

三六零(601360.SH) 增持(首次评级)

公司深度研究

市场价格(人民币): 16.83元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	67.64
已上市流通A股(亿股)	17.89
总市值(亿元)	1,138.39
年内股价最高最低(元)	28.91/15.05
沪深300指数	4954
上证指数	3367



网络安全霸主展露锋芒，三六零打造新基建安全基石

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,129	12,841	11,948	13,967	16,542
营业收入增长率	7.28%	-2.19%	-6.96%	16.90%	18.44%
归母净利润(百万元)	3,535	5,980	2,829	3,212	3,767
归母净利润增长率	4.83%	69.19%	-52.70%	13.53%	17.28%
摊薄每股收益(元)	0.523	0.884	0.418	0.475	0.557
每股经营性现金流净额	0.55	0.41	0.29	0.57	0.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.74%	20.84%	9.19%	9.78%	10.71%
P/E	38.98	26.59	41.44	36.50	31.12
P/B	5.75	5.54	3.81	3.57	3.33

来源:公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **现有业务战略升级,增强造血能力:**当前公司三大主营业务分别为互联网广告及服务、游戏和IOT智能硬件。1)互联网广告及服务业务,受到互联网红利逐渐消失、行业竞争加剧的影响,上半年收入下降30%;2)游戏业务,推出多款手游、页游和端游新产品,增加创收能力,上半年收入增长14%;3)IOT智能硬件业务,在智能家居、智能穿戴以及安全出行三大产品线持续发力,上半年收入大幅增长46%。我们认为,凭借疫情带来的窗口期,积极调整、实施业务战略升级,增强造血能力,将为公司长足发展奠定基础。目前,公司为应对激烈的行业竞争及战略升级,拟定增不超过95.12亿元,主要用于安全研发及基础设施类、商业化产品及服务类项目。
- **网络安全行业规模持续高增长,新型安全理念的领先企业机会较大:**信息技术的融合发展加快网络安全产品和服务从传统领域向云、大数据、物联网、工业控制等多个应用场景延伸。中国信通院数据显示,我国网络安全产业持续高增长态势,预计2020年将达1702亿元,随着政策加码、行业需求增加,预计未来增速将不断提升。从市场格局来看,当前我国网安行业市场竞争分散,CR8市占率不足40%,新进入者仍有较大机会。
- **打造“360”安全大脑,政企安全领域不断攻城略地:**为应对挑战,以及新基建带来的“大安全时代”机遇,公司于2019年启动政企安全战略。通过打造“360安全大脑”,以云端基础设施为支撑、以专家团队为保障打造政企安全的核心架构。针对新基建各个领域落子布局,并针对信创市场推出多种产品,“新基建+信创”双向发力。凭借核心的技术水平、专家水平、品牌竞争力,在B端和G端不断攻城略地,成功中标天津、青岛、重庆等多个城市的网络安全大脑基地,前三季度落地订单金额已超15亿元。

盈利预测及估值

- 预计公司20-22年营收为119.48亿元、139.67亿元和165.42亿元,净利润为28.29、32.12、37.67亿元。采用市盈率估值法,给予公司21年目标市值1445.25亿元,对应目标价为21.37元,首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 市场竞争加剧;战略推进不及预期;解禁风险;股权质押及定增失败风险。

翟炜 分析师SAC执业编号: S1130520020005
 zhaiwei@gjzq.com.cn

邵广雨 联系人
 shaoguangyu@gjzq.com.cn

内容目录

一、中国领先的互联网安全巨头，主营业务升级.....	4
1.1 以核心安全能力为基础，构建互联网商业模式三级火箭业务体系	4
1.2 积极应对挑战，三大主营业务战略升级.....	4
1.3 拟定增 95 亿元用于安全数据中心建设与商业化产品及服务.....	5
二、中国网络安全产业规模超 1700 亿元，新型安全理念引领者机会较大	6
2.1 网络安全覆盖领域不断扩大， 行业规模持续高增长	6
2.2 竞争格局：行业集中度小， 新型安全理念引领者机会较大.....	7
2.3 “新基建”+“信创”带来网络安全行业发展新机遇.....	8
三、技术底蕴强大，安全理念创新，安全大脑开启政企新篇章	10
3.1 科研团队实力强悍：东方最强的白帽子军团.....	10
3.2 服务 5 亿 C 端用户后，沉淀出强大安全核心技术.....	11
3.3 围绕“360 安全大脑”构建新网安框架体系， 布局新基建.....	12
3.4 政企安全布局：以安全大脑为核心支撑架构，多项政企订单集中落地..	14
四、盈利预测与投资建议.....	18
4.1 盈利预测	18
4.2 投资建议及估值.....	19
五、风险提示	20
六、附录部分	20
6.1 免费软件起家，技术高投入成就科技安全龙头	20
6.2 收入受疫情冲击下滑， 费用控制稳定	21
6.3 互联网广告及服务：以免费获取流量， 打造智慧平台	22
6.4 互联网增值业务：收入下滑， 拓展海外游戏市场.....	24
6.5 智能硬件：多领域产品矩阵， 市占率名列前茅	25

图表目录

图表 1：三六零互联网安全三级架构.....	4
图表 2：三六零互联网安全产品列表.....	4
图表 3：三六零定增项目.....	5
图表 4：中国网络安全产品图谱	6
图表 5：网络安全产业链.....	6
图表 6：2014-2020E 全球网络安全产业规模	6
图表 7：2015-2020E 中国网络安全产业规模	6
图表 8：2020 年最新网络安全相关政策	7
图表 9：2016-2019 年中国网络安全行业集中度情况.....	7
图表 10：2019 年中国网络安全行业市场格局	7
图表 11：中国网络安全 100 强企业战略矩阵（2019）	8
图表 12：新基建内涵和定义	8

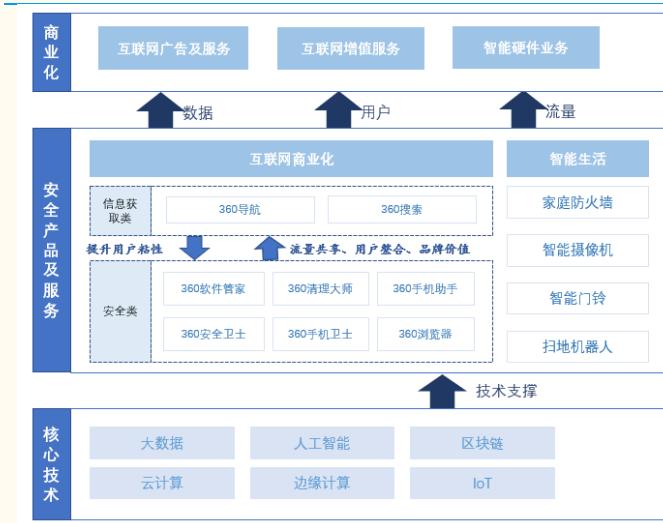
图表 13: 2019-2020 年中国各行业市场占比及增速	8
图表 14: 信创产业四大部分	9
图表 15: 360 科研团队	10
图表 16: 2017-2019 年 MSRC Top75 名单	11
图表 17: 三六零安全大数据能力	11
图表 18: 三六零多类型情报整合能力	12
图表 19: 三六零 APT 全景雷达	12
图表 20: 三六零漏洞挖掘与研究能力	12
图表 21: 以 360 安全大脑为核心的新型安全能力框架	13
图表 22: 360 政企安全行业重点合作伙伴	14
图表 23: 360 车联网合作伙伴	14
图表 24: 360 安全大脑为 B 端、G 端安全提供核心支撑架构	15
图表 25: 360 政企安全产品及解决方案	15
图表 26: 360 政企安全重点项目	16
图表 27: 360 终端兼容操作系统	17
图表 28: 360 终端兼容国产芯片	17
图表 29: 360 信创生态合作伙伴 (排名不分先后)	17
图表 30: 公司分业务营收预测 (单位: 亿元)	18
图表 31: 公司分业务毛利率预测	19
图表 32: 可比公司估值比较 (市盈率法)	19
图表 33: 三六零发展历程	21
图表 34: 三六零股权结构	21
图表 35: 2017-2020Q1-Q3 三六零营收情况	22
图表 36: 2017-2020Q1-Q3 三六零扣非归母净利润情况	22
图表 37: 2017-2020Q1-Q3 公司成本费用率情况	22
图表 38: 2017-2020Q1-Q3 公司经营性净现金流及同比	22
图表 39: 各项业务收入变化情况	23
图表 40: 各项业务收入占比变化情况	23
图表 41: 互联网广告及服务营收及增长率	23
图表 42: 互联网广告及服务毛利及毛利率	23
图表 43: 互联网增值业务营收及增长率	24
图表 44: 互联网增值业务毛利及毛利率	24
图表 45: 360 旗下部分游戏	25
图表 46: 智能硬件业务营收及增长率	26
图表 47: 智能硬件业务毛利及毛利率	26
图表 48: 360 智能硬件产品发布时间线及其性能	27

一、中国领先的互联网安全巨头，主营业务升级

1.1 以核心安全能力为基础，构建互联网商业模式三级火箭业务体系

- 三六零主要从事互联网安全技术的研发和网络安全产品的设计、开发、运营。其主营业务包括互联网广告及服务、互联网增值服务、智能硬件业务、安全及其它业务。
- 三六零的互联网核心商业模式自下而上呈“三级火箭式”，从核心技术到用户产品到商业化层层递进，构建以核心技术为驱动、以产品体系为载体、以服务为保障的互联网生态体系。
 - **第一级，核心技术是三六零业务体系的根基。**包括以网络攻防技术、大数据、云计算和人工智能为代表的互联网核心技术和以 QVM、物联网安全、漏洞研究和沙箱技术等为代表的核心安全技术。
 - **第二级，以核心技术为基础搭建用户产品及服务体系。**具体分为核心安全产品和信息内容产品，核心安全产品向信息内容产品分享流量、用户和品牌价值；信息内容产品为核心安全产品提升用户粘性。
 - **第三级，基于用户产品及服务推出商业化产品及服务。**通过用户产品及服务提供数据、用户和流量资源，支持互联网广告及服务、互联网增值服务和智能硬件等业务的发展。

图表 1：三六零互联网安全三级架构



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 2：三六零互联网安全产品列表

分类	产品列表	
安全上网	360 安全浏览器、360 安全云盘、360 免费 WiFi、360 搜索	
安全软件	PC 端	360 安全卫士、360 杀毒、360 隐私保镖、360 反勒索服务
	手机端	360 手机卫士、360 加固保、360 防骚扰大师、360 贷款神器
系统工具	PC 端	360 压缩、鲁大师、重装大师、高危漏洞免疫
	手机端	手机助手、安全换机、清理大师
生活场景	PC 端	360 软件管家、360 游戏管家、健康小助手
	手机端	手机专家、360 商城、360 天气、360 锁屏
智能硬件	家庭安防、安全路由、智能穿戴、行车记录仪、智能家居	
IoT 安全服务	智能设备安全服务	
内容类产品	快剪辑、快资讯、360 影视、360 娱乐	

来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 积极应对挑战，三大主营业务战略升级

- 目前公司三大核心业务分别为互联网广告及服务、互联网增值服务和 IoT 智能硬件业务等。其中互联网广告及服务为传统互联网业务，是公司主要收入来源，IoT 智能硬件为新的增长动力业务占比不断提升，互联网增值则主要为游戏业务。
- **互联网广告及服务，采用典型的“免费+广告及服务”模式。**通过提供高质量且免费的安全服务，汇聚巨量的流量资源，吸引各类商业用户在三六零产品矩阵中实现一站式整合营销，从而带来大量的广告和服务收入。2020 年，随着产品、业务的持续升级以及服务受众的不断拓展，公司商业化品牌从营销推广平台升级定位为全场景智慧商业服务平台“360 智慧商业”。目前，360 智慧商业全场景产品布局跨平台、跨场景、跨设备融合，能够从内容、服务层面为用户打造连贯、流畅的全场景使用体验，多维度赋能企业发展。2020 年 3 月，360 智慧商业官网 (e.360.cn) 升级，上线 PC、APP、WAP 三端企业服务，完整展示三大业务版块。未来公司将依托覆盖用户全场景的互联网产品，

