

PDF-CASE2016005

奇虎 360 的回归之路¹

案例正文：

摘要：本案例描述奇虎 360 从美国上市到私有化退市的转变历程。奇虎 360 经历了十年的风吹雨打，俨然成为了中国互联网安全领域的商业巨擘，同时它也涉足搜索、智能硬件等多个领域。2011 年，奇虎 360 在美国上市，但它随后在美国市场上的表现却乏善可陈，特别是 2014 年之后，其股价一蹶不振，这严重影响了公司的战略部署与再融资计划。2015 年 6 月，奇虎 360 毅然宣布私有化，这是中国概念股历史上最大规模的私有化项目。然而，A 股的暴跌和政策的突变让奇虎 360 猝不及防，漫长的回归之路仍充满不确定性。360 必须设计好回归 A 股的方案，以保证顺利回归并实现公司价值的最大化。

关键词：奇虎 360、美国上市、私有化退市、回归 A 股

0 引言

2016 年 3 月 31 日，浅浅的春色孕育着京城蓬勃的朝气，微风不燥，阳光正好。奇虎 360 的董事长周鸿祎正步履匆匆地赶往位于公司总部大厦二楼的会议室。在接下来的几个小时里，他将与出席会议的同仁们对 360 如何登陆 A 股市场

-
1. 本案例由华东师范大学大学经济与管理学部的范学俊、张臣煜、张国英、许岩和马晓栋撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

进行一场“头脑风暴”。而就在前一天，公司召开的特别股东大会以 99.8% 的支持票通过了奇虎 360 的私有化协议，周鸿祎对此感慨万千。

五年弹指一挥间。那还是 2011 年 3 月 30 日，周鸿祎带着亲手创办的奇虎 360 赴美上市。本怀着雄心壮志想在美国闯出一片天，可是接连的做空遭遇以及受挫的股价打碎了美好的愿景。老周认为奇虎 360 在可预见的将来无法得到应有的估值，这严重影响公司未来的发展战略。与此同时，国内 A 股市场近年来日益蓬勃，大量企业透过股票市场获得更高的市值，像暴风科技这样的“暴利神话”无疑刺激了周鸿祎骄傲而倔强的神经。在一番深思熟虑之后，360 团队在 2015 年 6 月正式开启了私有化的旅程。

天有不测风云。自从奇虎 360 宣布私有化以来，国内 A 股大盘指数几近腰斩，A 股上市企业的股价均遭重创。此外，注册制和战略新兴板的搁置让回归路上的中概股惶惶不安，政策的不确定性让周鸿祎显得有些无可奈何。在这样的大环境下，360 该如何登陆 A 股，才能更好地助力奇虎 360 新的飞跃呢？这是摆在周鸿祎面前最大的挑战。周鸿祎心里很清楚，他必须尽快决定奇虎 360 最终的上市方案。

1 回忆：360 的成长历程

奇虎 360 创立于 2005 年 9 月，是中国互联网安全软件与互联网服务公司，曾先后获得鼎晖创投、红杉资本、高原资本、红点投资、IDG 等风险投资商总额高达数千万美元的联合投资。旗下的 360 安全卫士、360 杀毒、360 安全浏览器、360 安全桌面、360 手机卫士等系列产品深受用户好评，使 360 成为无可争议的网络安全领先品牌。目前，360 在智能硬件、企业服务、泛娱乐等领域也有所成就，逐步建立起了自己的生态圈。

自公司创立至今，奇虎 360 经历了一段传奇的成长历程，其中的荣辱与得失还要看破军杀将而辟千里之路的创始人——周鸿祎。

1.1 “红衣教主”周鸿祎

周鸿祎，1970 年 10 月 4 日出生于湖北黄冈，现任奇虎 360 公司董事长兼 CEO，3721 公司创始人，曾任雅虎中国总裁。

周鸿祎因好斗的个性在互联网圈子内闻名，其“红衣教主”的称号，一方面

来自于他的出场“标配”——红色 T 恤，另一个重要原因就是他一一路走来四面树敌的斗争史。3Q 大战、3B 大战以及与雷军的口水战仍然历历在目，仿佛周鸿祎所到之处都会发生“斗争”。周鸿祎凭借着敢说敢做、无所畏惧的性格带领奇虎 360 一路过关斩将，从一个创业公司成长为互联网安全巨头，而周鸿祎本人也被塑造成一个颇具话题性的人物。

1.2 初创那些年

在创立初期，奇虎 360 走的是“社区+搜索”业务模式，但很快就败下阵来。A 轮融资过后，周鸿祎出任公司董事长兼 CEO，并且重新确定了公司的发展方向——从“社区搜索”转向杀毒领域。2006 年 7 月 27 日，奇虎 360 正式推出 360 安全卫士。由于当时中国互联网流氓软件横行霸道，奇虎 360 借助铲除流氓软件的机会拉出网络安全大旗，深得民心。2007 年 9 月，360 安全卫士用户量已超过瑞星、金山，成为国内用户量最大的安全软件。

2008 年，奇虎 360 推出了颠覆式的免费杀毒软件测试版。由于这款杀毒软件太卡、太笨，不符合中国用户的使用习惯，因此并未得到市场的认可。经过了一年多的反思和苦干，360 在 2009 年的 9 月份发布了免费杀毒软件正式版。当同行预期这款杀毒软件依旧会放出哑炮之时，奇虎 360 却放出了一颗原子弹。360 免费杀毒软件迅速占领了国内安全市场，获得了前所未有的成功。

1.3 颠覆式创新

“所有那些著名的互联网公司，给网民提供的基础服务，都是免费的。所以 360 提供的安全服务也会坚持免费。360 的安全服务做的越好，用户会越多，那么在这之上的浏览器用户也就越多，360 自然可以在保障用户的利益前提下合理的赚钱。”这句话就体现了 360 所秉承的理念，即免费为用户提供安全服务，在保障用户利益的同时赚取额外收益。这种模式最初来源于一个名叫“Freemium”的网络商业模式，即 Free（免费）+Premium（增值服务），通过提供免费的服务获取用户，然后赚取增值服务的收益。奇虎 360 主要依靠开放平台策略，通过 360 导航、360 搜索和游戏等平台级产品与大量第三方网站、软件共享流量的方式来维持企业生存。目前，来自开放平台的收入，即以在线广告和以网页游戏为主的互联网增值业务占据奇虎 360 总收入的绝大部分，这就是奇虎 360 免费的奥

秘。

作为一种新的商业模式，“免费”具有一种颠覆性的力量，它破坏了传统的商业模式，建立起新的价值体系。360 正是凭借着这种创新的模式获得了海量的用户基数，其在行业中的地位与实力迅速提高。

1.4 “战斗”中成长

奇虎 360 号称是中国互联网中的“鲶鱼”，它无时无刻都能在中国互联网市场上搅出风波。其中，经典的 3Q 大战一定是 360 “战斗史”中浓墨的一笔。

2010 年 9 月，奇虎 360 发布针对 QQ 的“隐私保护器”，直指腾讯侵犯用户隐私，腾讯迅速反击，大战正式打响。2010 年 11 月 3 日，“3Q 大战”进入白热化阶段，腾讯发出了一则公开信，逼迫用户在 QQ 软件和 360 软件之间“二选一”。周鸿祎毫不客气地回应道：“腾讯这个横行的霸权即使要倾轧过 360 的身躯，360 也一定要让它付出代价。”一时间，3Q 大战成为社会各界的关注话题。奇虎 360 对腾讯的步步紧逼足以见得其在互联网行业中的地位。

