

布局政企安全市场，有望带来新的增长点

——三六零 (601360.SH) 首次覆盖报告

公司动态

◆互联网免费安全首创者，技术、品牌和数据优势明显：

三六零创立于 2005 年，是互联网免费安全的首倡者。公司先后推出 360 安全卫士、360 安全手机卫士、360 杀毒等系列安全产品，并免费提供给数亿互联网用户，积累了广泛的用户基础。截至 2018 年 12 月，公司 PC 安全产品的市场渗透率为 96.98%，安全市场多年排名第一，龙头地位稳固。公司核心优势主要集中于品牌、数据和技术三大块。公司 PC 安全产品、PC 浏览器和移动安全产品的平均月活跃用户数都超过 4 亿，品牌知名度较高，此外广泛的用户基础还为公司提供了持续的网络安全样本及网络行为数据，公司现已拥有全球最大的安全数据库。而且公司目前拥有东半球最大的“白帽子”军团，技术实力领先。公司 2018 年实现收入 131.29 亿元，同比增长 7.3%，实现净利润 35.35 亿元，同比增长 4.83%。

◆布局政企安全市场，有望带来新的增长点：

公司积极扩展安全业务范围，在保护个人用户安全的基础上，进一步深化布局政府及企业安全业务，在现有网络空间安全业务的基础上进一步拓展城市安全、社区安全等物理空间安全应用场景。2019 年 6 月，公司公告中标重庆市合川区 360 网络安全协同创新产业园一期项目 (EPC 模式)，中标金额 2.395 亿元，是迄今为止该领域最大的项目金额，也对公司未来拓展政企市场起了很好的示范作用。考虑到公司在安全领域具备技术、品牌和数据等多重优势且在国家、城市和社会安全领域具备丰富的经验基础，政企安全领域未来有望成为三六零的重要战略方向和新业务增长点。

◆估值与评级

考虑到 2019 年公司出售奇安信股权将带来的投资收益，预计公司 19-21 年净利润分别为 67.90、43.05 和 49.52 亿元，对应 EPS 分别为 1.00、0.64 和 0.73 元/股。考虑到可比公司 20 年 PE 均值为 45 倍，给予公司 20 年 44 倍估值，对应目标价 28.16 元。看好公司发力政企市场带来的收入弹性，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆风险提示：政企市场推进不及预期；互联网广告领域竞争加剧；公司产品不能及时满足市场需求；市场整体估值水平下降。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	12,238	13,129	15,113	17,430	19,944
营业收入增长率	406.28%	7.28%	15.11%	15.33%	14.43%
净利润 (百万元)	3,372	3,535	6,790	4,305	4,952
净利润增长率	2014.79%	4.83%	92.10%	-36.60%	15.01%
EPS (元)	0.50	0.52	1.00	0.64	0.73
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.01%	14.74%	22.07%	12.27%	12.37%
P/E	52	50	26	41	35
P/B	10.9	7.3	5.7	5.0	4.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 09 月 12 日

增持 (首次)

当前价/目标价：25.88/28.16 元

分析师

姜国平 (执业证书编号：S0930514080007)
021-52523857
jianggp@ebscn.com

万义麟 (执业证书编号：S0930519080001)
021-52523859
wanyilin@ebscn.com

孔蓉 (执业证书编号：S0930517120002)
021-52523837
kongrong@ebscn.com

卫书根 (执业证书编号：S0930517090002)
021-52523858
weishugen@ebscn.com

市场数据

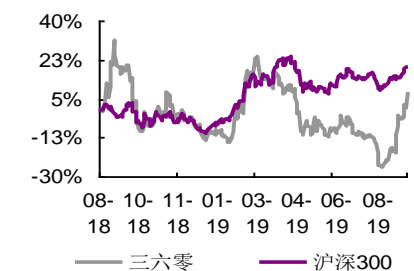
总股本(亿股)：67.64

总市值(亿元)：1750.54

一年最低/最高(元)：16.95/29.52

近 3 月换手率：9.81%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	41.92	15.85	-29.50
绝对	51.24	22.65	-6.30

资料来源：Wind

相关研报

边际改善确定，行业有望加速发展——信息安全行业跟踪报告

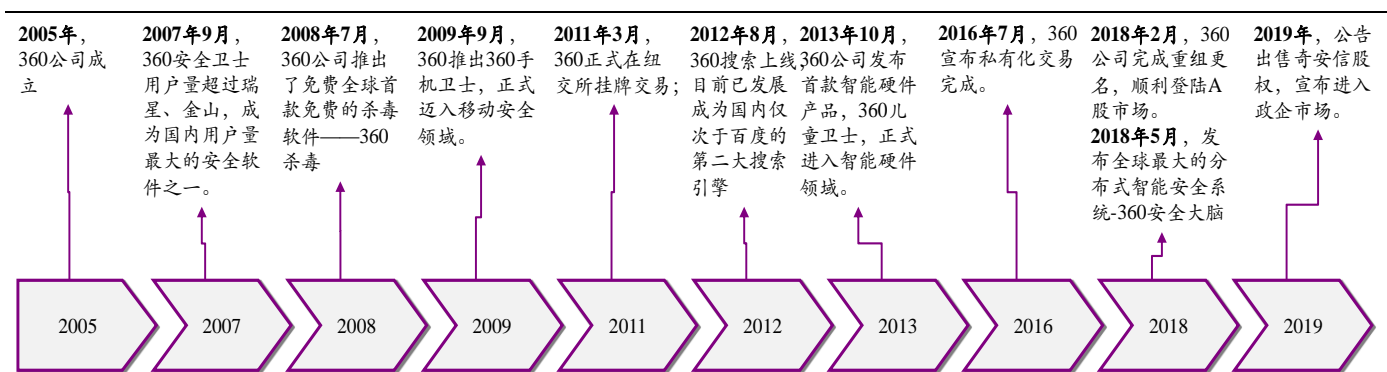
..... 2019-07-24

1、互联网免费安全首创者

1.1、公司概况

360 创立于 2005 年，是互联网免费安全的首创者，从 2007 年开始，公司先后推出 360 安全卫士、360 杀毒和 360 手机安全卫士等一系列安全产品。此外，依托在安全领域积累的先进技术和广泛的客户基础，公司横向推出 360 搜索、360 导航和游戏等产品，进入了信息获取类、内容类和游戏类等领域。公司已逐渐形成了从信息安全到信息获取、内容聚合的完整安全信息、内容服务链条。随着人工智能和万物互联的到来，2013 年开始，360 公司陆续推出了包括手机、儿童手表、智能摄像机、行车记录仪和家庭防火墙在内的一系列智能硬件产品，致力于通过智能产品为用户解决信息安全、出行安全、家居安全等网络安全问题。

