户群对游戏进行推广。根据三六零 2017 年年报披露, 三六零游戏业务实现营业收入 16.92 亿元, 同比减少 35.25%, 毛利率同比下滑 1.52 个百分点。游戏业务对流量来源同样十分敏感, 目前三六零游戏业务的主要流量来源是自身流量。随着三六零自身体系流量趋于稳定, 三六零将加强第三方流量的采购力度, 我们预计其毛利率将继续下滑。

游戏业务分为两种模式: 联合运营模式和代理模式。在联合运营模式下, 三六零负责游戏的推广、在线充值客服及充值收款统一管理, 游戏研发商承担维护游戏服务器稳定及游戏道具消耗数据的义务, 双方采用流水分成的方式, 基于一定比例按照游戏的流水金额进行分成; 在代理模式下, 除提供上述联合运营模式下的服务内容外, 三六零还能以自身名义向第三方授权运营相关游戏, 三六零需要先向游戏开发商支付固定的版权金, 或以阶梯支付的模式获得代理权, 才能进行流水分成, 代理模式下三六零的分成比例较高。

表 3: 三六零在不同模式下的分成比例

|    | 联合运营模式  | 代理模式    |
|----|---------|---------|
| 页游 | 30%-60% | 40%-70% |
| 手游 | 65%-80% | 70%-80% |
| 端游 | 40%-60% | 50%-70% |

资料来源: 华泰联合证券有限责任公司关于上海证券交易所问询函的回复, 国信证券经济研究所整理

图 5: 三六零运营游戏情况

| 项目 | 2017年 1-6月 |     | 2016年 |     | 2015年 |     | 2014年 |     |
|----|------------|-----|-------|-----|-------|-----|-------|-----|
|    | 数量         | 变化量 | 数量    | 变化量 | 数量    | 变化量 | 数量    | 变化量 |
| 手游 | 2607       | -72 | 2679  | 393 | 2286  | 824 | 1462  | 905 |
| 页游 | 368        | -17 | 385   | 38  | 347   | 99  | 248   | 43  |
| 端游 | 8          | -3  | 11    | 1   | 10    | 10  | -     | -   |
| 合计 | 2983       | -92 | 3075  | 432 | 2643  | 933 | 1710  | 948 |

资料来源: 华泰联合证券有限责任公司关于上海证券交易所问询函的回复, 国信证券经济研究所整理

页游, 指的是基于 PC 端浏览器的网络在线游戏, 其最大的优势是不需要下载客户端, 代表作有神仙道; 手游, 指的是在手机上运行的游戏, 其需要通过应用商店将游戏下载到手机中, 代表作有王者荣耀; 端游, 指的是传统的依靠客户端的在 PC 上运行的游戏, 其对 PC 的硬件配置一般有较高的要求, 代表作有星际争霸。

图 6: 页游示例



资料来源: Web.duowan.com, 国信证券经济研究所整理

图 7: 端游示例



资料来源: sc2.replay.net, 国信证券经济研究所整理

受制于不同的硬件处理、人机交互条件, 页游、手游和端游有不同的特点。根据 Newzoo 的数据, 2017 年全球手游市场规模达到 461 亿美元, 同比增长 13.3%, 页游市场为 45 亿美元, 同比增长 -9.3%, 端游市场为 248 亿美元, 同比增长 -1.3%。

表 4: 页游、手游、端游的不同特点

|          | 页游               | 手游   | 端游                                     |
|----------|------------------|--|--|
| 游戏种类     | 少, 主要为种菜和 RPG    | 多, 依靠手机的触屏和陀螺仪可以有多种玩法                      | 多, 是操作复杂的 RTS 游戏的唯一平台                  |
| 游戏表现力    | 弱, 主要受限于浏览器的渲染能力 | 中等, 手机的 GPU 已经很强劲, 屏幕也为视网膜级别分辨率, 主要问题是屏幕较小 | 最强, 不需要考虑功耗, 可以产生惊人的视频效果               |
| 游戏开发费用   | 低                | 中-高  | 极高, 3A 是亿元级别                           |
| 游戏研发商集中度 | 低                | 低-中  | 高                                      |
| 游戏发行渠道   | 集合网站, 网盟弹窗       | 应用商店                                       | Steam/集合下载站/各大厂商自有渠道(Origin/BattleNet) |

资料来源: 国信证券经济研究所研究

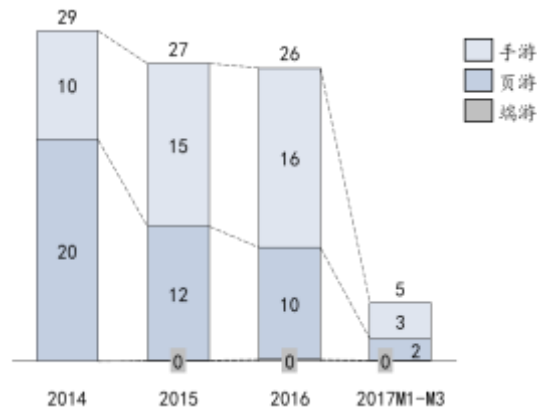
图 8 : 2017 全球游戏市场情况



资料来源: Newzoo, 国信证券经济研究所整理



图 9：三六零游戏业务拆分



资料来源：华泰联合证券有限责任公司关于上海证券交易所问询函的回复，国信证券经济研究所整理

三六零在 PC 阶段的终端优势让其发展页游顺理成章。但随着智能手机的崛起，随时随地掏出手机就可游戏的特点提供了比页游更高的便利度，而不俗的画面效果让页游更是黯然失色，直接结果是页游份额被手游大量抢占，端游也受到了不小的冲击，三六零页游收入 2015 年只有 12 亿元，同比下降 40%，2016 年继续下滑 17%。根据 2017 年年报，三六零页游收入持续下滑。三六零分析，一方面是受页游大盘影响，另一方面是其在调整页游的运营措施造成短期波动。

移动互联网毫无疑问已经到了下半场。根据 Questmobile 的秋季报告显示，2017 年 Q3 中国移动互联网整体增长进一步趋缓，单设备月使用时长增长接近停滞，用户使用时间分配更聚焦，人均新安装 APP 数量明显减少。根据极光大数据的 Q3 报告，360 手机卫士拥有 5000 万的 DAU，但其工具软件的属性使得其作为手游分发渠道的能力并不强。而拥有较强软件分发属性的 360 手机助手的 1285 万 DAU 仅为应用宝 2687 万 DAU 的一半。三六零在移动端较弱的分发能力制约着其手游的收入。