除了腾讯之外，百度、联想、金山等公司都和 360 有过争端，奇虎 360 似乎成为了互联网界的“全民公敌”。但是，一场场惊心动魄的商战却让奇虎 360 愈战愈勇，最终它从小舢板成长为航空母舰，同时还实现了赴美上市梦想。

2 怀念：美国，我来了

2011 年 3 月 30 日的清晨，美国纽约，春寒料峭。在这乍暖还寒的时节，位于曼哈顿下城的纽交所即将迎来一位引领风骚的“中国客人”。

2.1 上市前的绸缪

在过去的十几年时间里，许多中国互联网企业纷纷舍近求远，海外上市。背靠中国这个巨大的本土市场，同时享受着国际资本市场的高效和便利，中国概念股一度成为投资界的“宠儿”，其中不乏百度、搜狐、网易这样的“优等生”。

在这样的大背景下，周鸿祎毅然选择漂洋过海，赴美上市。自 2010 年 12 月起，奇虎 360 便开始着手为此次 IPO 做准备，公司请来了瑞银投资银行和花旗银行这样的豪华阵容作为 IPO 的联席承销商。如图 1 所示，由于互联网属于中国限制性外商投资行业，奇虎 360 搭建起 VIE 模式来实现境外上市的目的，其中合

约协议包括股权处置协议、贷款协议、股权质押协议、业务经营协议和技术开发协议。此外，奇虎 360 将采用双重股权结构，两名联合创始人周鸿祎与齐向东、部分管理团队、红杉资本、鼎晖创投以及高原资本持有的 B-Class 普通股享有 5 份投票权，而 A-Class 普通股每股代表 1 份投票权。

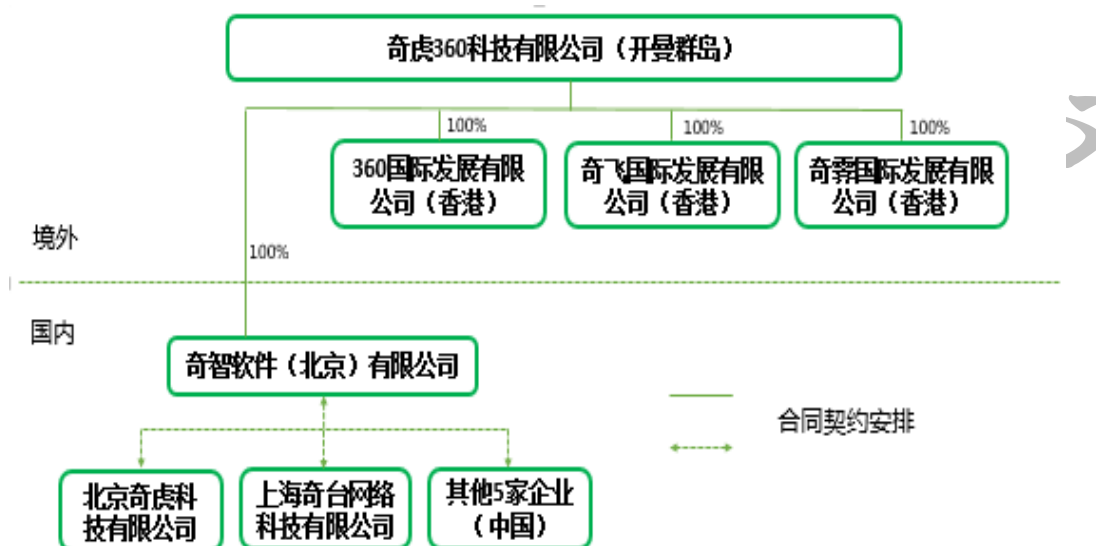


图 1 奇虎 360 公司架构（资料来源：招股说明书）

一切准备就绪。2011 年 3 月 14 日，奇虎 360 向美国证监会 (SEC) 提交了首次公开募股 (IPO) 招股说明书。曾说过“若不上市人微言轻”的周鸿祎如今终于要实现自己的梦想了。尽管周鸿祎自认是“土鳖出身”，英语说得磕磕巴巴，但这丝毫不影响周鸿祎的壮志雄心。

2.2 成功的 IPO

资本市场没有辜负这位中国互联网老兵的选择。2011 年 3 月 17 日，奇虎 360 在香港启动全球路演。自比是中国 Facebook 的 360 吸引了投资者极大的热情，在路演首日，奇虎 360 便实现了 3 倍多的超额认购，投资者认购踊跃，其中，索罗斯名下的一只基金也参与了认购。

3 月 30 日，奇虎 360 正式登陆纽交所，发行价 14.5 美元，共计发行 1210 万股美国的存托凭证，每股美国存托凭证相当于 1.5 股普通股，公司融资额达 1.75 亿美元。当日，奇虎 360 股价收盘于 34 美元，大涨 134.5%，市值接近 40 亿美元。360 在美国纽交所的 IPO 总计获得 40 倍超额认购，这无疑是 2011 年中国企业在美国最成功的 IPO 交易之一。

同时，360 的上市缔造了一场造富神话。如表 1 所示，董事长周鸿祎持股比例为 18.61%，按当天收盘价计算，其身家超过 7 亿美元；总裁齐向东持股比例为 10.76%，身家超过 4 亿美元。此外，奇虎 360 的投资方也是赚的盘满钵满。鼎晖创投在 2006 年投资奇虎 360 公司 500 万美元，按 IPO 当天股价计算已赚回 2 亿美元，回报高达 40 倍之多。

表 1 奇虎 360 主要高层持股比例与投票权

主要股东	IPO后的持股比例	IPO后的投票权
周鸿祎	18.61%	24.39%
齐向东	10.76%	14.10%
曹曙	7.06%	9.25%
沈南鹏	8.50%	10.83%
王功权	6.70%	8.16%
石晓虹	3.78%	4.96%
总计	54.73%	71.68%

资料来源：招股说明书

华尔街的认可使得周鸿祎斗志昂扬。“360 上市是一个好的开始，公司还有很大的潜力还未转化为实力。上市后，公司将会与合作伙伴推出更多的增值服务，公司的广告和增值服务营收将会出现强劲增长。有了更好的资源，奇虎 360 一定能够做得更好！”

3 困惑：无情的华尔街

犹记得远渡重洋赴美上市曾克服的艰难险阻，犹记得创业团队和投资人在敲钟时的满脸幸福。当真正实现了“美国梦”之后，周鸿祎却发现，原来一切并非想象中那么美好……

3.1 频繁的做空

上市后没过多久，奇虎 360 就遇到了一个强大的敌人。面对被誉为“中概股杀手”的美国著名做空机构——香橼研究，360 也难以独善其身。

2011 年 11 月 1 日，香橼研究机构发表投资报告称奇虎 360 故意夸大公司业务，旨在迎合华尔街，并且对其月活跃用户量、网民渗透率等数据的真实性表示怀疑。令人瞠目的是，香橼给出的目标股价仅有 5 美元。“奇虎 360 的好日子已经过去了！”报告一出，业界一片哗然。

2011年11月15日，香橼发布对奇虎的第二次唱空报告。这次报告中，香橼还将矛头直指周鸿祎，称奇虎管理层的过去“值得怀疑”，并建议投资者看空奇虎、看多新浪和搜狐。

2011年12月6日，香橼再次发布了针对奇虎的质疑报告，声称奇虎没有向华尔街如实交待自己的营收结构，片面夸大了hao360首页广告收入、游戏业务收入。仅仅两天之后，香橼发起了第四次进攻，嘲讽奇虎360“竟然不知道互联网如何运作”。

