

## 江南嘉捷 601313.SH

当前股价: 8.79 元  
2017 年 11 月 06 日

### 从360到三六零

#### 基础数据

上证综指	3388
总股本(万股)	39718
已上市流通股(万股)	39718
总市值(亿元)	35
流通市值(亿元)	35
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	4.4
资产负债率	35.4%
主要股东	金志峰
主要股东持股比例	20.75%

#### 股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

#### 相关报告

刘泽晶

010-57601795  
liuzejing@cmschina.com.cn  
S1090516040001

江南嘉捷拟通过资产置换及发行股份方式,以 504.16 亿元收购三六零 100% 股权,交易完成后公司实控人变更为周鸿祎,三六零承诺 2017-19 年扣非净利润不低于 22/29/38 亿元。三六零作为行业龙头,产品壁垒高,业务生态完善,稀缺性强,但考虑到本次交易仍然具有不确定性,暂不给予评级。

- **新起点,新征程!** 三六零作为中国领先的互联网安全企业回归国内资本市场,不仅仅是站在新起点,借助国内资本平台实现自身业务持续发展,更能带动网络安全行业实现技术突破、业务创新,引领行业踏上加速成长的新征程。公司以网安产品为基石,依托超过 5 亿活跃用户,打造从软件服务到硬件产品的互联网生态。我们认为,公司在以 AI、云计算、物联网为代表技术的下一代科技浪潮中,将再次腾飞。
- **江南嘉捷作价 504.16 亿元收购三六零 100% 股权:** 1) 江南嘉捷将上市公司全部资产及负债置出:其中 90.29% 的股权作价 16.9 亿元以现金方式转让给原江南嘉捷实际控制人;剩余 9.71% 股权作价 1.8 亿元与三六零 100% 股权的等值部分进行置换,三六零全体股东再将这 9.71% 股权转让给原江南嘉捷实际控制人。2) 三六零作价 504.2 亿元,通过资产等值部分抵消后,拟置入资产剩余部分为 502.3 亿元,由江南嘉捷以发行股份的方式购买,以 7.89 元/股计算,公司向三六零全体股东发行股份 63.67 亿股。3) 三六零全体股东承诺:三六零 2017-2019 年扣非净利润不低于 22 亿元、29 亿元、38 亿元。
- **剥离企业安全,聚焦网络服务:** 2016 年私有化完成后,三六零剥离一系列与网络服务相关度不高的业务,其中也放弃了企业安全业务主体北京奇安信的控制权。公司全面聚焦网络服务,打造以网络安全核心技术为驱动、以软硬件协同发展的产品体系为载体、以网络服务商业化为保障的互联网生态体系。
- **投资建议:** 三六零作为行业龙头,产品壁垒高,业务生态完善,稀缺性强。但考虑到本次交易仍然具有不确定性,暂不给予评级。
- **风险提示:** 1) 本次交易可能取消的风险; 2) 研发投入下滑,核心人才流失风险; 3) 业绩承诺不达预期风险

#### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2661	2417	2417	2417	2417
同比增长	-3%	-9%	0%	0%	0%
营业利润(百万元)	274	186	158	159	160
同比增长	-3%	-32%	-15%	1%	1%
净利润(百万元)	225	159	136	137	137
同比增长	-3%	-29%	-15%	1%	0%
每股收益(元)	0.56	0.40	0.34	0.34	0.34
PE	31.7	44.4	52.1	51.8	51.7
PB	4.5	4.2	4.1	4.0	3.9

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、从 360 到三六零.....	4
1.1 奇虎 360 美国退市历程.....	4
1.2 私有化主体：奇信通达.....	4
1.3 国内上市主体：天津奇思.....	7
1.4 借壳江南嘉捷.....	9
二、以网络安全为基石，建立互联网服务生态.....	11
2.1 产品与服务.....	11
2.2 业务数据.....	12
三、产业与服务：从 PC 端到移动端、从软件到硬件全面覆盖.....	15
3.1 安全类产品服务体系.....	15
3.1.1 互联网安全产品及服务.....	15
3.1.2 IOT 安全产品.....	18
3.1.3 国家网络安全与社会安全服务.....	19
3.2 信息获取类产品.....	19
3.3 内容类产品.....	20
3.4 分业务收入.....	20
3.4.1 互联网广告及服务.....	20
3.4.2 互联网增值服务.....	20
3.4.3 智能硬件.....	21
四、投资建议.....	22

## 图表目录

图 1 360 私有化架构.....	5
图 2 天津奇思 100%股权转让给奇信通达.....	7
图 3 拆除天津奇思子公司的 VIE 架构.....	8
图 4 天津奇思吸收合并奇信通达.....	9
图 5 三六零借壳江南嘉捷交易方案.....	10
图 6 三六零业务生态.....	11
图 7 2014-2017H1 三六零营收及利润变化（单位：亿）.....	13

图 8 2011-2015Qihoo 360 营收及利润增速 (单位: 亿) .....	13
图 9 三六零分业务收入 (单位: 亿) .....	14
图 10 三六零分业务收入占比 .....	14
图 11 三六零毛利率及净利率变化 .....	14
图 12 三六零费用率变化 .....	14
图 13 三六零研发投入变化 (单位: 亿) .....	14
图 14 360 安全卫士 .....	15
图 15 360 杀毒 .....	15
图 16 三六零 PC 端月活用户数 (亿) .....	15
图 17 360 手机卫士 .....	16
图 18 360 清理大师 .....	16
图 19 三六零移动端产品累计活跃用户数 (单位: 亿) .....	17
图 20 360 浏览器月活用户及渗透率 .....	17
图 21 360IOT 产品 .....	18
图 22 三六零广告业务 .....	20
图 23 三六零游戏业务 .....	21
图 24 三六零 IOT 硬件业务 .....	21
表 1: 奇信通达, 奇信志成股权结构 .....	5
表 2: 交易完成过后江南嘉捷股权结构 .....	10
表 3: 三六零产品 .....	12
表 4: 国家网络安全与社会安全服务 .....	19
表 5: 360 导航及 360 搜索 .....	19
表 6: 三六零内容类产品 .....	20
表 7: 三六零游戏业务数据 .....	21
表 8: 网络安全政策持续加码 .....	22
表 9: 中概股借壳回归 .....	23
附: 财务预测表 .....	24

## 一、从 360 到三六零

### 1.1 奇虎 360 美国退市历程

2015 年 6 月，Qihoo 360 的董事会正式接到周鸿祎买方团的私有化要约。周鸿祎、中信证券、金砖丝路、华兴资本、红杉中国联合组成的买方团，拟以 51.33 美元/股（77 美元/ADS）的价格，将 360 私有化。

2015 年 12 月 18 日宣布了私有化方案，对应私有化价格，360 估值作价 99.66 亿美元，因为买方团的周鸿祎等在私有化之前就持有 360 的老股，最终私有化的资金需求为 94 亿美元。（根据美股公告，招商银行承诺为交易提供最高 30 亿美元的贷款+4 亿美元过桥贷款。贷款将由奇信志成承担，而不是由私有化主体奇信通达承担）

2016 年 3 月 30 日，特别股东大会上，公司股东已投票批准了此前提出的私有化方案。

2016 年 4 月 26 日，国家发改委投资项目在线审批监管平台披露，奇虎 360 私有化项目已经获得国家发改委通过，进入公示阶段。投资项目在线审批监管平台公告显示，在 4 月 19 日，奇虎 360 私有化项目获国家发展和改革委员会审批通过，项目法人单位为天津奇信通达科技有限公司。

2016 年 7 月 16 日凌晨，奇虎 360 对外宣布私有化交易完成。奇虎 360 的股票停止在美国纽交所公开交易。

### 1.2 私有化主体：奇信通达

根据私有化要约提案，周鸿祎牵头搭建了四层持股公司作为实施私有化的交易主体，从上至下分别是奇信志成、奇信通达、True Thrive、New Summit。

2015 年 11 月，周鸿祎受让 Offshore 公司设立的 True Thrive 100% 股权；同月，True Thrive 受让 Offshore 公司设立的 New Summit 100% 股权。

2015 年 11 月，周鸿祎与金明义设立奇信通达，其中周鸿祎持股 99%，金明义持股 1%；

2015 年 12 月，周鸿祎与金明义设立奇信志成，其中周鸿祎持股 99%，金明义持股 1%。

2015 年 12 月 10 日，金明义将持有的奇信通达 1% 的股权转让给天津奇睿众信科技合伙企业（有限合伙）（2016 年 3 月改名为天津众信）；周鸿祎将持有的奇信通达 16.95% 的股权转让给天津奇睿众信科技合伙企业（有限合伙），并将其持有的 11.75% 的股权转让给齐向东。