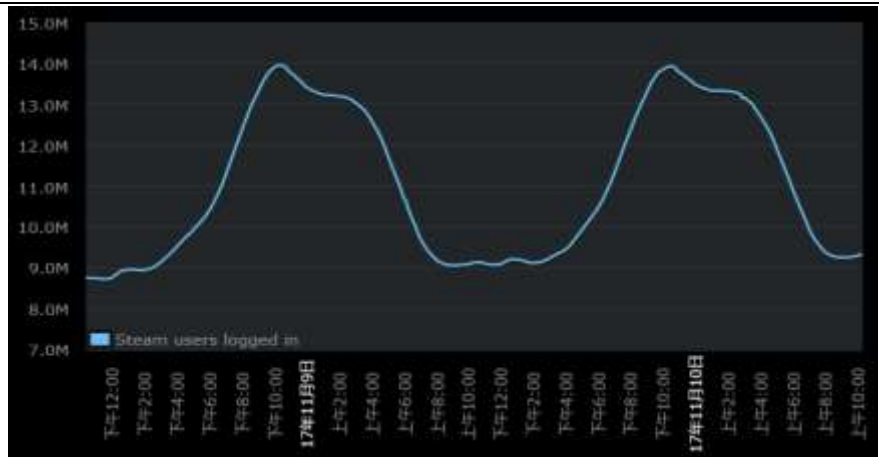
端游的逻辑与页游和手游有所区别。大部分用户玩端游是为了绚丽的画面效果、扣人心弦的剧情，以及爽快的操作感所产生的强烈代入感，而不像手游和页游大多数情况下是为了消磨时间。手游的发展将端游偏休闲的用户强烈分流，剩下的都是较为硬核的用户，而这些用户所选择的游戏要不是 3A 单机大作（主流程为单机，也有互联网的多人模式），要不就是联网游戏（如 DOTA2，英雄联盟，风暴英雄等），要不是创意游戏。对 3A 大作和强联网游戏来说，他们均有大型发行商支持，发行、运营渠道被自身平台牢牢把控：EA 有 Origin，暴雪有 Battlenet，育碧有 Uplay，League of Legends 有腾讯，DOTA2/CS:GO 有 Steam，而创意游戏则有 Steam 平台。

Steam 是美国电子游戏商 Valve 于 2003 年 9 月 12 日推出的数字发行平台，提供数字版权管理、多人游戏、流媒体和社交网络服务等功能。借助 Steam，用户能安装并自动更新游戏，也可以使用包括好友列表和组在内的社区功能，还能使用云存储、游戏内语音和聊天功能。Steam 通过强制在 HalfLife 及 Counter-Strike 中绑定得到普及（游戏执行需要 Steam 模块），并在近年伴随着高速网络快速崛起，同时在线用户数超千万，根据 SteamSpy 的估计，Steam2016 年收入超过 35 亿美元。目前，大多数无平台的公司研发的端游均将 Steam 作为主要的发展渠道，甚至一些拥有自身发行平台的 3A 大作也登陆了 Steam 平台，如刺客信条等。根据 Genres 的数据，Steam 上已有多达 26717 个游戏产品（2017 年 11 月）。最重要的是，Steam 在获取玩家游戏沉淀的同

时(即游戏购买, Steam“喜+1”),也获得了众多玩家的社交数据沉淀(Steam好友),形成了较为深厚的护城河,已经成为游戏界的淘宝。其地位之深厚,与游戏研发商、玩家的关系之深,除非不可抗力,难以在短期内被颠覆。

Steam通过强大的渠道控制力,在每年不同时期会发起打折行动,打折幅度从10%-90%不等,同时,Steam将中国区设置为低价区,中国区游戏的定价比美国、日本要低,更吸引了中国用户。三六零将来若要发力端游,将面临Steam强大压力。

图 10: STEAM 同时在线用户数






资料来源:STEAM, 国信证券经济研究所整理

### 智能硬件业务分析: 尝试形成物联网生态

周鸿祎作为老一辈互联网创业者中商业嗅觉最为灵敏的人物,很早就察觉到了智能终端在移动互联网时代的重要性,并尝试进行布局。2014年12月,三六零以人民币25亿购入酷派45%股份,成立了奇酷公司,彼时,奇酷尚未完全实现研发和供应链的独立,酷派拥有剩余的55%股份。2015年5月,三六零花费2.8亿元增持奇酷公司股权至49.5%。2015年6月,乐视旗下子公司以21.8亿元够得酷派18%股权,相当于间接持股奇酷9%。此举让周鸿祎十分愤怒,并与其他种种因素一起导致三六零手机未能及时占领市场,也间接导致了三六零移动端布局的不及预期。2015年9月18日晚,360公司对外宣布,已经与酷派集团就双方合资公司奇酷科技的股权调整问题达成新协议。协议签署后,酷派集团持有的奇酷科技股份将由50.5%降至25%,而360公司所持奇酷科技股份将增加到75%。

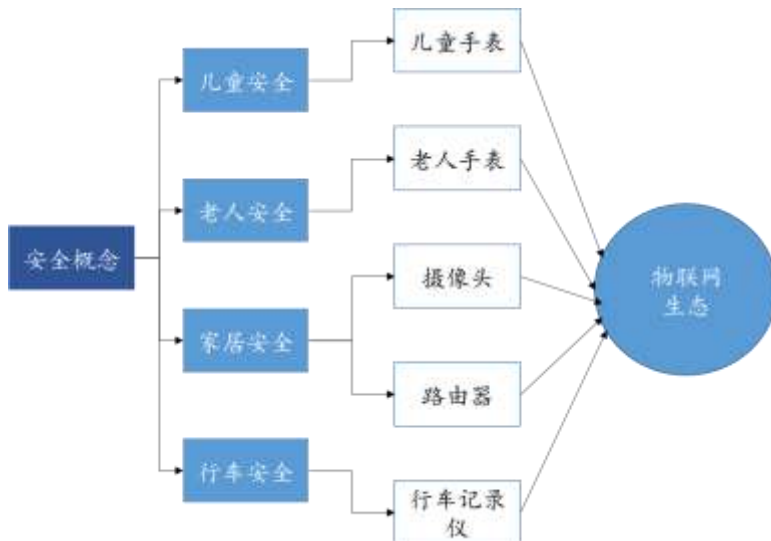
三六零之后转型智能硬件,推出了智能穿戴的手表类、智能家居的摄像头等一系列硬件产品,主打泛安全概念,采用OEM模式进行生产;也与其他厂商合作推出了360路由器产品。