2012年2月23日，香橼发起第五次做空，继续死磕奇虎360。香橼认为，奇虎360唯一成功的地方是免费推广其开发的软件。它无法再创新，无法建立正面的口碑评价，同时还面临大量的法律诉讼。“奇虎360所宣称的独特的商业模式其实并无新意，因为“免费”早已被广泛的应用于互联网战略当中。”香橼的创始人莱福特说道。

一连串突如其来的袭击让奇虎360团队大吃一惊。研究了香橼的报告后，360团队发现报告中存在诸多毫无依据的猜测和事实错误，香橼对互联网产业和奇虎360的模式知之甚少。面对如此刁难，360团队逐一进行了书面解答，并且组织了电话会议，与360的投资商进行解释。冷静的危机公关使得360很快便赢得了投资者的肯定与支持。

“360的商业模式比较特殊，在美国根本找不到对应物，很多美国投资人一时难以理解，香橼就利用这种误解来做空奇虎360。不过这次香橼选择奇虎为目标，我觉得它是有点倒霉了。”周鸿祎义正辞严地说道。

虽然整个过程让老周和360团队劳神费力，但奇虎360的股价未受到较大的影响。香橼第一次做空360时，公司当日股价下挫9.5%。但在随后的几次做空中，公司股价不跌反涨。

神奇之“虎”抵挡住了香橼的接连狙击，但这并不意味着所有中概股都能经得起美国资本市场的考验。2011年对于中概股来说可谓是流年不利，许多中概股开启了“逃离华尔街”的计划。相反，周鸿祎十分坚持奇虎360的上市之路，他说：“我实在不能理解当下中概股私有化现象。上市公司有较大的透明度，在享受国外资本市场和股民的巨大回报之外，就应该接受资本市场的考核，做好信息披露，同时也应该承担市值的上下波动。”

3.2 “过山车”式股价

2013 年，公司的股价涨幅接近 200%。凭借这一表现，奇虎 360 一度成为仅次于腾讯和百度的第三大中国互联网上市公司。在这一年里，360 在搜索、游戏、无线等业务中均表现出了十足的创新意识和增长潜力，这使得公司的发展前景被市场看好。2014 年 2 月，公司股价飙升至每股 124.42 美元，最高市值超过 140 亿美元。

可当周鸿祎还没高兴多久，奇虎 360 的股价便陷入了危机。自 2014 年 3 月以来，360 的股价像是中了魔咒一般，徘徊不前。曾经的中概股明星似乎陷入了一种奇怪的循环：每个成绩卓越的季报公布以后，360 未来一个季度的股价就会接连下滑。从数据上来看，2014 年 3 月以来公司市值上冲的高度一次比一次低：3 月份 152 亿美元、8 月份 128 亿美元、11 月仅为 94 亿美元；而每次下跌的程度一次比一次深：5 月份低至 98 亿美元、10 月份到 81 亿美元、12 月份只剩 74 亿美元。“跌跌不休”的股价持续了近一年的时间。截止 2015 年 2 月底，公司股价较巅峰时期下跌了 60%。



图 2 奇虎 360 月 K 线走势图（2011.3-2016.2）

“美国投资者不理解奇虎 360 的盈利模式，且恰逢中概股集体寒冬，加剧了公司股价的下挫。”周鸿祎认为糟糕的估值是由于外部因素造成的。

不过，并非所有人都认同老周的观点。互联网评论家方兴东指出，美国股市比较崇尚创新，是创新驱动的市场。如今，360 盈利还是在“吃昨天的饭”，它在移动互联网时代的转型并不顺畅。因此，360 目前的发展状况没有太大的想象空间，股价自然上不去。

3.3 无望的挣扎

面对这般颓势，倔强的周鸿祎心有不甘，他试图用行动唤醒“沉睡”的股价。

2014 年底，奇虎 360 宣布以 4 亿美元入股酷派大神，周鸿祎写下名为“带上 AK47，跟我到南方做手机去”的内部邮件，满怀激情地动员 360 同仁们一同进军手机市场。可惜，新的故事没能打动华尔街，公司股价未出现逆转的迹象。

2015 年 2 月 27 日，奇虎 360 宣布完成 2 亿美元的股票回购计划，回购价格大幅高于当时 360 的股价，借此来传递公司对自身发展以及股价的自信。但是，这条消息并未刺激股价回弹，反而引发小幅下跌。

2015 年 3 月 10 日，奇虎 360 送出了一份好于业界分析师预期的上一年第四季度财报，然而公司股价却意外在美股交易中受挫，收盘时下跌 5.17%。

屋漏偏逢连阴雨，正当奇虎 360 股价已经如此低迷之时，公司再度遭遇空头的“狂轰乱炸”。

2015 年 2 月 19 日，美国华尔街著名投资银行及机构券商杰弗瑞投资集团将奇虎 360 股票评级从“买入”下调至“持有”。分析师称，在线游戏行业表现疲弱是促使其下调奇虎 360 股票评级的主要原因。就在遭遇“差评”后，奇虎 360 的股价跌幅达到 8.60%。

同期，美国评级机构 TheStreet Ratings 的分析师团队也指出了奇虎 360 的问题。他们认为，奇虎 360 当时的债务股本比为 1.72 倍，与行业平均值相比整体较高，这表明当前的债务水平管理应被重新评估。

2015 年 5 月 4 日，美国律师事务所 Pomerantz LLP 宣布，将代表奇虎 360 股东对索赔问题进行调查。此前，全球三大权威杀毒软件测试机构联合公开谴责奇虎 360，原因是该公司测试产品和实际发放用户使用的产品表现出了显著不同的行为。第二天，公司股价重挫 8.29%。

一连串打击无疑加重了周鸿祎的疑虑：当初上市时的雄心壮志还能否在美国市场得到支撑？

4 抉择：开启回归之旅

一边是铁石心肠的美国股市，一边是腥风血雨的互联网竞争格局，奇虎 360 举步维艰。面对这样一个至关重要的转折点，360 团队会做出怎样的思考与抉择……

4.1 发展的瓶颈

尽管奇虎 360 自上市以来一直有着卓越的业绩表现,但不可否认的是,公司各产品线均面临着残酷的竞争。如今,市场上的杀毒软件多采用免费模式,奇虎 360 的传统安全软件市场难有惊喜;360 搜索受到百度、搜狗的两面夹击,增长遭遇瓶颈。此外,奇虎 360 在移动互联网转型过程中也颇为坎坷。手机浏览器在 UC 和 QQ 浏览器的优势之下未能突破;移动分发也惨遭百度收购 91 助手和微信配合应用宝的手段有效制约……

除了传统业务,360 近年来也进行了多元化探索,其中涉及智能硬件、文化娱乐、企业服务、教育、金融等领域。然而,互联网行业是一个大把大把“烧钱”的地方,比起土豪级别的 BAT,奇虎 360 的财力难以望其项背,这使得公司在多元化探索中瞻前顾后。同时,不断外延式发展的 360 难免出现了增速放缓,效率降低的“大公司病”。

在严峻的形势下,奇虎 360 在 2014 年底进行了架构调整——周鸿祎专门负责智能硬件为代表的新兴业务,总裁齐向东专门负责安全、360 搜索等传统业务。新兴业务需要冒险的精神,正如周鸿祎义无反顾地投入到智能手机这片红海之中。传统业务也并非是一味地守成,正如 360 在企业安全领域仍大有文章可作。2015 年 5 月 25 日,奇虎 360 宣布成立企业安全集团,齐向东担任 CEO。