2015 年 12 月 18 日，Qihoo 360 与奇信志成、奇信通达、True Thrive、New Summit、Global Village、Young Vision 签订了《合并协议》。2016 年 4 月，奇信通达受让周鸿祎持有的 True Thrive 100% 的股权，True Thrive 成为奇信通达全资子公司。

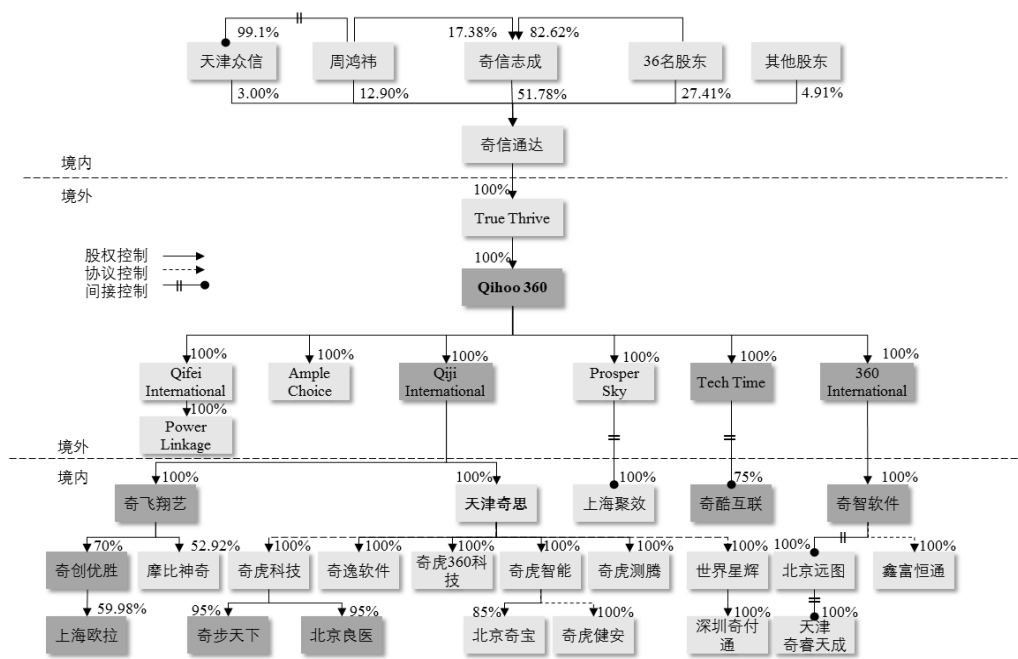
2016 年 5 月，齐向东将持有的奇信通达 1.06% 的股权转让给周鸿祎；天津众信将持有的奇信通达 1.11% 的股权转让给周鸿祎；同时，天津奇信志成科技有限公司、浙江海宁国安睿威投资合伙企业（有限合伙）等 39 名新股东以增资方式成为奇信通达的股东。

增资完成后，奇信通达的注册资本由 10,000,000 元人民币，增加至 56,176,628 元人民币。

中信国安信息产业股份有限公司、深圳市平安置业投资有限公司等 36 家投资人作为买方团成员签署了《Equity Commitment Letter》。

根据《合并协议》，私有化将通过 New Summit 和 Qihoo 360 合并的方式实施，合并后 New Summit 停止存续，Qihoo 360 作为合并后的存续主体成为 True Thrive 的全资子公司。

图 1 360 私有化架构



资料来源：招商证券，公司公告

注：1、其他股东指齐向东、天津聚信、天津天信；36 名股东指除奇信志成、周鸿祎、天津众信及其他股东之外奇信通达的股东；2、天津众信的实际控制人为周鸿祎；3、上图中标记为深灰色的主体为重组完成后在标的公司体系外的公司；4、上图中 Qihoo 360 的子公司为其主要的子公司。

表 1: 奇信通达，奇信志成股权结构

奇信通达股东名称/姓名	持股比例	奇信志成股东名称/姓名	持股比例
天津奇信志成科技有限公司	51.78%	周鸿祎	17.38%
周鸿祎	12.90%	天津欣新盛股权投资合伙企业（有限合伙）	13.13%
天津欣新盛股权投资合伙企业（有限合伙）	4.36%	北京红杉懿远股权投资中心（有限合伙）	8.80%
天津众信股权投资合伙企业（有限合伙）	3.00%	天津信心奇缘股权投资合伙企业（有限合伙）	6.85%
北京红杉懿远股权投资中心（有限合伙）	2.92%	浙江海宁国安睿威投资合伙企业（有限合伙）	5.25%
天津信心奇缘股权投资合伙企业（有限合伙）	2.27%	上海祥瑾股权投资基金合伙企业（有限合伙）	4.20%
天津聚信股权投资合伙企业（有限合伙）	1.99%	南京瑞联一号投资中心（有限合伙）	3.28%

奇信通达股东名称/姓名	持股比例	奇信志成股东名称/姓名	持股比例
齐向东	1.90%	金砖丝路（银川）股权投资合伙企业（有限合伙）	3.28%
浙江海宁国安睿威投资合伙企业（有限合伙）	1.74%	汇臻资本管理（深圳）合伙企业（有限合伙）	2.63%
上海祥瑾股权投资基金合伙企业（有限合伙）	1.39%	宁波博睿维森股权投资合伙企业（有限合伙）	2.63%
南京瑞联一号投资中心（有限合伙）	1.09%	深圳华晟领优股权投资合伙企业（有限合伙）	2.36%
金砖丝路（银川）股权投资合伙企业（有限合伙）	1.09%	阳光人寿保险股份有限公司	2.23%
天津天信股权投资合伙企业（有限合伙）	1.02%	北京融嘉汇能投资管理中心（有限合伙）	1.97%
汇臻资本管理（深圳）合伙企业（有限合伙）	0.87%	烟台民和昊虎投资中心（有限合伙）	1.71%
宁波博睿维森股权投资合伙企业（有限合伙）	0.87%	瑞金市华融瑞泽一号投资中心（有限合伙）	1.71%
深圳华晟领优股权投资合伙企业（有限合伙）	0.78%	苏州太平国发通融贰号投资企业（有限合伙）	1.31%
阳光人寿保险股份有限公司	0.74%	上海绿廪创舸投资合伙企业（有限合伙）	1.31%
北京融嘉汇能投资管理中心（有限合伙）	0.65%	上海赛领博达科电投资管理中心（有限合伙）	1.31%
烟台民和昊虎投资中心（有限合伙）	0.57%	芒果文创（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	1.31%
瑞金市华融瑞泽一号投资中心（有限合伙）	0.57%	珠江人寿保险股份有限公司	1.31%
苏州太平国发通融贰号投资企业（有限合伙）	0.44%	横店集团控股有限公司	1.31%
上海绿廪创舸投资合伙企业（有限合伙）	0.44%	杭州以盈投资管理合伙企业（有限合伙）	1.31%
上海赛领博达科电投资管理中心（有限合伙）	0.44%	宁波建虎启融股权投资合伙企业（有限合伙）	1.31%
芒果文创（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	0.44%	招商财富资产管理有限公司	1.31%
珠江人寿保险股份有限公司	0.44%	宁波执一奇元股权投资中心（有限合伙）	1.31%
横店集团控股有限公司	0.44%	金砖丝路（深圳）股权投资合伙企业（有限合伙）	1.31%
杭州以盈投资管理合伙企业（有限合伙）	0.44%	宁波挚信一期股权投资合伙企业（有限合伙）	1.18%
宁波建虎启融股权投资合伙企业（有限合伙）	0.44%	上海永挣投资管理有限公司	1.05%
招商财富资产管理有限公司	0.44%	锐普文华（天津）投资中心（有限合伙）	1.05%
宁波执一奇元股权投资中心（有限合伙）	0.44%	苏州工业园区元禾重元并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）	0.66%
金砖丝路（深圳）股权投资合伙企业（有限合伙）	0.44%	北京凯金阿尔法资产管理中心（有限合伙）	0.66%
宁波挚信一期股权投资合伙企业（有限合伙）	0.39%	中金佳立（天津）投资中心（有限合伙）	0.66%
上海永挣投资管理有限公司	0.35%	朗泰传富投资（深圳）合伙企业（有限合伙）	0.66%
锐普文华（天津）投资中心（有限合伙）	0.35%	金华市普华百川股权投资合伙企业（有限合伙）	0.66%
苏州工业园区元禾重元并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）	0.22%	嘉兴英飞投资中心（有限合伙）	0.59%
北京凯金阿尔法资产管理中心（有限合伙）	0.22%	嘉兴云启网加创业投资合伙企业（有限合伙）	0.59%

