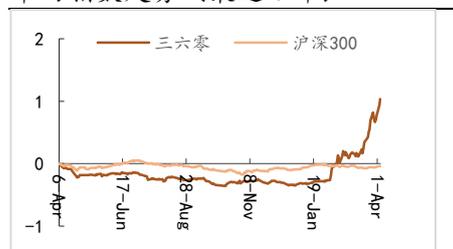


评级： 买入

翟炜
首席分析师
SAC 执证编号：S0110521050002
zhaiwei@sczq.com.cn

傅梦欣
研究助理
fumengxin01@sczq.com.cn
电话：18117835985

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	20.08
一年内最高/最低价(元)	20.85/6.30
市盈率(当前)	-86.04
市净率(当前)	4.61
总股本(亿股)	71.45
总市值(亿元)	1,434.79

资料来源：聚源数据

相关研究

- 手握海量 GPT 训练数据，类 Chatgpt AI 能力出众
- 受疫情影响业绩承压，安全业务持续增长
- 安全业务高增长，高投入奠定坚实基础

核心观点

- **类 Chatgpt 产品雏形已现，搜索+AI 完美融合。**3月29日，在三六零主办的“2023 数字安全与发展高峰论坛”上，周鸿祎公开展示了三六零通用大模型产品的雏形：现场演示共计七个问题，仅一题与事实有细微偏差，该产品目前仅是雏形，且由现场观众随机提问，演示结果已高于预期。搜索+AI 完美融合，相互赋能：1) 搜索引擎能够为类 ChatGPT 技术提供海量训练数据，同时从“卡塔尔世界杯冠军是哪个国家”这一问题来看，与搜索结合的二六零版 ChatGPT 已然具备时效性；2) 对标 New Bing+ChatGPT，搜索引擎是类 ChatGPT 产品的最佳应用场景之一，大模型有望推动搜索领域技术革新、商业模式创新、进一步重塑行业格局。相较于百度，公司对竞价广告产生的收入依赖性更低，更有动力将其大模型产品与搜索业务进行深度融合。
- **场景+技术两翼齐飞。**三六零将坚持“两翼齐飞”战略，先占据场景，同步发力核心算法技术。在场景方面，1) 在 To C 端，公司将推出新一代智能搜索引擎，并基于浏览器场景推出人工智能个人助理类产品；2) 在 To SME 端，公司将基于生成式大模型推出 SaaS 化垂直应用，如结合生成式 AI 的“苏打办公套件”和“企业即时通讯工具-织语”等，以解决中小微企业数字化转型难题；3) To G& B 端，公司已将核心数字安全能力融入安全 AI 模型，计划结合数字安全业务推出企业私有化 AI 服务。在技术方面，公司的人工智能研究院早已于 2019 年起持续投入包括类 ChatGPT 技术在内的通用大模型技术，且公司作为搜索引擎公司，拥有自建服务器集群且账面资金充足，为迭代大算法模型和负担高昂算力成本提供充足支撑。
- **各行各业都将可能被 AI 重塑，公司有望在 AI 时代重回昔日辉煌。**公司曾是 PC 互联网时代龙头，移动互联网时代业务逐渐暗淡，而 AI 时代，类 ChatGPT 产品与公司业务高度契合，实控人周鸿祎亲自带领团队打磨产品，该产品有望助力公司在 AI 时代重回昔日辉煌。
- **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 94.92/108.26/131.04 亿元；归母净利润分别为-24.81/5.61/14.01 亿元；对应 2022-2024 年 EPS 分别为-0.35/0.08/0.20 元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**AI 大模型研发及迭代不及预期；场景应用不及预期；市场竞争加剧的风险。

盈利预测

币种：人民币	2021A	2022E	2023E	2024E
营收（亿元）	108.86	94.92	108.26	131.04
营收增速（%）	-6.28	-12.80	14.06	21.04
净利润（亿元）	9.02	-24.81	5.61	14.01
净利润增速（%）	-69.02	-374.99	122.60	149.83
EPS(元/股)	0.13	-0.35	0.08	0.20
PE	147	-54	237	95

