

## 360 私有化：剑指何处？

奇虎 360，这家被誉为中国唯一能对抗“BAT”的企业，送给自己即将到来的 10 岁生日礼物是一纸价值近百亿美元的私有化要约——360 掌门人周鸿祎却仅仅用简单的“估值偏低”四个字来解释这次大动作，不管你信不信，反正我是不信。

文 | 本刊特约记者 纪一宁

燕昭王大概是中国历史上有记载的最早给自己脑袋上贴上“人傻钱多”标签的人——作为燕国第 39 任君主，刚即位的燕昭王为了忽悠天下英雄来帮自己报仇，“卑身厚币”的给一位能力平平的谋士郭隗筑黄金台，起因是能力平平的郭老师给昭王讲了那个著名的千金买马骨的故事。结果众所周知：天下英雄来朝，燕昭王大仇得报，愣是横扫齐国，把这个东方大国给欺负得只剩下两座城池。

所以，千万别相信“人傻钱多”这种事真的存在，但凡敢主动给自己贴上这样标签的，

都是所谋不浅——时至今日，当几年前雄赳赳气昂昂赴美上市的那些企业高喊着“估值偏低”“回归 A 股”和“回报国内投资者”的口号开始谋求私有化退市的时候，也许就刚刚重温过“筑台自隗始”的典故。

最新的关于美国市场上中概股私有化的消息来自于奇虎 360，这家被誉为中国唯一能对抗“BAT”的企业送给自己即将到来的 10 岁生日礼物是一纸价值近百亿美元的私有化要约——360 掌门人周鸿祎却仅仅用简单的“估值偏低”四个字来解释这次大动作，不管你信

奇虎收到 CEO、花旗等私有化要约，每股 ADS77 美元，周鸿祎在内部邮件中称，是反复考虑当前全球及中国资本市场环境后，主动做出了私有化的战略选择。

奇虎称计划以 90 亿美元完成私有化，华兴资本 ceo 指出，中国政府已向奇虎领导的网络安全领域投入了大量资金。如果私有计划最终完成，在市场估值方面，它将成为国内挂牌的最大的互联网公司。

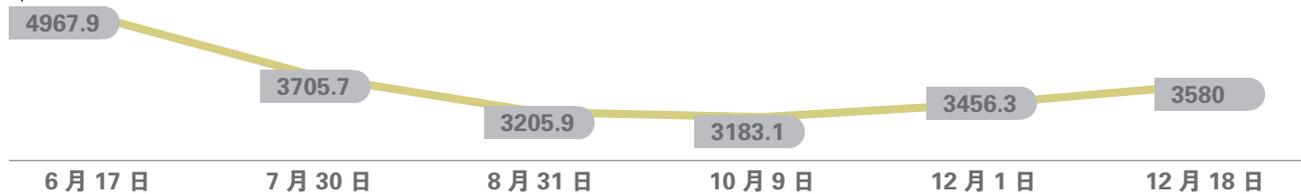
有消息人士称，鉴于中国股市下跌影响估值，提出将奇虎 360 “私有化”的投资者财团考虑降低之前宣布的 90 亿美元的收购价格。

周鸿祎在 10 月初表示，私有化仍在顺利进行。

知情人士透露，最终的私有化协议有望于未来数周内达成，交易所需资金大部分将来自国内投资者集团。与此前初步报价基本一致。

奇虎 360 终于宣布与投资者集团达成私有化协议，将以现金收购奇虎 360，整个交易规模将达到约 93 亿美元，其中包括赎回约 16 亿美元的债务。

### 奇虎 360 私有化计划小档案 (2015 年)



资料来源：根据公开资料整理

不信，反正我是不信。

### 资本盛宴开启

2015 年 12 月 18 日，奇虎 360 宣布，已经与投资者联盟达成最终的私有化协议，收购价高达 93 亿美元，约合人民币 603 亿元，成为在美上市中国公司里规模最大的私有化交易。根据协议，该投资者联盟计划以每股普通股 51.33 美元的现金收购其尚未持有的 360 全部已发行普通股。这个投资者联盟的成员包括：中信国安、金砖丝路资本、红杉资本中国、泰康人寿、平安保险、阳光保险、New China Capital、华泰瑞联、华盛资本或他们的附属机构。交易预计将于 2016 年上半年完成，完成后 360 将成为一家私人控股企业，股票也将从纽交所退市，并考虑在国内 A 股上市。美股上市企业回归 A 股市场带来的资本蛋糕不可谓不大，而这一次，360 给出的诱惑尤甚。