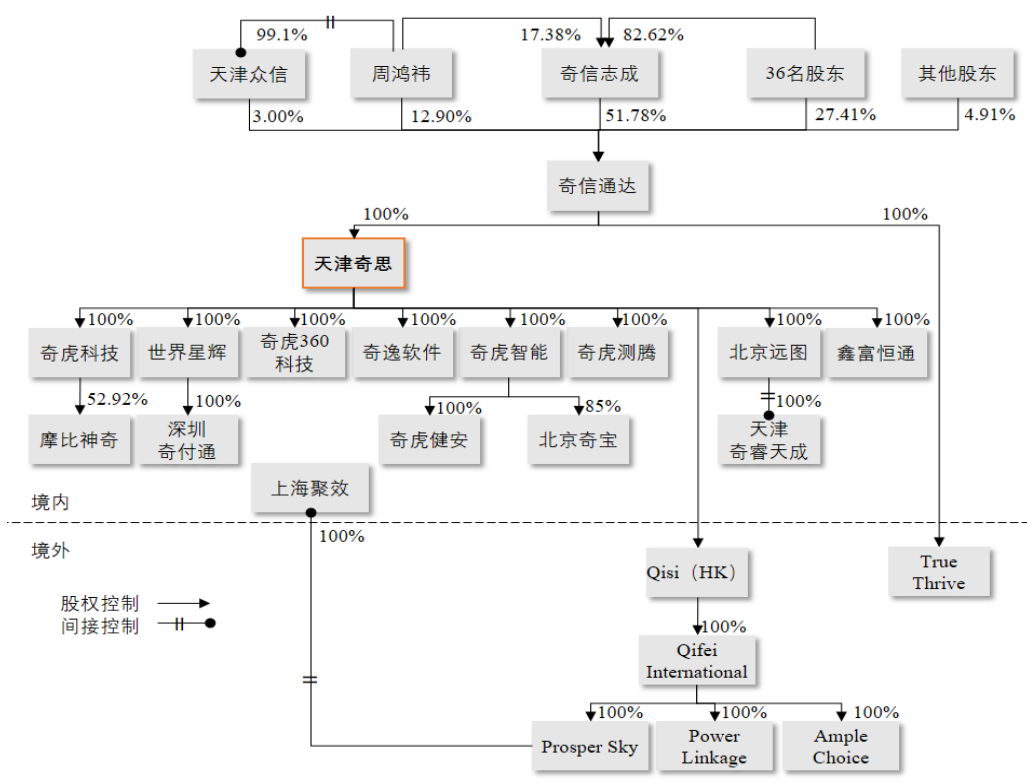


注：1、其他股东指齐向东、天津聚信、天津天信；36名股东指除奇信志成、周鸿祎、天津众信及其他股东之外奇信通达的股东；2、天津众信的实际控制人为周鸿祎；3、上图中标记为深灰色的主体为重组完成后在标的公司体系外的公司；4、上图中 Qihoo 360 的子公司为其主要的子公司。

### 第二步，通过股权转让及拆除 VIE 架构方式完成前述重

境内外架构重组：Qihoo 360 将鑫富恒通、北京远图等与天津奇思主营业务相关的主体重组至天津奇思架构下，同时拆除天津奇思子公司的 VIE 架构，并将奇步天下、Tech Time 等与天津奇思主营业务不相关的主体重组至天津奇思体系外，从而完成标的公司境内外架构的调整

图 3 拆除天津奇思子公司的 VIE 架构

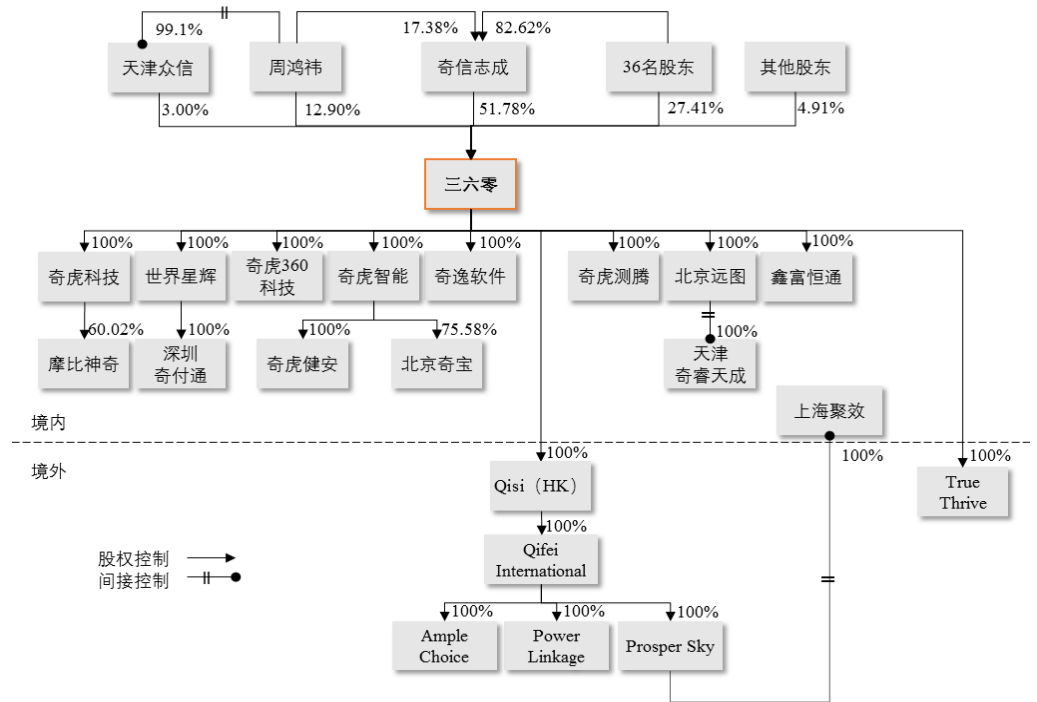


资料来源：招商证券，公司公告

### 第三步，奇信通达与天津奇思吸收合并

2017 年 2 月，天津奇思吸收合并奇信通达，奇信通达注销后的全部资产和负债由天津奇思承继，天津奇思直接持有原奇信通达子公司 True Thrive 的权益，并通过 True Thrive 持有其境外股权资产、应收款项及现金等资产。

图 4 天津奇思吸收合并奇信通达



资料来源：招商证券，公司公告

周鸿祎保留了奇虎科技、奇虎 360 科技、奇虎测腾等涉足互联网安全技术、网络安全产品的公司，而奇信健控、奇信富控、奇信智控、奇信欧控、北京良医、奇步天下等非互联网安全业务则剔除在上市公司体系之外。

奇信健控、奇信富控、奇信智控主要涉足股权投资，投资方向分别为健康、互联网金融、手机研发及销售。其中，北京良医为奇信健控全资子公司，酷派电子商务有限公司则被奇信智控全资控股。

除了上述几家公司，Qihoo 360 的企业安全业务也未置于上市范围内。

公开资料显示，Qihoo 360 的企业安全业务原本通过北京奇信安科技有限公司开展，后者由奇智软件通过协议控制的方式控制。在 2016 年 7 月，齐向东与宁波梅山保税港区安源创志股权投资合伙企业（有限合伙）双双向北京奇信安增资，奇虎科技的持股比例由 75% 下滑至 33.75%，从而失去了对北京奇信安的控制。

### 1.4 借壳江南嘉捷

江南嘉捷拟通过资产置换及发行股份方式，以 504.16 亿元收购三六零 100% 股权，交易后公司实控人变更为周鸿祎。

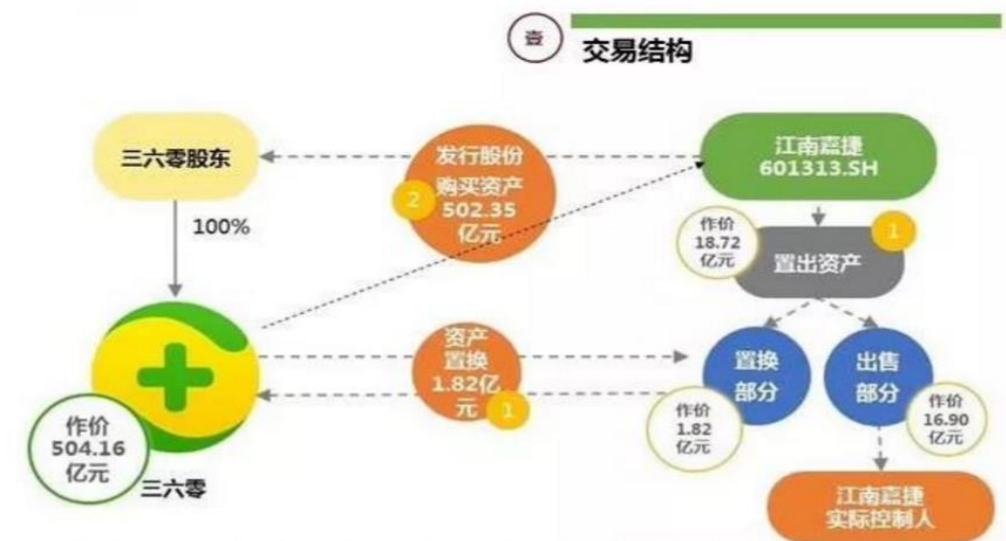
**1、江南嘉捷资产整合：**原有业江南嘉捷将截至 2017 年 3 月 31 日拥有的，除全资子公司嘉捷机电 100% 股权之外的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务划转至嘉捷机电。