为企业提供全生命周期服务，满足多维增长需求，打造共生共赢的智慧商业生态。

- **互联网增值业务，主要为互联网游戏业务。**公司在互联网游戏产业链中主要承担网络游戏平台角色，形成了以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，以wan.360.cn、www.youxi.com为主的网页游戏运营平台，总体上形成了手游、页游和端游的全方位多领域布局。同时，受新冠肺炎疫情影响，在线娱乐需求被放大，用户规模继续扩大，公司积极调整运营策略，推进“联运+发行”一体化转型，积极拓展休闲游戏及海外市场。2020上半年，公司互联网增值服务收入5.51亿元，同比增长14.23%。
- **IOT智能硬件业务，日渐成熟，已实现多领域全面覆盖。**截至2020年上半年，公司智能硬件产品包含行车安全、防火墙路由器、儿童产品、家庭安防、智能生活等多项较为成熟的智能硬件品类，在售自研及生态合作产品上百种，形成了以“安全”为核心的IoT产品矩阵。2020年“618”电商节期间，行车记录仪、可视门铃获得全渠道销量及销售额双冠军，京东儿童手表、氯化镓充电器获得单品销量及销售额双冠军。目前，随着5G时代来临，物联网相关产业热度空前，以智能家居为代表的消费级智能硬件市场进入高速发展阶段。2020年上半年，公司智能硬件业务实现收入9.03亿元，同比增长46.20%。

1.3 拟定增95亿元用于安全数据中心建设与商业化产品及服务

- **2020年定增计划：**2018年5月，360发布非公开发行A股股票预案。预案称公司拟非公开发行不超过13.53亿股股票，通过非公开发行股票募集资金总额不超过107.93亿元，用于安全研发及基础设施类、商业化产品及服务类等9个项目的建设。其中，360智能IoT项目是对公司现有智能硬件设备的迭代升级；新型智慧城市项目则是依托大数据、人工智能和安全分析等技术进行的新模式的扩展。而360新一代人工智能创新研发中心项目也不存在与其他项目重复建设，该项目通过研发视频大脑和大数据云脑，满足“大安全+内容”战略的人工智能技术上的共性需求。**2020年3月，证监会通过该定增申请。**由于证监会2月24日发布新规定，360对增发稿作出了二次修订并于4月收到证监会批复核准。2020年6月，根据中国证监会《再融资业务若干问题解答》的相关规定，360将投资入股天津金城银行股份有限公司对应的投資金额12.8亿元从本次募集资金总额中扣除并同步修订预案，**发布第三次修订稿。**半年报和三季报后公司都按照规定对业绩变化情况进行了说明，目前该定增计划还在实施过程中。

图表3：三六零定增项目

类比	序号	项目名称	投资总额（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
安全研发及基础设施类	1	360网络空间安全研发中心项目	8.49	5.15
	2	360新一代人工智能研发中心项目	14.57	11.58
	3	360大数据中心建设项目	50.33	44.48
商业化产品及服务	4	360智能搜索及商业化项目	18.64	7.71
	5	360互动娱乐平台项目	9.93	4.86
	6	360流量反欺诈平台项目	9.15	8.76
	7	360智能儿童生态圈项目	9.41	2.59
	8	360智能IoT项目	5.21	4.48
	9	360新型智慧城市项目	6.65	5.51
	合计		132.4	95.12

来源：公司公告，国金证券研究所

二、中国网络安全产业规模超 1700 亿元，新型安全理念引领者机会较大

2.1 网络安全覆盖领域不断扩大，行业规模持续高增长

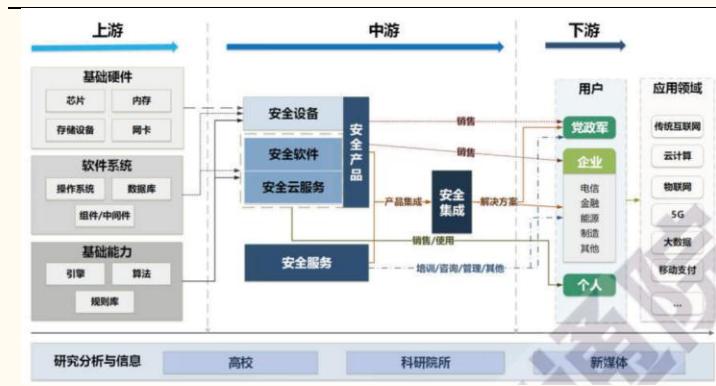
- **信息技术发展，促进网络安全行业覆盖范围不断扩大。** 随着信息技术不断融合发展，现有网络安全产品和服务已经从传统领域向云、大数据、物联网、工业控制等不同应用场景延伸。中国信通院在《网络安全产业白皮书（2020）》中首次将区块链应用等安全新技术产品，密码产品和设备等信息安全产品，云服务企业、电信运营商、车联网企业等为主体的网络安全业务也纳入网络安全行业中。目前我国网络安全产品和服务已经覆盖基础安全、基础技术、安全系统、安全服务等多个维度。
- **政企客户仍是网络安全消费主体，产业链逐步完善。** 目前我国网络安全产业链已经逐步完善，上中下游都有相关企业提供产品和服务。但我国在上游的芯片、操作系统、数据库、中间件等技术基础薄弱。在产业链上游其他部分及中游我国技术能力较为完善。因为信息安全的投入对于公司而言并不产生直接经济效益，主要起到防御作用，所以在产业链下游客户主要为政府部门以及电信、金融、能源等信息化程度高且对信息较敏感的行业。

图表 4：中国网络安全产品图谱



来源：中国信通院，国金证券研究所

图表 5：网络安全产业链



来源：中国信通院，国金证券研究所

- **受疫情影响全球网络安全行业增速放缓，中国市场持续高增长态势。** 中国信通院数据显示，2019 年，全球网络安全产业规模达到 1244.01 亿美元，同比增长 9.11%。受疫情影响，预计 2020 年为 1278.27 亿美元，同比增长 2.75%。从中国市场来看，2019 年中国网络安全产业规模达到 1563.59 亿元，较 2018 年增长了 17.1%，远高于全球增速。虽然也受到疫情冲击，但仍延续高增长态势，预计 2020 年中国网络安全产业规模将达 1702 亿元，同比增长 8.85%。

图表 6：2014-2020E 全球网络安全产业规模



来源：中国信通院，国金证券研究所

图表 7：2015-2020E 中国网络安全产业规模



来源：中国信通院，国金证券研究所

- **政策持续加码，网络安全行业未来可期。** 2020 年以来，我国在信息化的重要领域政府不断出台政策指引，如数据安全领域出台了《中华人民共和国数据安全法》。同时在网络安全的不同结合领域，政府也出台了相关政策扶

持。我们认为随着疫情得到控制、经济复苏，国内外网络威胁不断爆发、网络对抗加剧，以及政策端持续加码，预计未来网络安全行业规模增速将不断提升。

图表 8：2020 年最新网络安全相关政策

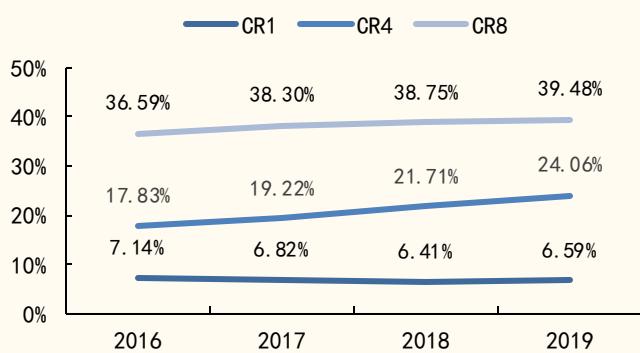
时间	政策名称	政策内容
2020. 02	《网上银行系统信息安全通用规范》	将有效提高网上银行的安全防护能力；新规范为网上银行系统提供了明确的建设指导意见，可作为网上银行的内部建设、升级依据
2020. 03	《工业和信息化部关于推动 5G 加快发展的通知》	加强 5G 网络基础设施安全保障。加快构建 5G 关键信息基础设施安全保障体系，加强 5G 核心系统、网络切片、移动边缘计算平台等新对象的网络安全防护
2020. 03	《关于科技创新支撑复工复产和经济平稳运行的若干措施》	大力推动科技创新创业，加快壮大科技型中小企业规模；加快推动新布局一批国家高新区，优化国家高新区空间布局；大力推动关键核心技术攻关，加大 5G、工业物联网、新药等重大项目支持力度
2020. 04	《网络安全审查办法》	对关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务时影响或可能影响国家安全的风险进行审查；健全网络安全审查长效机制。
2020. 05	《关于工业大数据发展的指导意见》	明确企业安全主体责任和各级政府监督管理责任，建立工业数据安全责任体系；支持安全产品开发，培育良好安全产业生态，多措并举创新和强化工业数据安全防护，筑好筑牢发展的底线和防线。
2020. 07	《工业和信息化部办公厅关于开展 2020 年网络安全技术应用试点示范工作的通知》	重点方向：5 网络安全、工业互联网安全、车联网安全、智慧城市安全、大数据安全、物联网安全、人工智能安全、区块链安全、商用密码应用、电信网络诈骗防范治理。
2020. 07	《数据安全法（草案）》	国家建立健全数据安全协同治理体系；限制企业随意使用数据；各部门确定本地区、本部门、本行业重要数据保护目录；国家积极开展数据领域国际交流与合作，促进数据跨境安全、自由流动。
2020. 09	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	加快新一代信息技术产业提质增效，稳步推进工业互联网、人工智能、物联网、车联网、大数据、云计算、区块链等技术集成创新和融合应用；加快智能及新能源汽车产业基础支撑能力建设；加大政府资金引导。

来源：各部门官网，国金证券研究所

2.2 竞争格局：行业集中度小，新型安全理念引领者机会较大

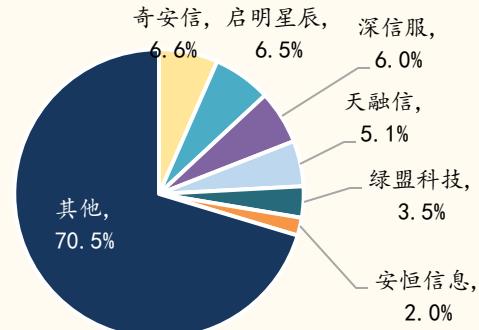
■ **市场集中度低，新进者机会较大。**从我国网络安全行业 CR4 和 CR8 的市占率来看，虽然 2019 年较 2018 年均有一定提升，但总体来说集中度仍然较低。同时，龙头企业市场占有率不高，而且奇安信和安恒信息等新进者发展迅速，但从 2019 年市占率来看，奇安信迅速与启明星辰、深信服等传统网安龙头厂商比肩。因此，我们认为当前我国网络安全行业仍处于成长期，虽然传统厂商拥有积累优势，但行业发展迅速、市场集中度低，新型安全理念引领者进入后仍有较大的机会。