资料来源：Wind，首创证券

图1 三六零 2017-2022Q3 营业收入（左轴）及增速（右轴）



图2 三六零 2017-2022Q3 归母净利润（左轴）及增速（右轴）



资料来源: Wind, 首创证券

资料来源: Wind, 首创证券

图3 三六零 2017-2022Q3 毛利率、净利率



资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	26047.9	22327.6	22522.6	24183.4	经营活动现金流	165.6	-127.1	922.3	1919.5
现金	19245.7	16025.8	15797.6	16612.8	净利润	902.2	-2481.0	560.8	1401.0
应收账款	2220.7	1923.4	2193.8	2655.4	折旧摊销	434.8	562.0	812.3	984.9
其它应收款	218.3	190.4	217.1	262.8	财务费用	-635.4	-117.2	-107.1	-109.4
预付账款	203.1	187.7	192.8	230.0	投资损失	-153.2	1500.0	28.0	-72.0
存货	675.3	624.2	641.2	764.7	营运资金变动	-391.5	278.1	-335.2	-193.3
其他	792.5	691.1	788.2	954.0	其它	70.5	-39.1	2.0	4.4
非流动资产	15991.6	16659.2	17076.4	17321.1	投资活动现金流	-318.4	-2729.6	-1257.6	-1157.6
长期投资	6759.0	6759.0	6759.0	6759.0	资本支出	-384.4	-1302.9	-1302.9	-1302.9
固定资产	1392.1	2224.3	2790.6	3176.1	长期投资	1727.8	0.0	0.0	0.0
无形资产	2985.1	3621.0	4242.1	4848.8	其他	-1661.8	-1426.7	45.3	145.3
其他	2768.1	2768.1	2768.1	2768.1	筹资活动现金流	-2669.3	-363.2	107.1	53.3
资产总计	42039.5	38986.8	39599.1	41504.5	短期借款	-1965.7	0.0	0.0	0.0
流动负债	6458.0	6073.5	6163.5	6820.1	长期借款	123.1	-123.1	0.0	0.0
短期借款	4.5	4.5	4.5	4.5	其他	-219.6	-357.3	0.0	-56.1
应付账款	2136.0	1974.5	2028.0	2418.8	现金净增加额	-2822.2	-3219.9	-228.2	815.2
其他	260.8	241.1	247.6	295.3	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
非流动负债	621.8	621.8	621.8	621.8	成长能力				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	-6.3%	-12.8%	14.1%	21.0%
其他	534.8	534.8	534.8	534.8	营业利润	-65.9%	-373.6%	-129.7%	133.2%
负债合计	7079.8	6695.3	6785.3	7441.9	归属母公司净利润	-69.0%	-375.0%	-122.6%	149.8%
少数股东权益	-46.9	123.2	84.8	-11.3	获利能力				
归属母公司股东权益	35006.5	32168.2	32729.0	34073.9	毛利率	62.3%	60.0%	64.0%	64.5%
负债和股东权益	42039.5	38986.8	39599.1	41504.5	净利率	8.3%	-26.1%	5.2%	10.7%
利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	ROE	2.6%	-7.7%	1.7%	4.1%
营业收入	10885.8	9492.0	10826.5	13104.4	ROIC	0.8%	-6.0%	1.5%	3.6%
营业成本	4105.0	3794.6	3897.5	4648.4	偿债能力				
营业税金及附加	74.6	65.0	74.2	89.8	资产负债率	16.8%	17.2%	17.1%	17.9%
营业费用	2233.4	2088.2	2057.0	2096.7	净负债比率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用	3128.7	3132.4	3139.7	3538.2	流动性比率	4.03	3.68	3.65	3.55
管理费用	770.5	711.9	747.0	720.7	速动比率	3.93	3.57	3.55	3.43
财务费用	-686.0	-117.2	-107.1	-109.4	营运能力				
资产减值损失	-480.3	-1485.0	-50.0	0.0	总资产周转率	0.26	0.24	0.27	0.32
公允价值变动收益	106.4	-500.0	72.0	72.0	应收账款周转率	5.15	4.47	5.13	5.27
投资净收益	272.2	-1000.0	-100.0	0.0	应付账款周转率	1.92	1.84	1.94	2.09
营业利润	1158.1	-3167.9	940.2	2192.0	每股指标(元)				
营业外收入	127.1	10.0	26.0	26.0	每股收益	0.13	-0.35	0.08	0.20
营业外支出	54.2	54.2	16.0	16.0	每股经营现金	0.02	-0.02	0.13	0.27
利润总额	1231.0	-3212.2	950.2	2202.0	每股净资产	4.90	4.50	4.58	4.77
所得税	390.6	-901.3	427.8	897.1	估值比率				
净利润	840.4	-2310.9	522.3	1304.9	P/E	147.3	-53.6	237.0	94.9
少数股东损益	-61.9	170.1	-38.4	-96.1	P/B	3.80	4.13	4.06	3.90
归属母公司净利润	902.2	-2481.0	560.8	1401.0	EV/EBITDA	138.57	-41.81	69.20	37.12
EBITDA	821.6	-2723.1	1645.4	3067.5					
EPS (元)	0.13	-0.35	0.08	0.20					

分析师简介

翟炜，北京大学硕士，曾就职于中科院信工所，方正证券、国金证券等，2021年5月加入首创证券，负责计算机、通信等行业研究。

傅梦欣，新加坡南洋理工大学硕士，西南财经大学双学士，2022年3月加入首创证券，主要覆盖信创、能源 IT、网络安全等领域。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级		
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上 增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准		