表 5: 三六零主要硬件产品简介

|   |   |
|---|---|
| <p>儿童智能手表</p>  | <p>儿童智能手表立足于儿童安全守护服务，逐步发展成为儿童群体特有的、集沟通互动和健康娱乐于一体的新型智能硬件。三六零积极开展创新，成功研发了多项核心技术，通过手表终端、云服务、手机 APP 的三端联动，打通了一套以儿童为中心的互动体系，突出解决了穿戴设备上普遍面临的待机时间、定位覆盖度和精准度等核心问题；此外，三六零还发挥技术优势，将人工智能、大数据、社交等前沿技术和应用整合进入儿童智能手表，极大增强了产品的易用性。</p> |
| <p>行车记录仪</p>   | <p>行车记录仪专注于为用户提供行车安全服务。通过近年来技术积累与实践，不断创新，三六零行车记录仪已经成为行业及技术领航者；产品以 360 互联网服务模式作为产品基础，通过对行车影像视频的大数据分析，联合 360 智能研究院及车 OS，打造未来车联网安全，已经成为行车安全领域的标杆性产品。</p>   |
| <p>智能摄像机</p>   | <p>智能摄像机立足于安全基础，结合了大数据、云服务、人工智能等技术，逐步成为家庭监控领域的主力产品。智能摄像机细分应用领域包括监控儿童、宠物以及实现家人沟通等。三六零通过硬件产品端、云服务、手机 APP 的三端结合，研发了多项智能摄像机核心技术，依托于 360 品牌和技术创新，360 智能摄像机已经占领了智能摄像机家用消费市场的前两位。</p>  |

资料来源：江南嘉捷电梯股份有限公司重大资产出售、置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）、国信证券经济研究所整理

图 11: 三六零智能硬件产品线



资料来源：360 官网，国信证券经济研究所整理

据麦肯锡预测，2025 年物联网对全球经济贡献将达到 11.1 万亿元，占全球 GDP 总量的 11%；BI Intelligence 预测 2020 年全球联网设备数量将达到 340 亿，其中智能手机、平板电脑、智能手表等传统移动互联网设备数量仅为 100 亿，而万物互联设备数量将达到 240 亿。未来，市场对于智能硬件的需求将会进一步攀升。

三六零进入物联网的优势：三六零进入物联网的第一个优势就是品牌优势。通过在行业内的持续发展，三六零将“360”打造成为国内互联网及互联网安全领域内的知名品牌，形成品牌优势，获得了优秀的品牌知名度与信任度。第二就是用户优势。三六零是免费安全的首倡者，将 360 安全卫士、360 杀毒等系列安全产品免费提供给数亿互联网用户，凭借安全产品先进的技术水平和良好的用户体验，三六零成功开拓和积累了广泛的用户基础，持续保持用户粘性，树立了良好的品牌形象。第三就是技术优势，三六零将网络攻防技术、大数据技术、云计算技术及人工智能技术作为互联网核心技术，以主动防御、漏洞挖掘、病毒查杀等为核心安全技术主要方向，构建核心技术体系。强大的技术优势赋予产品给多的可信任度。第四数据优势，依靠长期积累的安全大数据基础，持



续地为用户在个人信息安全领域、个人生活安全领域等方面保驾护航。在物联网产品领域，数据优势一方面可以优化智能硬件的布局，另一方面可以对产品进行精准的广告投放，提升销量。

当然三六零涉足物联网也存在劣势：最大的是供应链和仓库管理。对于硬件产品来说，强大的供应链和仓库管理是保证硬件产品的核心。没有过硬的硬件开发和测试团队使得硬件质量存在不足。

在物联网大发展的背景下，三六零有着发展的机会：一方面，智能硬件的市场还很庞大。从运动、健康、车联网、家居多个领域来说，智能硬件的发展前景很广阔。另一方面，就是数据安全。未来数十亿级的硬件互联，带来大量数据的同时会带来很大的数据安全威胁，三六零以安全主打的物联网将在这片市场有所作为。

同样，三六零在物联网上也存在挑战：三六零目前主打的物联网主要还是在智能硬件，然而，三六零的硬件产品单品科技含量与竞品相比并不突出，缺乏杀手锏功能，因而面临强大的同质化竞争，导致毛利率受到较大压力。根据淘宝的排序，我们发现，三六零的智能硬件面临着强大的低价竞争压力。我们认为，三六零现有产品收入增长主要来源于智能硬件行业增长，在高区分度的情况下，未来毛利率大幅提升空间有限。未来三六零需继续主打安全概念，通过研发新产品进行集团作战，形成物联网生态，并结合三六零自身优势（如人工智能）形成独特功能，方可跳出同质化陷阱。

### 广告业务分析：三六零变现第一把交椅，人工智能或助力未来增长

广告从现在到可以预见的将来都将是三六零第一收入来源。一般来说，互联网广告有如下几种模式：

- CPM: Cost per mile, 以广告展示作为收入确认条件的模式；
- CPT: Cost per try, 以广告展示的时长作为收入确认条件的模式；
- CPC: Cost per click, 以用户点击作为收入确认条件的模式；
- CPA: Cost per action, 以用户完成预设行动作为收入确认条件的模式。

从 CPM 到 CPA, 需要用户接收到广告展示, 进行点击, 跳转后完成特定操作, 因而存在多个转化漏斗, 一般而言, 多漏斗有利于广告主, 而不利于互联网广告公司。目前, 三六零主要的广告收费模式是 CPC/CPT/CPM。

三六零的广告分为如下三类：

1. 搜索广告: 搜索推广是基于三六零搜索平台, 通过三六零特有的匹配技术, 对网民的搜索词进行匹配, 定位目标用户从而精确展现企业的推广信息的营销产品。其包括:
  - 1) 搜索文字链: 搜索文字链是一种按效果付费的网络推广方式, 是搜索推广最常见最基础的一种推广方式, 也是用户最熟悉的广告样式。

图 12: 文字链示例



资料来源: 360 官网, 国信证券经济研究所整理

- 2) 凤舞/凤舞直达: 凤舞通过数据挖掘、机器学习方法从推广结果落地页、凤舞物料等数据中挖掘与用户搜索行为相关的数据, 并展现在搜索结果中, 形成凤舞创意样式。凤舞直达是在原有凤舞样式基础上, 针对不同行业进行调研, 根据行业特性, 设计得更适合行业特点的高级凤舞样式。