“通过业务分拆实现两人的分工,既能实现新的业务布局,又可化解分歧,也算是一举两得的好事情。”一位 360 内部人士说道。

4.2 再融资困境

360 是否能重回巅峰,关键在于奇虎 360 在新兴业务领域的成败:王者登上中国互联网巅峰,寇者则沦为一家二流互联网公司。业务分拆之后,周鸿祎将精力全部投入到手机业务上。想要玩转“烧钱”的手机市场,就必须有足够的现金流。由于许多传统业务受到竞争的约束,不能为新业务提供及时而充沛的资金供给,因此公司必须借助资本市场的力量来增添弹药。如表 2 所示,奇虎 360 在与智能手机产商酷派达成战略合作之前,曾发行可转换债券进行融资,显示了其对资金的渴求。然而,对于目前估值低迷且资产负债率颇高的奇虎 360 来说(如图 3 所示),在美国市场进行再融资似乎并不是一个好方案。

表 2 奇虎 360 可转债发行情况

发售年份	到期日	总额	年利率	初始转换率	其它条款
2013	2018.9.15	6 亿美元	2.5% (半年付息)	110.964 美元/ADS	2016.9.20 起, 票据持有者在一定情况下可兑现所购票据, 还可要求公司回购其持有的票据。
2014	2020.8.15	5.175 亿美元	0.5% (半年付息)	125.33 美元/ADS	2017.8.15 或基本面变化时可赎回可转债, 赎回价格为 100%票面价格及累计的未付利息。
2014	2021.8.15	5.175 亿美元	1.75% (半年付息)	120.77 美元/ADS	2019.8.15 或基本面变化时可赎回可转债, 赎回价格为 100%票面价格及累计的未付利息。

资料来源: 公司公告

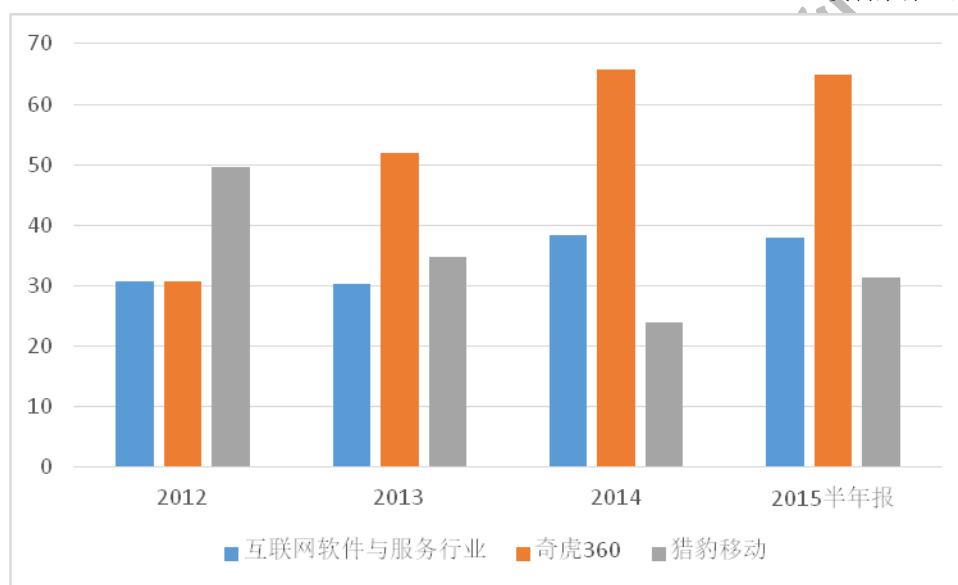


图 3 奇虎 360 资产负债率情况 (%)

(数据来源: Wind资讯)

“美国资本市场的投资者对中国互联网产业发展的态势和未来方向不能深入理解, 再加上部分机构极具针对性的做空, 导致 360 国内业务发展与资产增值和美国资本市场对 360 的估值之间存在脱钩现象, 这非常不利于奇虎 360 深度利用资本市场的融资功能。”一位奇虎 360 的高管说道。

4.3 祖国的召唤

360 在美国的日子愈发难过。可就在大洋彼岸, 中国股市正在发生日新月异的变化。

自 2014 年下半年开始, 中国 A 股市场持续火爆, 部分互联网行业上市公司

估值已经远远高于全球平均水平。倘若回归 A 股，奇虎 360 大有可能赢得中国投资者的认可，并获得理想的估值。有声音指出，360 若能回归 A 股，将把资本对互联网概念的追捧推至顶峰。

不仅是一条条红色 K 线拨弄得中概股心痒痒，监管层也发出了“归来吧”的呼唤。2015 年的年初，李克强总理在国务院常务会议中提到，要推动特殊股权结构类创业企业在境内上市。这将在政策上为中概股回归打开大门。其次，注册制的临近、多层次资本市场的发展，都将成为中概股回归 A 股市场的助推器。尤其是呼声颇高的战略新兴板，更是直接点名中概股。监管部门对中概股已然张开双臂热烈拥抱，原先在 A 股上市最担心的“政策不确定性”时代似乎在悄然远去。

此外，随着近年来“互联网+”战略的推进，国家各个层面，包括政府部委、央企和大型民营企业在信息安全上的重视度激增，国产安全软件企业无疑正面临着千载难逢的机遇。显然，一家为中国政府和军方提供深度安全技术服务的公司在境外上市是不太合适的。一旦 360 变成内资公司，原来的业务阻力就不复存在，这让奇虎 360 在安全业务方面能够有更广阔的空间。

面对此情此景，周鸿祎不禁怦然心动：“这会是奇虎 360 新的机遇吗？”

4.4 是去是留？

不过，360 的高层也考虑到了放弃纽交所的风险所在。“当初 360 千辛万苦地来到美国，为的就是享有美国资本市场的便利与高效，如今却要放下这里的一切，这样做是值得的吗？更何况，360 从私有化到登陆 A 股上市，即便一切顺利，耗时也要将近两年。对于上市后公司能否获得理想的估值、能否融到资以及能融多少资，我们完全无法掌控。此外，我们还必须考虑公司在私有化以及回归 A 股过程中可能会遇到的麻烦……”

是留守美国资本市场另寻他方，还是吹响返程的号角回归 A 股？经过对奇虎 360 发展现状和未来战略的反复考量，以及对中国乃至全球资本市场的审慎研究，周鸿祎和背后团队终于做出了最后的决定。

2015 年 6 月 17 日，奇虎 360 宣布其董事会收到创始人周鸿祎联合中信证券等机构投资者提交的一份不具约束力的私有化要约。同日，周鸿祎向奇虎 360 的全体员工发了一封内部邮件，希望与 360 的同仁们一起铭记这一具有里程碑意

义的时刻。一时间，消息在整个圈子里传开——奇虎 360 的私有化回归之旅终于启程了！

5 展望：如何登陆 A 股市场

会议室里，奇虎 360 的董事、高管以及本次私有化项目主承销商——华泰联合证券的代表正围坐在椭圆形的桌边。这次会议的重要性不言而喻，周鸿祎希望能从集体的智慧中得到新的启示，帮助 360 顺利地投入 A 股的怀抱。

5.1 变化的形势

“我们今天的主题很明确——360 登陆 A 股方案的讨论。回归 A 股对于 360 能否再次发力至关重要，因此我们必须反复地考量这个问题。和一年之前的形势相比，中国资本市场的大环境早已发生了翻天覆地的变化……”

周鸿祎扶了扶眼镜，微微皱起眉头。他继续说道：“就在奇虎 360 宣布私有化之后，A 股市场却是换了一幅风景，突如其来的股灾没给我们一点点面子。如今的 A 股萎靡不振，公司估值难免下调，这给奇虎 360 的回归之路增添了麻烦。除此之外，市场的政策环境也遭遇突变。今年，我国的《政府工作报告》不再将注册制列入年度规划，这预示着该项制度被推出的急迫性大幅降低；十三五规划《纲要草案》也删除了‘设立战略性新兴产业板’的内容，曾经监管层信誓旦旦要在今年推出的战略新兴板也胎死腹中。形势的改变无疑对我们原本的计划产生了影响。”