图 1：360 公司发展历程

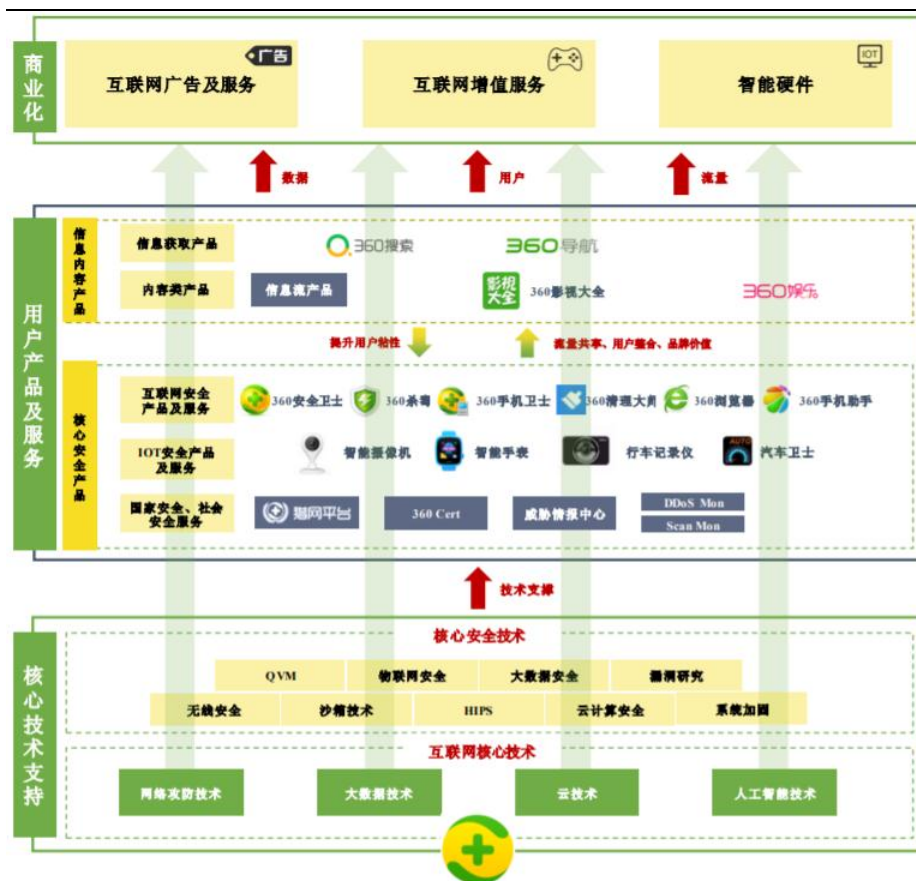


资料来源：公司官网，光大证券研究所

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。

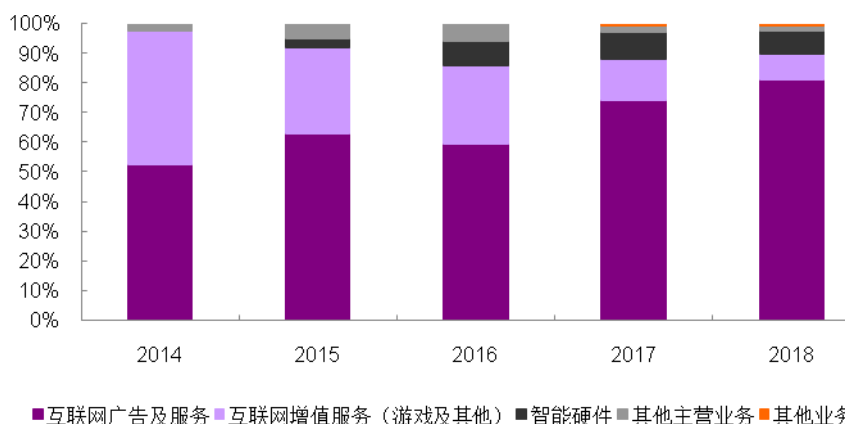
根据公司 2018 年年报显示，公司互联网广告业务占了总收入的 81.18%，是公司主要的收入和利润来源；互联网增值服务业务（主要来自公司游戏业务收入）占了总收入的 8.97%；新拓展的智能硬件业务占了总收入的 7.73%。

图 2：三六零业务框架示意图



资料来源：公司公告

图 3：公司历年收入构成



资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.2、营收稳健增长，盈利能力稳步提升

公司近年来收入稳步增长，从 2014 年的 78.2 亿元稳步增加到 2018 年的 131.29 亿元，4 年复合增长 13.83%。归属于母公司净利润从 2014 年的 11.83 亿元增长到 2018 年的 35.35 亿元，4 年复合增长 31.49%。利润增长快于收入增长主要得益于规模效应带来的费用率下降。