图 13: 凤舞示例



资料来源: 360 官网, 国信证券经济研究所整理

- 3) 比翼图片: 比翼图片是依托于比翼子链的产品, 可以为客户带来更多的展示样式, 凸显品牌地位, 加深用户对品牌/产品的记忆, 让客户在同等预算下获得更高回报。

图 14: 比翼图片示例



资料来源: 360 官网, 国信证券经济研究所整理

- 4) 移动搜索推广: 移动搜索推广是 360 搜索基于各类移动设备为媒介载体的一种网络推广方式。

图 15: 移动搜索推广示例



资料来源: 360 官网, 国信证券经济研究所整理

## 2. 展示广告:

- 1) PC 端: 包括奇迹文字链广告、标准图文展示广告、商品推荐广告

图 16: 奇迹文字链广告示例



资料来源: 360 官网, 国信证券经济研究所整理

2) 移动端: 包含三六零系及合作伙伴的 APP 内嵌广告

图 17: 移动端广告示例



资料来源: 360 官网, 国信证券经济研究所整理

3. 品牌广告: 品牌广告是基于 360 搜索平台及 360 导航的海量展现资源, 在网民使用 360 搜索时的搜索结果页最上方的左右侧及 360 导航的顶部和中部的黄金位置, 为企业量身定制的精准品牌展示推广形式。

1) 品牌直达: 品牌直达是基于 360 搜索平台的海量展现资源, 在网民搜索结果页的最上方为企业量身定制的精准品牌展示推广形式。

图 18: 品牌直达示例



资料来源: 360 官网, 国信证券经济研究所整理

- 2) 移动品牌直达: 移动端搜索结果页首屏首位, 图文结合的广告样式为客户展现官网、频道、活动页入口。

图 19: 移动品牌示例



资料来源: 360 官网, 国信证券经济研究所整理

- 3) 图片品牌直达: 图片品牌直达推广是基于 360 搜索[图片搜索]的海量图片资源, 在网民通过“品牌词”搜索时, 在结果页的上方展现的专区形式, 视觉上突出公司品牌以及产品。



图 20: 图片品牌直达示例



资料来源: 360 官网, 国信证券经济研究所整理

- 4) 品牌日出: 品牌日出是基于 360 搜索平台的海量展现资源, 在网民搜索结果页的最上方为企业量身定制的精准品牌展示推广形式。

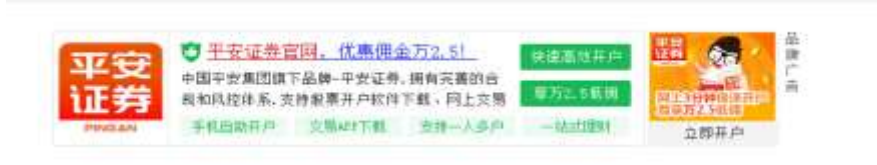
图 21: 品牌日出示例



资料来源: 360 官网, 国信证券经济研究所整理

- 5) 品牌臻选: 品牌臻选是在品牌直达基础上为品牌广告主提供的拓展形式品牌广告推广样式, 通过多种模板组合搭配, 以达到品牌推广效果。

图 22: 品牌臻选示例



资料来源: 360 官网, 国信证券经济研究所整理

- 6) 应用推广: 360 应用推广产品, 以 360 手机助手、360 手机卫士为推广平台, 将优质应用展现给目标用户, 提升品牌效应, 并有效地提升装机量。按下载计费。

图 23: 应用推广示例



资料来源: 360 官网, 国信证券经济研究所整理

总的来说, 三六零主要的广告收入来自于基于搜索引擎的广告。因此, 搜索引擎的市场份额对于判断三六零的广告收入十分重要。根据 Statcounter 公布的数据, 从 2017 年 3 月至 2018 年 3 月, 三六零桌面端市场份额在 26%左右, 保持稳定, 而三六零移动端市场份额则小步上升, 从 0.25%到 1.62%。因此, 我们判断在桌面端, 三六零上升空间有限; 移动端三六零的市场份额较少, 难以贡献可观收入。

图：桌面搜索市场份额



资料来源: Statcounter, 国信证券经济研究所整理

图：移动搜索市场份额



资料来源: Statcounter, 国信证券经济研究所整理

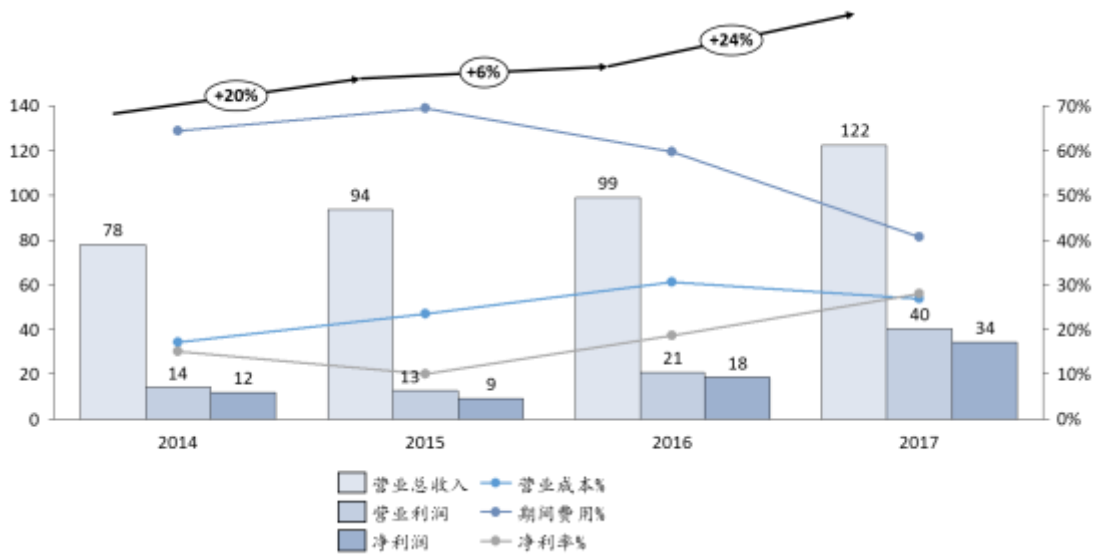
在 CPC 模式下, 互联网广告收入=广告单价×点击量, 广告单价取决于广告主数量、广告位稀缺程度及广告市场发展等因素, 点击量=广告展现次数\*点击率 (CTR, Click through rate), 广告展现次数与用户使用频次、使用时长、使用场景密切相关, 因此, **互联网广告收入=Fx (广告主数量、广告位稀缺程度、互联网广告市场发展大盘)\*Fx (用户使用频次、使用时长、使用场景)\*CTR**。就当前市场而言, 整个互联网广告市场仍然处于发展中, 投放互联网广告的广告主数量也在不断增加; 就三六零而言, 数据显示用户使用频次、使用时长均出现下降, 而向移动端的转换过程中, 由于显示位置有限对于非 feed 流广告有较大的局限, 在目前 PC/移动端市场大局已定的情况下, 出现豹变的概率不大; 就 CTR 而言, 根据公司披露信息, 由于采用了精细化运营等手段, 2017 年 2 季度较 2016 年 4 季度 PC 端 CTR 增长超过 100%, 移动端 CTR 增长超过 30%, 达到了 0.84%左右。我们认为, 未来三六零广告业务的超额增长将主要依靠 CTR 的进一步提升, 因此对精细化管理有较高的要求。