周鸿祎环视了一遍整个会场。他喝了一口水，润了润嗓子。“不过让我感到欣慰的是，360 的私有化开局还算顺利。去年 12 月份，360 已与投资者联盟达成最终的私有化协议。在整个过程中，投资额度受到热烈追捧，足以见得大家对 360 私有化项目的认可。就在昨天，奇虎 360 召开特别股东大会，正式通过了奇虎 360 的私有化方案，这意味着公司在美国退市又向前迈进了一步。当然，这条征程远未结束，确定登陆 A 股市场的方案是当下最棘手的问题。”

5.2 借壳方案最优？

“根据奇虎 360 自身的特点和需求，结合我们对中国资本市场深度的审视和分析，我们认为借壳上市仍是奇虎 360 最优的选择方式。”华泰联合证券的代表

陈述了目前的方案。“相比 IPO 的方式，借壳上市在审核流程上相对更快，这样能够降低私有化成本，最大程度地缩减公司在退市及下市状态的时间，避免较长时间内公司无法利用资本市场融资扩张的状态，同时也优化了投资人的流动性。在过往的中概股回归案例中，分众传媒和巨人网络起到了很好地示范作用，我们有信心能把借壳项目做好！”

周鸿祎点了点头。确实，借壳上市是 360 目前最可行的方案之一，以往中概股回归的成功案例也给了奇虎 360 一定的参考价值。以分众传媒借壳七喜控股为例，其在 2015 年 8 月 31 日确定借壳，同年 12 月 17 日便获得证监会核准。该重组方案拟置出资产作价 8.8 亿元，拟置入资产作价 457 亿元，两者差额为 448.2 亿元，由七喜控股以发行股份及支付现金方式自分众传媒全体股东处购买。交易完成后，分众传媒 CEO 江南春顺理成章地成为上市公司的实际控制人。

“关于借壳上市，我想谈一谈我的顾虑。”听了华泰联合证券对上市方案的概述，董事沈南鹏表达了自己的想法。作为红杉资本全球执行合伙人，沈南鹏对于变幻莫测的资本市场十分敏感。“大家都知道，借壳上市包括众多环节，其中潜藏着太多不确定因素了。你们说的分众传媒、巨人网络借壳上市也都是经历了一波三折。就说这分众传媒吧，花尽心思找到宏达新材这一市值合适、负债小、干净的壳资源，谁料却在 2015 年 6 月中旬遭遇宏达新材被证监会调查的风波，耽误了不少时间。相比于分众传媒，奇虎 360 体量巨大，找到合适的壳资源本身就不是易事，更何况在借壳过程中，我们还需要通过监管层这一关。在当前强调稳定的市场环境之下，监管层能给我们放行吗？”

“是的，我同意沈南鹏的说法。”坐在一旁的总裁齐向东放下手中的笔，紧接沈南鹏的话表达了他对借壳上市的疑惑。性格保守的他和激进好斗的周鸿祎形成了很好地互补。“由于战略新兴板生变，壳资源成为‘香饽饽’，而且在壳资源的定价中存在人为的干预，这使得我们面对的不确定性更大。此外，中国资本市场上市公司退市制度改革势在必行，监管部门可能会严格规制借壳上市行为，进一步提高公司借壳上市的成本和门槛。因此，我们在进行借壳方案时必须步步为营，同时也不能过于依赖借壳上市这条路径。”

会场沉默了片刻。周鸿祎若有所思地点了点头，说：“借壳方案确实风险重重，但大家可以往好的方面想想。目前，战略新兴板在今年推出的可能性几乎为

零，注册制短时间内也难以施行，如果监管层再不允许我们借壳上市的话，那真是太难为我们了。去年密集的政策支持足以证明监管层对中概股回归的欢迎。沈南鹏说我们体量太大，这确实是一个大问题。我们可以根据我们自身的架构调整，决定到底注入哪些资产。同时，我们还要和监管层进行密切沟通。”

5.3 更多的选择

当然，奇虎 360 并非只有借壳上市这一种可能性，首席工程师曹曙也表达了不同的看法。搞技术的他对资本市场也有着自己的见解。“其实大家不要忽略了暴风科技回归 A 股的方式——在创业板直接 IPO。我从新闻中了解到，国务院在 3 月初对注册制改革的授权开始实施，这意味着未来两年内任意一天都可以实施注册制。IPO 在上市时便可筹得大笔资金，若能刚好赶上下一波牛市，360 再创暴风科技连续 29 个涨停板的辉煌也并非不可能。相反，借壳上市本身并不能为企业带来大量资金，而且借壳上市意味着我们不能选择严禁借壳的创业板，‘神创板’在去年那波疯牛中的估值水平，难道在座的各位不心动吗？针对目前的情况，我们需要好好审视一下变化多端的 A 股市场，心急吃不了热豆腐啊。”

“不妥不妥，它的不确定性实在太大了。”坐在一旁的首席财务官姚珏立马反驳道。“目前，注册制还见不着影子，如果要在创业板市场上排队傻等，实在不利于奇虎 360 目前的发展诉求。万一 A 股再来一次千股跌停，IPO 还有可能暂停，这得等到猴年马月啊？时间成本和经济成本都不会允许我们选择在创业板 IPO 的。”

“小姚说得很对。如何能快速登陆 A 股是我们不折不扣的重点。但我始终认为，我们没有必要放弃在战略新兴板登陆的方案。”齐向东再次提出了他的想法。

“据我了解，证监会发言人就十三五规划草案删除‘设立战略新兴产业板’一事的回应是：设立战略新兴产业板的具体问题，还要做深入研究论证，而对于尚在研究中的具体工作，没有必要列入十三五规划纲要。这种说法并不意味着战兴板就彻底没戏了。证监会始终重视战略新兴产业的发展，随着多层次资本市场建设的推进，资本市场对战略性新兴产业的支持力度肯定还会不断加大。此外，监管层对于中概股回归的积极态度是肯定的，战略新兴板作为针对新兴产业的特色融资平台，其灵活性在承接中概股回归上具有独特优势，也能够提供相应的政策红利。因此，战略新兴板在明年复出的可能性并不小。360 拆除红筹架构也需要时

间，公司有机会与战略新兴板作对接。”

沈南鹏叹了口气，话语里充满了无奈之情：“如果战略新兴板能够正式出台，我相信 360 登陆战兴板的难度不大，它也需要像我们这样的企业来为之撑场面。但遗憾的是，战略新兴板最多也只能作为我们的 PlanB，一是战略新兴板推出的时间尚不确定，企业本身也面临资金退出以及业绩持续提升的压力，若把希望寄托在战兴板上，风险太大了；二是战略新兴板虽然在一定程度上欢迎我们中概股，但承接中概股也并非战略新兴板的重点。对于这变幻莫测的资本市场和政策环境，我们必须留个心眼了。”

周鸿祎笑了笑，说：“其实老齐的想法给了我们新的灵感。战兴板最大的优势在与它适合承接中概股，中国目前有多层次资本市场，主板、中小板、创业板甚至是新三板，它们也都有各自的特点。360 可以将业务分拆，根据业务不同的发展阶段和特征在不同板块先后上市。这种方式既能解决公司体量过大的问题，又符合 360 未来的战略走向。”

5.4 长路漫漫

私有化的背后是周鸿祎和整个团队如履薄冰的勇谋。除了对上市方案的考虑再三，奇虎 360 的回归还将面临诸多挑战。在会议的最后，华泰联合证券的代表总结了奇虎 360 必须保持警惕的地方。