从市场的角度看，有世纪游轮这个活生生的案例在先：当 2014 年 7 月完成私有化

正式从纽交所退市的巨人网络，宣布借壳世纪游轮后，A 股市场以连续 20 个涨停板表达着对其回归的热情。而从投资者的角度看，一个曾经在美国纽交所上市、公司经营情况和治理结构十分明朗的奇虎 360，其投资的确定性也是一些初创型互联网企业无法相比的。

但不要忘记，4 年前的 2011 年，周鸿祎是带着一份“坚持上市”的心登陆纽交所的。上市首日创下 27 美元的开盘报价，较其发行价上涨了近 90%，四年中其股价一度突破 100 美元，那时的 360 管理层，还在大谈美国上市的巨大收益……所以，不得不问的问题是，巅峰时候的 360，为何没有想过退市回归的问题？

在其宣布私有化的当天，360 股票的溢价收购价格仅是高峰期的一半，按照 360 官方公布的协议，整个交易规模约为 93 亿美元——即便回到其股价最高点，不足 200 亿美元的市值也与国内市场的热情无法比拟——基于机构投资者对于中概股私有化追捧，目前分析师们给出的基本判断为 360 的市值起点为 3000 亿

## 已经公布的奇虎 360 的私有化买方 ● 私有化买方 ● 类型 背景

中信国安	投资公司	中信（集团）公司之全资子公司——原中信 中信国安增值服务业务国安总公司发起设立的高 科技上市企业
金砖 丝路资本	基金	在 2015 年发起设立的一支美元基金，实际控制 人是岳舜玺和陈学梁
红杉资本 中国	投资公司	成立于 2005 年 9 月，已拥有七支美元基金与三 支人民币基金
泰康人寿	保险	大型保险金融服务集团
平安保险	保险	大型保险金融服务集团
阳光保险	保险	大型保险金融服务集团
New China Capital	投资公司	
华泰瑞联	基金	华泰证券旗下基金管理有限公司
华盛资本或 下属实体	基金	基金以及商业地产的投资公司

资料来源：根据公开资  
料整理

人民币（约 500 亿美元），更有甚者给出了超  
过万亿人民币的估值。

所以，对资本而言，增值是需求，逐利是  
本性，正所谓商人重理轻别离，360 的回归，  
在资本层面的意义远甚于企业层面的战略与运  
营，所谓“估值偏低”，更像是投资人出身的  
掌门人周鸿祎的邀请函，与“今天小儿满月，  
亲朋好友一起坐坐”这样的家常话，所差不大。

### 估值与溢价

资本盛宴的开启需要足够的实力支撑，  
360 这家曾经一度位列中国互联网公司市值第  
四位的企业，有这样的底气吗？

在投资人眼中，360 的估值有足够的支撑。  
据公开资料显示，奇虎 360 已经成为中国最大  
的个人电脑安全提供商，拥有 5.03 亿月活跃

用户，市场渗透率超 94.7%；同时是中国最大  
的移动安全提供商，累计用户 7.78 亿；中国  
最大的互联网浏览器提供商，月活跃用户 3.76  
亿，市场渗透率 70.8%；中国最大的安卓应用  
市场，累计下载用户超 6 亿；中国第二位的搜  
索引擎，市场占有率约 30%。基于对未来发展  
的强烈看好，投行预测，奇虎 360 主营收入有  
望在 2015 年至 2019 年分别达到 26.44 亿美元、  
33.28 亿美元、42.14 亿美元和 50.58 亿美元，  
2015~2018 年预测净利润分别为 4.86 亿美元、  
6.79 亿美元、8.67 亿美元和 11.24 亿美元。

在 360 的高层看来，美股的低估值是有原  
因的：“主要是由于美国市场对 360 的免费使  
用模式看不懂。股民对 360 也不了解，很难维  
持高的市值。”一位高管曾经如是说。来自  
中金的估值预测可以看出中国市场对于 360 的  
认可：按照中金估算，360 PSP 业务估值 1400  
亿人民币、搜索业务 1100 亿人民币、游戏业  
务 740 亿人民币、企业安全业务 420 亿人民币、  
智能手机业务 140 亿人民币、净现金 10 亿  
人民币，加起来就是 3800 亿人民币。其中，360  
PSP 业务 2015 年营收预计大约为 A 股上市公  
司海隆软件的 3 倍，而后者目前市值为 480 亿  
人民币。这还只是“保守估计”。