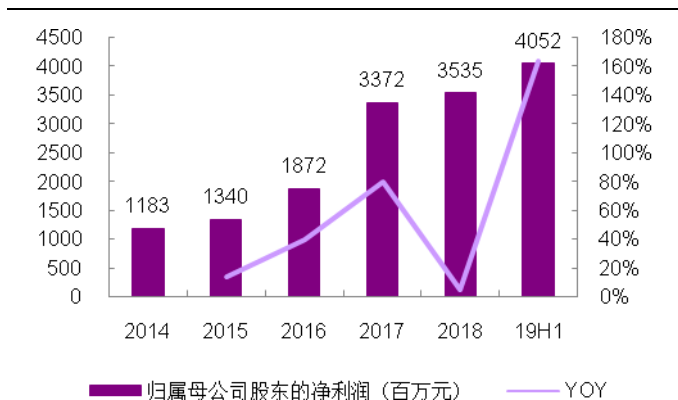
考虑到公司主要的费用是来自于人员工资，近三年公司人员数量增长不明显，对应的管理费用增加不是很明显，随着公司收入不断增长，近年来期间费用率由2014年的64.5%逐渐下降到2018年的38.6%。受益于费用率的逐步降低，公司净利率由2014年的15.2%提升到2018年的23%，盈利能力稳步提升。受今年上半年出售奇安信部分股份带来的投资收益增长，上半年利润大幅增长。

图 4：三六零历年收入情况



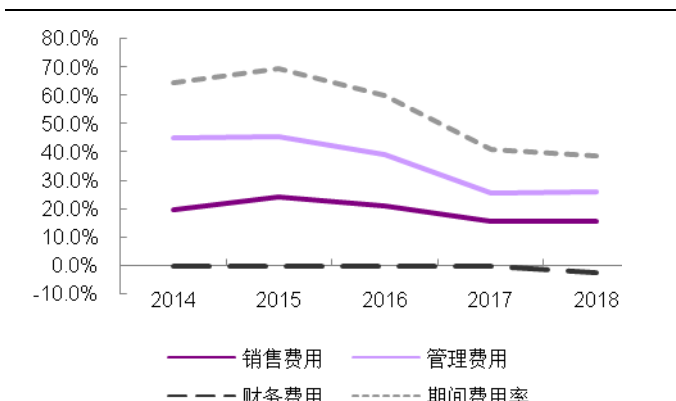
资料来源：wind，光大证券研究所

图 5：三六零历年净利润情况



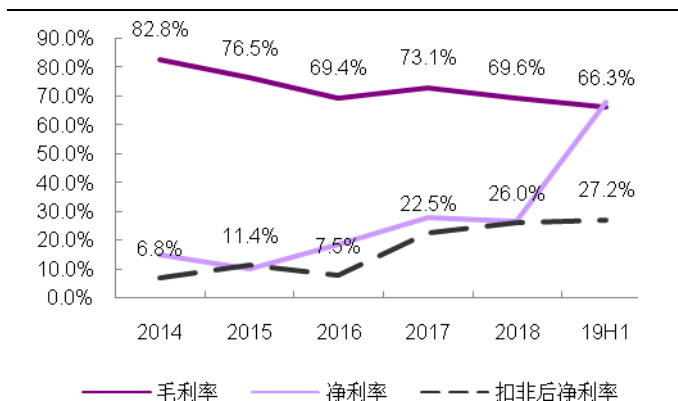
资料来源：wind，光大证券研究所

图 6：公司近年来费用率的情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：公司近年来的盈利能力的情况

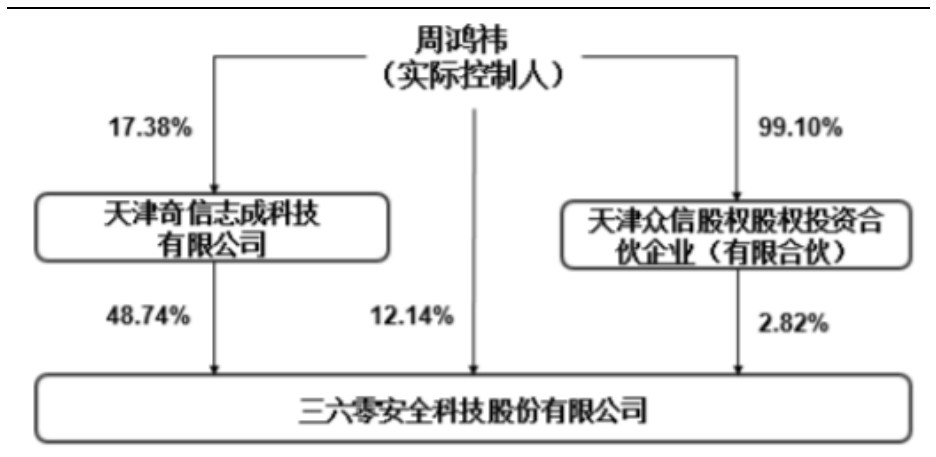


资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.3、控股股东持股比例高

截至2019年一季度，天津奇信志成科技有限公司持有公司48.74%的股权，是公司控股股东。控股股东持股比例较高，股权结构稳定。奇信志成和天津中信系周鸿祎先生控制的企业，周鸿祎先生、奇信志成和天津众信是一致行动人，周鸿祎先生是公司实际控制人。

