

## 公司研究

## 打开人工智能大模型广阔天地，传统业务临近盈利拐点

## ——三六零（601360.SH）2022年年度报告及2023年第一季度报告点评

## 要点

**事件：**2023年4月21日，公司发布2022年年报及2023年一季报，2022年实现营收95.21亿元，同比减少12.54%；归母净利润-22.04亿元，同比亏损幅度加大。2023年一季度实现营收19.66亿元，同比减少22.17%；归母净利润-1.86亿元，同比转为亏损。

**我国AI追赶序幕拉开，公司积淀深厚，有望在大模型赛道领先，打开全新想象空间。**公司2019年开始GPT大模型研究，目前以“360新搜索”为代表的新一代AI产品矩阵已经陆续面向企业客户开启小范围定向邀约测试，未来还将结合360浏览器、数字助理、苏打办公、智能营销等垂直场景，迭代强势应用。在通用大模型领域的研发中，算力、算法和数据是其发展的关键三要素，其中数据因其稀缺性是门槛较高的要素，360搜索是中国PC端市占率第二的搜索引擎，在数据方面有先发优势（累计抓取近1万亿张网页和近200亿条索引用于训练）。

**基于大模型的智能攻防，将使得安全需求上升到历史性的新阶段。**GPT等大模型的成熟，使得网络攻击的门槛极大下降、潜在攻击频次指数级上升，相应AI防御工具或将极速升级。360以世界前列的安全能力用于构建大模型，18年累计的东半球最大的安全数据库用于迭代优化，以及众多高水平的白帽子黑客和安全工程师可以准确高效的进行安全数据预清洗、参数调整及后端人工标记。目前，360AI安全实验室所开发的AI框架安全监测平台，已累计发现Tensorflow、Caffe、PyTorch等主流机器学习框架的漏洞200多个，其中提交给谷歌Tensorflow的漏洞数98个，包括24个高危、严重漏洞。360作为目前国内大模型公司中唯一的头部安全厂商，有望收获全新的产业红利。

**传统安全业务深入转型，互联网业务贡献稳定利润。**分业务看：1)安全业务营收17.91亿元，同比增长29.72%；2022年公司实现了安全业务的整体客户覆盖数量显著提升，完成了关键客户的全覆盖，区域客户数量与新签订单金额均有大幅增长。2)互联网业务实现收入57.91亿元，同比下降21.85%；其中互联网广告及服务业务收入47.10亿元，同比下降25.32%。2022年末，公司PC安全产品市场渗透率为99.68%，平均MAU 4.75亿。互联网增值业务营收10.82亿元，同比下降2.03%。

**盈利预测：**考虑到公司业务拓展研发投入较大，下调23-24年归母净利润预测至6.04/12.12亿元（调整幅度-55.0%/-34.1%），新增25年归母净利润预测14.47亿元；23-25年EPS分别为0.08/0.17/0.20元，对应PE分别为189x/94x/79x，看好公司在AI产业发展中的核心地位，维持“增持”评级。

**风险提示：**市场竞争加剧，人工智能业务拓展不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10,886	9,521	9,561	10,424	11,567
营业收入增长率	-6.28%	-12.54%	0.42%	9.03%	10.96%
净利润（百万元）	902	-2,204	604	1,212	1,447
净利润增长率	-69.02%	-344.23%	-127.42%	100.60%	19.40%
EPS（元）	0.13	-0.31	0.08	0.17	0.20
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.58%	-6.94%	1.87%	3.61%	4.14%
P/E	127	NA	189	94	79
P/B	3.3	3.6	3.5	3.4	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-04-21

## 增持（维持）

当前价：15.98元

## 作者

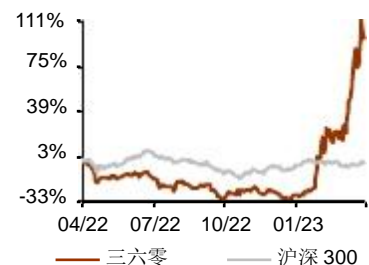
分析师：吴春阳  
执业证书编号：S0930521080002  
021-52523686  
wuchunyang@ebsecn.com

联系人：白玥  
021-52523683  
baiyue@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	71.45
总市值(亿元)	1141.83
一年最低/最高(元)	6.30/20.85
近3月换手率	341.73%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.90	128.77	94.04
绝对	-4.77	124.75	102.19