“尽管登陆 A 股离我们还有一段时间，但这并不意味着我们能够放松警惕。要知道，回归路上的每一步都有可能影响到 360 最终能否顺利登陆 A 股。拆除红筹架构是奇虎 360 面对的一项大工程。VIE 架构的拆除一般需要解决境外投资人退出及保留、全面终止 VIE 协议控制、境内经营实体的重组、注销或转让境外主体等问题，由于 360 出海的 VIE 结构较为纷繁，拆 VIE 的难度并不小。在整个过程中，奇虎 360 将面对诸多成本和法律上的问题。若出现违规状况，会对后续登陆 A 股市场平添不必要的麻烦。”

停顿了片刻，华泰联合证券的代表继续补充道：“此外，360 登陆 A 股时股权结构的设计也是团队需要考虑的问题。360 在美国上市采用的是双重股权结构，保证了创始人维持其上市后对公司的控制权。目前，A 股市场并不支持管理层超级投票权的制度安排，360 回归 A 股少不了对控制权的考虑。我们一定会竭尽全力，帮助奇虎 360 以最‘优美’的姿态回归 A 股！”

认真听完华泰联合证券的发言之后，周鸿祎露出了自信的微笑。尽管前方布满荆棘，周鸿祎势必会全力以赴，这是作为舵手的重大使命，也是作为创始人放不下的执念……

6 尾声

这艘互联网巨轮在十岁生日之际毅然掉转了船头，周船长仍旧一身的血性和江湖气概，指挥着奇虎 360 越过前方的阳光明媚或是狂风骤雨，经历着属于他们的波澜壮阔。结束一天的工作之后，他也会享受着宁静的独处，思考眼下这条私有化之路，思考未来资本市场的格局，也思考 360 在新机遇下的发展与变革……

（案例正文字数：11508）

Analysis On Delisting of Qihoo 360

Fan Xuejun

(East China Normal University, Shanghai 200241, China)

Abstract: This paper mainly discusses a transition process of Qihoo 360 from being listed in America to delisting (returning to privatization). After going through hardship of one decade, Qihoo 360 finally develops into a commercial giant in the Internet security field of China, it has also been involved in searching, smart hardware field and so on. In 2011, Qihoo 360 was listed in America, but performance of the company in the America market can hardly be complimented in the following years, especially after 2014, share price of Qihoo 360 undergone a consecutive slump, which imposed a serious impact on strategic deployment and a refinancing plan of the company. In June 2015, Qihoo 360 resolutely decided to announce privatization, which become privatization of the largest scale in the history of China-concept stocks. However, Slump of the A-share price and changes of policy take Qihoo 360 off guard, the privatization is long and full of uncertainty. Qihoo 360 needs to design a good A-share landing plan, which can ensure the smooth return to A-share market and realize the maximization of the value of the company. In the whole process, a stage may be provided for Zhou Hongyi and various elite from the company, which may offer a

wonderful play titled with China-concept Stocks Delisting for audiences.

Key words: Qihoo 360, being listed in America, privatization, China-concept stocks delisting.

中国金融专业学位案例中心

附录

附件一：奇虎 360 赴美上市招股说明书摘要

根据奇虎 360 委托艾瑞咨询做的调查报告，按照用户数计算，360 是中国第三大互联网公司。数据显示，2011 年 1 月，360 的活跃互联网用户为 3.39 亿，在中国的用户渗透率为 85.8%。在意识到安全是互联网和移动用户的基本需求后，奇虎 360 免费提供了全方位的高质量互联网和移动安全产品，为用户提供互联网活动的安全接入点。公司因此获得了大量的忠实用户，其盈利主要是通过提供在线广告和互联网增值服务来实现的。

根据艾瑞咨询的数据，按照用户数计算，360 是中国第一大互联网和移动安全产品提供商。2011 年 1 月，公司互联网安全产品的月活跃用户为 3.28 亿，在中国的用户渗透率为 83.9%。其核心互联网和移动安全产品包括：

(1) 360 安全卫士和 360 杀毒，分别是中国排名第一和第二的互联网安全产品。根据艾瑞咨询的数据，2011 年 1 月，这两款产品的月活跃用户分别为 3.01 亿和 2.48 亿。

(2) 360 手机卫士，中国排名第一的移动安全产品。根据艾瑞咨询的数据，按照 2011 年 1 月的活跃用户计算，其市场份额为 58.2%。

除了 360 的核心互联网和移动安全产品外，公司还进一步开发了多个平台产品，以满足网民对安全的全面需求，并创建值得信赖的互联网活动接入点。360 的平台产品包括：

(1) 360 安全浏览器，中国第二大网络浏览器，仅次于微软 Internet Explorer。根据艾瑞咨询的数据，其 2011 年 1 月的月活跃用户为 1.72 亿，在中国的用户渗透率为 44.1%。

(2) 360 安全网址，这是 360 安全浏览器的默认主页，也是热门和推荐信息及应用的一个重要接入点。根据艾瑞咨询的数据，2011 年 1 月的月活跃用户为 9800 万。

(3) 360 软件管家，一个安全获取和管理软件及应用的重要接入点。

(4) 360 保险箱，一个保护用户个人账户信息免遭盗窃的解决方案。

奇虎 360 已经能够利用庞大的用户基础和强大的品牌认同度来增加付费用

户数。公司主要通过以下服务获取收入：

(1) 在线广告。360 通过在网站和安全平台产品上为广告主提供营销机会来发布广告。此外，360 还为搜索引擎公司提供搜索推荐服务。

(2) 互联网增值服务。公司提供第三方开发的网络游戏，为付费用户提供远程技术支持等互联网安全服务以及其他互联网增值服务。

表 1-1 奇虎 360 招股说明书中财务报表（单位：千美元）

	2008	2009	2010
营业收入：			
互联网服务	5795	16010	53790
第三方杀毒软件销售	11100	16292	3875
总收入	16895	32302	57665
销售成本：			
互联网服务	1147	1790	5566
第三方杀毒软件销售	7073	6600	1185
总销售成本	8220	8390	6751
补贴收入			266
营业费用：			
销售和营销	2732	6256	12603
综合行政管理费	1645	2531	5051
研究与开发	7283	10664	24505
总营业费用	11660	19451	42159
主营业务收入（损失）	(2985)	4461	9021
利息收益	616	281	415
利息支出	(32)	(169)	(98)
营业外费用	(164)		(60)
汇率收益（损失）	(360)	28	(267)
所得税可退税款（费用）和权益法核算的投资损失前的收入	(2925)	4601	9011

	2008	2009	2010
所得税可退税款（费用）	179	(412)	(463)
权益法核算的投资损失			(57)
净收益（亏损）	(2746)	4189	8491

表 1-2 奇虎 360 的收入来源与构成（单位：千美元，除百分比）

	2008	百分比	2009	百分比	2010	百分比
营业收入：						
互联网服务	5795	34.3%	16010	49.6%	53790	93.30%
在线广告	5606	33.20%	13928	43.10%	38826	67.30%
互联网增值服务			2050	6.40%	14774	25.70%
其他服务	189	1.10%	32	0.10%	190	0.30%
第三方杀毒软件 销售	11100	65.7%	16292	50.4%	3875	6.70%
总收入	16895	100.0%	32302	100.0%	57665	100.00%

由表 1-1 和表 1-2 可知，奇虎 360 增长非常迅猛。公司在 2008、2009 和 2010 年的收入分别为 1690 万美元、3230 万美元和 5770 万美元，于 2009 年首次实现盈利。2010 年公司实现净利润 850 万美元，较 2009 年的 420 万美元增长 102.7%。奇虎 360 作为一个安全厂商，自身安全产品销售收入几乎为零，而主要收入来源是依靠互联网服务和第三方杀毒软件销售。互联网收入数额占收入比重从 2008 年起均连年增长。截止到 2010 年，互联网收入占全年收入的 93.3%，其中 67.3% 来自于网络广告，广告收入主要是通过浏览器把流量引导给第三方网站（比如网络游戏和购物网站）以此赚取分账。