图 8：360 股权结构（截至 2019 年 3 月 31 日）

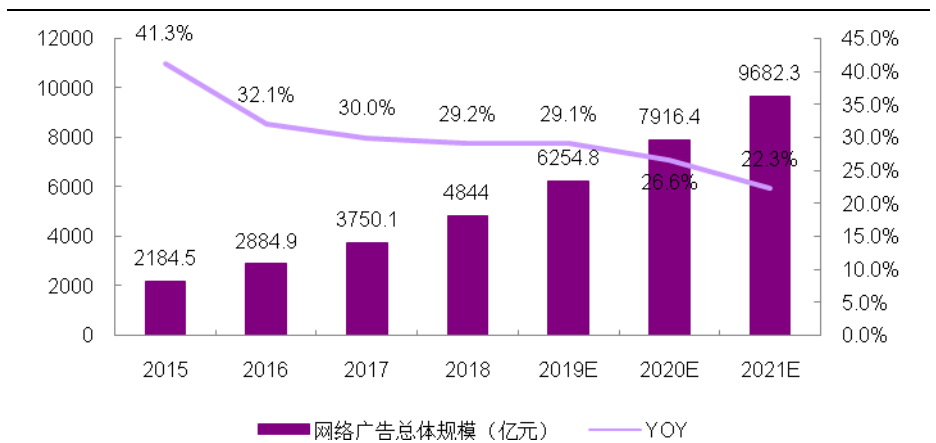


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2、互联网广告投放稳健增长

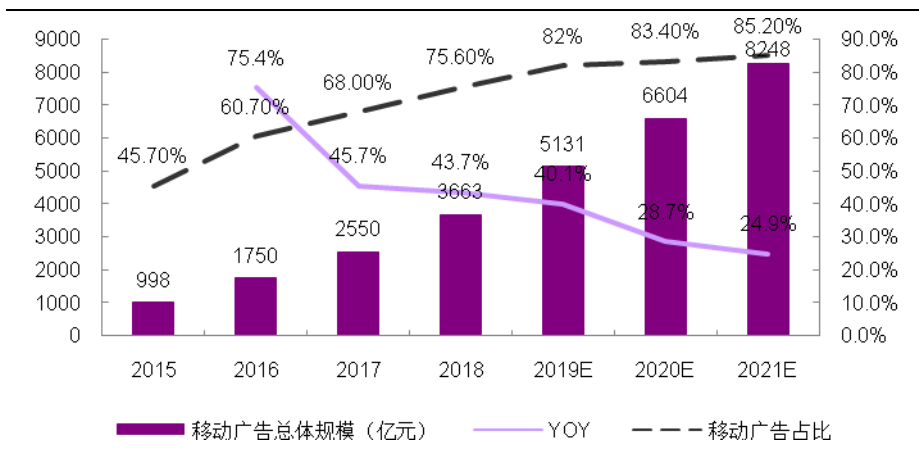
网络广告稳健增长，移动广告占比进一步提升。根据艾瑞咨询 2018 年度中国网络广告核心数据显示，中国网络广告市场规模达到 4844.0 亿元，同比增长 29.2%。从绝对值来看，中国网络广告产业的生命力依然旺盛，预计在 2021 年市场规模将达到近万亿。其中 2018 年中国移动广告市场规模达到 3663 亿元，同比增长 43.67%，整体市场增速高于网络广告市场增速，在网络广告的比例也达到了 75.6%，受益于移动互联网的加速发展，移动广告的占比还将进一步提升，预计未来 2021 年移动广告占网络广告的比例将超过 85%。

图 9：2015-2021 年中国网络广告市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询预测，光大证券研究所

图 10: 2015-2021 年中国移动网络广告市场规模及预测

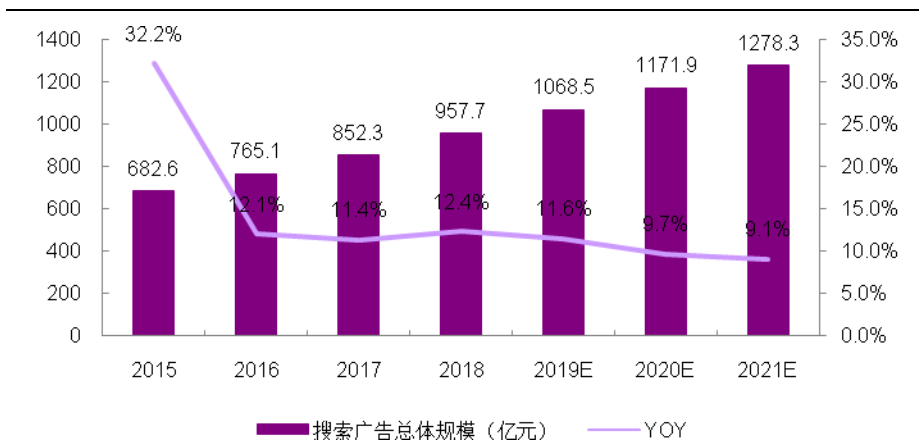


资料来源: 艾瑞咨询, 光大证券研究所

电商和短视频近年来的快速增长, 电商和信息流广告占比逐渐提升。2018 年, 中国网络广告在细分领域市场份额变化仍在继续, 传统搜索广告份额持续降低; 电商广告与 2017 年相比有所上升, 份额占比为 33.6%, 可以预计的是电商平台的高流量依然会吸引众多的广告投放; 而从长远角度, 随着诸多广告形式向信息流的转化, 信息流广告还有很大的增长空间。

搜索广告虽然份额有所降低, 但未来还将保持一定的增长速度。受移动互联网的冲击影响, 近年来搜索广告占网络广告的比例由 2015 年的 32.3% 下降至 2018 年的 24.3%。2018 年搜索广告市场规模达到 957.7 亿元, 同比增长达到 12.4%, 与 2017 年相比, 增速有所上升。自 2017 年搜索广告增速触底反弹, 已经进入平稳增长阶段。从用户端看, 搜索服务用户在已有较高使用率的情况下, 仍然保持一定增长。从产品端看, 头部搜索产品都在积极布局信息流和短视频两种形式, 未来, 智能搜索加信息流、短视频多引擎驱动下, 可以更精准的覆盖用户, 并推动搜索广告市场稳定增长。

图 11: 2015-2021 年中国网络广告市场搜索广告规模及预测



资料来源: 艾瑞咨询预测, 光大证券研究所

人工智能的快速发展将进一步提高广告投放的精细化水平。近年来人工

智能快速发展，网络广告作为信息化和数字化程度比较高的行业，将极大地受益于人工智能等新兴技术的应用。1) 未来，媒体会依然保持智能化的优势并加以使用，包括信息采集、智能加工、智能整合、核查与判断、智能分发几个方面都会在智能化的推动下做相对应的提升和增强。2) 同时，面对智能化与用户隐私的冲突，以及个性化算法推荐下带来的信息茧房问题，媒体也会在智能化的使用上做一些克制，其中将会在产能上、算法伦理、人机边界、数据权利的约束几个方面做出相应的调整。

3、边际改善确定，信息安全有望加速发展

根据我们近期的走访调研，今年护网行动无论范围还是力度方面都比往年要大，有望直接拉动短期行业需求增长。此外，今年5月份发布的“等保2.0”和此前发布的“网络安全法”预计将中长期增强政企信息安全意识，需要做等保的系统数量增加，信息安全投入增加，带来信息安全行业需求边际改善。受益于等级保护2.0等相关法律法规的逐步落地，IDC上调了信息安全整体行业的增速，行业边际改善确定。