资料来源：Wind

## 相关研报

国内首款结合搜索引擎大模型产品亮相，三六零彰显对标国际巨头实力——360集团2023数字安全与发展高峰论坛点评

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,886	9,521	9,561	10,424	11,567
营业成本	4,105	3,922	3,729	3,931	4,290
折旧和摊销	350	353	631	779	899
税金及附加	75	79	78	85	74
销售费用	2,233	2,115	1,962	1,989	2,163
管理费用	771	720	730	691	763
研发费用	3,129	3,314	3,224	3,129	3,299
财务费用	-686	-573	-421	-435	-455
投资收益	153	-1,293	0	0	0
营业利润	1,158	-1,906	619	1,344	1,592
利润总额	1,231	-1,911	613	1,338	1,586
所得税	391	323	61	201	238
净利润	840	-2,234	552	1,138	1,348
少数股东损益	-62	-31	-52	-74	-100
归属母公司净利润	902	-2,204	604	1,212	1,447
EPS(元)	0.13	-0.31	0.08	0.17	0.20

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	166	557	33	1,267	1,758
净利润	902	-2,204	604	1,212	1,447
折旧摊销	350	353	631	779	899
净营运资金增加	-1,824	-2,338	743	1,325	1,744
其他	738	4,747	-1,945	-2,049	-2,333
投资活动产生现金流	-318	3,746	-1,500	-1,100	-940
净资本支出	-376	-453	-1,300	-1,100	-940
长期投资变化	6,759	3,428	0	0	0
其他资产变化	-6,701	771	-200	0	0
融资活动现金流	-2,669	-1,240	298	443	466
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,843	-4	-123	0	0
无息负债变化	1,418	-137	-657	227	347
净现金流	-2,822	3,073	-1,169	610	1,284

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	62.3%	58.8%	61.0%	62.3%	62.9%
EBITDA 率	16.2%	3.9%	3.2%	12.7%	17.3%
EBIT 率	12.2%	-0.5%	-3.4%	5.2%	9.5%
税前净利润率	11.3%	-20.1%	6.4%	12.8%	13.7%
归母净利润率	8.3%	-23.1%	6.3%	11.6%	12.5%
ROA	2.0%	-5.8%	1.4%	2.9%	3.3%
ROE (摊薄)	2.6%	-6.9%	1.9%	3.6%	4.1%
经营性 ROIC	4.2%	1.0%	-0.7%	1.6%	4.5%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	17%	18%	16%	16%	16%
流动比率	4.03	4.66	5.01	4.97	4.96
速动比率	3.93	4.57	4.89	4.84	4.83
归母权益/有息债务	274.35	257.60	-	-	-
有形资产/有息债务	304.40	288.28	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	42,039	38,616	38,387	39,751	41,446
货币资金	19,246	22,782	21,612	22,223	23,506
交易性金融资产	2,636	504	504	504	504
应收账款	2,221	1,757	1,886	2,058	2,285
应收票据	56	11	11	12	14
其他应收款 (合计)	218	150	175	191	212
存货	675	538	623	658	741
其他流动资产	406	445	445	463	486
流动资产合计	26,048	26,380	25,438	26,299	27,951
其他权益工具	1,863	1,946	1,946	1,946	1,946
长期股权投资	6,759	3,428	3,428	3,612	3,612
固定资产	1,392	1,418	1,770	1,850	1,701
在建工程	11	5	116	177	205
无形资产	674	636	901	1,096	1,272
商誉	2,312	2,313	2,313	2,313	2,313
其他非流动资产	269	220	221	221	221
非流动资产合计	15,992	12,236	12,949	13,453	13,495
总负债	7,080	6,938	6,158	6,384	6,731
短期借款	5	1	0	0	0
应付账款	2,136	2,180	2,073	2,185	2,385
应付票据	6	25	24	25	28
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	261	232	231	223	211
流动负债合计	6,458	5,659	5,077	5,295	5,631
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	240	954	955	963	975
非流动负债合计	622	1,279	1,080	1,089	1,100
股东权益	34,960	31,678	32,230	33,367	34,715
股本	7,145	7,145	7,145	7,145	7,145
公积金	11,767	11,850	11,911	12,032	12,177
未分配利润	16,196	13,279	13,823	14,914	16,217
归属母公司权益	35,007	31,733	32,338	33,550	34,997
少数股东权益	-47	-56	-108	-182	-282

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	20.52%	22.21%	20.52%	19.08%	18.70%
管理费用率	7.08%	7.56%	7.64%	6.63%	6.60%
财务费用率	-6.30%	-6.02%	-4.40%	-4.17%	-3.93%
研发费用率	28.74%	34.81%	33.72%	30.02%	28.52%
所得税率	32%	-17%	10%	15%	15%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.10	0.00	0.00	0.00	0.02
每股经营现金流	0.02	0.08	0.00	0.18	0.25
每股净资产	4.90	4.44	4.53	4.70	4.90
每股销售收入	1.52	1.33	1.34	1.46	1.62

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	127	NA	189	94	79
PB	3.3	3.6	3.5	3.4	3.3
EV/EBITDA	60.6	334.0	331.7	77.9	51.6
股息率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE