



360：载满乡愁的“过山车”该怎么开？

那些从华尔街高调回归的大佬们，一边借市场的期望值坐上了A股独角兽的王座，一边却无情地挥舞起了死神镰刀，将中小投资者在高位无情套牢。被寄予厚望的这些互联网独角兽，毫无例外地选择了“归乡即翻脸”。

文 | 本刊特约记者 纪一宁

周鸿祎这一次给自己贴上了“颠覆者”的标签：在去年11月出版的自传中，他用浓墨回顾了自已身为一个“颠覆式创业者”的来路，并又一次给自己执掌的奇虎360（下称360）套上了一层仗剑江湖行侠仗义的光环：彼时的360，已经跨过了从美国私有化退市、借壳江南嘉捷登陆A股市场的所有大沟小渠，正在安静等待敲钟后的财富盛宴开启。

在互联网的江湖中，周鸿祎二十年来树敌无数，向来以敢说敢做闻名，不然也不会被冠以“毁局者”的诨名，但这一次他却食言了——自2月28日江南嘉捷改名三六零登陆上交所之后，股价如过山车般起伏，在高位“成功”将大批看好360未来的中小投资者套牢，市值也从巅峰时的超过4400亿锐减至2800亿上下，在短短的二十几天里惊心动魄地开了一回刺激的“过山车”，并未颠覆其前辈分众传媒、巨人网络那样自美股回归A股后“市值暴涨——股价暴跌——散户套牢”的驾驶传统。

像分众、巨人与360这样的美股归A企业，被业界戏称为“归乡客”，其共同特点是在美国上市的中国独角兽企业，完成私有化后重新在国内A股市场进行借壳上市。尤为值得注意的是，在360打通了业已冰封长达19个月的归乡之路后，越来越多的重量级中概股企业，也开始蠢蠢欲动。但与此同时，一个必须正视的悖论无情地摆在中国股市面前：那些从华尔街高调回归的大佬们，一边借市场的期望值坐上了A股独角兽的王座，一边却无情地挥舞起了死神镰刀，将中小投资者在高位无情套牢。被寄予厚望的这些互联网独角兽，毫无例外地选择了“归乡即翻脸”，如此的中概股回归，该如何评价？

归来：虎落平阳？

周鸿祎及旗下360的发迹堪称中国互联网

第一代草根发迹史的标准模板。自2005年成立以来，先定位搜索技术提供商，战败后转战免费杀毒软件，通过“免费运动”逆袭上位。由杀毒软件向平台型公司迈进。在这一过程中，360一路拼杀，硝烟不断，得罪了几乎所有的中国互联网圈已知巨头。

2011年登陆纽交所时，360市值一度突破百亿美元，位列中国互联网公司市值Top3。迎来属于自己的巅峰，可以说，在移动互联网来临的前夜，360是PC时代当之无愧的霸主。但时至今日，360回到A股时，江湖早就变了天：曾经让周鸿祎引以为傲的“互联网第四极”的宝座，被京东强势掠走，“BAT”已经顺理成章地变成了“BATJ”，小米的体量增长超过一倍，张一鸣等抓住了新风口的后起之秀成为新大佬，360正在被江湖遗忘。

没有人会否认360在移动互联网时代取得的成绩，但此刻对于周鸿祎和360更严峻的挑战在于，360在PC端的杀手锏在移动端开始失效，错过了移动互联与O2O两轮大潮的360，继续被自己在战略上的后知后觉所拖累。根据艾瑞数据最新排名，目前奇虎360没有一款产品能跻身移动APP排名前十位，形势岌岌可危。

现在的360，在手机、智能路由器、儿童手环等多个硬件领域布局寻找“新入口”。但互联网行业是一个大把大把“烧钱”的地方。BAT三巨头疯狂用资源和资本实力去侵占各个移动互联网领域。纵观这些年360的战略布局，比起BAT动辄十几亿、几十亿元玩法，奇虎财力难以望其项背，在战略上也多显瞻前顾后。据不完全统计，2014、2015两个财年，有据可循的互联网并购投资中，奇虎仅支出8.2亿美元，而同期阿里巴巴接近200亿美元、腾讯超过80亿美元，最为谨慎的百度也超过30亿美元，完全不在一个量级。