3.1、“护网行动”等短期拉动行业增长

自2016年以来，公安部每年开展针对关键信息基础设施的实战攻防演习，被称为“护网行动”，该行动的主要目标是重要行业和产业的工业企业。而对于政务、能源、金融、电信、交通、民航、公用事业等特别重要的领域，更是实施轮番上阵的叠加攻击测试，以攻促防，查漏补缺，最大限度的排查问题。为此，各个企业或单位都在积极准备应对方案，检测网络中存在的安全隐患，并向各大安全厂商寻求支持。

根据我们近期的走访调研，今年护网行动在推进力度和范围上都比以前大了很多，参与攻防演练的系统数量增加明显。除此之外，为检验各省市关键信息基础设施和重点网站网络安全的综合防御能力和水平，各地方公安厅也纷纷组织护网专项行动，而且部分省市范围和时间都有了很大的提高（广东省2019年护网行动的时间增加了4个月）。受护网行动的推动，政企对网络安全意识明显提高，信息安全行业需求也增加明显。根据千里马招标网的数据显示，18年没有护网行动相关的招标，19年政府关于护网行动的招标明显增加。

3.2、等保2.0和网络安全法等政策推动行业中长期需求改善

今年以来，网络安全顶层政策密集出台，预计将整体提高社会各界对网络安全意识，中长期拉动信息安全需求增长。

2017年6月，全国人大发布《中华人民共和国网络安全法》，从此网络安全从原来的部门规章上升到法律制度，约束性变强。该法律是公安部、网信办、工信部等监管部门开展网络安全工作的法律基础，相关工作将进入有法可依、强制执行的阶段，预计将整体提高社会各界的网络安全意识。

2019年4月18日，国务院国资委印发《中央企业负责人经营考核办法》（下称“办法”），办法中首次将网络安全事件纳入考核范围，并视情节给予负责人相应的处分。此前，因为信息安全的投入不直接带来收入增长，政企对信息安全投入的关注度比较低，此次办法的发布将显著提升央企对信息安全的重视程度，预计相关投入也将刺激增加。

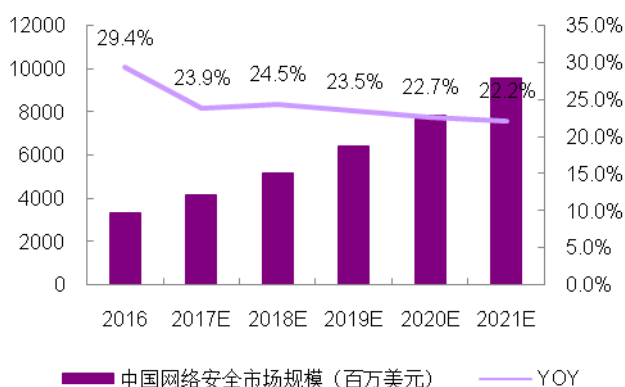
2019年5月10日，国家市场监督管理总局、中国国家标准化管理委员会发布《信息安全技术 网络安全等级保护基本要求》，标志着等级保护步入新的阶段——等保2.0时代。根据规定，等保2.0将从2019年12月1日开始实施。等保2.0对行业的影响主要有几方面：1、等保制度上升到法律层面，这将极大的提高政企客户的安全意识；2、监管范围明显扩大，从原来的重要信息系统变成了网络、信息系统、云平台、物联网、工控系统、大数据、移动互联等各类技术应用全覆盖；3、等保对安全的要求明显提高，最低分已由原来的60分提高至70分。4、新增主动防御需求。考虑到新的等保标准将在今年12月份开始实施，预计将中长期拉动信息安全行业需求增长。

2019年6月30日，在中国软件产业发展情况新闻发布会上，《国家网络安全产业发展规划》正式发布，工业和信息化部与北京市人民政府决定建设国家网络安全产业园区。根据规划，到2020年，依托产业园带动北京市网络安全产业规模超过1000亿元，拉动GDP增长超过3300亿元，打造不少于3家年收入超过100亿元的骨干企业。到2025年，依托产业园建成我国网络安全产业“五个基地”。此次规划是继等保2.0之后又一网络安全领域国家顶层规划政策，信息安全的国家战略地位进一步得到肯定，信息安全产业将整体受益于政策推动。产业园的规划产业规模巨大，相关部分对行业的支持力度和投入将加大，部分在京信息安全企业和华北地区收入占比较高的企业将优先受益。

3.3、受益于相关政策加速落地，第三方机构上调行业增速预测

受益于《国家关键信息基础设施安全保护条例》、数据安全、等级保护2.0等相关法律法规的逐步落地，IDC上调了信息安全整体行业的增速，根据IDC在2019年4月发布报告，2018年中国安全解决方案总体支出为55亿美元，同时预计2018-2022年中国安全解决方案总体支出期内的年复合增长率（CAGR）为25.6%，增速相较于17年的预测明显提高（2017年11月14日，IDC预计2016-2021年中国网络安全市场的年复合增长率（CAGR）为23%，且总体上呈现逐年略有下降的趋势）。