**2、江南嘉捷资产置出：**江南嘉捷分别将嘉捷机电 90.29% 的股权以现金方式转让给金志峰、金祖铭或其指定的第三方，交易作价为 169,000 万元；将嘉捷机电 9.71% 股权与三六零全体股东拥有的三六零 100% 股权的等值部分进行置换，三六零全体股东再将嘉捷

机电 9.71%股权转让给金志峰、金祖铭或其指定的第三方。

**3、360 资产置入（资产抵消+增发股票）：**本次交易中拟出售资产 9.71%股权的最终作价为 18,179.75 万元，拟置入资产最终作价为 5,041,642.33 万元通过重大资产置换与拟置入资产的价款等值部分抵消后，拟置入资产剩余差额部分为 5,023,462.58 万元，由公司以发行股份的方式自三六零全体股东处购买。以 7.89 元/股计算，公司向三六零全体股东发行股份的数量为 6,366,872,724 股。

图 5 三六零借壳江南嘉捷交易方案



资料来源：招商证券，touchweb

本次交易增发 63.67 亿股，收购完成后总股本 67.64 亿股，奇信志成将持有本公司总股本的 48.74%，为本公司控股股东。周鸿祎直接持有本公司 12.14% 的股份，通过奇信志成间接控制本公司 48.74% 的股份，通过天津众信间接控制本公司 2.82% 的股份，合计控制本公司 63.70% 的股份，为本公司实际控制人。

表 2: 交易完成过后江南嘉捷股权结构

	本次交易前	本次交易后
金志峰	20.75%	1.22%
金祖铭	8.82%	0.52%
江南嘉捷其他股东	70.43%	4.14%
天津奇信志成科技有限公司	-	48.74%
周鸿祎	-	12.14%
天津欣新盛股权投资合伙企业(有限合伙)	-	4.10%
天津众信股权投资合伙企业(有限合伙)	-	2.82%
北京红杉懿远股权投资中心(有限合伙)	-	2.75%
天津信心奇缘股权投资合伙企业(有限合伙)	-	2.14%
齐向东	-	1.79%
其他 35 个三六零股东	-	19.64%
合计	100%	100%

资料来源：招商证券，公司公告

交易完成后，360 公司实现重组上市，公司预计 2017、2018、2019 年扣非后净利润不低于 22、29、38 亿元。

## 二、以网络安全为基石，建立互联网服务生态

### 2.1 产品与服务

三六零自成立于 2005 年 9 月，致力于用创新的技术和产品解决用户的互联网安全问题，已成为中国领先的互联网广告及互联网增值服务提供商之一，是中国最大的互联网安全服务和产品提供商。

三六零主要从事互联网技术（特别是互联网安全技术）的研发及网络安全产品的设计、研发、运营，以及基于网络安全产品的互联网广告及服务、互联网增值服务、智能硬件业务等商业化服务。

三六零免费提供互联网安全和移动安全产品，为用户提供安全的互联网活动接入点和信息内容。由此，三六零积累了大量用户，在此基础上三六零将业务拓展至互联网广告及服务业务、互联网增值服务、智能硬件业务等业务领域。三六零构建了以核心技术为驱动、以产品体系为载体、以商业化为保障的互联网生态体系。

图 6 三六零业务生态



资料来源：招商证券，公司公告

核心技术是三六零产品及服务体系的基础，包括互联网核心技术与核心安全技术。其中，

互联网核心技术包括网络攻防技术、大数据技术、云技术、人工智能技术等；核心安全技术包括 QVM、物联网安全、大数据安全、漏洞研究、无线安全、沙箱技术、HIPS、云计算安全、系统加固等。

三六零根据社会和用户的需求变化，不断调整发展布局，创新推出相应的安全产品和服务，以保持满足社会发展需要和用户安全需求，产品体系主要包括

- (1) 360 核心安全产品体系
- (2) 信息获取及内容类产品主要满足用户个性化搜索需求。
- (3) 商业化产品及服务体系

表 3: 三六零产品

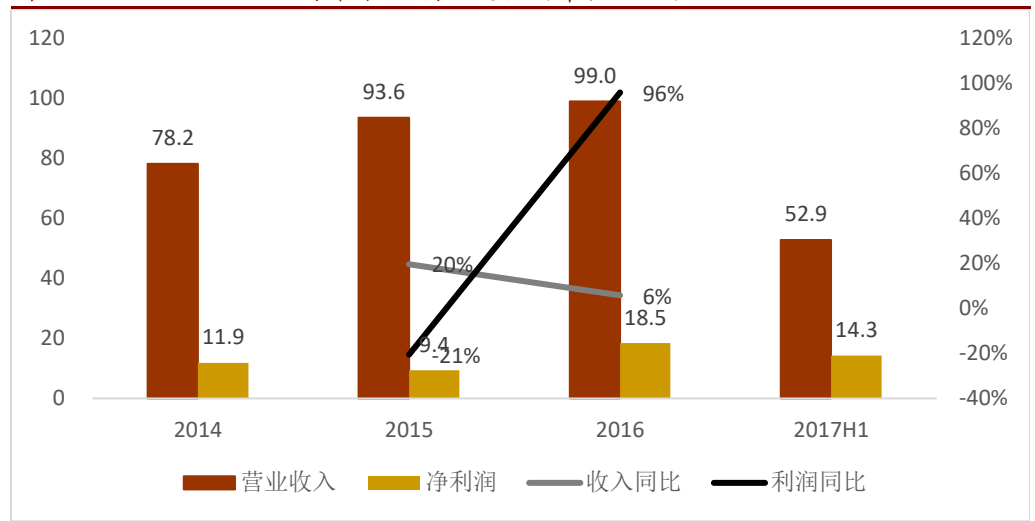
分类		产品	
安全类产品 服务体系	互联网安全产品及服务	360 PC 安全产品 (360 安全卫士、360 杀毒)	
		360 移动安全产品 (360 手机卫士、360 清理大师)	
		360 安全浏览器	
		360 手机助手	
		360 软件管家	
	IOT 安全产品及服务	智能穿戴安全产品	
		家庭安全产品	
		出行安全产品	
		IOT 安全服务	车联网、智能设备安全服务
		国家网络安全与社会安全服务	360 网络安全响应中心 (360 Cert)
信息获取产品	360 威胁情报中心		
	互联网威胁监测与预警服务 (DDoS Mon、Scan Mon)		
	360 搜索		
	360 导航		
内容类产品	信息流产品		
	360 影视		
	360 娱乐		
商业化产品及服务	互联网广告及服务		
	互联网增值服务		
	智能硬件		

资料来源：招商证券，公司公告

## 2.2 业务数据

公司 2016 年实现收入 99 亿，净利润 18.5 亿，分别同比增长 6%和 96%。2017 年上半年实现收入 52.9 亿，净利润 14.3 亿。

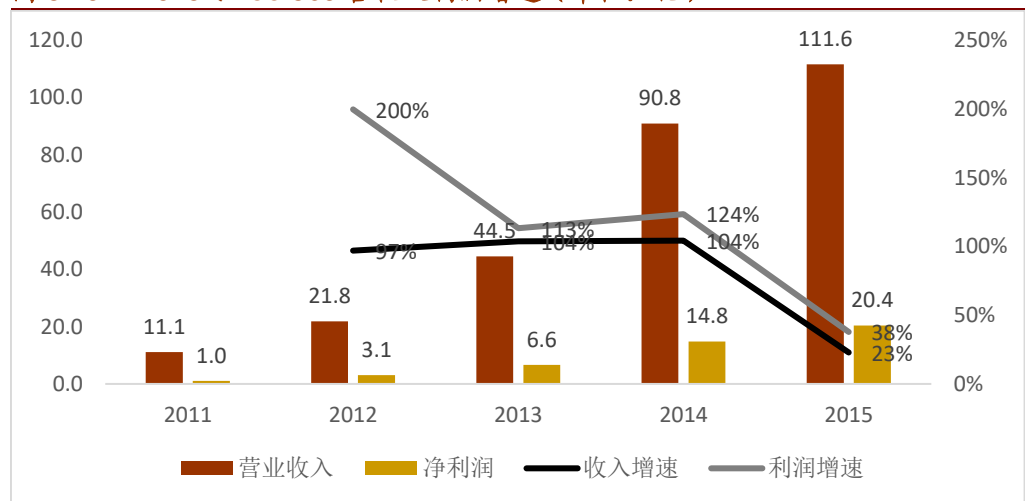
图 7 2014-2017H1 三六零营收及利润变化 (单位: 亿)