这样的“保守”无疑让业界对这一资本盛宴  
增添了无数期待。如果成功回归 A 股，在资本  
运作上 360 可能会更加活跃，“只有在 A 股才能  
有那么多故事可讲，而资本为故事圆满提供了舞  
台，之前 360 与酷派、乐视纠纷，某种意义上也  
是因为 360 在资本市场上吃了亏”。周鸿祎觉得，  
与 A 股的暴风影音、乐视相比，奇虎 360 的股价  
被打了双重折扣：第一重折扣是美国资本市场对  
中国互联网的不了解，特别是对奇虎 360 这种“入  
口”生意不了解；第二重折扣是中国资本市场与  
美国资本市场的估值差异。

周鸿祎在内部邮件中透露，以 IPO 市值

1000 亿计，融资规模可达 200 亿元。目前 360 资产超过 200 亿元，现金超过 100 亿元。分拆上市后，公司现金储备可达 300 亿元，可以为手机等新兴业务输血。

在不考虑市盈率与溢价的条件下就能达到如此的市值规模，掌门人的话却透露出至关重要的一个词：“输血”，很难不引起业界揣测。目前来看，开启资本盛宴应当是 360 一种补血的手段，而绝非其目的。

## 野心与未来

餐桌上的食客们考虑的是自己能分到多大的蛋糕，而“厨师”周鸿祎该考虑的问题却是野心能否为继、未来是否真的如预期般的美好。

在周鸿祎看来，360 的私有化不仅是资本操作，更是 360 进入新的发展阶段的重要助力，对于目前正在进行全面战略升级，实现跨越式发展注入巨大的推动力。

但是显然，理想很美好，现实很骨感，就目前来看，360 通过未来可能的回归 A 股即便实现了大规模的融资愿望，也未必能够为自己开辟一条坦途。

从 2014 年财报数据看，安装 360 主要移动安全产品的智能手机用户总数达到了 7.44 亿人，而 PC 端安全占整个市场 70% 的垄断地位。按照资本圈的猜测，360 极有可能会进一步地梳理现在的三个核心业务：安全、商业化和硬件，然后谋求各个业务的独立上市。2014 年财报上，奇虎 360 总裁齐向东表示，2014 年 360 公司的主营业务快速增长主要得益于搜索商业化进程和移动端业务的增长。其中，在线广告业务在 2014 年取得了 81% 的同比增长；伴随手游业务高速发展，360 在线增值业务收入全年实现同比 142% 的增长。因此可以预见，在线广告和移动增值业务都将是 360 未来收入增长的主要来源。

事实却是，360 在智能手机领域的优势并不明显，在中国公司中，目前领先的有小米与华为，在中国市场，排在 360 前面的还有联想、步步高、魅族以及国外的三星等公司——开拓这一已经竞争白热化的市场，奇虎 360 需要资本市场输血，但输血却不能解决 360 面对的所有问题。

与此同时，好斗的周鸿祎和他的 360 早已陷入“人民战争”的汪洋大海之中，各种 3 字头的大战为自己树立了越来越多的敌人。“互联网+”时代的拓荒虽然刚刚开始，却已经呈现三足鼎立局面，当百度、阿里和腾讯大肆在各个领域甚至线下传统行业攻城掠地的时候，360 的劣势暴露无遗——没有足够的利益，谁会选择自己曾经的仇敌为亲密的伙伴？而 360，正是大多数中国互联网企业佼佼者曾经的敌人。

所以，我们相信未来 360 的财力与制造概念的能力足够开启一场让投资人皆大欢喜的资本盛宴，也相信这家战斗经验丰富的企业有足够的经验与公关能力继续战斗下去，但是以“合纵”为主流的互联网+时代，360 重回互联网第一集团的野心却没有足够的底蕴与支撑——毕竟在安全领域的一枝独秀，无法完全遮挡硬件市场受阻、新业务拓展乏力与“人缘”差这样的劣势。

唯一的变数来自于周鸿祎，在这盘棋局上，谁也不知道这位凭借 3721 这样臭名昭著的流氓软件起家的天使投资人下一步将落子何处——业界流传着一句话，小米的雷军是搅局者，周鸿祎是毁局者——回归后钱包再次膨胀的 360，说不准就会将自己的金元之剑捅进哪个意想不到的领域之中，就如同仇人们最初也都没有看出，筑起黄金台养着郭隗这样一个平庸的棒槌的燕昭王究竟意欲何为一样，其间深意，大抵如此吧。☐