图 12：中国网络安全市场规模预测（2017.11）



资料来源：IDC 预测，光大证券研究所

图 13：中国网络安全市场规模预测（2019.4）



资料来源：17-18 年为 IDC 统计数据，19-22 年为 IDC 预测数据

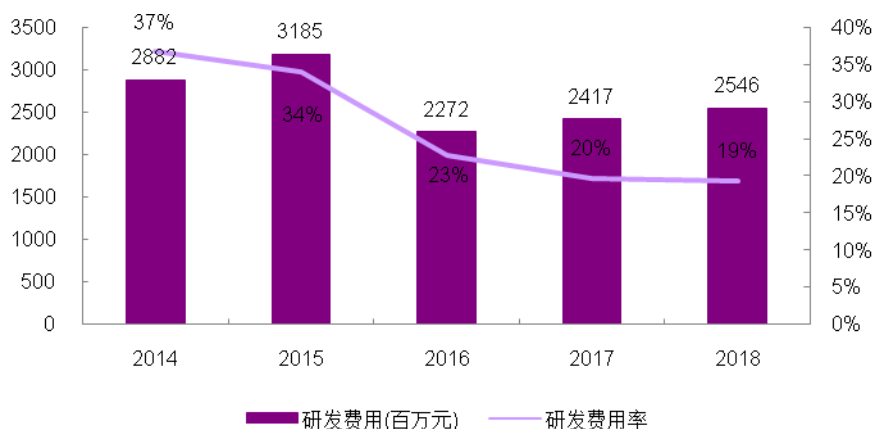
4、布局政企业务市场，未来值得期待

公司积极扩展安全业务范围，在保护个人用户安全的基础上，进一步深化布局政府及企业安全业务，在现有网络空间安全业务的基础上进一步拓展城市安全、社区安全等物理空间安全应用场景。考虑到公司在安全领域具备技术、品牌和数据等多重优势且在国家、城市和社会安全领域具备丰富的经验基础，政企安全领域未来有望成为三六零的重要战略方向和新业务增长点。

4.1、品牌、技术和数据优势明显

“360”是国内家喻户晓的网络安全领导品牌。三六零旗下的 360 安全卫士、360 手机卫士、360 手机助手、360 杀毒、360 清理大师、360 浏览器等产品受到市场高度认可。根据艾瑞咨询的数据，截至 2018 年 12 月，三六零 PC 安全产品的市场渗透率为 96.98%，平均月活跃用户数平稳保持在 5 亿以上，PC 安全市场持续排名第一；PC 安全浏览器市场渗透率为 82.11%，平均月活跃用户数达 4.3 亿；移动安全产品的平均月活跃用户数达 4.63 亿。“360”已是国内家喻户晓的网络安全品牌、互联网领域内的知名品牌，具备广泛的品牌影响力和用户信任度。

图 14：公司历年研发投入情况



资料来源：wind，光大证券研究所

技术实力雄厚，为业务开展提供强大的保障。公司是一家技术驱动的高科技互联网企业，公司每年研发支出在 20 亿元以上，是国内安全领域投入最大的公司，研发人员超过 70%。在网络安全技术领域，公司拥有 17 支代表全球顶尖技术水平的安全专家团队、3 大安全研究实验室、3 大安全平台、11 大安全部门。2018 年 8 月，微软发布全球 Top100 安全贡献榜，360 公司共 13 人荣耀上榜，是入选人数最多、综合排名最高的安全厂商，而且公司目前拥有东半球最大的“白帽子”军团¹，技术实力领先。

公司拥有全球最大的安全数据库。“360 安全大脑”运用人工智能技术，自动分析和处理十余亿台终端产生的每年近百万亿的全网安全行为数据，年样本数据新增量超过百亿，在国内安全数据量排名第一。此外，公司持续地通过对安全数据进行积淀和分析，形成了数据量庞大的、跨越 PC 端和移动端的大数据体系，目前 360 公司已拥有国内领先的实时网络安全数据库，包括全球最大的程序文件样本库（200 亿条）和存活网址库（每天 800 亿条）以及全球最全的程序行为日志库（22 万亿条）和全球域名信息库（80 亿）。

4.2、聚力突破，发力大安全领域

此前，网络安全威胁主要是针对个人电脑或个人手机，经过数年的发展，针对政企的网络攻击也越来越多。政府、企业对网络安全防范愈加重视，纷纷加大安全建设投入。此外，随着技术的革新，安全防范需求也从网络空间扩展到物理空间，城市、社区等安全投入日益增多，我国已经进入“大安全”时代。未来，政企安全领域将成为三六零的重要战略方向和新业务增长点，公司将通过包括不限于自建、投资、并购等方式进一步落实。

2017 年 9 月，360 公司 CEO 周鸿祎在中国互联网安全大会上，提出中国互联网全面进入“大安全时代。”。2018 年公司全面实施“大安全”战略。2018 年 5 月，360 开创性地发布了全球最大的分布式智能安全系统——“360 安全大脑”，并以此构建了大安全时代的整体防御战略体系，积极参与国家安全建设，助推国内安全生态进一步完善。“360 安全大脑”的设计初衷就是为针对国家层面的网络威胁及攻击提供整体化解决方案。三六零已将该平台的感知、推理、预警等五项核心能力，以及衍生而来的态势感知、攻击监测、网络安保指挥等具体操作平台及系统，广泛运用于国家级重大活动的安保准备、保障过程中。2018 年，三六零作为重要安全保障单位积极参与了两会、博鳌论坛、中非论坛、世界互联网大会、网络安全宣传周、上合青岛峰会等重大活动的网络安保工作。公司作为安全领域技术领先企业且在多次国际安全事件中表现优异，有望受益于国际形势复杂化。

攻防能力、漏洞挖掘能力以及强大的安全专家队伍是公司的核心安全能力。依托公司在互联网终端安全积累的数据基础和安全能力，公司已在国家、城市和社会安全领域有重大突破。

¹ 白帽子描述的是正面的黑客。他可以识别计算机系统或网络系统中的安全漏洞，但并不会恶意去利用，而是公布其漏洞。这样系统可以在被其他人（例如黑帽子）利用之前修补漏洞。

在国家安全方面：除了参加多个国家级重大安保活动，而且公司 2018 年为十余个国家部委、监管机构及央企国企等提供网络攻防实战演练服务，演练规模空前。

在城市于社会安全方面：公司已在内部搭建了数十个“360 城市安全大脑”的 AI 设计模型，基本完成相关的业务系统开发及大数据平台的产品化开发，未来将根据在各地区的投入试点情况对产品及服务方案进行优化和调整。2018 年，公司已与雄安新区、天津、西安、成都、南京等地区开展了战略合作。2019 年 6 月，公司公告中标重庆市合川区 360 网络安全协同创新产业园一期项目（EPC 模式），中标金额 2.395 亿元，是迄今为止该领域最大的项目金额。