三六零建立了人工智能研究院，负责人工智能技术的研究和开发，构建人工智能技术体系与研究体系，并为三六零产品的人工智能水平的提升提供专业支持，配合核心产品开发前沿性的人工智能工具与软件。我们一直认为人工智能需要专门的场景落地，搜索业务是人工智能最迅速落地的场景。通过将人工智能和搜索的结合，三六零可以进一步提高 CTR，从而提升广告收入。

### 期间费用率大幅下降致净利率 V 型反转

从整个公司来看，三六零在 2015/2016/2017 年收入同比分别增长 20%/6%/24%，净利率则在 2014-2017 年实现了 V 型反转，主要归功于期间费用率较大幅度下降。

图 24：三六零公司收入、净利润情况

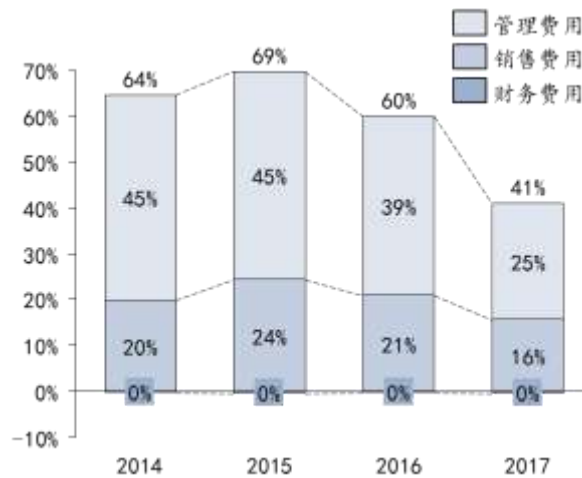


资料来源：德勤审计报告，国信证券经济研究所整理

三六零期间费用率在 2015 年达到顶峰，高达 69%，其中管理费用率占 45%，销售费用率占 24%。进入 2016 年，三六零期间费用率同比下降 9 个百分点，其中管理费用率下降了 6 个百分点，销售费用率下降了 4 个百分点。到了 2017 年，三六零期间费用进一步下降，管理费用率减少了高达 14 个百分点。



图 25: 期间费用拆分情况



资料来源: 江南嘉捷重大资产出售、置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿), 国信证券经济研究所整理

我们将管理费用和销售费用进行了分拆(2017年年报中研发支出未详细拆分, 因此使用2017M1-M6数据作为对比), 结果显示, 2016年期间费用率的减少主要是技术服务费的大幅下降(15.96%→2.60%, 占营业总收入比重, 下同)及市场推广费下降(18.69%→15.15%)的结果。

表 6: 管理费用和销售费用的分拆

|                 | 2014          | 2015          | 2016          | 2017M1-M6     |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>市场推广费</b>    | <b>15.66%</b> | <b>18.69%</b> | <b>15.15%</b> | <b>11.06%</b> |
| 职工薪酬及福利         | 3.01%         | 3.99%         | 3.60%         | 3.87%         |
| 股权激励费           | 0.53%         | 0.48%         | 1.34%         | 0.00%         |
| 其他              | 0.66%         | 1.09%         | 0.78%         | 0.49%         |
| 薪酬福利-研发         | 7.55%         | 8.53%         | 10.75%        | 14.03%        |
| <b>技术服务费-研发</b> | <b>19.62%</b> | <b>15.96%</b> | <b>2.60%</b>  | <b>1.09%</b>  |
| 带宽租赁费-研发        | 4.72%         | 4.79%         | 5.91%         | 4.47%         |
| 折旧及摊销费-研发       | 3.84%         | 4.13%         | 2.95%         | 2.40%         |
| 其他-研发           | 1.11%         | 0.63%         | 0.74%         | 0.42%         |
| 股权激励费用-管理       | 2.57%         | 5.39%         | 9.02%         | 0.00%         |
| 职工薪酬及福利-管理      | 2.15%         | 2.58%         | 3.49%         | 3.43%         |
| 办公费-管理          | 1.30%         | 1.34%         | 1.46%         | 1.55%         |
| 专业服务费-管理        | 0.94%         | 0.93%         | 0.93%         | 0.51%         |
| 折旧及摊销-除研发       | 0.51%         | 0.44%         | 0.40%         | 0.38%         |
| 其他-除研发          | 0.55%         | 0.76%         | 0.79%         | 0.47%         |

资料来源: 江南嘉捷重大资产出售、置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿), 国信证券经济研究所整理

### 签订协议, 三年高增速扣非净利润对赌

本次交易中, 江南嘉捷现股东与 360 股东签订有《业绩承诺及补偿协议》。360 股东承诺, 2017-2019 年度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, 同比增长 196%、32%、31%。

### 商业模式分析: 通过提供安全服务获得流量, 之后从广告、游戏、智能硬件变现

三六零的核心技术是安全相关技术，包括核心安全技术和互联网安全技术。三六零将这些技术打包在不同的安全产品中：

- To C 软件：PC 端的 360 安全卫士、360 杀毒、360 浏览器等，移动端的 360 手机卫士、360 清理大师等；
- To C 硬件：智能摄像机、智能手表、行车记录仪、汽车卫士等；
- To B/G 服务：猎网平台、互联网威胁监测与预警服务（DDos Mon、Scan Mon）等。