资料来源: 招商证券, 公司公告

2011 年-2015 年美股上市披露数据来看, 收入增速和利润增速在经历 12-14 年飞速增长之后, 15 年增速放缓。

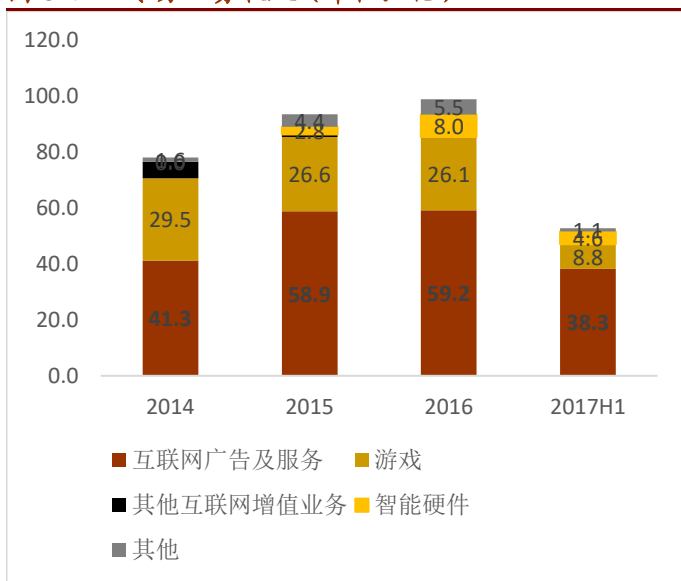
图 8 2011-2015Qihoo 360 营收及利润增速 (单位: 亿)



资料来源: 招商证券, SEC

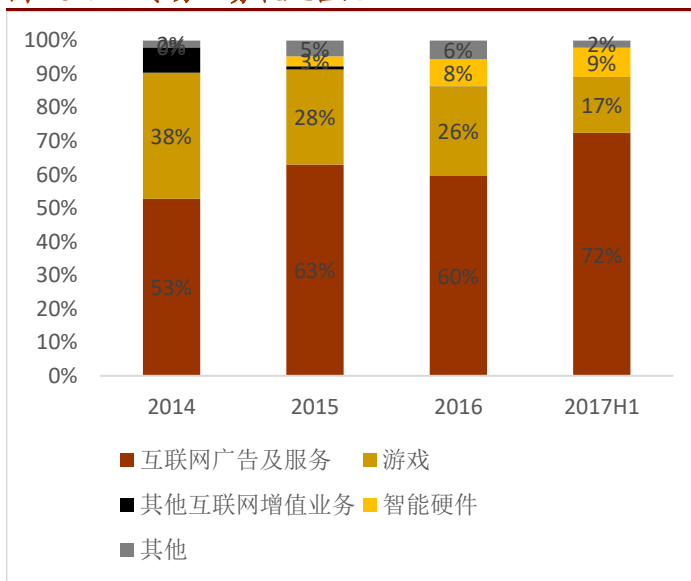
从收入构成来看, 2016 年公司广告业务占比 60%, 游戏业务占比 26%, 智能硬件占比 8%, 其他业务占比 6%。

图 9 三六零分业务收入 (单位: 亿)



资料来源: 招商证券, 公司公告

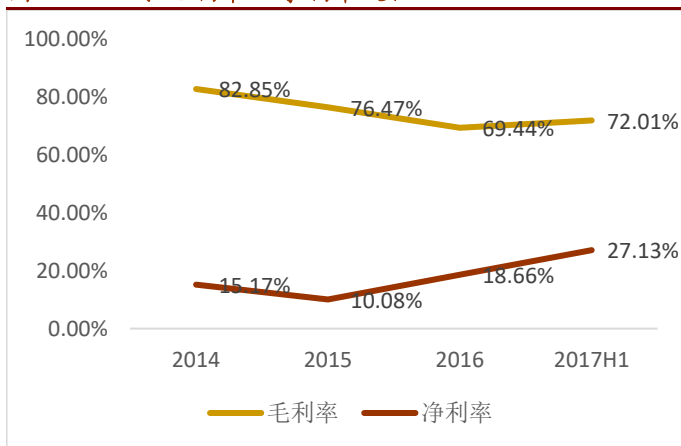
图 10 三六零分业务收入占比



资料来源: 招商证券, 公司公告

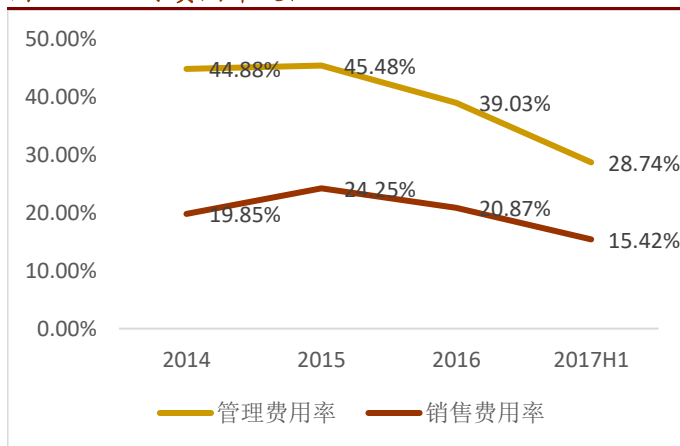
公司近年来毛利率持续走低, 净利率持续走高, 主要由于持续大幅研所费用。研发费用的投入也大幅缩减。

图 11 三六零毛利率及净利率变化



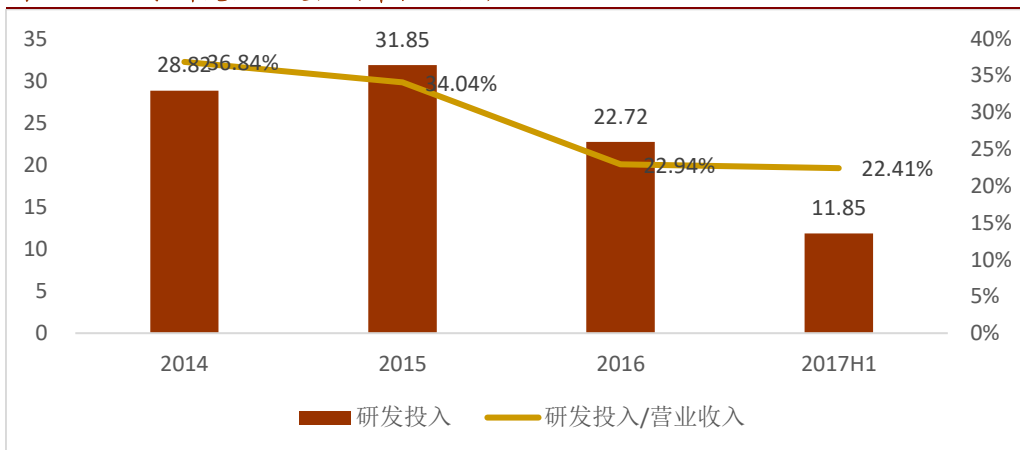
资料来源: 招商证券, 公司公告

图 12 三六零费用率变化



资料来源: 招商证券, 公司公告

图 13 三六零研发投入变化 (单位: 亿)