4.3、出售奇安信股权，全面布局大安全

2019 年 4 月 13 日，公司公告将以 37.31 亿元的价格出售其所持有的奇安信 22.58% 的股权，在出售股权完成后，双方将签署《终止协议》，自协议签署日起，奇安信将不得使用 360 品牌进行宣传，双方也将取消在技术和数据上的授权。交易完成后，360 宣布未来重点进入政企安全领域，不受原来协议的束缚，进一步深化“大安全”战略，将通过包括不限于自建、投资、并购等方式进一步落实。截至 2019 年 6 月 30 日，本次股权交易已转让完成，该交易上半年确认投资收益 29.86 亿元，将对公司在 2019 年度利润有所增厚。360 在信息安全领域具备品牌、数据、技术和资金等多方面的优势，预计将为公司未来拓展政企市场提供很好的基础。

5、盈利预测

5.1、关键假设及盈利预测

基于以下几点假设作出预测：

- 1、考虑到公司互联网广告以搜索广告为主且公司近年来不断加大移动端和信息流产品的布局，预计公司互联网广告及服务业务 19-21 年收入增速分别为 13%、13%和 13%；
- 2、因 18 年游戏版号审批暂停，行业增速较慢，19 年新版号陆续发出，行业增速回升，再考虑到公司该业务基数较低，预计公司互联网增值业务 19-21 年收入增速分别为 30%、30%和 20%；
- 3、随着 5G 等新技术和新应用的快速发展，近年来物联网行业快速发展，公司智能硬件业务将受益于整体行业发展。预计公司该业务 19-21 年收入增速分别为 20%、20%和 20%；
- 4、公司各业务毛利率和 18 年保持一致。

表 1：三六零营收预测

单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	13,129	15,113	17,430	19,944
增长率	7%	15%	15%	14%
毛利	9,132	10,501	12,081	13,779

主营毛利率	70%	69%	69%	69%
互联网广告及服务				
收入	10,658	12,044	13,610	15,379
增长率	17%	13%	13%	13%
毛利	7,864	8,912	10,071	11,380
毛利率	74%	74%	74%	74%
互联网增值服务（游戏及其他）				
收入	1,178	1,531	1,991	2,389
增长率	-31%	30%	30%	20%
毛利	889	1,149	1,493	1,792
毛利率	75%	75%	75%	75%
智能硬件				
收入	1,015	1,218	1,461	1,753
增长率	-8%	20%	20%	20%
毛利	180	213	256	307
毛利率	18%	18%	18%	18%
其他主营业务				
收入	270	311	357	411
增长率	-16%	15%	15%	15%
毛利	191	218	250	288
毛利率	71%	70%	70%	70%
其他业务				
收入	8.1	9.3	10.7	12.3
增长率	23%	15%	15%	15%
毛利	8.1	9.3	10.7	12.3
毛利率	100%	100%	100%	100%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

综上，我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 151.11、174.30 和 199.40 亿元。考虑到 2019 年公司出售奇安信股权将带来的投资收益，预计公司 19-21 年净利润分别为 67.90、43.05 和 49.52 亿元，对应 EPS 分别为 1.00、0.64 和 0.73 元/股。

5.2、估值

当前上市公司中同样定位信息安全的有启明星辰、绿盟科技、卫士通、蓝盾股份和深信服，考虑到卫士通业绩波动较大，蓝盾股份以安全集成和电商业务为主，我们将研究启明星辰（主业：销售 UTM、IDS/IPS 等安全产品）、绿盟科技（主业：销售 WAF、漏扫等安全产品）和深信服（主业：销售上网行为管理、VPN 等安全产品）的公司估值情况，从而为三六零估值提供参考。

目前 A 股信息安全公司的平均估值水平为 19 年 57 倍、20 年 45 倍、21 年 35 倍，3 年净利润 CAGR 24%~35%、PEG 在 2.3~3.3。

由于三六零 19 年业绩存在比较大的非经常性损益，选取 20 年 PE 作为参考指标来进行估值。综合对比及考虑三六零 2019-2021 年净利润 CAGR

12%和互联网安全龙头地位，给予公司 20 年 44 倍 PE，对应股价为 28.16 元。

表 2：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS (元)				PE (X)				CAGR -3/2018	PEG -2018	市值 亿元
	09.12	18	19E	20E	21E	18	19E	20E	21E				
启明星辰	34.40	0.63	0.79	0.97	1.20	54	43	36	29	24%	2.3	308	
绿盟科技	17.90	0.21	0.29	0.39	0.51	85	61	46	35	35%	2.4	143	
深信服	114.65	1.50	1.68	2.15	2.83	77	68	53	40	24%	3.2	462	
平均						72	57	45	35	27%	2.7		
三六零	25.88	0.52	1.00	0.64	0.73	50	26	41	35	12%	4.2	1751	

资料来源：wind 一致预期，三六零 EPS 为光大证券研究所预测数据

5.3、估值结论与投资评级

考虑到 2019 年公司出售奇安信股权将带来的投资收益，预计公司 19-21 年净利润分别为 67.90、43.05 和 49.52 亿元，对应 EPS 分别为 1.00、0.64 和 0.73 元/股。我们采用相对估值法对公司进行估值，考虑到可比公司 20 年 PE 均值为 45 倍，给予公司 20 年 44 倍估值，对应目标价 28.16 元。看好公司发力政企市场带来的收入弹性，首次覆盖，给予“增持”评级。