图表 9：2016-2019 年中国网络安全行业集中度情况



来源：《2020 年中国网络安全产业分析报告》，国金证券研究所

图表 10：2019 年中国网络安全行业市场格局

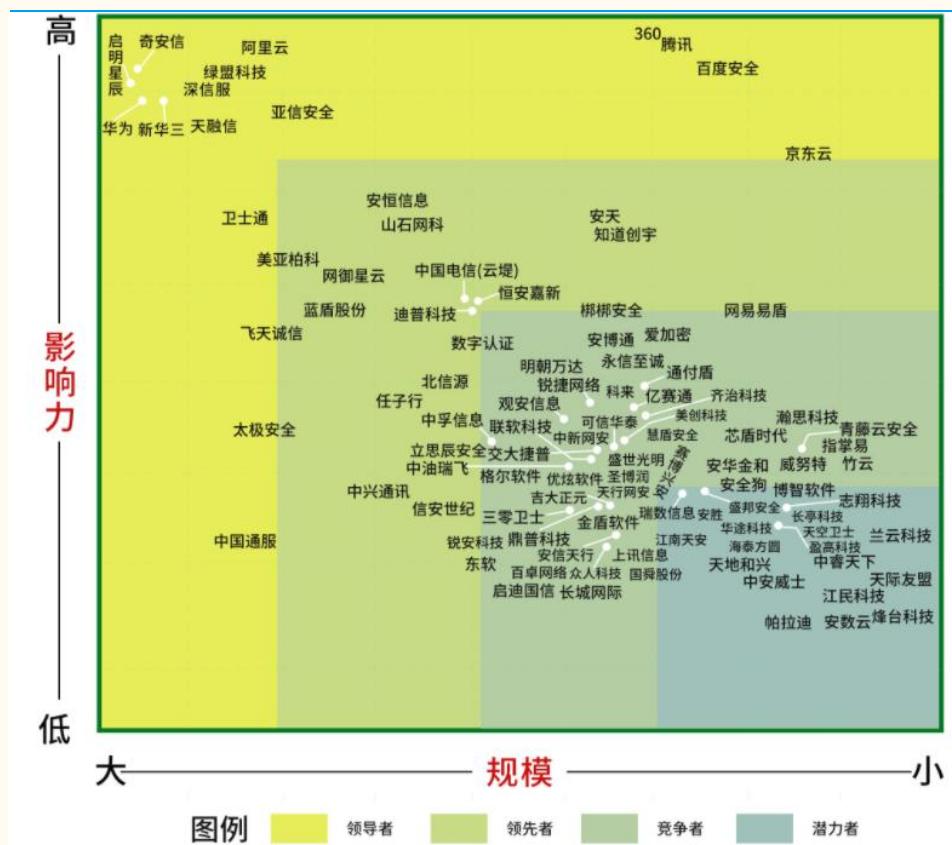


来源：《2020 年中国网络安全产业分析报告》，国金证券研究所

■ **三六零作为影响力领导者，发展潜力大。**三六零在 To C 端积累深厚，拥有丰富的技术积累和用户池。在与奇安信分家之后，三六零凭借自己的技术水平、专家水平、品牌竞争力等优势迅速拿到了 B 端和 G 端多个标的。整体来看，虽然在 ToB 端起步较晚，但整合资源推出安全大脑后，凭借较强

的技术优势和品牌影响力，三六零在政企安全业务中有望后来居上。根据安全牛绘制的中国网络安全 100 强企业战略矩阵，三六零网络安全业务虽然规模小但影响力大，属于影响力领导者。

图表 11：中国网络安全 100 强企业战略矩阵 (2019)



来源：安全牛，国金证券研究所

2.3 “新基建”+“信创”带来网络安全行业发展新机遇

■ 近年来，党中央、国务院高度重视新型基础设施建设，不断加快并完善 5G 基建、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等领域的建设布局。以“新基建”为牵引，夯实经济社会高质量发展的“底座”“基石”，对于引燃“十四五”产业动力新引擎、助力数字经济发展具有重要意义。

图表 12：新基建内涵和定义



来源：民银智库，国金证券研究所

图表 13：2019-2020 年中国各行业市场占比及增速



来源：赛迪顾问，国金证券研究所

■ 新基建为网络安全带来新要求、新机遇。新基建强调以科技产业为突破口，加快推动 5G 网络、数据中心、工业互联网等新型基础设施建设进度。作

为国家经济发展战略正在显现出强大动能，新基建聚焦新旧动能转换，助力网络安全产业迈向新高度，同时也对网络安全提出了全新要求。新基建的关键领域可以划分为三大领域，包括信息基础设施建设、融合基础设施建设以及创新基础设施建设。从各项新型基础设施来看，5G 网络、物联网、工业互联网、卫星互联网作为通信网络的基础设施，为其他基础设施提供了承载的通路，因此重要性不言而喻。作为新基建的基础，只有保障网络的安全性，才能更加高效、安全的促进其它层面的新基建发展，网络安全也成为发展新基建必不可少的先决条件。

- **新基建风口下网络结构更加复杂、边界更加模糊，传统和新型网络安全风险聚集，网络安全形势日益严峻，网络安全行业需要考虑建立新的网络安全体系框架来满足“新基建”带来的数字化、智能化时代的信息化安全保障需求。**360 推出的新一代安全能力框架，将若干城市、行业、集团安全大脑利用云和大数据技术进行组合连接、实现互联互通，构建了分布式国家级安全大脑，实现协同联防、深度防御，为新基建提供核心安全支撑。具体详见本报告“360 安全大脑”部分。
- **信创扶持创新厂商，助力政企安全。**《国家信息化发展战略纲要》指出到 2025 年根本改变核心技术受制于人的局面，形成安全可控的信息技术产业体系；《“十三五”国家信息化规划》指出到 2020 年，“数字中国”建设取得显著成效，信息化发展水平大幅跃升，信息化能力跻身国际前列，具有国际竞争力、安全可控的信息产业生态体系基本建立。随着信创产业成为 2020 的热点，一大批信创产业基地建成；党政军等领域打磨培育了一批国产骨干企业；国有采购对国内厂商更加青睐。信创产业是数据安全、网络安全的基础，给安全行业带来新的发展机遇。
- **三六零为信创安全主要参与厂商。**信创信息安全领域分为边界安全和终端安全，三六零为终端安全主要产商，推出了 360 终端安全防护系统（信创版），为政企客户提供全方位安全保护。终端安全竞争厂商主要有启明星辰、奇安信等。三六零的其他信创产品见本报告信创部分。

图表 14：信创产业四大部分



来源：国金证券研究所

三、技术底蕴强大，安全理念创新，安全大脑开启政企新篇章

3.1 科研团队实力强悍：东方最强的白帽子军团

- 360 安全创新中心旗下的 14 支安全研究团队被称为“东半球最强的白帽子军团”，支撑起整个 360 集团的技术护城河。360 安全创新中心以 360 精英安全人才为依托，以 360 顶级安全技术为基础，下属 14 支安全研究团队研究方向覆盖从 PC 到移动，从企业到个人，从系统到应用等所有技术方向。360 的安全产品和安全服务，全面覆盖国家网络安全、企业网络安全和个人网络安全三大领域。

图表 15：360 科研团队

研究 团队	360 Vulcan Team	360 Gear Team	研究 机构	360 工业互联网安全研究院	360 网络安全研究院
	360 Vulpecker Team	360 MeshFire Team		360 高级威胁研究院	360 数据安全研究院
	360 Sky-Go Team	360NetLab		360 天枢智库	360AI 安全研究院
	360 Alpha Lab	360 高级威胁应对团队		360 安全工程研究院	360 标准化部
	360 Okee Team	360 烽火实验室		360 漏洞研究院	360 云安全研究院
	360 Nirvan Team	360 冰刃实验室	国家 工程 实验 室	大数据协同安全技术国家工 程实验室	计算机病毒防治技术国家工 程实验室
	360 QVM Team	360 白泽实验室		大数据分析与应用技术国家 工程实验室	网络事件预警和防控技术国家工 程实验室

来源：公司官网，国金证券研究所

- 2015 年，包括 Vulcan Team 在内的 360 安全团队向谷歌、微软、苹果和 Adobe 等全球各大 IT 巨头提交了上百个漏洞报告并获得公开致谢，发现漏洞数量仅次于 Google Project Zero 位列世界第二，被誉为“东方最强白帽子军团”。在国际比赛 Pwn2Own2015 黑客大赛中取得骄人战绩，一举攻破了 IE 浏览器，结束了欧美战队在该项目上的统治。同年，在 HITCON 2015 (台湾)安全会议、PoC 2015 (首尔) 安全会议发布相关领域的研究成果。360Vulcan Team 的三名成员 Yuki Chen、Liu Long 和 Hao Linan 入选微软 MSRC 全球 TOP100 贡献榜。
- 2016 年，在全球黑客“世界杯”Pwn2Own2016 竞赛中，360 团队使用四个 0day 漏洞组合攻击，11 秒攻破 Chrome 安全神话。同时，360Vulcan 团队还攻破了微软最新推出 Edge 浏览器 Adobe Flash Player，同样获得系统最高权限，夺得 8 万美元全额奖金及 13 分满分。
- 2017 年，在全球 Pwn2Own2017 中，360 安全战队以 63 分位居第一，取得中国首个黑客大赛冠军。2018 年，微软发布 2018 MSRC Top100 黑客榜单，360 安全专家位列中国第一。在此次的百人榜单中，360 公司共 13 人荣耀登榜，360Vulcan 团队 7 人，360 冰刃实验室 2 人，360 高级威胁对抗 4 人，其中 12 人皆在榜单前 50，进榜人数和综合排名遥遥领先，360Vulcan 团队的 Yuki chen 连续两年名列全球第三。
- 2019 年，MSRC 全球最具价值安全精英榜中，360 Vulcan Team 两名成员包揽前二，有史以来中国人首次封神问鼎；Top100 榜单中，360 公司 10 人荣耀登榜，其中 7 人皆在榜单前 50，无论入选人数和综合排名，360 均位列世界第一。在 The Pwnie Awards “全球白帽黑客奥斯卡”颁奖盛典中 360 荣膺“最佳提权漏洞奖”，一举打破了连续 12 年无中国人得奖的记录。2019 年，360 VulcanTeam 一举拿下 38.25 万美元奖金最高战绩，二度蝉联“天府杯”冠军，摘得 2019 天府杯“最具价值产品破解”奖的重磅殊荣。
- 2019 年至今，360 公司以 247 次漏洞致谢数 成为全球唯一一个漏洞致谢突破三位数的安全厂商，所提交的漏洞数远超其他安全厂商总数之和数倍，漏洞致谢总数位列全球第一，夺得微软“最佳守护用户”奖

图表 16: 2017-2019 年 MSRC Top75 名单


来源: 公司宣传册, 国金证券研究所

3.2 服务 5 亿 C 端用户后, 沉淀出强大安全核心技术

- **安全大数据方面**, 360 拥有 280 亿样本数据、22 万亿安全日志、80 亿恶意域名信息、2EB 以上的安全大数据, 数据量国内第一; 可以瞬间调用超百万颗 CPU 参与计算、检测和关联多维度的数据, 足以在复杂数据中分析、挖掘, 快速发现高级威胁的蛛丝马迹。

图表 17: 三六零安全大数据能力


来源: 公司官网, 国金证券研究所

■ 高级威胁情报方面

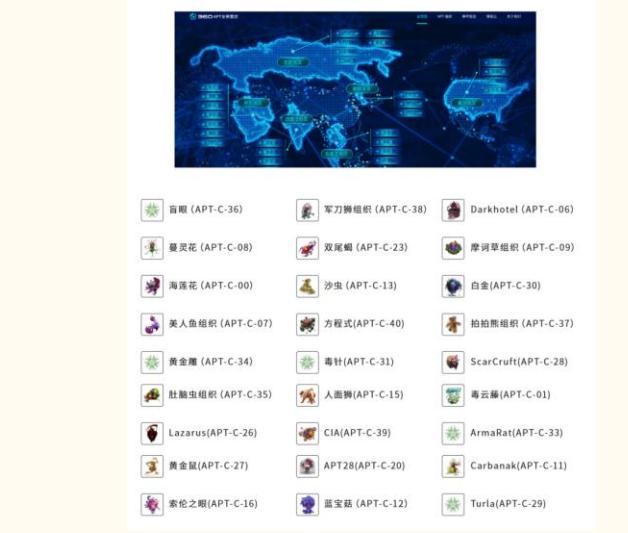
- **多类型情报整合**。可对十余个维度线索进行精细化提取、分离、关联、索引, 并通过可视化模型综合分析样本, 对安全攻击行为进行全面立体化溯源。
- **APT 全景雷达**。目前 360 已累计发现 CIA、海莲花、摩诃草、美人鱼等境外 APT 组织 40 余个, 以“看见” 网络攻击、威胁的能力, 严守国家第一道网络安全防线, 全面守护网络空间安全。