以安装在 C 端用户 PC 端/移动端的安全软件作为渠道及流量来源，360 推出了一系列的信息内容产品，如 360 搜索、360 导航、360 娱乐等，希冀其能提升用户粘性。

三六零的安全产品+信息内容产品所带来的用户、数据和流量最后以广告、游戏、智能硬件作为变现出口。根据关联交易报告书，在广告变现方面，三六零主要依靠的是“360 搜索引擎”、“360 导航”、“360 浏览器”、“360 手机助手”等产品；游戏变现方面，依靠“360 手机助手”（移动端）、“360 游戏大厅”（PC+移动端）等渠道资源作为游戏运营平台，同时通过 wan.360.cn 及 youxi.com 运营页游及端游；智能硬件变现方面，三六零以 OEM 方式生产儿童智能手表、行车记录仪、智能摄像机等产品。

图 26：三六零业务框架示意图



资料来源：江南嘉捷电梯股份有限公司重大资产出售、置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）

**流量来源分析：三六零安全软件 PC 端市场或已饱和，移动端增速快，但面临严峻挑战**

在 PC 端，三六零的主要产品是 PC 安全卫士、PC 杀毒、PC 安全浏览器等，其中，PC 安全卫士是三六零的首推产品，第一版发布于 2006 年。当时计算机尚处于 XP 时代，各种流氓软件病毒层出不穷，PC 安全卫士的出现很好地解决了用户的痛点，因此快速在计算机用户中传播开来。之后，基于安全卫士庞大的用户数，三六零推出了杀毒、安全浏览器等一系列产品，进一步稳固了自己在 PC 端的地位。

图 27: 360 安全卫士



资料来源: 江南嘉捷电梯股份有限公司重大资产出售、置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案), 国信证券经济研究所整理

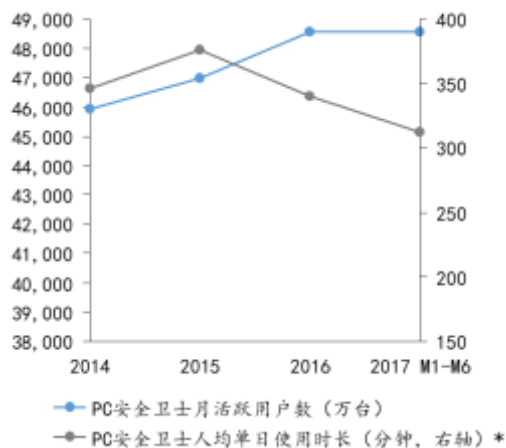
图 28: 360 杀毒



资料来源: 江南嘉捷电梯股份有限公司重大资产出售、置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案), 国信证券经济研究所整理

2014-2016 年，360PC 安全卫士保持了月活用户的不断增长，但是，随着 PC 端市场饱和，2017M1-M6 月活用户出现了些许下降。同时，随着移动端对 PC 端的侵蚀，人均单日使用时长在 2015 年达到峰值后进入了下跌趋势。根据三六零 2017 年年报，其 PC 安全产品的市场占有率为 95.66%。这意味着三六零的 PC 安全产品在 PC 领域拥有垄断地位，但是超过 95% 的极高渗透率意味着其渗透率难以进一步提升。在渗透率无法进一步提升的情况下，收入的改善在很大程度上取决于三六零挖掘产品自身潜力的手段。

图 29: 360 PC 安全卫士发展情况



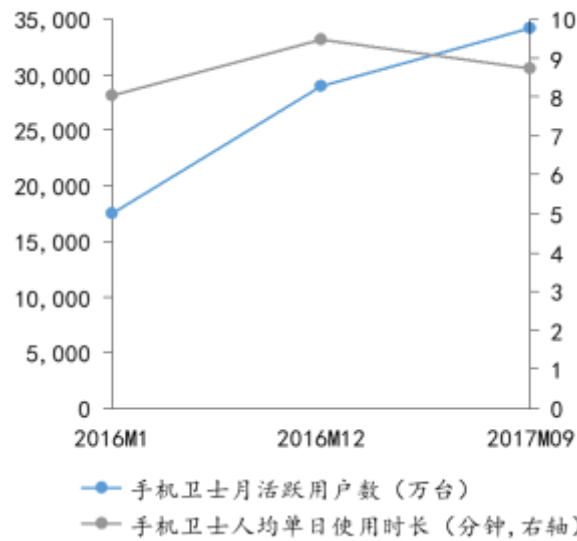
资料来源: 华泰联合证券有限责任公司关于上海证券交易所问询函的回复, 国信证券经济研究所整理  
\*: 换算得出

相比于 PC 端，三六零近年来在移动端发展较为迅速，月活用户数从 2016M1 到 2017M9 近乎翻倍。根据三六零 2017 年年报披露，截止 2017 年年末，三六零移动端产品月活达到 3.5 亿。明显的，这与三六零在 PC 端的月活出现了一定程度的差距。我们认为，其主要原因是 PC 生态与移动生态的不同所导致的：

对于 IOS 来说，其采用封闭生态，APP 均有苹果审核保障，对安全软件的需求并不高，且安全软件无法进行底层操作；而 Android 终端群雄割据，各手机终端厂商均想建立自己的生态，不会主动预装非本厂的安全产品。

不仅如此，三六零移动端的人均单日使用时长不到 10 分钟，与 PC 端的 300+ 分钟不可同日而语（当然移动端的每分钟价值高很多）。随着移动渠道获客成本一路攀升，在整个移动终端渗透率高企，竞争格局逐步确定的情况下，如何充分挖掘移动端的变现价值将是三六零在移动端面临的严峻挑战。