如此也就不难理解360的归乡之选——以

早在私有化退市之初，周鸿祎已经将市值的5~6倍溢价计算在内，不然如何会如此精妙地以现有股价抵押得到收购股份的资金？

对于整个 TMT 产业链而言，如果 BATJ 回归，势必将面临大洗牌，巨头将获得更多的资金和跟随者，弱者再无混水摸鱼的机会，价值投资将重新回归。

独角兽的身份回归，谋求超过 6 倍的市值溢价以获取后续战略布局资金，改变虎落平阳的颓势，是周鸿祎的当务之急。

下注：猛虎下山？

当然，360 依然有自己得天独厚的优势。

除了在 PC 时代打下的用户基础，其盈利能力与广泛的市场前景依然被市场看好。尤其在 360 所擅长的安全领域，信息安全市场正在经历一个从 2C 到 2B 的过程，有相关机构最新研究报告显示，中国网络安全市场的规模 2017 年在 100 亿美元上下，未来可达万亿。

360 显然不会容忍自己嘴边的蛋糕被继续蚕食。2015 年奇虎开始加重企业安全服务。组建了专门的企业安全集团，转战偏蓝海的 B 端市场，奇虎也正在从一家纯粹的互联网安全公司，逐步向安全互联网公司转变。

值得注意的是，这样的故事只能在中国资本市场讲。早在 2015 年 6 月 17 日，周鸿祎在内部信中曾经直言：“这是在反复考虑当前全球及中国资本市场环境后，做出的主动战略选择。”周鸿祎称，作为国内最大的个人安全公司，未来 360 将进军企业级安全市场，这意味着 360 必须从外资公司转变为内资公司，究其原因，就在于更大的安全市场，具有显著的国家安全壁垒，外资背景者，其市场开拓将举步维艰。笔者曾经在 2016 年初 360 完成美股私有化退市时就指出，回归 A 股，对于 360 而言绝不是简单的资本运作，而应当是实现战略升级与跨越与 BAT 之前天堑的重要助力。（见本刊 2016 年 1 月刊《360 私有化：剑指何方》）

在 2 月 28 日 A 股敲钟之前，360 已经展现出了猛虎下山的霸气：在此前壳公司江南嘉捷的公告中，360 给出 2017 年、2018 年、2019 年三年净利润分别不低于 22 亿元、29 亿元、38 亿元的业绩承诺，合计高达 89 亿元。这样彪悍的

业绩，无疑是 360 王者归来的宣言。

在中国传统文化符号的寓意中，虎有两种最为典型的含义：其一为“虎落平阳”，另一个则是“猛虎下山”，前者威风不在被犬欺，后者饥肠辘辘步生风。被时代抛下的 360 同时具备了这两个特征，所以摆在其面前的路也有两条：要么背靠悬崖死守阵地等着被群狼蚕食，要么绝地反击再一次颠覆中国互联网的现有格局。

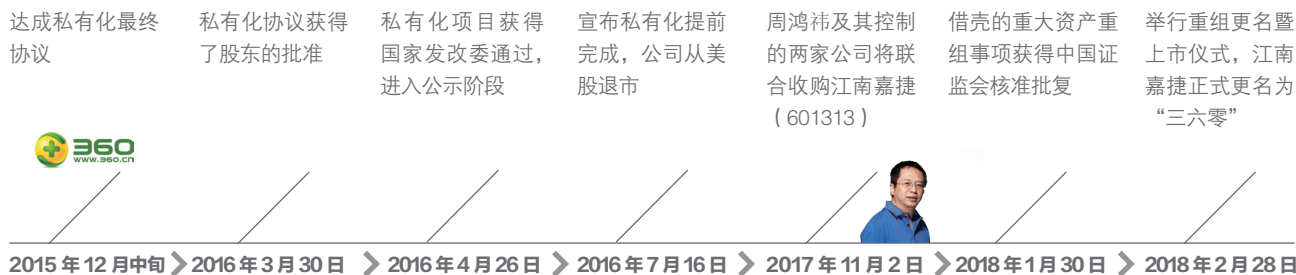
“归乡客”都是“老司机”