资料来源: 招商证券, 公司公告

## 三、产业与服务：从 PC 端到移动端、从软件到硬件全面覆盖

### 3.1 安全类产品服务体系

#### 3.1.1 互联网安全产品及服务

##### 1) PC 安全产品

三六零 PC 安全产品包括 360 安全卫士、360 杀毒等。

360 安全卫士，是一款免费的综合性 PC 安全防护软件，致力于为用户提供 PC 端全面的电脑防护能力。

360 杀毒是三六零提供安全防护能力的核心软件之一，该软件核心功能是为用户提供病毒查杀的功能。

图 14 360 安全卫士



资料来源：招商证券，公司公告

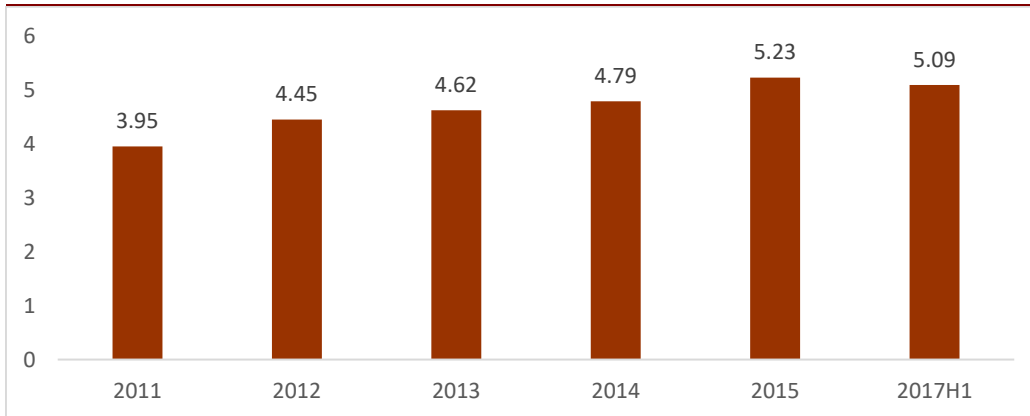
图 15 360 杀毒



资料来源：招商证券，公司公告

截至 2017 年 6 月 30 日，三六零 PC 安全产品的市场占有率已经达到 94.77%，平均月活跃用户数达 5.09 亿，较 2015 年底下滑 0.14 亿。

图 16 三六零 PC 端月活用户数（亿）



资料来源：招商证券，公司公告

2) 移动安全产品

三六零在移动安全方面主要有 360 手机卫士和清理大师两款产品。

三六零针对例如电信欺诈、骚扰电话识别、垃圾短信防御、WIFI 防御、支付保护等移动端安全新威胁下的用户需求，以手机卫士为核心安全产品。

360 清理大师是一款手机优化工具，为用户提供免费的手机加速与空间清理服务，解决用户手机卡慢和空间不足的问题。

图 17 360 手机卫士



资料来源：招商证券，公司公告

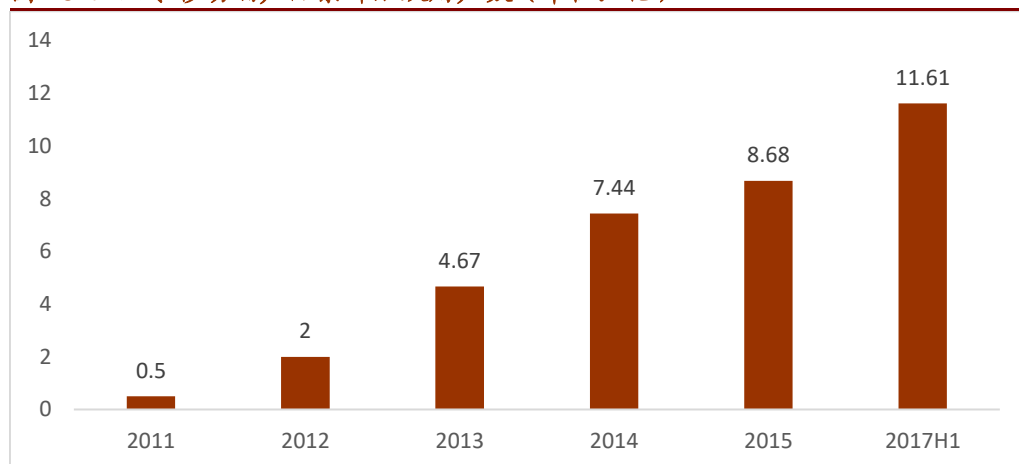
图 18 360 清理大师



资料来源：招商证券，公司公告

根据 iResearch 统计，截至 2017 年 6 月 30 日，三六零移动安全产品的活跃用户渗透率达 66.7%，平均日活跃用户达到 1.21 亿，平均月活跃用户数达 3.68 亿，累计活跃用户达到 11.61 亿。

图 19 三六零移动端产品累计活跃用户数 (单位: 亿)



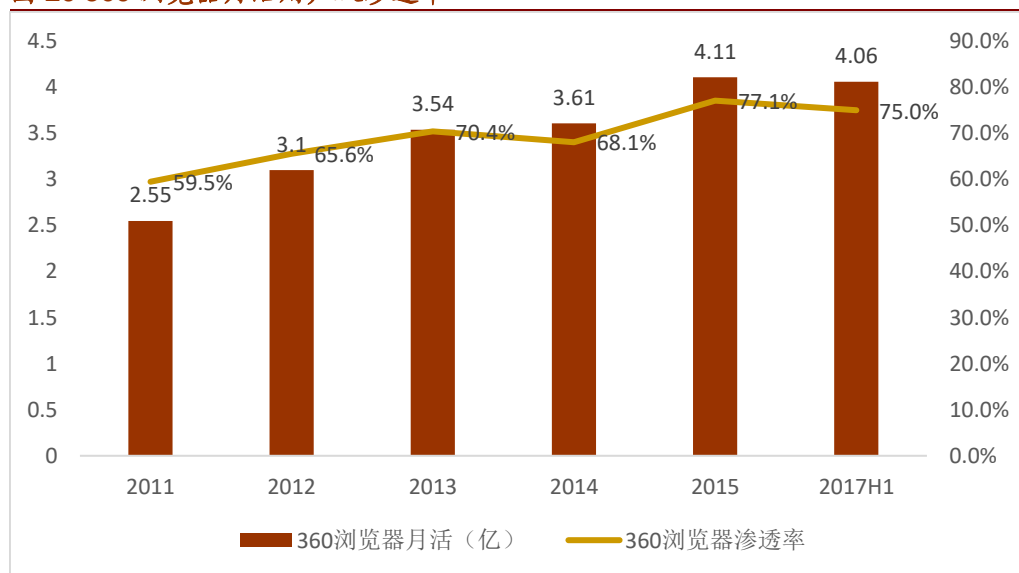
资料来源: 招商证券, SEC

### 3) 360 安全浏览器

360 安全浏览器拥有国内领先的恶意网址库, 采用云查杀引擎, 可自动拦截挂马、欺诈、网银仿冒等恶意网址, 独创 9 层安全防护体系全方位保护用户上网安全。

根据 iResearch 统计, 截至 2017 年 6 月 30 日, 360 安全浏览器市场渗透率超过 75%, 每月活跃用户达 4.06 亿。

图 20 360 浏览器月活用户及渗透率



资料来源: 招商证券, SEC

### 4) 360 手机助手

360 手机助手是中国最大的安卓手机软件下载服务提供商之一, 也是手机游戏用户获取相关服务的主要渠道。

2017 年 3 月 28 日, 由工信部指导下成立的数据中心联盟为 360 手机助手颁发了一首批可信应用商店II——国内最具权威度的应用商店行业认证。

5) 360 软件管家

360 软件管具有软件和游戏下载、安装、升级、卸载以及购买等功能，收录的软件和游戏均经过多引擎扫描和人工审查等严格检测，以确保用户免受病毒、木马及其他恶意软件的侵害。

360 软件管家覆盖超过 5 亿用户，已累计为用户提供超过 300 亿次安全下载。

3.1.2 IOT 安全产品

1) 智能硬件产品

三六零在 2013 年进军智能硬件领域，先后推出儿童智能手表，行车记录仪，智能摄像头等三款产品。2016 年智能硬件产品实现收入 8 亿，同比增长 190%。

图 21 360IOT 产品

序号	产品名称	产品图片	产品介绍
1	儿童智能手表		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。
2	行车记录仪		行车记录仪专注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。
3	智能摄像机		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。

资料来源：招商证券，公司公告

2) IOT 安全服务

三六零成立了全国首个车联网安全中心，推出汽车安全卫士产品、车联网安全运营平台和汽车信息安全检测工具等。

三六零已经与北京航空航天大学、浙江大学、特斯拉、长安汽车等研究机构、汽车生产企业和汽车信息安全相关厂商，组建了多个联合实验室和研究院。

3.1.3 国家网络安全与社会安全服务

三六零多次为大型国际会议、政府会议提供网络安全保障工作，对重要信息系统、重点网站进行漏洞扫描、安全部署等工作，以确保能高效及时应用处置各种突发安全事件。其主要产品和服务包括：猎网平台、360 网络安全响应中心、360 威胁情报中心、互联网威胁监测与预警服务。