图表 18: 三六零多类型情报整合能力

·商业情报 通过情报交换和情报采购, 360 整合全球多家厂商的 IOC, 通过平台运营获得价值较高的情报信息。	·开源情报 通过第三方开源平台获取全球最新情报, 通过平台对情报进行对比、分析、关联、聚合, 得到价值较高情报信息。
·自研情报 通过 360 内部多个团队在安全活动中的运营情况, 整合移动端、物联网端、WEB 端、服务器端、PC 端等多种安全日志汇聚成高质量的 IOC 情报。	·高级情报 通过 360 多个核心团队的安全活动可产出高价值的不同情报, 涉及高级威胁事件、全球范围内的网络攻击活动、国内黑灰产等攻击活动、对外高级威胁组织研究等高价值情报。

来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 19: 三六零 APT 全景雷达



来源: 公司官网, 国金证券研究所

■ **漏洞挖掘与研究方面**, 至今为止, 360 安全团队累计挖掘主流厂商 CVE 漏洞超过 2000 个, “梯云纵”漏洞获得谷歌史上最高奖金 201,337 美元, “远程越狱”系列漏洞获得苹果史上最高奖金 200,000 美元, “虚拟机逃逸”漏洞获得史上最高奖金 200,000 美元, 实现大满贯, 实力领跑全球。

图表 20: 三六零漏洞挖掘与研究能力

- 360 安全大脑发现并协助微软修复“虚拟机逃逸”漏洞, 获微软官方致谢!
- 360 安全大脑梅开二度, 凭“梯云纵”漏洞, 获谷歌史上最高奖金并获官方致谢!
- 360 安全大脑发现并协助苹果修复“Bluewave”漏洞, 获苹果致谢!
- 360 安全大脑发现并协助谷歌修复“穿云箭”漏洞, 获谷歌官方致谢!
- 360 安全大脑发现并协助苹果修复远程越狱系列漏洞, 包揽大满贯!
- 360 安全大脑发现并协助修复 EOS 安全漏洞, 获 EOS 致谢!

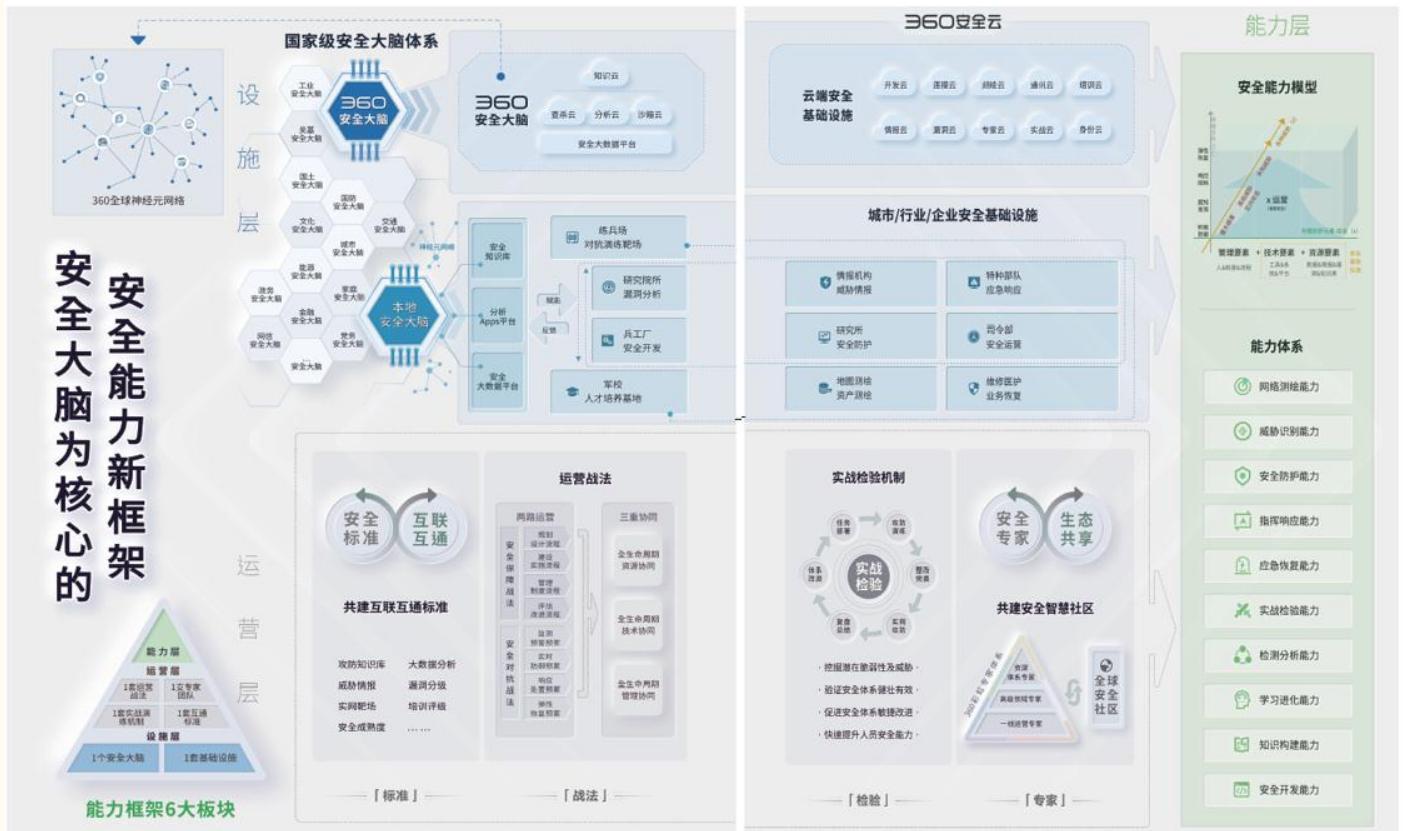
来源: 公司官网, 国金证券研究所

3.3 围绕“360 安全大脑”构建新网安框架体系, 布局新基建

- **网络空间的“预警机和反导系统”:** 360 安全大脑。360 安全大脑是 360 公司旗下的分布式智能安全系统, 通过数以亿计传感器持续采集安全大数据, 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, 整合多项云原生安全能力, 实现对网络威胁的规模化、智能化、体系化的响应和处置。以安全大脑为核心, 建设网络安全基础设施, 配套顶级安全团队、先进运营战法及安全标准, 从各自为战转向协同防御, 整体提升应对高级威胁攻击的安全能力, 实现致力帮助国家、政府和企业构建新一代安全能力体系。
- **360 将过去 15 年服务社会、服务企业和服务国家形成的独有的安全能力, 包括云端安全大脑、云端基础设施和云端公共服务, 转化成面向城市、行业和企业的一套以安全大脑为核心的安全能力体系。**
- **处于中枢位置的是城市、行业或者企业总部的安全大脑。**安全大脑是一个连接安全设备、汇聚安全数据和智能计算分析的平台, 能够打通、连接各种传统安全产品和组件, 实现大数据智能分析, 所以拥有传统安全产品不具备的全视感知分析能力, 能看见高级威胁, 也能大幅度提升日常安全运营管理的能力, 相当于网络空间的预警机和指挥中心。

- 以安全大脑为枢纽，配套 10 大安全运营平台和能力载体，即形成一套安全基础设施。安全基础设施不同于传统的碎片化安全设备，而是在各种防护、检测、响应设备之上的运营管理平台，能够在兼容客户原有安全资产的同时，为客户搭建起涵盖安全开发、网络地图测绘、漏洞管理、情报预警、安全运营、应急响应、业务恢复、实战演练、人才培养等全功能的安全能力平台，满足应对未来数字化环境下复杂安全威胁的多场景防护需求，能够做到平时持续安全保障，战时处置高级威胁，实现平战结合，为客户提供可以长期投资、不断进化成长的安全能力支撑。
- 除安全大脑和安全基础设施之外，新一代安全能力体系还包括 1 套运营战法、1 支安全专家团队、1 套实网攻防演练机制、1 套安全互通标准，以及 1 套云端安全公共服务，整体上形成 1 个以安全大脑为核心，由 6+1 板块组成。

图表 21：以 360 安全大脑为核心的新型安全能力框架



来源：公司宣传册，国金证券研究所

- **360 安全大脑核心技术可支撑新基建各个重要领域。**自动攻防能力方面，360 在国内率先开展人机协同攻防研究工作，是进入 DARPA CGC 人机漏洞挖掘比赛的唯一华人团队；人工智能安全技术方面，19 年至今，360 共发现 60 个 CVE 确认的深度学习框架漏洞，发现特斯拉自动驾驶系统存在的传感器漏洞；**工业互联网安全技术方面**，2017 年 2 月三六零推出国内首个工业互联网安全态势感知系统；车联网安全技术方面，牵头承担国家级智能汽车平台的网络安全工作，70% 以上的国内汽车厂商采用 360 安全技术和服务，超 30 万辆汽车接入 360 汽车安全大脑；**移动通信及物联网安全技术方面**，360 近两年共发现 60 个 CVE 确认的深度学习框架漏洞，包括恩智浦芯片高危漏洞、全球首个 4G 高危漏洞等，并入选 GSMA 安全名人堂；同时，360 建立国内首个区块链安全态势感知系统，实现数字货币监管、非法数字货币溯源、转账前风险提示、区块链威胁态势感知，成功监控预警多起攻击事件，发现 EOS (区块链平台) 百亿美金漏洞，影响 15 万用户。

■ 在各新基建领域落子布局，与战略合作伙伴携手共进。三六零在政企安全领域与不同伙伴进行战略合作：在网络系统安全领域，三六零与华为深度合作构建鲲鹏大生态，与拓维信息、湘江鲲鹏共筑湖南“城市级”网络安全全新高地。在车联网安全领域，三六零不仅与中国一汽、奔驰等车企，还与紫光集团、南京理工大学等共同创新探索汽车安全大脑、车联网安全等方面的应用。在智慧工业领域，360与海尔集团合作，将工业互联网安全产品及服务用到了海尔现代化工厂。电力建设领域，为中核检修、中国电建、南方电网提供定制产品开发等安全服务。智慧城市领域，与科大讯飞在智能城市体系建设、城市大脑等领域合作，与多市人民政府探讨工业互联网、信息安全等领域的城市应用，与中国信通院、中能化等合作研究信息通信创新之道。金融领域，收购金城银行成为第一大股东，与建信金融科技、中国人寿等战略合作，加上之前在金融领域布局，三六零即将达成金融全牌照。三六零还和许多公安机构合力打击骗局，防范电信网络欺诈。网络安全人才培养上，三六零与东北大学、鹤壁技师学院等共建重点产业急需紧缺技能人才培养基地，健全网络人才培养体系。

图表 22: 360 政企安全行业重点合作伙伴

领域	合作伙伴
网络系统安全	华为、拓维信息、湘江鲲鹏。
车联网安全	奔驰、南京理工大学、中国汽研、中国一汽、东风日产。
智慧工业	海尔集团
电力建设	中核检修、中国电建、南方电网。
新基建	中国信通院、中能化、珠海市人民政府、郑州市人民政府、青岛人民政府、苏州市政府、辽宁省政府、科大讯飞、中科曙光。
金融	金城银行、建信金融科技、中国人寿、中国人保。
反电信网络欺诈	南阳市公安局、邯郸市公安局、七台河市公安局、东营市公安局反诈中心。
人才培养	东北大学、鹤壁技师学院。