图 30: 360 手机卫士发展情况



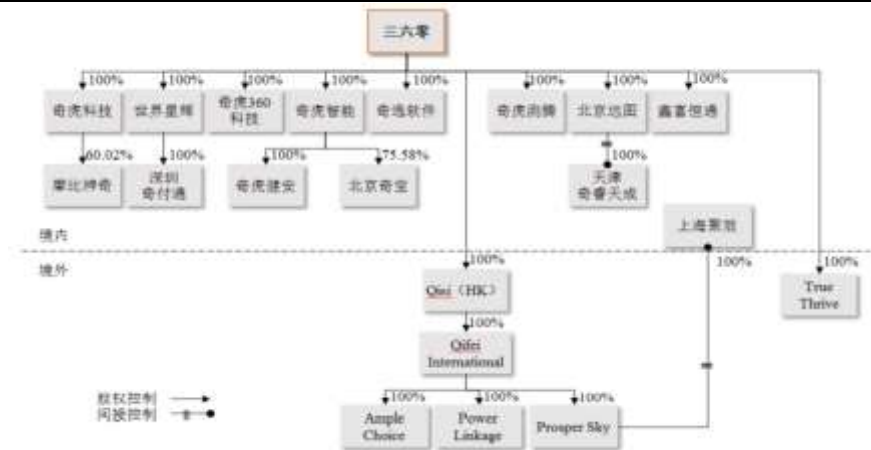
资料来源: 华泰联合证券有限责任公司关于上海证券交易所问询函的回复, 国信证券经济研究所整理

2017 年 11 月，三六零旗下“快视频”在北京发布，主打 1-3 分钟超短视频市场。三六零认为，10 秒、15 秒的视频，代表为快手、奶糖等，归类为小视频，以生活、自拍等为主；3-10 分钟区间，归类为短视频，例如西瓜视频；而 20 分钟以上的则为完整版的影视剧、综艺等，归类长视频，如爱奇艺等。这表明，在内容生态的浪潮下，三六零果断卖出了坚实的步伐。但是，随着快手、抖音在庞大资本支持下进行全方向性扩散，三六零的“快视频”面临较大挑战。

## 上市历程分析: 三六零原在美股上市, 后拆除 VIE 回归国内

2017 年 11 月 2 日，江南嘉捷发布《重大资产出售，置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》，披露公司将要进行重大资产重组，通过向三六零股东发行 63.7 亿股(每股价格 7.89 元)+资产置换的方式, 将三六零作价 504.16 亿元装入上市公司，实现三六零借壳上市。

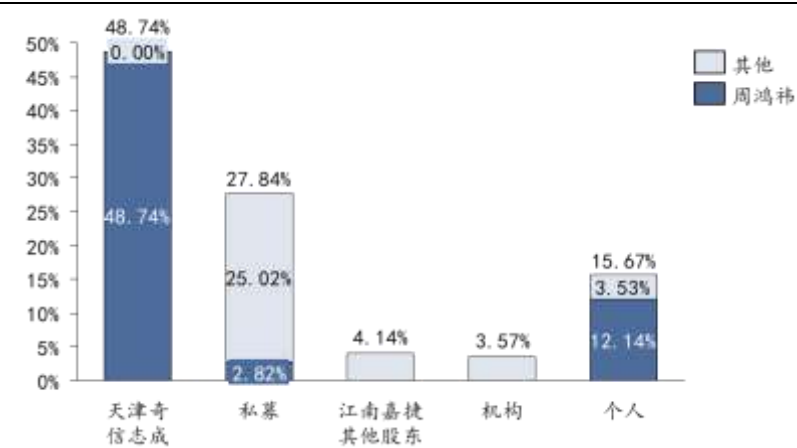
图 31: 三六零去 VIE 后组织架构



资料来源: 江南嘉捷电梯股份有限公司重大资产出售、置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案), 国信证券经济研究所整理

交易完成后, 周鸿祎直接持有上市公司 12.14% 的股份, 通过奇信志成间接控制公司 48.74% 的股份, 通过天津众信间接控制公司 2.82% 的股份, 合计控制公司 63.70% 的股份, 成为江南嘉捷的实际控制人。

图 32: 三六零借壳上市后股权结构



资料来源: 江南嘉捷电梯股份有限公司重大资产出售、置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案), 国信证券经济研究所整理

奇虎 360 于 2011 年 3 月 30 日登陆美国纳斯达克, 市值达到 39 亿美元。在经历了小幅下跌之后, 奇虎 360 股价步步攀升, 并于 2014 年 3 月达到了历史高点。之后, 奇虎 360 股价震荡下行。2015 年 6 月 17 日, 奇虎 360 宣布公司董事会接到私有化要约, 同时周鸿祎发布内部邮件, 声称彼时奇虎 360 的股价不能代表奇虎 360 内在价值; 2015 年 12 月中旬, 奇虎 360 达成私有化最终协议; 2016 年 1 月, 招商银行和另两家股份制商业银行将作为牵头行, 为 360 私有化交易提供总额 34 亿美元的债务融资; 2016 年 3 月 30 日, 私有化协议获得股东批准; 2016 年 4 月 26 日, 奇虎 360 私有化项目获得国家发改委通过; 2016 年 6 月 28 日, 奇虎 360 宣布接到买家财团关于私有化最新进展的通知函; 2016 年 7 月 16 日, 奇虎 360 宣布私有化完成, 公司退市, 退市时市值 99 亿美元; 2017 年 3 月 23 日, 华泰证券与 360 签订首次公开发行及上市辅导协议; 2017 年 6 月 13 日, 江南嘉捷发布重大事项停牌公告; 2017 年 11 月 2 日, 三六零借壳江南嘉捷正式公告。



图 33: 三六零上市至退市股价



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

根据 Bloomberg 的数据, 奇虎 360 在 2011-2014 年享受了较高的 PE 估值, 最高点 174x 在 2013 年达到, 之后估值中枢震荡下行, 2015 年后, 其估值平均水平在 40x PE 以下, 最低层下探至 23x PE。

图 34: 360 上市至退市 PE(TTM)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

## 风险提示

- 第一, 增长率不及预期的风险;
- 第二, 毛利率不及预期的风险;
- 第三, 期间费用无法控制的风险;
- 第四, 人工智能、物联网发展不及预期的风险;
- 第五, 独角兽、CDR 上市导致的稀缺性下降风险。

## 投资建议

大多数 A 股计算机上市公司主要商业模式是 To G / To B，产品较为一般，议价能力不强，规模效应不显著。三六零作为 A 股计算机中少有的拥有优秀产品及众多 C 端用户的标的，具有稀缺性，理应享受较高的估值水平，同时，三六零拥有能让人工智能快速落地的搜索、智能硬件业务，也对较高的估值水平产生支持。我们考虑了市场上人工智能相关概念股如科大讯飞、四维图新等的估值水平，以及周鸿祎个人拥有的强大的创新精神，加上未来物联网领域的成长空间，认为三六零合理股价在 40.31~47.00 元。