表 4: 国家网络安全与社会安全服务

产品与服务	介绍
猎网平台	北京市公安局网络安全保卫总队和三六零互联网安全中心联合发起成立的、三六零自主研发的猎网平台（110.360.cn）已经成为国内最大的网络诈骗举报平台。
360 网络安全响应中心（360 Cert）	三六零多次参加国家重大活动的网络安全保障工作并承担重要角色，承担着配合国家机关的相关部门对重要信息系统进行事前检查摸底、事中检测响应、事后处置恢复的网络安全保障工作。
360 威胁情报中心	基于高覆盖率的互联网安全产品，三六零广泛采集互联网安全大数据并进行深度分析，生成出价值更高、针对性更强的高质量威胁情报。
互联网威胁监测与预警服务（DDoS Mon、Scan Mon）	三六零结合互联网威胁情报和威胁感知能力，能够快速感知互联网上的异常情况，并正在为社会提供互联网威胁监测与预警服务。

资料来源：招商证券，公司公告

3.2 信息获取类产品

360 导航、360 搜索是三六零为用户提供信息获取产品的两个主要产品。是 360 广告业务收入得主要载体。

表 5: 360 导航及 360 搜索

产品与服务	介绍	业务情况
360 搜索	360 搜索收录网页规模达到数千亿，拥有新闻、网页、问答、视频、图片、英文、音乐、地图、百科等多个垂直搜索频道，全面满足各类用户的搜索细分需求。	iResearch 数据表明，截至 2017 年 3 月，360 搜索 PC 端市场渗透率达到 58.02%，活跃用户达 2.91 亿人。
360 导航	360 导航是一款个性化的安全上网起始页，为用户提供安全的网站导航服务。其宗旨是方便用户快速找到自己希望登录/浏览知名网站。	国内市场份额最大的网址导航。

资料来源：招商证券，公司公告

### 3.3 内容类产品

三六零推出了信息流产品、360 影视和 360 娱乐等内容类产品和服务。

表 6: 三六零内容类产品

产品与服务	介绍
信息流产品	360 信息流已服务于三六零多个客户端产品上, 如 360 手机浏览器、360 搜索等等, 为数亿用户提供内容服务。
360 影视	360 影视是三六零推出的视频内容聚合平台(网页和 APP), 目前已经拥有电影、电视剧、综艺、动漫、电视台等数个频道。
360 娱乐	360 娱乐主要为用户提供明星、影视、综艺、时尚等娱乐资讯内容。除了依托 360 导航资源, 除了整合娱乐、时尚等行业优质内容外, 还进行原创内容制作。

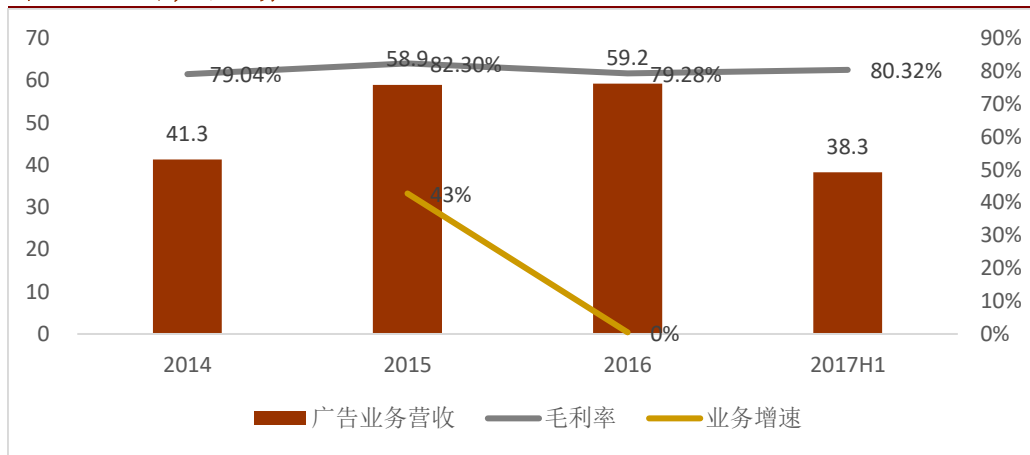
资料来源: 招商证券, 公司公告

### 3.4 分业务收入

#### 3.4.1 互联网广告及服务

三六零借助由 360 安全产品、360 信息及内容类产品积聚的庞大用户群体, 凭借良好的品牌价值, 成为商业客户推广其产品的重要平台。三六零通过 360 搜索、360 导航、360 安全浏览器、360 手机助手等产品提供互联网广告及服务。

图 22 三六零广告业务



资料来源: 招商证券, 公司公告

#### 3.4.2 互联网增值服务

##### 1) 游戏

360 游戏是集游戏发行、运营、推广和服务为一体的综合游戏资源平台, 拥有运营包括页游、端游、移动端在线游戏、单机游戏分发等全品类互联网游戏的能力, 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运营分发平台, 以 wan.360.cn、www.youxi.com 为主的网页游戏运营平台, 同时正在积极开展对客户端游戏的探索。

移动游戏运营平台：360 手机助手，360 游戏大厅

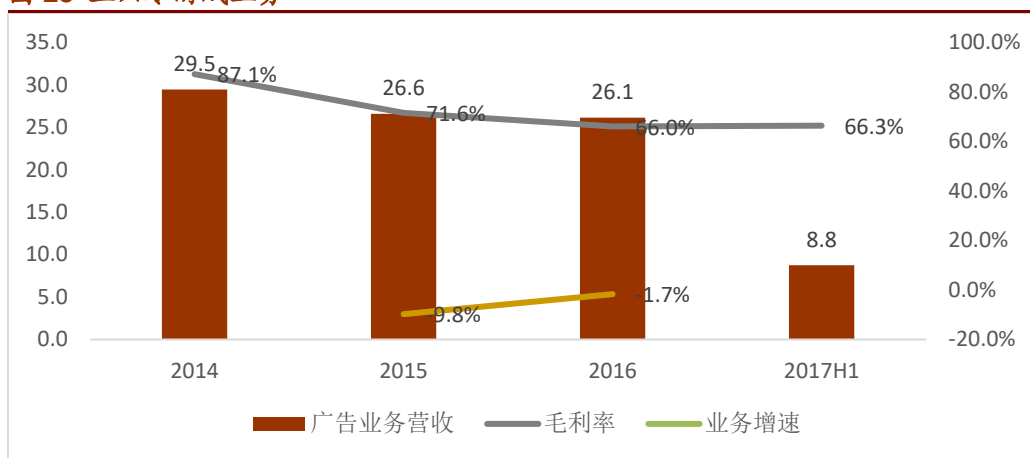
360 页游及端游运营平台：wan.360.cn, youxi.com 等平台

表 7: 三六零游戏业务数据

	手游业务	wan.360.cn 平台	youxi.com 平台
累计注册用户 (万)	29247	45965	4939
平均月活跃用户 (万)	1698	434	139
平均日活跃用户 (万)	445	74	10
累计充值流水 (亿元)	90	69	9

资料来源：招商证券，公司公告

图 23 三六零游戏业务

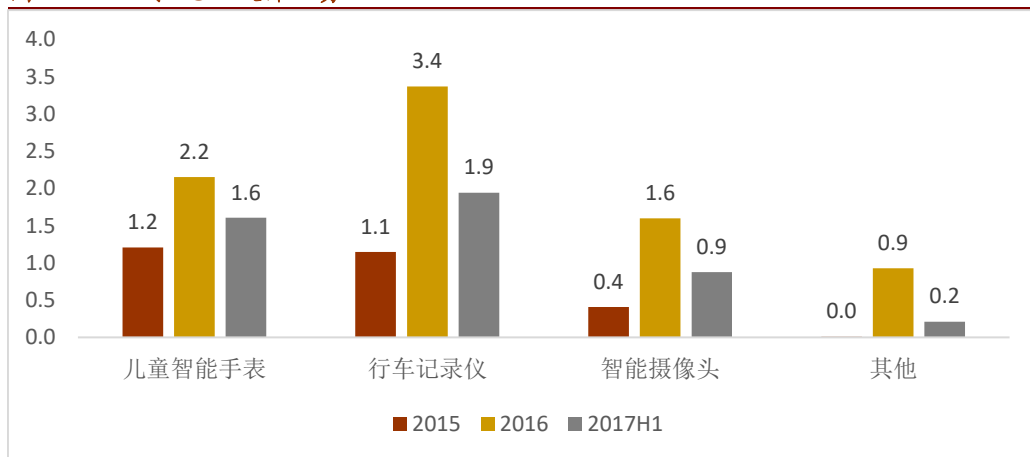


资料来源：招商证券，公司公告

### 3.4.3 智能硬件

2016 年三六零智能硬件业务实现收入 8 亿，同比增长 190%。其中行车记录仪实现收入 3.4 亿，同比增长 210%；智能摄像头实现收入 1.6 亿，同比增长 300%，儿童腕表实现收入 2.2 亿，同比增长 83%。