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 23: 360 车联网合作伙伴

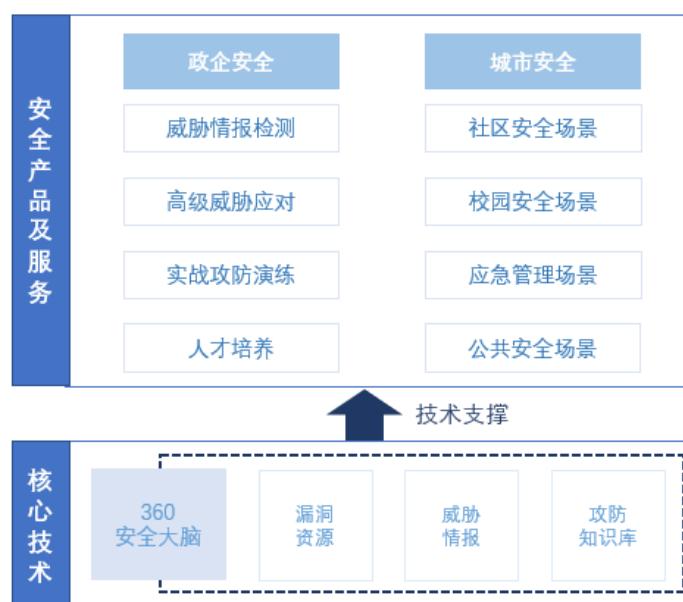


来源：公司年报，国金证券研究所

3.4 政企安全布局：以安全大脑为核心支撑架构，多项政企订单集中落地

■ 基于“360 安全大脑”发展政企安全业务，完善城市节点、产品和服务，不断拓宽行业运用场景。2019 年，公司启动政企安全战略，主要涵盖政企及城市安全、技术服务、托管服务、云/云盘服务等业务。通过在全国重点城市建立网络安全产业基地并建设网络安全大脑区域节点，覆盖城市并辐射周边区域的安全应用场景，推广落地城市级网络安全服务及运营模式。基于统一感知和整体协防的新理念，为客户提供包括安全基础设施构建、终端安全、内容订阅服务、专家服务在内的创新性产品及服务，将三六零的安全能力进行商业化变现。此外，公司布局 B 端和 G 端，深度渗透地方政府、大型企业、重点领域和新兴产业，继续落地行业安全大脑，协同 360 云端安全能力，解决行业安全问题。2019 年政企相关收入为 4.73 亿元，2020H1 达 2.16 亿元。

图表 24: 360 安全大脑为 B 端、G 端安全提供核心支撑架构



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 25: 360 政企安全产品及解决方案

安全产品			
终端安全	360 安全卫士团队版 360 企业安全浏览器 360 企业安全浏览器（信创） 360 终端安全管理系统 360 终端安全防护系统（信创） 360 安全大脑 Windows 7 盾甲企业版平台	工业互联网安全	360 工业主机安全卫士 360 工业互联网安全态势感知 360 工业互联网恶意代码检测系统 360 物联网安全证书 360 巡天平台 360 安全运维管理系统 360 工业安全隔离与信息交换系统 360 工业安全管理平台 360 工业安全监测审计系统 360 工业防火墙 360 工业漏洞扫描系统 360 工业入侵检测系统 360 日志审计系统
云安全	360 云甲虚拟化防护系统 360 云阵云安全管理平台 360 云探安全监测系统 360 璞云安全防护系统		
DNS 安全	360DNS 威胁检测防御系统 (SaaS 版) 360DNS 威胁检测防御系统 (私有化部署版) 360 失陷资产检测系统		
移动安全	360 移动应用风险监测平台 360 金钟罩移动终端安全管理系统 360 金钟罩移动办公威胁防御系统 360 企业移动插件化开发服务平台	靶场平台	360 攻防训练平台 360 攻防竞赛平台 360 新一代实网攻防靶场平台 360 虚拟攻防靶场平台
代码安全	360 代码审计大师	全流量威胁分析	360 全流量威胁分析系统
服务器安全	360 服务器安全管理平台	网络空间安全教育云平台	网络空间安全教育云平台
安全众包平台	360 安全众包平台		
蜜网蜜罐	360 攻击欺骗防御系统	空间测绘与资产	360 资产探测与漏洞管理系统 360 网络空间测绘系统
漏洞管理	360 漏洞管理平台		
解决方案			
运营商行业	攻防演练解决方案 通信诈骗解决方案 终端安全管理解决方案 360 应龙综合反诈防骚扰平台	金融行业	安全评估测试解决方案 反欺诈解决方案 红蓝对抗演习解决方案 一站式安全防御服务解决方案
电力行业	国家电网终端安全解决方案 发电厂电力监控系统网络安全解决方案 智能变电站网络安全建设方案	政府行业	云安全解决方案 360 金钟罩移动司法安全解决方案
烟草行业	烟草行业安全解决方案	央企行业	安全运营中心解决方案
		智能制造行业	智能制造行业安全解决方案

来源：公司官网，国金证券研究所

- **新型安全理念受到 B 端、G 端客户认可，政企中标成果丰硕。**目前 360 政企安全集团已与 90% 部委、72% 央企、100% 大型银行以及上百万中小企业开展了网络安全合作。360 安全大脑标杆项目已经成功落地重庆、天津、青岛、上海、郑州、珠海、鹤壁、苏州等城市，服务于城市安全基础设施建设和运营，树立了标志性的国家级安全服务典范。同时，公司也在安全信息化领域获得订单突破，2020 年 12 月 1 日，天津市应急管理局应急管理局应急信息化（一期）正式通过验收，该项目是三六零在全国落地的首个应急领域信息化项目，主要涉及城市中物理空间安全，包括城市建筑防灾、减灾、救灾三道防线，描绘全域资源数据画像。凭借该项目，360 获得 2020 政府信息化方案案例创新奖。

图表 26：360 政企安全重点项目

时间	项目	中标金额
2019 年 6 月	重庆市合川区 360 网络安全协同创新产业园一期项目	2.4 亿
2019 年 10 月	天津市应急管理局应急管理局应急信息化（一期）项目	1.2 亿
2019 年 12 月	天津市高新区网络安全协同创新产业基地	2.5 亿
2020 年 4 月	青岛网络安全产业基地项目	2.5 亿
2020 年 7 月	天津省级工业互联网安全态势感知平台项目	3400 万
2020 年 7 月	上海创新园项目打造国际数字安全创新与生态运营中心	—
2020 年 9 月	郑州安全大脑和网络安全产业基地重大基础设施群	—
2020 年 9 月	青岛市合作打造世界工业物联网之都	—
2020 年 9 月	鹤壁网络安全协同创新产业基地项目	1.1 亿
2020 年 10 月	苏州网络安全协同创新暨安全大脑项目	2.6 亿
	长沙市“数字法治，智慧司法”信息化项目	4281 万

来源：公司公告，国金证券研究所

- **信创技术落地，产品矩阵助力政企安全。**360 是信创网络安全部分的重点厂商。三六零运用其在安全领域的技术积累，通过与伙伴的战略合作，开发应用了一系列信创产品进军政企市场。
- **360 安全浏览器 V10（信创版）满足信创平台浏览器需求。**360 安全浏览器 v10 搭载 Chromium 78 内核版本，全面支持信创主流 CPU、操作系统、流版签办公插件、1080p 及 4K 高清视频流畅播放、国密单双向通信加密、显卡硬件加速（AMD 系列）、用户隐私数据保护等，高效满足信创平台办公需求，打造信创平台 Web 应用统一支撑平台，建立基于浏览器的 Web 生态标准体系。
- **360 终端安全防护系统（信创版）结合安全大脑提供反病毒服务。**360 安全大脑的极智赋能下，以大数据、云计算、人工智能等新技术为支撑，面向政府、军队、军工等企事业单位推出的以安全防御为核心、以安全策略管控为重点、以自动化运维管理为支撑的专业国产主机防护产品，可针对国产操作系统实现病毒木马查杀、终端管控、安全审计等功能，有效遏制内外部威胁的传播与扩散途径，保障内网终端主机的安全，全方位提升核心业务及资源的安全性。能够兼容主流国产操作系统，并针对不同国产操作系统涉及不同功能。

图表 27: 360 终端兼容操作系统



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 28: 360 终端兼容国产芯片



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **360 安全卫士 Linux 国产化专版完善主动防御。**产品集合了集合领先的常规反病毒引擎、360 云引擎、QVM II 启发引擎、系统修复引擎等，重构优化，强力查杀来全面保护电脑安全。依托安全大数据误杀率极低。用户文件云鉴定实现 1 秒级响应。自 2012 年起，360 安全卫士的国内 PC 市场份额第一，艾瑞第三方数据显示市场渗透率为 82%。
- **360 压缩 (信创版)**是服务各国产 Linux 操作系统的专业压缩软件。压缩速度快，兼容多种格式，方便易用。
- **360 万能播放器 (信创版)**是在国产操作系统上的本地多媒体播放器。在 UOS 操作系统上支持国产 CPU 如龙芯、兆芯、鲲鹏、飞腾等。支持多种解码，多格式音频，采用增强图像引擎。
- **360 与多位合作伙伴共同探讨信创安全体系的建立。**以 360 和通信软件的合作为例，360 为国产操作系统 UOS 提供安全赋能，从系统漏洞挖掘、系统证书体系建设、应用安全、基础应用开发等维度，深度参与建设和维护 UOS 生态安全体系。在与其他伙伴合作的过程中，360 的信创技术也逐步完善。

图表 29: 360 信创生态合作伙伴 (排名不分先后)



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 综合来看，我们认为公司切入政企安全主要基于以下几个原因：
- 1) 宏观国家因素：国际形势复杂、中国面临来自美国等西方国家越来越大的打压，网络安全、自主安全需求增加甚至有可能未来将面临网络战争，这已上升到国家安全层面的共识。中国亟需升级传统网络安全理念和框架，以应对错综复杂的来自外部的网络安全风险。
- 2) 中观产业因素：随着十四五规划开局，5G、云计算、人工智能、物联网、区块链、工业控制等新兴技术将迎来快速发展，新技术在 B 端、G 端等新基建领域的应用将愈加普遍，这随之而来的新兴技术安全问题将逐渐显现。传统的网络安全技术和能力将难以满足新技术安全的要求，亟需像三六零这种新型安全理念引导者进入。
- 3) 微观企业因素：随着 C 端流量见顶，互联网红利逐渐消失，叠加包括字节跳动、快手等短视频巨头的冲击，虽然公司通过打造“360 智慧商业”进行营销模式升级。但可以预见短期传统互联网广告业务增长动力不足。通过切入政企安全领域，可以为公司带来新的利润增长点。
- 我们认为，凭借深厚的网络安全技术积淀、较强的品牌竞争力、以及资深的网安专家团队，三六零强势入局政企安全领域，以安全大脑为枢纽，配套 10 大安全运营平台和能力载体，将各个监管部门、城市、行业、企业安全大脑连接打通。通过数据、情报的查询和交换，以实现跨区域的深度联防和协同防御，从而构建一套自上而下的新型安全理念和框架，有望带来 BG 端等传统网络安全领域的颠覆。

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

盈利预测假设及其必要的解释：

互联网广告及服务业务：互联网广告业务是公司原有传统业务，贡献主要收入。今年受疫情影响，导致互联网广告收入有所下降，随着疫情放缓、经济形势见好，预计 21、22 年该项业务有望逐渐恢复，预计 20-22 年该业务营收同比增速分别为-20%、10%、10%。

智能硬件业务：智能硬件业务是公司布局多年的业务，随着 5G 时代到来，人们对智能硬件需求量逐步增加，。预计 20-22 年该业务保持稳步增长，同比增速分别为 40%、30%、30%。