对于一个移动和网络安全公司而言，主要收入来源应该是销售安全软件收入，但其基本数额为零，不仅如此，奇虎 360 还承诺 360 安全卫士等主要产品将永久免费。其实，奇虎 360 的“免费经营模式”看似不是很符合传统企业的营业收入来源方式，但是正是因为它的“免费”，才为其争取了广大的用户量，并积攒了超高的用户粘性。

附件二：奇虎 360 财务状况（2011-2015）

表 2-1 奇虎 360 财务简表

（单位：万美元）	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/6/30
销售收入	16,785	32,903	67,109	139,066	82,269
增长率		96.03%	103.96%	107.22%	41.10%
营业总支出	14,986	28,154	56,939	113,967	67,449
营业利润	1,799	4,749	10,170	25,099	14,819
营业利润率	10.72%	14.43%	15.15%	18.05%	18.01%
利息收入	259	672	1,040	2,561	1,421
利息支出	5		557	2,552	1,643
利润总额	2,542	5,785	12,127	26,759	16,151
所得税	1,087	1,138	2,342	5,143	4,377
净利润	1,560	4,675	9,965	22,277	13,438
收入占比	9.29%	14.21%	14.85%	16.02%	16.33%
折旧与摊销	423	1,660	4,434	8,479	5,942
收入占比	2.52%	5.05%	6.61%	6.10%	7.22%
营运资本增加	1,385	428	-4,672	110	-2,960
收入占比	8.25%	1.30%	-6.96%	0.08%	-3.60%
资本支出	1,778	7,387	12,140	17,084	6,730
收入占比	10.59%	22.45%	18.09%	12.28%	8.18%
研发费用	6,504.90	15,626.90	25,524.80	40,625.00	22,865.50
研发费用率	38.75%	47.49%	38.03%	29.21%	27.79%
经营活动现金流量	8,230.30	11,778.80	21,022.60	38,029.90	20,175.30
投资活动现金流量	-3,481.10	-8,392.70	-19,687.40	-66,149.40	-58,426.20
筹资活动现金流量	23,328.00	198.6	61,349.80	91,971.40	-8,239.10
现金净流量	28,322.60	3,693.30	63,280.10	63,176.90	-46,482.70
EPS(基本、美元)	0.1	0.26	0.55	1.2	0.72
ROE	7.04%	11.01%	16.40%	25.24%	12.69%
ROA	6.10%	8.40%	8.82%	9.09%	3.95%
资产负债率	12.38%	30.64%	51.94%	65.71%	64.80%
P/E(LYR)	212.95	227.11	215.49	72.36	39.18

数据来源：年报整理

表 2-2 奇虎 360 财务数据投行预测²

单位：百万美元	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
主营收入	1390.7	1970.4	2644	3328.4	4214.2	5058.5
增长率	107%	42%	34%	26%	27%	20%
EBITDA	344.3	594.2	819.8	1062	1302.9	1510.1
EBITDA 利润率	24.76%	30.16%	31.01%	31.91%	30.92%	29.85%
折旧摊销	84.8	126.1	158	182.5	210.3	220.5
收入占比	6.10%	6.40%	5.98%	5.48%	4.99%	4.36%
EBIT	259.5	468.1	661.8	879.5	1092.6	1289.6
EBIT 利润率	18.66%	23.76%	25.03%	26.42%	25.93%	25.49%
资本性支出	170.8	168.5	216.2	263.1	278.1	213.5
收入占比	12.28%	8.55%	8.18%	7.90%	6.60%	4.22%

由表 2-1 和表 2-2 可知，2011 年至 2014 年，奇虎 360 的营业收入和净利润都在高速增长，研发费用占比逐年降低，ROE 与 ROA 都呈增长趋势，经营活动现金流量逐步增加，投资活动现金流量流出由于业务扩展也在增加。2014 年营业收入 13.9 亿美元，同比增长 107%，这主要得益于搜索业务持续推进和移动端业务的高速增长，在线广告业务在 2014 年取得了 81% 的同比增长，伴随手游在线增值业务收入全年实现同比 142% 的增长。表 2-2 为投行对奇虎 360 收入等财务指标的预测。

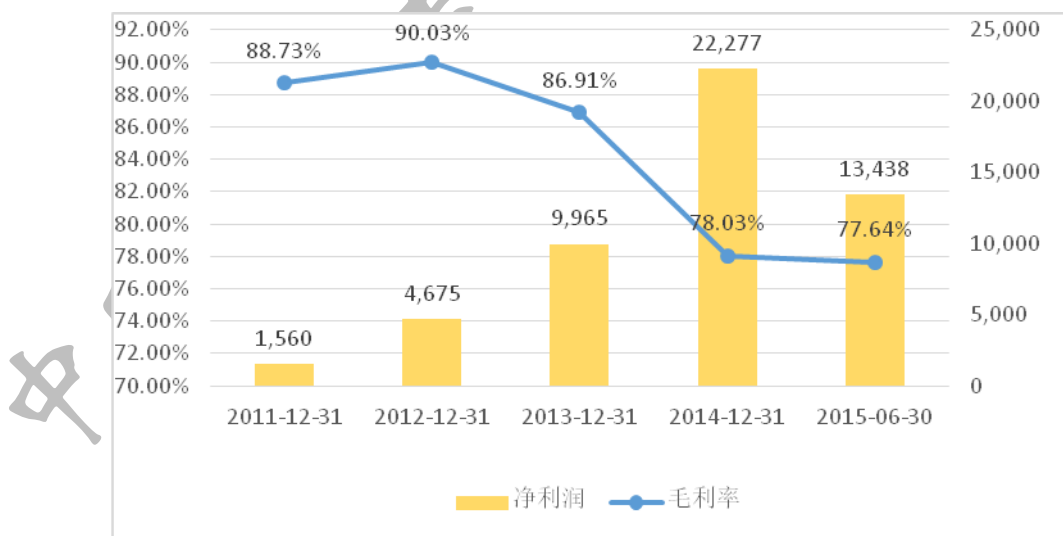


图 2-1 奇虎 360 的净利润与毛利率（万美元）（数据来源：年报整理）

² <http://tech.qq.com/a/20151207/006910.htm>，投行预测。

由图 2-1 可知,2011 至 2013 年毛利率皆在 85%以上,2014 年毛利率由 86.9% 降为 78%,预计 15/16 年维持在 70-80%之间,这主要是由于搜索业务扩大后,之前的研发支出会通过折旧进入经营成本,同时搜索业务市场开拓压力大,会压低毛利率。2014 年净利润 2.23 亿美元,同比增长 121.8%,净利率增速高于收入增速。2014 年投资活动现金流减少 6.6 亿美元,约 43 亿人民币,主要是增加了无形资产 27 亿无形资产;融资活动增加了约 9 亿美元,主要是增加了长期借款,奇虎 360 的长期借款主要为可转债。