图 24 三六零 IOT 硬件业务



资料来源：招商证券，公司公告

## 四、投资建议

自 2014 年斯诺登爆料“棱镜门”事件开始，高层对网络安全的关注度不断提升，相关法律法规不断推出。网络安全已上升到同政治安全、经济安全、领土安全并驾齐驱的战略高度，成为国家安全的重要组成部分，因此信息安全随着相关产业也迎来了历史发展良机。

表 8: 网络安全政策持续加码

时间	发布部门	重要法规/重大事件
2015 年 7 月	全国人大常委会	《中华人民共和国国家安全法》
2016 年 9 月	工信部	《互联网网络安全管理系统使用及运行管理办法》
2016 年 11 月	全国人大常委会	《中华人民共和国网络安全法》
2017 年 1 月	工信部	《信息通信网络与网络安全规划（2016-2020 年）》

资料来源：招商证券

三六零作为中国领先的互联网安全企业回归国内资本市场，不仅仅是站在新起点，借助国内资本平台实现自身业务持续发展。更能带动网络安全行业实现技术突破、业务创新，引领行业踏上加速成长的新征程。

公司以网安产品为基石，依托超过 5 亿活跃用户，打造从软件服务到硬件产品的互联网生态。我们认为，公司在以 AI、云计算、物联网为代表技术的下一代科技浪潮中，将再次腾飞。

三六零全体股东承诺：三六零 2017-2019 年扣非净利润不低于 22 亿元、29 亿元、38 亿元。我们认为三六零作为行业龙头，产品壁垒高，业务生态完善，稀缺性强。但考虑到本次交易仍然具有不确定性，暂不给予评级。

风险提示

1、本次交易可能取消的风险

本次交易涉及与相关股东沟通、相关监管机构报批等工作，这些工作能否如期顺利完成可能对本次交易的时间进度产生重大影响。此外，在本次交易审核过程中，交易各方可能需要根据监管机构的要求及各自的诉求不断调整和完善交易方案，如交易各方无法就调整和完善交易方案的措施达成一致，本次交易的交易对方及本公司均有可能选择终止本次交易。

历史上看分众传媒、巨人网络、千方科技都是中概股回归成功案例，但也存在中手游回归失败的例子，我们不排除本次交易被取消的风险。

表 9：中概股借壳回归

业务主体	A 股标的	回归作价	收购方式	回归历时
分众传媒	七喜控股	457 亿	发行股份 398.9 亿+支付现金 49.3 亿+资产置换	2012 年 8 月-2016 年 4 月
巨人网络	世纪游轮	131.24 亿	发行股份 131.24 亿	2015 年 5 月-2016 年 5 月
中手游	世纪华通	65.24 亿	发行股份 50.67 亿+支付现金 14.57 亿	2015 年 8 月-2016 年 9 月放弃收购
千方科技	联信永益	28.21 亿	发行股份 25.72 亿+2.5 亿资产置换	2012 年-2014 年 5 月

资料来源：招商证券

2、研发投入下滑，核心人才流失风险

公司研发投入占营业收入比例从 2014 年 36.84% 下降到 17 年上半年的 22.41%，互联网行业为人才密集型行业，技术研发、商业化运营及公司管理等方面的核心人才对公司业务的发展起到至关重要的作用，行业整体的高端技术人才相对稀缺，互联网行业竞争持续加剧，公司研发投入下降，核心人才存在流失的可能。

3、业绩承诺不达预期风险

标的公司在 2017 年度、2018 年度和 2019 年度预测实现的合并报表范围扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 220,000 万元、290,000 万元和 380,000 万元。

三六零营业收入 2015 年增长 20%，2016 年仅仅增长 6%，主营业务收入增速下滑，承诺利润 17-19 年增速达 19%，32%，31%，存在业绩承诺不达预期风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1940	1938	2106	2158	2212
现金	484	441	654	706	759
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	5	5	5	5
应收款项	795	834	827	827	827
其它应收款	39	40	48	48	48
存货	268	290	246	246	246
其他	351	329	326	326	326
<b>非流动资产</b>	867	879	765	774	784
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	458	534	512	492	474
无形资产	59	56	63	70	76
其他	350	289	189	212	234
<b>资产总计</b>	<b>2807</b>	<b>2818</b>	<b>2871</b>	<b>2932</b>	<b>2995</b>
<b>流动负债</b>	1165	1060	1088	1088	1088
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	572	596	592	592	592
预收账款	410	319	338	338	338
其他	184	145	157	157	157
<b>长期负债</b>	3	2	2	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	2	2	0	0
<b>负债合计</b>	<b>1168</b>	<b>1062</b>	<b>1090</b>	<b>1088</b>	<b>1088</b>
股本	400	397	397	397	397
资本公积金	386	350	350	350	350
留存收益	792	943	960	1015	1070
少数股东权益	60	66	74	83	91
归属于母公司所有者权益	1578	1690	1706	1762	1816
<b>负债及权益合计</b>	<b>2807</b>	<b>2818</b>	<b>2871</b>	<b>2932</b>	<b>2995</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	172	45	301	174	172
净利润	225	159	136	137	137
折旧摊销	88	93	59	58	57
财务费用	0	0	(10)	(10)	(10)
投资收益	0	0	(16)	(17)	(18)
营运资金变动	(113)	(193)	74	0	0
其它	(29)	(15)	58	7	7
<b>投资活动现金流</b>	(271)	9	5	(65)	(65)
资本支出	(96)	(52)	(43)	(43)	(43)
其他投资	(175)	61	48	(22)	(22)
<b>筹资活动现金流</b>	(158)	(89)	(93)	(57)	(54)
借款变动	(112)	50	(0)	0	0
普通股增加	(0)	(3)	0	0	0
资本公积增加	10	(36)	0	0	0
股利分配	(80)	(120)	(119)	(81)	(82)
其他	24	21	26	25	28
<b>现金净增加额</b>	<b>(257)</b>	<b>(35)</b>	<b>213</b>	<b>52</b>	<b>53</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2661	2417	2417	2417	2417
营业成本	1850	1656	1692	1692	1692
营业税金及附加	19	18	24	24	24
营业费用	290	324	314	314	314
管理费用	214	216	218	218	218
财务费用	(15)	(5)	(10)	(10)	(10)
资产减值损失	38	37	37	37	37
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	16	16	17	18
<b>营业利润</b>	274	186	158	159	160
营业外收入	10	8	8	8	8
营业外支出	5	3	3	3	4
<b>利润总额</b>	279	192	163	164	164
所得税	45	22	19	19	19
<b>净利润</b>	234	169	144	145	145
少数股东损益	9	10	9	9	9
<b>归属于母公司净利润</b>	225	159	136	137	137
<b>EPS (元)</b>	0.56	0.40	0.34	0.34	0.34

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-3%	-9%	0%	0%	0%
营业利润	-3%	-32%	-15%	1%	1%
净利润	-3%	-29%	-15%	1%	0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.5%	31.5%	30.0%	30.0%	30.0%
净利率	8.5%	6.6%	5.6%	5.7%	5.7%
ROE	14.3%	9.4%	7.9%	7.8%	7.5%
ROIC	13.1%	9.0%	7.2%	7.0%	6.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.6%	37.7%	38.0%	37.1%	36.3%
净负债比率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0
速动比率	1.4	1.6	1.7	1.8	1.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
存货周转率	5.9	5.9	6.3	6.9	6.9
应收帐款周转率	3.5	3.0	2.9	2.9	2.9
应付帐款周转率	3.0	2.8	2.8	2.9	2.9
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.56	0.40	0.34	0.34	0.34
每股经营现金	0.43	0.11	0.76	0.44	0.43
每股净资产	3.94	4.25	4.30	4.44	4.57
每股股利	0.20	0.30	0.20	0.21	0.21
<b>估值比率</b>					
PE	31.7	44.4	52.1	51.8	51.7
PB	4.5	4.2	4.1	4.0	3.9
EV/EBITDA	9.4	12.4	13.9	13.9	13.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘泽晶：**2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

**张陈乾：**招商证券计算机行业高级分析师，北京邮电大学学士、硕士，4 年公募基金，保险资管从业经验。

**宋兴未：**招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

**刘玉萍：**招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

**范昶蕊：**招商证券计算机行业分析师，美国本特利大学商业分析专业硕士，中央财经大学管理科学学士，2017 年 8 月加入招商证券研究所。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。