互联网增值业务：为应对游戏业务下滑，公司今年积极调整运营策略，继续推进游戏业务“联运+发行”一体化转型的同时，积极拓展休闲游戏及海外市场，力求实现内容精品化及运营精细化，提升资源利用率。预计 20-22 该业务营收同比增速分别为 15、10%、10%。

其他安全业务：其他安全业务主要是政企安全方面，随着信创加速，政企安全需求增长，公司启动政企安全战略，积极布局 B 端和 G 端安全。预计 20-22 年该业务营收增速稳定，分别为 50%、60%、60%。

图表 30：公司分业务营收预测（单位：亿元）

单位：亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
互联网广告及服务业务	106.58	97.25	77.80	85.58	94.14
YoY	14.26%	-8.75%	-20.00%	10.00%	10.00%
智能硬件业务	10.15	16.76	23.46	30.50	39.65
YoY	-7.64%	65.12%	40.00%	30.00%	30.00%
互联网增值业务	11.78	9.58	11.02	12.12	13.33
YoY	-30.62%	-18.68%	15.00%	10.00%	10.00%
其他安全业务	2.70	4.73	7.10	11.35	18.16
YoY	-0.91%	75.19%	50.00%	60.00%	60.00%

其他业务	0.08	0.09	0.10	0.12	0.14
YoY	24.14%	12.50%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	131.29	128.41	119.48	139.67	165.42
YoY	7.28%	-2.19%	-6.95%	16.90%	18.44%

来源: Wind, 国金证券研究所

毛利率假设:

互联网广告及服务方面, 由于近年来互联网流量见顶, 存量竞争加剧, 互联网广告价格战频发, 公司互联网广告业务毛利率呈下滑趋势。**智能硬件业务**, 需求增加, 然市场竞争也在不断加剧, 预计该项毛利率持续保持平稳。**互联网增值服务**, 游戏属于高毛利业务, 预计毛利率维持提升趋势。其他安全业务, 主要是政企安全方面, 毛利较为稳定。公司其他业务不是主要业务, 预计毛利率基本保持稳定。综上, 预计 20-22 年公司毛利率分别为 61.06%、58.56% 和 55.95%。

图表 31: 公司分业务毛利率预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
互联网广告及服务	73.78%	72.00%	72.00%	71.50%	71.00%
智能硬件	17.77%	14.98%	15.00%	15.00%	15.00%
互联网增值服务	75.44%	83.57%	84.00%	85.00%	86.00%
其他安全业务	70.59%	69.67%	70.00%	70.00%	70.00%
其他业务	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
综合	69.56%	65.35%	61.06%	58.56%	55.95%

来源: Wind, 国金证券研究所

费用率假设:

公司主营业务较为成熟, 智能硬件、互联网增值业务等发展空间广阔, 但考虑公司推出多项新产品, 需持续进行人员投入, 预计费用率基本保持稳定。

综上, 预计公司 20-22 年营收为 119.48 亿元、139.67 亿元和 165.42 亿元, 净利润为 28.29、32.12、37.67 亿元, 同比增速为-52.70%、13.53% 和 17.28%。

4.2 投资建议及估值

我们采用市盈率法对三六零进行估值:

我们预计三六零 2021 年净利润约为 32.12 亿元, 综合考虑同类型上市公司的估值, 给予公司 21 年 PE 倍数为 45 倍, 对应 21 年目标市值 1445.25 亿元, 对应目标价为 21.37 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表 32: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002439.SZ	启明星辰	30.20	0.91	1.16	1.48	33.25	26.00	20.44
300369.SZ	绿盟科技	16.79	0.39	0.53	0.69	43.03	31.73	24.25
300454.SZ	深信服	212.00	2.07	2.87	3.85	102.17	73.99	55.11
688023.SH	安恒信息	248.24	1.81	2.63	3.82	137.20	94.39	64.97
平均值						78.91	56.53	41.19

来源: Wind, 国金证券研究所

五、风险提示

- **市场竞争风险。**我们认为公司面临两方面的竞争风险：1) 互联网红利逐渐消失，C 端进入存量竞争阶段，同时包括字节跳动、快手等短视频巨头的冲击，公司传统互联网广告、游戏等受到冲击；智能硬件业务，随着 5G 加速，物联网行业发展迅速，小米、美的、华为等厂商在智能硬件领域不断加快推进，市场竞争日益激烈；2) 公司进入政企端后，面临传统网络安全厂商的竞争，随着国家网络安全战略确立，政企安全需求增加，行业竞争也日益加剧。
- **战略推进不及预期。**公司做 C 端起家，战略布局 B 端和 G 端，面临新的客户需求和市场竞争形态，存在战略推进不及预期的风险。
- **股票解禁风险。**2021 年 3 月 1 日，公司前几大股东天津奇信志成科技有限公司、周鸿祎、天津众信股权投资合伙企业(有限合伙)、金砖丝路(银川)股权投资合伙企业(有限合伙)等 4 家股东将迎来股票解禁期，共计解禁股份数量达 43.78 万股。大规模解禁有可能对公司股价造成冲击。
- **大股东股权质押比例较高的风险。**当前公司七大股东合计质押 392,055.95 万股，占总股本的 57.96%，存在股权质押比例较高的风险。
- **定增失败风险。**公司自 2018 年 5 月开始拟定增 107.93 亿元，后经入股天津金城银行 12.8 亿元，修改募资计划为 95.12 亿元，目前定增还在进行中，存在定增失败的风险。

六、附录部分

6.1 免费软件起家，技术高投入成就科技安全龙头

- **三六零前身奇虎 360 创立于 2005 年，是互联网免费安全的首倡者、中国领先的互联网和手机安全产品及服务供应商。**2006 年，三六零推出首款安全软件 360 安全卫士，2007 年成为国内用户量最大安全软件。2008 年，360 完成从产品向安全平台的蜕变，同时推出 360 杀毒、360 安全浏览器。2009 年，推出 360 手机卫士，标志公司迈入移动安全领域。2010 年，360 杀毒、360 手机卫士与信安易的用户市场份额均达一半以上。
- **2011 年 3 月，公司于纽交所正式挂牌交易，证券代码为 NYSE:QIHU，市值 59.5 亿美元，总计获 40 倍超额认购。**2012 年 1 月，旗下 360 保险箱软件与领先游戏媒体门户企业游久网合并重组，打造游戏开放平台；4 月，与国美网上商城达成战略合作，打造国内顶级专业家电零售网络；8 月，360 搜索上线，提供通用搜索服务。2013 年，发布“儿童卫士”手环，进军 IoT。2014 年，投资 4 亿与酷派组建合资公司，进入智能手机领域。2015 年进军互联网智能路由器市场，成立 360 企业安全集团。
- **2016 年，360 私有化交易完成，正式从纽交所退市。**2018 年 2 月，360 借壳江南嘉捷，回归 A 股。2019 年，以 37 亿元转让奇安信 22.59% 股权，问鼎 MSRC 安全精英榜。2020 年 8 月，360 企业安全集团正式升级为 360 政企安全集团，进军政企领域。

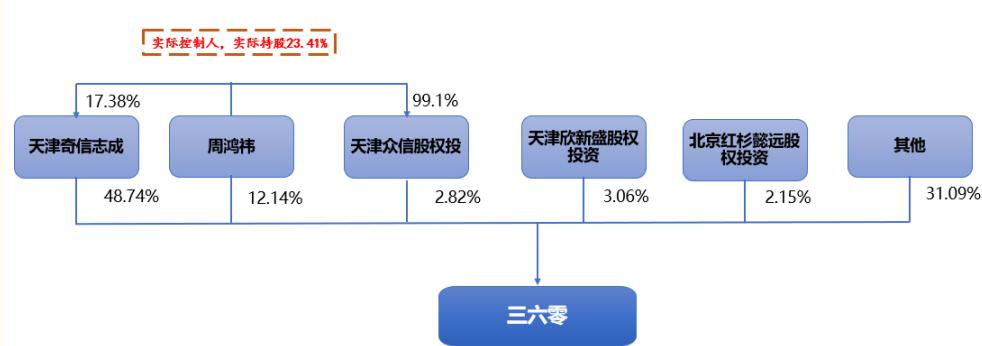
图表 33：三六零发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

- **股权集中，创始人周鸿祎为第一大股东持股。**天津奇信志成科技有限公司持有三六零股份的 48.74%，该公司为 360 私有化设立，主要股东包括周鸿祎，天津欣新盛股权投资合伙企业（有限合伙）、北京红杉懿远股权投资中心（有限合伙）等，集团创始人周鸿祎合计持股 23.41%。

图表 34：三六零股权结构

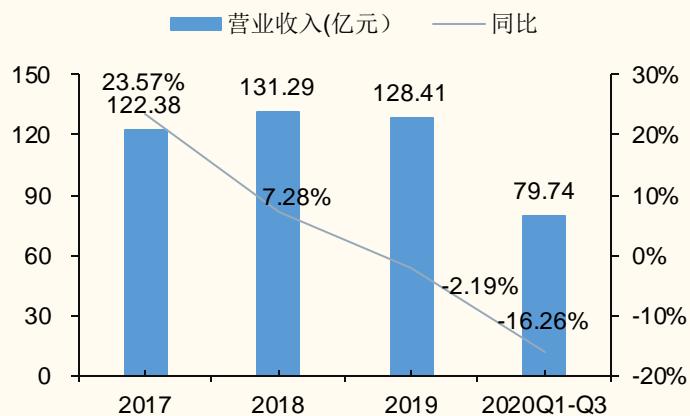


来源：wind，国金证券研究所

6.2 收入受疫情冲击下滑，费用控制稳定

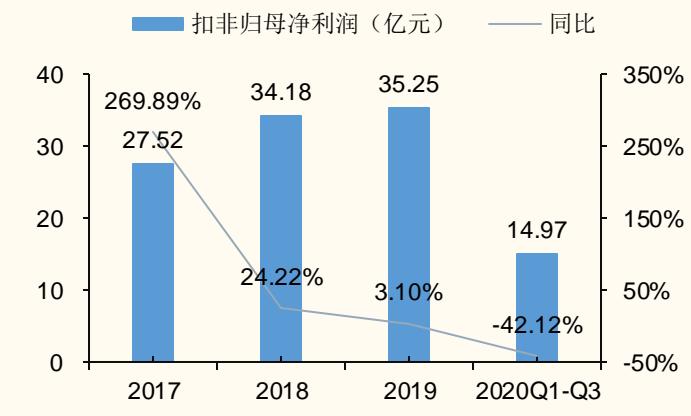
- **竞争加剧影响收入增速。**2019 年营收 128.41 亿元，同比下降 2.19%，主要受占公司收入比重较大的互联网广告业务和互联网增值服务业收入下降影响，系 PC 端广告竞争日趋激烈、公司运营策略调整所致。2020 前三季度，受新冠疫情影晌，国际经济形势严峻，中小企业受到冲击，导致互联网广告及服务业务收入大幅下滑，使得公司整体营收 79.74 亿元，同比下降 16.26%。
- **2017-2019 公司盈利能力持续提升。**2017-2019 年三六零扣非归母净利润分别为 27.52 亿元、34.18 亿元、35.25 亿元，持续稳定增长，2020 年前三季度扣非归母净利润 14.97 亿元，同比下降 42.12%。