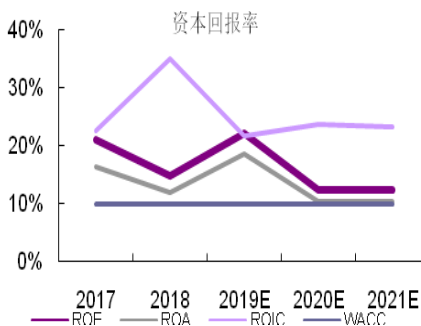
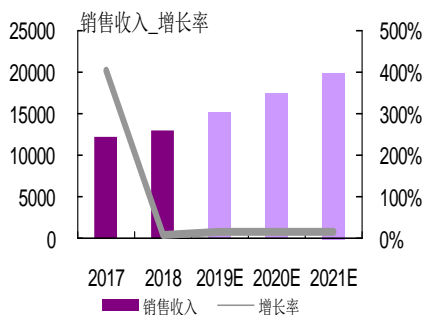
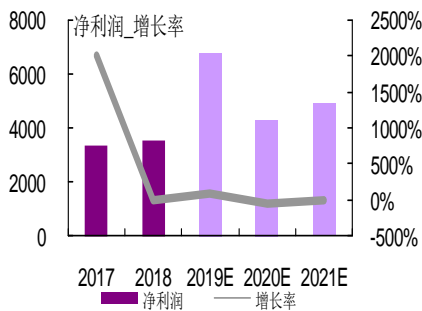
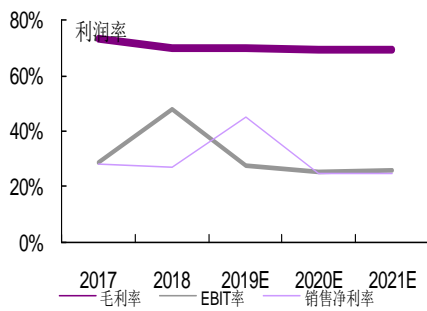
6、风险分析

政企市场推进不及预期：此前公司业务以 2C 为主，2B 业务之前主要依托子公司奇安信开展。政企市场的商业模式和消费端市场有一定差异，在开拓政企市场的过程中，公司有自身优势发挥不明显，拓展不及预期的风险。

互联网广告领域竞争加剧：互联网广告是公司主要的收入来源，近年来随着移动互联网竞争加剧和流量成本增加等因素影响，公司该业务有发展不及预期的可能性。

公司产品不能及时满足市场需求。信息安全行业是一个技术门槛比较高的行业，而且技术和产品更迭较快，每一项产品都需要投入大量的研发，公司有不能及时对产品进行更新换代满足市场需求的风险。

市场整体估值水平下降：投资者风险偏好受诸多因素影响，未来有市场整体估值水平下降的风险。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,238	13,129	15,113	17,430	19,944
营业成本	3,296	3,998	4,612	5,349	6,166
折旧和摊销	701	381	523	578	640
营业税费	252	236	242	312	299
销售费用	1,907	2,034	2,297	2,702	3,087
管理费用	3,118	838	3,793	4,619	5,186
财务费用	-46	-345	-399	-356	-364
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	522	413	3,500	300	300
营业利润	4,050	4,174	8,062	5,100	5,866
利润总额	4,119	4,186	8,084	5,125	5,895
少数股东损益	50	-27	0	0	0
归属母公司净利润	3,372	3,535	6,790	4,305	4,952

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	21,050	29,348	36,638	41,675	47,459
流动资产	13,305	18,557	25,587	30,501	36,125
货币资金	10,013	14,977	21,817	26,222	31,292
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2,438	2,346	2,698	3,111	3,560
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	76	249	287	331	379
存货	104	123	163	193	225
可供出售投资	1,350	3,788	3,788	3,788	3,788
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4,431	4,427	4,427	4,427	4,427
固定资产	356	482	636	819	1,027
无形资产	314	339	322	306	291
总负债	4,734	5,069	5,568	6,299	7,132
无息负债	4,721	5,051	5,550	6,281	7,114
有息负债	14	18	18	18	18
股东权益	16,315	24,279	31,070	35,375	40,327
股本	2,000	6,764	6,764	6,764	6,764
公积金	9,910	7,341	8,020	8,451	8,946
未分配利润	4,393	7,765	13,876	17,751	22,207
少数股东权益	267	297	297	297	297

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4,143	3,748	3,684	4,403	5,131
净利润	3,372	3,535	6,790	4,305	4,952
折旧摊销	701	381	523	578	640
净营运资金增加	8,320	652	1,714	-474	2,932
其他	-8,250	-820	-5,343	-7	-3,393
投资活动产生现金流	9,046	-4,042	2,718	-400	-500
净资本支出	-268	-495	-600	-700	-800
长期投资变化	4,431	4,427	0	0	0
其他资产变化	4,882	-7,975	3,318	300	300
融资活动现金流	-11,981	-247	439	403	439
股本变化	1,603	4,764	0	0	0
债务净变化	14	4	0	0	0
无息负债变化	3,658	330	499	732	833
净现金流	1,162	-501	6,840	4,405	5,070

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	406.28%	7.28%	15.11%	15.33%	14.43%
净利润增长率	2014.79%	4.83%	92.10%	-36.60%	15.01%
EBITDA 增长率	1753.00%	58.52%	-25.73%	7.18%	16.34%
EBIT 增长率	1949.04%	79.39%	-29.76%	6.75%	17.06%
估值指标					
PE	52	50	26	41	35
PB	11	7	6	5	4
EV/EBITDA	12	26	34	31	26
EV/EBIT	14	28	39	35	30
EV/NOPLAT	17	33	46	42	35
EV/Sales	4	13	11	9	8
EV/IC	4	12	10	10	8
盈利能力 (%)					
毛利率	73.07%	69.55%	69.48%	69.31%	69.09%
EBITDA 率	34.30%	50.68%	31.00%	28.81%	29.29%
EBIT 率	28.57%	47.77%	27.55%	25.50%	26.08%
税前净利润率	33.66%	31.89%	53.49%	29.41%	29.56%
税后净利润率 (归属母公司)	27.55%	26.92%	44.93%	24.70%	24.83%
ROA	16.26%	11.95%	18.53%	10.33%	10.43%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.01%	14.74%	22.07%	12.27%	12.37%
经营性 ROIC	22.44%	34.89%	21.63%	23.67%	23.26%
偿债能力					
流动比率	3.05	3.79	4.77	5.05	5.31
速动比率	3.02	3.76	4.74	5.01	5.28
归属母公司权益/有息债务	1172.16	1332.64	1709.97	1949.22	2224.37
有形资产/有息债务	1430.31	1542.35	1948.32	2229.08	2551.31
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.50	0.52	1.00	0.64	0.73
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.61	0.55	0.54	0.65	0.76
每股自由现金流(FCFF)	-0.71	0.64	0.25	0.60	0.19
每股净资产	2.37	3.55	4.55	5.19	5.92
每股销售收入	1.81	1.94	2.23	2.58	2.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