预计公司 18-20 年收入分别是 142.14/165.45/192.88 亿元，同比增长 16.1%/16.4%/16.6%；归母净利润分别是 34.91/41.26/47.96 亿元，同比增长 3.5%/18.2%/16.2%；EPS 分别为 0.52/0.61/0.71 元；对应 PE 分别为 71.2/60.3/51.8 倍。

## 附表：财务预测与估值（均为三六零公司数据）

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |             |             |             |             |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                  | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        |                  | 2017        | 2018E       | 2019E       | 2020E       |
| 现金及现金等价物         | 10013        | 16828        | 21424        | 25937        | 营业收入             | 12238       | 14214       | 16545       | 19288       |
| 应收款项             | 2514         | 2920         | 3399         | 3962         | 营业成本             | 3296        | 3819        | 4589        | 5526        |
| 存货净额             | 104          | 134          | 152          | 182          | 营业税金及附加          | 252         | 232         | 286         | 314         |
| 其他流动资产           | 639          | 827          | 985          | 1092         | 销售费用             | 1907        | 2357        | 2743        | 3198        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>13305</b> | <b>20766</b> | <b>26052</b> | <b>31321</b> | 管理费用             | 3118        | 3796        | 4334        | 4931        |
| 固定资产             | 475          | 460          | 539          | 621          | 财务费用             | (46)        | (336)       | (478)       | (592)       |
| 无形资产及其他          | 314          | 301          | 288          | 276          | 投资收益             | 522         | 100         | 100         | 100         |
| 投资性房地产           | 2525         | 2525         | 2525         | 2525         | 资产减值及公允价值变动      | (215)       | (251)       | (200)       | (222)       |
| 长期股权投资           | 4431         | 4431         | 4431         | 4431         | 其他收入             | 31          | 0           | 0           | 0           |
| <b>资产总计</b>      | <b>21050</b> | <b>28483</b> | <b>33836</b> | <b>39174</b> | 营业利润             | 4050        | 4195        | 4971        | 5789        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 14           | 0            | 0            | 0            | 营业外净收支           | 69          | 69          | 69          | 69          |
| 应付款项             | 2121         | 2685         | 3198         | 3849         | <b>利润总额</b>      | <b>4119</b> | <b>4264</b> | <b>5040</b> | <b>5858</b> |
| 其他流动负债           | 2234         | 5617         | 6348         | 6301         | 所得税费用            | 697         | 722         | 853         | 992         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>4369</b>  | <b>8303</b>  | <b>9546</b>  | <b>10150</b> | 少数股东损益           | 50          | 52          | 61          | 71          |
| 长期借款及应付债券        | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>3372</b> | <b>3491</b> | <b>4126</b> | <b>4796</b> |
| 其他长期负债           | 365          | 436          | 504          | 518          |                  |             |             |             |             |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>365</b>   | <b>436</b>   | <b>504</b>   | <b>518</b>   |                  |             |             |             |             |
| <b>负债合计</b>      | <b>4734</b>  | <b>8739</b>  | <b>10050</b> | <b>10668</b> |                  |             |             |             |             |
| 少数股东权益           | 267          | 287          | 298          | 334          |                  |             |             |             |             |
| 股东权益             | 16048        | 19457        | 23487        | 28171        |                  |             |             |             |             |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>21050</b> | <b>28483</b> | <b>33836</b> | <b>39174</b> |                  |             |             |             |             |

| 现金流量表 (百万元)    |               |              |              |              |
|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2017          | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
| 净利润            | 3372          | 3491         | 4126         | 4796         |
| 资产减值准备         | 83            | 24           | 11           | 27           |
| 折旧摊销           | 447           | 83           | 106          | 131          |
| 公允价值变动损失       | 215           | 251          | 200          | 222          |
| 财务费用           | (46)          | (336)        | (478)        | (592)        |
| 营运资本变动         | 353           | 3418         | 668          | (57)         |
| 其它             | (34)          | (5)          | (0)          | 10           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>4436</b>   | <b>7262</b>  | <b>5111</b>  | <b>5128</b>  |
| 资本开支           | (1)           | (330)        | (384)        | (448)        |
| 其它投资现金流        | 148           | (22)         | (35)         | (55)         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(4284)</b> | <b>(352)</b> | <b>(419)</b> | <b>(503)</b> |
| 权益性融资          | 3003          | 0            | 0            | 0            |
| 负债净变化          | 0             | 0            | 0            | 0            |
| 支付股利、利息        | (79)          | (81)         | (96)         | (112)        |
| 其它融资现金流        | 4544          | (14)         | 0            | 0            |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>7389</b>   | <b>(95)</b>  | <b>(96)</b>  | <b>(112)</b> |
| <b>现金净变动</b>   | <b>7542</b>   | <b>6815</b>  | <b>4596</b>  | <b>4513</b>  |
| 货币资金的期初余额      | 2471          | 10013        | 16828        | 21424        |
| 货币资金的期末余额      | 10013         | 16828        | 21424        | 25937        |
| 企业自由现金流        | 3845          | 6502         | 4205         | 4044         |
| 权益自由现金流        | 8389          | 6767         | 4602         | 4536         |

| 关键财务与估值指标     |      |       |       |       |
|---------------|------|-------|-------|-------|
|               | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 每股收益          | 0.50 | 0.52  | 0.61  | 0.71  |
| 每股红利          | 0.01 | 0.01  | 0.01  | 0.02  |
| 每股净资产         | 2.37 | 2.88  | 3.47  | 4.16  |
| ROIC          | 37%  | 42%   | 99%   | 99%   |
| ROE           | 21%  | 18%   | 18%   | 17%   |
| 毛利率           | 73%  | 73%   | 72%   | 71%   |
| EBIT Margin   | 30%  | 28%   | 28%   | 28%   |
| EBITDA Margin | 34%  | 29%   | 28%   | 28%   |
| 收入增长          | 24%  | 16%   | 16%   | 17%   |
| 净利润增长率        | 80%  | 4%    | 18%   | 16%   |
| 资产负债率         | 24%  | 32%   | 31%   | 28%   |
| 息率            | 0.0% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| P/E           | 73.7 | 71.2  | 60.3  | 51.8  |
| P/B           | 15.5 | 12.8  | 10.6  | 8.8   |
| EV/EBITDA     | 61.6 | 62.9  | 55.1  | 47.6  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



### 国信证券投资评级

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

### 分析师承诺

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

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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

### 证券投资咨询业务的说明

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

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

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

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

### 上海

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

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032