图表 35: 2017-2020Q1-Q3 三六零营收情况



来源: wind, 国金证券研究所

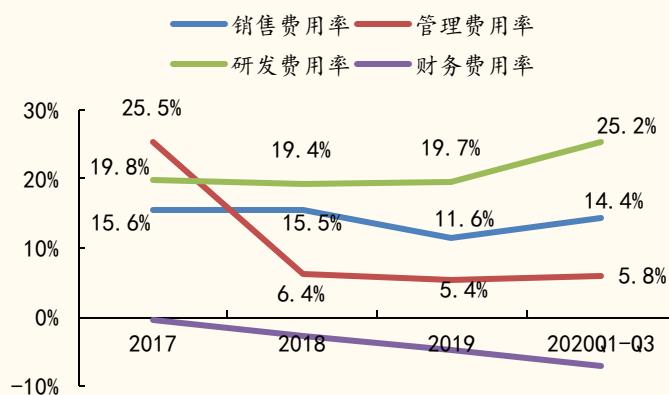
图表 36: 2017-2020Q1-Q3 三六零扣非归母净利润情况



来源: wind, 国金证券研究所

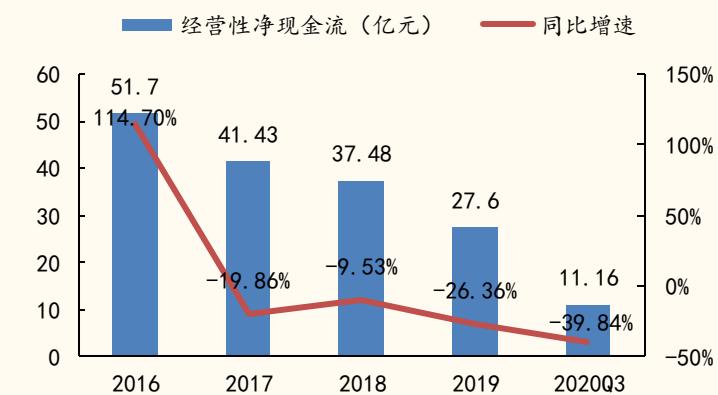
- 各项费用率控制合理, 持续高研发投入。三六零销售、研发、财务费用率情况始终比较平稳, 2018-2020Q3 期间, 研发费用率呈现明显增长趋势, 分别为 19.4%, 19.7%, 25.2%, 销售费用率略有波动, 总体在 11%-16% 之间, 财务费用率有所下滑。根据公司公布的 360 科技有限公司 2017 年经营情况报告, 公司自 2018 年借壳上市后, 管理费用率明显下滑, 2016 年为 39%, 2017 年下降为 25.5% , 2018-2020Q3 期间管理费用率水平维持在 5%-7%。
- 经营性现金流虽在下降, 但仍较为充裕。2018 年公司经营性现金流净额 37.48 亿元, 同比降低 9.53%, 2019 年公司经营性现金流净额 27.60 亿元, 同比降低 26.36%, 主要是支付给职工现金及支付各项税费增加所致。2020 前三季度公司经营性现金流净额 11.16 亿元, 同比降低 39.84%。

图表 37: 2017-2020Q1-Q3 公司成本费用率情况



来源: wind, 国金证券研究所

图表 38: 2017-2020Q1-Q3 公司经营性净现金流及同比

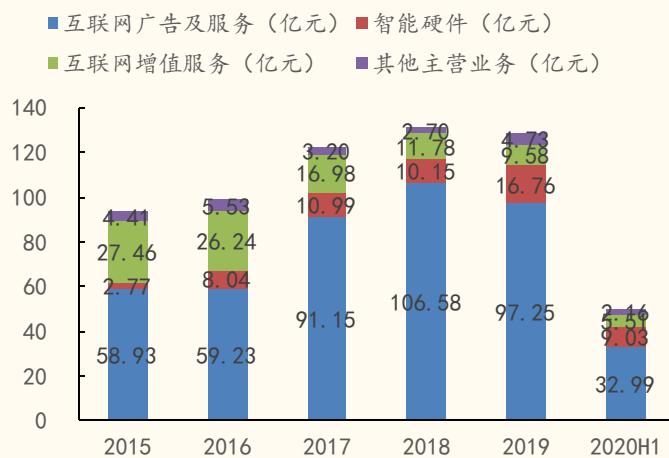


来源: wind, 国金证券研究所

6.3 互联网广告及服务: 以免费获取流量, 打造智慧平台

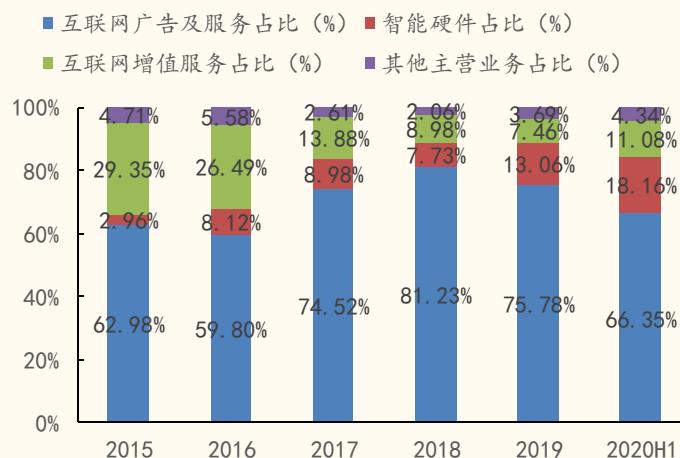
- 互联网广告及服务业务是目前公司的主要收入来源。2015-2018 年互联网广告及业务营收持续增加, 占比增加, 2018 年高达 81.23%, 2019 年由于互联网广告投放重心偏向移动端, PC 端广告市场竞争日趋激烈, 这一业务营收占比 75.78%, 有所下降。其次是互联网增值服务, 随着近几年页游市场整体下滑, 公司手游竞争力相对较弱, 导致业务收入不断下降。智能硬件业务起步晚, 复合增长率高, 公司 2015 年开始全力布局智能硬件业务, 基于 360 的技术、用户和品牌优势, 2019 年智能硬件营收 16.76 亿, 年复合增长率为 65.20%。

图表 39：各项业务收入变化情况



来源：wind, 国金证券研究所

图表 40：各项业务收入占比变化情况



来源：wind, 国金证券研究所

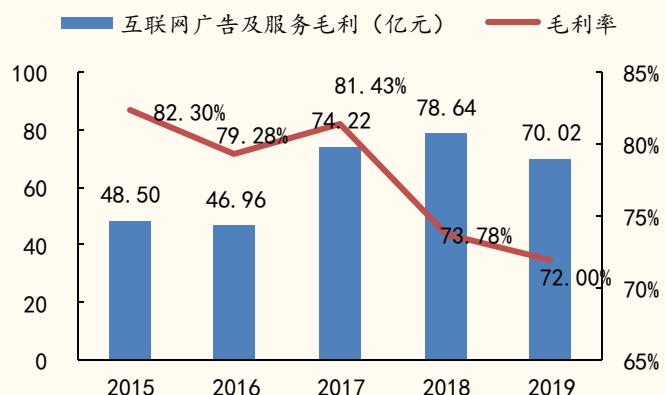
■ 互联网广告及服务业务

- **三六零互联网广告及服务采用典型的“免费+广告及服务”模式。**通过提供高质量且免费的安全服务，汇聚巨量的流量资源，吸引各类商业用户在三六零产品矩阵中实现一站式整合营销，从而带来大量的广告和服务收入。
- **互联网广告及服务业务毛利率高。**2015-2019年毛利率均在70%以上，2017年营收同比增长在40%以上；2016年互联网广告及服务业务增速大幅下滑的原因在于三六零私有化完成，对主营业务进行调整，将之前的“互联网服务”业务拆分成“互联网广告及服务”和“互联网增值服务”两大业务，并涉及相应业务人员的调整使得业绩增速收到一定影响。2017年，公司通过不断优化业务结构，有效整合相关业务和资产，大力发展互联网程序化广告，同时加强AI技术应用，调整定价及资源策略，使得营收和毛利大幅增加；2018年国内广告市场总体增长平缓，公司互联网广告及服务业务增速有所放缓，同比增幅约17%，毛利率下降为73.78%。2019年，互联网广告市场预算投入趋于谨慎，且不断向头部平台集中，信息流、视频、电商类广告等细分市场优势扩大，互联网广告投放重心偏向移动端，受此影响，公司具有显著优势的PC端广告市场竞争日趋激烈，业务收入同比降低8.76%，首次出现负增长。2020上半年，受疫情影响，互联网广告及服务收入为32.99亿元，同比下降29.76%。

图表 41：互联网广告及服务营收及增长率



图表 42：互联网广告及服务毛利及毛利率



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

■ 平台转型升级为“360 智慧商业”。2020 年, 随着产品、业务的持续升级以及服务受众的不断拓展, 公司商业化品牌从营销推广平台升级定位为全场景智慧商业服务平台“360 智慧商业”。目前, 360 智慧商业全场景产品布局跨平台、跨场景、跨设备融合, 能够从内容、服务层面为用户打造连贯、流畅的全场景使用体验, 多维度赋能企业发展。2020 年 3 月, 360 智慧商业官网 (e.360.cn) 升级, 上线 PC、APP、WAP 三端企业服务, 完整展示三大业务版块。未来公司将依托覆盖用户全场景的互联网产品, 为企业提供全生命周期服务, 满足多维增长需求, 打造共生共赢的智慧商业生态。

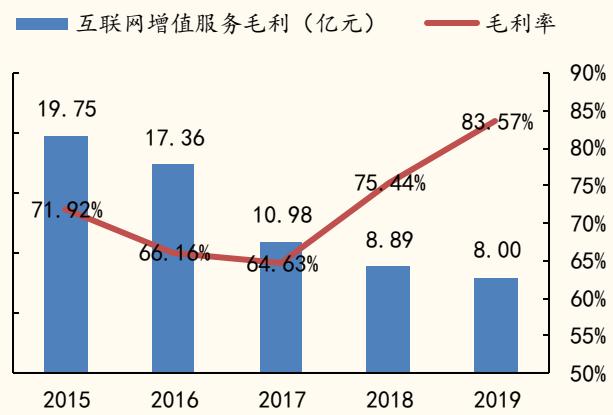
6.4 互联网增值业务: 收入下滑, 拓展海外市场

■ 互联网增值业务收入有所回升。可以看出 2015 年以来互联网增值业务营收逐年减少, 毛利率较为稳定, 至 2019 年 12 月 31 日, 互联网增值业务营收 9.58 亿元, 同比下降 18.68%。这是由于近年来, 游戏行业政策趋严和流量获取变难, 整体产业规模增速明显放缓, 受行业宏观情况影响, 公司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 值出现回落, 导致业务收入同比出现明显下降; 公司积极调整运营策略, 2019 年, 公司积极调整运营策略, 继续推进游戏业务“联运+发行”一体化转型的同时, 积极拓展休闲游戏及海外市场, 力求实现内容精品化及运营精细化, 提升资源利用率。2019 年互联网增值业务下降收窄, 毛利率保持回升, 为 83.57%。2020 上半年, 随着公司的转型和调整, 加上疫情对游戏行业的推动作用, 公司互联网增值服务收入 5.51 亿元, 同比增长 14.23%。

图表 43: 互联网增值业务营收及增长率



图表 44: 互联网增值业务毛利及毛利率



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

■ 三六零互联网增值服务主要为互联网游戏业务。公司在互联网游戏产业链中主要承担网络游戏平台角色, 形成了以 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, 以 wan.360.cn、www.youxi.com 为主的网页游戏运营平台。