但令人感到蹊跷的则是 360 回归后在二级市场的表现：股价犹如过山车般震荡下行，虽然相较于在美国退市时 93 亿美元的市值，已经有超过 5 倍之溢价，围绕在 2800 亿人民币（约 450 亿美元）标准线附近徘徊，但相对于其市场前景、发展历史与独角兽身份，依然让诸多投资者大失所望。

令市场失望的不仅仅是股价，更是 360 颇显诡异的资本运作手法。上市不久，360 即爆出了其控股公司质押 100% 持有股份用以归还数年前私有化过程中贷款的负面消息，让“周鸿祎是不是下一个贾跃亭”的质疑声充斥市场。按照 360 的解释公告，可以看出早在私有化退市之初，周鸿祎已经将市值的 5~6 倍溢价计算在内，不然如何会如此精妙的以现有股价抵押得到刚刚好够归还收购股份的贷款资金？

市场的质疑并非无迹可寻，资金对于奇虎的私有化几近疯狂。在周鸿祎公布私有化要约之后，各路资金开始抢食“有限的”私有化额度。这背后是对 360 上市后通过高市盈率来套利的期待。与 360 如出一辙的还有早些时候回归的另外两家中概股企业：江南春的分众传媒与史玉柱的巨人网络：前者回归后市值经历了 220 亿到 2666 亿人民币的暴涨，此后暴跌千亿；后者在回归后搞出了 20 个一字涨停板的大新闻，随后几近腰斩。

360 回归 A 股进展



显而易见，已经回来的“归乡客”都是会套路的老司机，360并未颠覆这一传统，高溢价回归+暴跌的传统套路，让“归乡客”们也有了“镰刀客”的恶名，饱受伤害的市场不甘心成为被收割的韭菜，已经开始思考这么明显的套路，是否会在未来继续上演。

面临洗牌但拒绝套利

新的问题随之而来：这样的回归企业，对于中国资本市场的意义究竟何在？互联网独角兽级大佬的脉脉乡愁，对于行业与市场，究竟是危是机？

2018年两会期间，借360登陆A股造就的热潮，政策面不断释放出积极信号，欢迎香港与美国上市的中国互联网独角兽企业回归A股，甚至不惜大开方便之门。包括网易、百度等中概股巨头近期纷纷表态，愿意回归A股。3月30日，国务院办公厅转发了证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》。

不可否认的是，有一些中概股回归并非为

公司及投资者利益最大化考虑，而是为了套利。但对于中国的互联网产业而言，更优秀的独角兽公司回归，同样也意味着市场的成熟与产业的升级，未来意义显而易见。

危机也由此而来：目前在海外上市的巨无霸公司市值巨大，BATJ四家公司合计市值超过7万亿人民币，如果按照360在A股借壳上市市值翻6倍计算，四家公司总市值将达到惊人的42万亿元，对比现下A股总市值33万亿元上下，等同于短期内再造一个A股市场。大块头未必有大智慧，中概股回归，主要因素是A股公司的估值水平明显高于海外市场同类公司，在A股更容易实现造富神话，高溢价才是直接动力。但对于整个TMT产业链而言，如果BATJ回归，势必将面临大洗牌，巨头将获得更多的资金和跟随者，弱者再无混水摸鱼的机会，价值投资将重新回归。

所以，如何应对360归A股引发的未来变局，才是未来中国TMT产业的真正课题，至于股价、市值与造富神话，不过是归乡进程中股市的小插曲。☒