图表 45：360 旗下部分游戏

热门游戏	网页游戏	休闲游戏	小游戏	最新游戏
 双人游戏大全 45,447人玩过	 完美漂移 6,415人玩过	 战地联盟  巅峰坦克	 汤姆猫4 14,907人玩过	 天途 43,256人玩过
 森林冰火人中文无敌版	 攻城掠地	 巅峰战舰	 组装机械恐龙小游戏	 兽王降临
 冰火人亚马逊大冒险	 葫芦娃	 生死狙击	 植物大战僵尸家族	 斗破沙城
 暗黑大天使	 寒刀行	 王牌战争	 CS劲爆枪战	 九天封神
 火柴人逃狱记中文版	 弹弹堂	 哈灵斗地主	 跳跃忍者	 钢铁苍穹
 斗罗大陆	 封神霸业	 特战英雄	 老爹圣代历险记	 战神觉醒
 皮卡堂	 灭神	 塔防三国志II	 泡泡升空记5	 山河图志
 豌豆兄弟大战僵尸	 热血战歌	 街机捕鱼城	 炮打气球欢乐暑假	 英魂之刃
 7K7K枪战游戏大全	 传奇霸业	 拖拉机	 厕所没纸了	 烽火九州超变版
 老爹汉堡店	 神戒	 英魂之刃	 割绳子电脑版1.2	 封神霸业
 8号台球	 三国杀	 梦塔防 68,854人玩过	 僵尸游戏专题页	 梦塔防
 战车撞僵尸2.0加强版	 街机三国	 少年封神	 疯狂过山车2	 莽荒纪2
 狂野飙客	 坦克风暴	 三国杀OL	 男生游戏大全	 塔防三国志II
 三国群英传一统天下	 九天封神	 小鳄鱼爱洗澡中文版	 混沌西游	
 特战英雄	 神仙道	 神龙猎手	 愤怒的小鸟小游戏专题	 创世封神

来源：公司官网，国金证券研究所

■ 公司积极调整运营策略，推进“联运+发行”一体化转型，积极拓展休闲游戏及海外市场。手游方面，着力孵化细分领域的精品IP产品，优质独代产品在2020下半年的储备及发行速度将有所提升；在秉承精细化运营策略的同时，加大对外部优质渠道的资源引入及新媒体领域的投放推广，启用联合发行模式。页游方面，360持续保持国内市场龙头地位，重点拓展PC云游戏及多端项目的联动，持续带来PC页游新品。创新业务方面，公司加强研发能力建设，在H5、休闲游戏等领域多方向拓展，实现多端融合。端游方面，公司与战略合作伙伴Wargaming深度联运全球顶级军武端游《坦克世界》《战舰世界》，全力推动全球游戏内容同步、全国网络同服，目前已正式开启全面公测。

6.5 智能硬件：多领域产品矩阵，市占率名列前茅

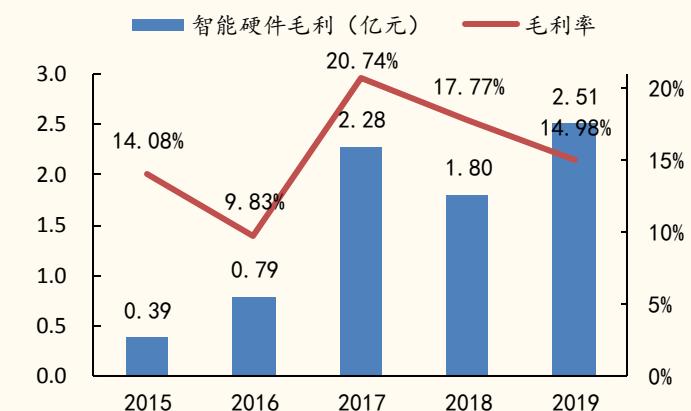
■ 安全硬件业务收入增速回升，近两年毛利率下降。2017年营收10.99亿，同比增加36.67%，毛利率20.74%。2018年，随着大量互联网公司及传统硬件企业的涌入，市场竞争较为激烈，产品同质化严重；公司的智能硬件主打安全属性，创新、自研周期较长，推出的产品品类与同行业其他公司相比较为单一，导致智能硬件业务收入10.15亿元，同比下滑7.66%。2019年，受益于5G、AI等新兴技术的落地应用，物联网相关产业热度空前，三六零经过四年的探索和积累，业务布局逐渐成熟，产品品类日趋多元，营销能力不断拓展，增值服务不断深挖，市场占有率稳居行业前列，公司智能硬件业务实现收入16.76亿元，同比增长65.20%，毛利率14.98%。2020上半年，该模块业务收入9.03亿元，同比增长46.20%。

图表 46：智能硬件业务营收及增长率



来源：wind，国金证券研究所

图表 47：智能硬件业务毛利及毛利率



来源：wind，国金证券研究所

- **布局七年，智能硬件业务逐渐成熟。**2013年10月29日，三六零发布首款可穿戴设备“360儿童卫士”智能手环。2014年，通过与华为、海尔、阿尔卡特等厂商合作，三六零进入“手机”领域。截止2018年，三六零行车记录仪、智能安全路由器、可视门铃等明星产品的线上销售量在同品类产品中均名列前茅。
- **360智能硬件多领域全面覆盖。**依托于在人工智能、大数据、云计算等方面的优势，三六零全力进军智能硬件领域，以安全为核心将自身在“IMABCDE”等各个领域的核心技术及强大的安全技术广泛用于智能产品中。公司在智能家具、智能穿戴以及安全出行三个主要产品线持续发力，陆续推出智能安全路由器、智能摄像头、行车记录仪、扫地机器人、智能儿童手表、智能门锁、可视门铃等智能产品。
- **销售渠道不断拓宽，用户运营不断加强。**营销渠道方面，2020年，公司积极探索直播、短视频等新的营销方式，产品在推广期间达到京东直播人气TOP3；同时，公司积极进行海外部署，主力产品均已针对海外市场做了产品规划，其中扫地机全线产品已在海外销售，车联网、防火墙路由器新品后续将快速跟进，安防产品也将在下半年陆续进入海外市场。用户运营方面，公司实践“IoT硬件+增值服务”的商业模式，通过360安心家APP连通公司全线智能硬件产品，提升用户体验。

图表 48：360 智能硬件产品发布时间线及其性能



来源：公司官网，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	12,238	13,129	12,841	11,948	13,967	16,542
增长率		7.3%	-2.2%	-7.0%	16.9%	18.4%
主营业务成本	-3,296	-3,998	-4,449	-4,562	-5,554	-6,832
%销售收入	26.9%	30.4%	34.6%	38.2%	39.8%	41.3%
毛利	8,942	9,132	8,392	7,386	8,413	9,710
%销售收入	73.1%	69.6%	65.4%	61.8%	60.2%	58.7%
营业税金及附加	-252	-236	-185	-167	-203	-237
%销售收入	2.1%	1.8%	1.4%	1.4%	1.5%	1.4%
销售费用	-1,907	-2,034	-1,486	-1,553	-1,648	-1,820
%销售收入	15.6%	15.5%	11.6%	13.0%	11.8%	11.0%
管理费用	-3,118	-838	-698	-657	-754	-827
%销售收入	25.5%	6.4%	5.4%	5.5%	5.4%	5.0%
研发费用	0	-2,546	-2,528	-2,390	-2,807	-3,358
%销售收入	0.0%	19.4%	19.7%	20.0%	20.1%	20.3%
息税前利润 (EBIT)	3,666	3,478	3,495	2,619	3,001	3,469
%销售收入	30.0%	26.5%	27.2%	21.9%	21.5%	21.0%
财务费用	46	345	596	340	321	400
%销售收入	-0.4%	-2.6%	-4.6%	-2.8%	-2.3%	-2.4%
资产减值损失	-215	-97	-17	-10	-13	-12
公允价值变动收益	0	0	15	0	0	0
投资收益	522	413	3,027	300	400	500
%税前利润	12.7%	9.9%	41.9%	9.2%	10.8%	11.4%
营业利润	4,050	4,174	7,189	3,249	3,709	4,357
营业利润率	33.1%	31.8%	56.0%	27.2%	26.6%	26.3%
营业外收支	69	12	28	10	12	11
税前利润	4,119	4,186	7,217	3,259	3,721	4,368
利润率	33.7%	31.9%	56.2%	27.3%	26.6%	26.4%
所得税	-697	-678	-1,268	-489	-558	-655
所得税率	16.9%	16.2%	17.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	3,422	3,508	5,950	2,770	3,163	3,713
少数股东损益	50	-27	-31	-59	-49	-54
归属于母公司的净利润	3,372	3,535	5,980	2,829	3,212	3,767
净利率	27.6%	26.9%	46.6%	23.7%	23.0%	22.8%

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	10,013	14,977	19,463	20,795	21,025	21,765
应收账款	2,568	2,863	2,624	2,619	2,908	3,172
存货	104	123	278	625	700	805
其他流动资产	623	594	566	717	834	927
流动资产	13,307	18,557	22,931	24,756	25,468	26,669
%总资产	63.2%	63.2%	67.9%	66.1%	65.1%	64.6%
长期投资	5,781	8,214	7,849	9,099	9,829	10,559
固定资产	475	720	1,051	1,066	1,092	1,095
%总资产	2.3%	2.5%	3.1%	2.8%	2.8%	2.7%
无形资产	1,403	1,566	1,574	2,545	2,741	2,929
非流动资产	7,745	10,791	10,820	12,710	13,661	14,583
%总资产	36.8%	36.8%	32.1%	33.9%	34.9%	35.4%
资产总计	21,052	29,348	33,752	37,465	39,129	41,252
短期借款	14	18	0	2,337	1,069	229
应付款项	3,155	3,377	3,090	3,395	4,215	4,703
其他流动负债	1,283	1,506	1,774	886	1,008	1,174
流动负债	4,452	4,901	4,864	6,617	6,292	6,106
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	365	168	206	128	139	142
负债	4,817	5,069	5,070	6,745	6,431	6,248
普通股股东权益	16,048	23,982	28,700	30,798	32,825	35,185
其中：股本	2,000	6,764	6,764	6,764	6,764	6,764
未分配利润	4,393	7,765	13,635	15,333	17,260	19,520
少数股东权益	267	297	-19	-78	-127	-181
负债股东权益合计	21,132	29,348	33,752	37,465	39,129	41,252

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	8.490	0.523	0.884	0.418	0.475	0.557
每股净资产	40.405	3.546	4.243	4.553	4.853	5.202
每股经营现金净流	10.430	0.554	0.409	0.286	0.566	0.594
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.167	0.190	0.223
回报率						
净资产收益率	21.01%	14.74%	20.84%	9.19%	9.78%	10.71%
总资产收益率	15.96%	12.04%	17.72%	7.55%	8.21%	9.13%
投入资本收益率	18.64%	11.99%	10.03%	6.71%	7.52%	8.33%
增长率						
主营业务收入增长率	406.28%	7.28%	-2.19%	-6.96%	16.90%	18.44%
EBIT增长率	1706.80%	-5.11%	0.50%	-25.08%	14.59%	15.59%
净利润增长率	2014.79%	4.83%	69.19%	-52.70%	13.53%	17.28%
总资产增长率	649.97%	38.88%	15.00%	11.00%	4.44%	5.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.8	66.5	65.2	70.0	66.0	60.0
存货周转天数	21.8	10.4	16.5	50.0	46.0	43.0
应付账款周转天数	150.5	204.1	190.1	180.0	181.0	179.0
固定资产周转天数	10.6	13.4	13.3	8.7	2.8	-1.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-61.29%	-61.61%	-68.31%	-60.61%	-61.63%	-62.20%
EBIT利息保障倍数	-79.6	-10.1	-5.9	-7.7	-9.3	-8.7
资产负债率	22.79%	17.27%	15.02%	18.00%	16.43%	15.15%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,422	3,508	5,950	2,770	3,163	3,713
少数股东损益	50	-27	-31	-59	-49	-54
非现金支出	916	479	365	344	459	538
非经营收益	-491	-688	-3,610	-135	-289	-465
营运资金变动	296	449	61	-1,046	495	233
经营活动现金净流	4,143	3,748	2,765	1,933	3,828	4,018
资本开支	-268	-495	-657	-977	-668	-719
投资	607	79	3,830	-880	-665	-670
其他	8,706	-3,627	-7,292	300	400	500
投资活动现金净流	9,046	-4,042	-4,120	-1,557	-933	-889
股权募资	3,003	0	0	0	0	0
债权募资	-14,864	0	0	2,164	-1,267	-841
其他	-165	-206	-745	-1,208	-1,397	-1,549
筹资活动现金净流	-12,026	-206	-745	956	-2,664	-2,390
现金净流量	1,162	-501	-2,100	1,332	231	739

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402