附件三：奇虎 360 估值分析

表 3-1 互联网企业在国内的估值与 360 估值情况对比（2015.06.17）

公司名称	收盘价	总股本	市值	2014 净利润	2014EPS	PE(收盘价/2014EPS)
奇虎 360	74.68 美元	1.29 亿	96.30 亿美元	13.63 亿元	1.20 美元	58.45
二三四五	23.33 元	9.55 亿	222.85 亿元	1.14 亿元	0.69 元	80.65
启明星辰	21.54 元	8.69 亿	187 亿元	1.82 亿元	0.41 元	114.73
东方财富	35.42 元	18.54 亿	657 亿元	1.66 亿元	0.137 元	599.2
猎豹移动	15.05 美元	1.42 亿	21.43 亿美元	6794 万元	0.05 美元	675.2
腾讯控股	145.7 港币	94.04 亿	13702 亿港元	238.1 亿元	2.58 港币	59.8

数据来源：Wind资讯

表 3-2 互联网企业在国内的估值与 360 估值情况对比（2016.03.09）

2016/3/9	上市板块	收盘价	总股本	总市值	EPS(TTM)	PE(TTM)
奇虎 360	NYSE	70.15 美元	1.29 亿	90.45 亿美元	1.37 美元	36.3
二三四五	中小企业版	55.65 元	8.72 亿	485.12 亿元	0.33 元	53
启明星辰	中小企业版	47.04 元	8.30 亿	390.55 亿元	0.06 元	76.8
东方财富	创业板	82.09 元	16.93 亿	1390.14 亿元	0.87 元	35.5
猎豹移动	NYSE	33.76 美元	1.42 亿	47.94 亿美元	0.02 美元	89.9
腾讯控股	HK 主板	154.3 港币	94 亿	14504.2 亿港元	3.56 港币	40.9

数据来源：Wind资讯

如表 3-1 所示。从 Wind 中取 2015 年 6 月 17 日(宣布私有化当日)收盘价和 2014 年的 EPS 计算可得，360 市盈率为 58.45 倍，市值为 90.45 亿美元，折合人民币约 588 亿元。而在纳斯达克市场上与其有同类竞争业务的猎豹移动市盈率高达 675.2 倍；在 A 股市场，同属网络安全行业的启明星辰，市盈率从 IPO 时的 58.97 倍起步，曾一路狂升至当初的四倍之多，2015 年 6 月 17 日则为 114.73 倍；主营业务跟 360 相似的二三四五网被海隆软件并购，海隆软件（后更名为二三四五）2014 年净利润只有 1.13 亿元，而奇虎 360 的净利润在 2014 达到 13.63 亿元，是海隆软件的 12 倍，但海隆软件 2015 年 6 月 17 日市值还有 485.12 亿元，市盈率为 80.65 倍。也就是说，奇虎 360 赚了海隆软件 12 倍的利润，市值却跟海隆软件相差无几。

如表 3-2 所示。从截止 2016 年 3 月的滚动市盈率来看，奇虎 360 的市盈率也是相当低的。猎豹移动、启明星辰、二三四五、腾讯控股、东方财富的 TTM 市盈率分别为 89.9、76.8、53、40.9、35.5，而奇虎 360 的 TTM 市盈率只有 36.3。由此可见，虽然 A 股市场自 2015 年 6 月以来经历了几次股灾，至今仍是萎靡，但是仍能体现奇虎 360 确实是被低估的。

奇虎 360 自上市以来，营收和利润一直保持着 100%以上的增速，2014 年总资产达 203.8 亿元，现金超过 100 亿。此外，截至 2015 年一季度末，360 旗下 PC 和移动产品的月活跃用户总计超过 12 亿，照投资界基本的估值方法，一个真实有效的客户，对应的就是 100 美元，但时下 360 的估值不到 100 亿美元。作为国内著名的互联网安全公司和品牌企业，奇虎 360 若能回归 A 股，大有可能赢得国内投资者的认可。因此有业内人士预计，若 360 完成私有化和拆除 VIE 架构后回归 A 股，估值至少可以在目前基础上上浮 5 倍，市值可达 2400 亿元人民币；而据中金公司按 A 股类似上市公司的估值水平对 360 各项业务的估值计算，奇虎 360 回归 A 股后的综合市值将高达 3800 亿人民币。

附件四：关于奇虎 360 私有化的内部邮件

各位同仁：

今天将是 360 历史中又一具有里程碑意义的时刻。为了 360 未来更好的发展，老齐和我经过审慎思考，决定启动 360 私有化战略计划。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。

从 2005 年创业至今，作为互联网免费安全的首倡者和颠覆式创新者，360 经历了持续跨越式的发展，成为中国互联网公司的领军人物。2011 年在美国纽交所上市后，360 更是借助国际资本市场的力量，保持了高速增长，年复合增长率超过 100%。在安全卫士、浏览器、手机卫士等安全产品占据中国市场绝对份额的同时，我们进军搜索和移动应用分发领域，占据领先地位，并将业务拓展至游戏、智能硬件等多个领域。

这些发展，离不开国际资本市场的支持，360 人也秉持感恩之心，以我们特有的奋斗精神，持续创新，以高速的业绩增长回报了国际资本市场。然而，我们当中的很多人认为，360 目前 80 亿美元的市值，并未充分体现 360 的公司价值。

私有化是我们在反复考虑当前全球及中国资本市场环境后的审慎决定，更是加速业务全面升级、拓展业务发展空间的重要一步。今天的 360 是无可争议的互联网领军企业，在中国的互联网公司当中，我们在市场占有率、用户规模、财务表现方面都名列前茅。截至 2015 年一季度末，360 旗下 PC 和手机产品的月活跃用户总计超过 12 亿；我们 2014 年营业收入折合人民币超过 86 亿元，净利润超过 21 亿元。2014 年底公司总资产达 206 亿元，现金超过 100 亿元，财务总体非常健康。凭借 360 现有的出色表现和能力，我们有充分的自主权做出选择，我们相信私有化是实现 360 公司价值最大化的必然选择。

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。在 360 的历史上，我们历经风雨，从首倡互联网免费安全到 3Q 大战，从纽交所上市到搜索业务市场开拓，在每次机遇和挑战面前，360 人众志成城、坚韧不拔，才使 360 能够愈战愈勇，日益强大。

对于目前正在进行全面战略升级的 360，私有化及后续运作必将为公司跨越式发展注入巨大的推动力，同时为充满激情的 360 人提供更多的机遇和更大的舞台。不管资本市场如何变化，360 将秉持初心，为中国数以亿计的用户持续创造

价值，机遇属于坚持梦想、勇往直前的 360 同仁们。

以上，与各位同仁共勉。

附件五：360 私有化资料

主要过程：

2015 年 6 月 17 日，奇虎 360 宣布其董事会收到创始人周鸿祎的一份不具约束力的提案，该要约来自公司董事长周鸿祎、中信证券及其附属、Golden Brick Capital Private Equity Fund I L.P、华兴资本、红杉资本 China I, L.P 及其附属公司，以每股普通股 51.33 美元(相当于每股美国存托股 77 美元)的现金收购其尚未持有的奇虎全部已发行普通股。该价格较奇虎 2015 年 6 月 16 日收盘价溢价 16.6%，较 6 月 16 日前 30 个交易日平均收盘价溢价 32.7%。

买方财团提出的收购方案为：（1）买方财团设立一家特殊目的的公司作为收购主体，机构投资者向特殊目的的公司投入现金，并由特殊目的的公司向银行申请并购贷款；（2）特殊目的的公司以现金收购美国上市公司的全部公众股东股份，并通过股份互换将创始人及部分管理层和员工持有的上市公司股份转换为特殊目的公司的股份，实现美国上市公司私有化；（3）下市后，进行必要的结构重组，合并为境外上市而设立的多家中间层级公司，并拆除互联网公司因境外上市所特有的 VIE 结构；（4）在 VIE 结构拆除后，通过直接在上海证券交易所即将推出的战略新兴版 IPO 的方式或借壳 A 股壳公司的方式，实现在 A 股市场重新上市。

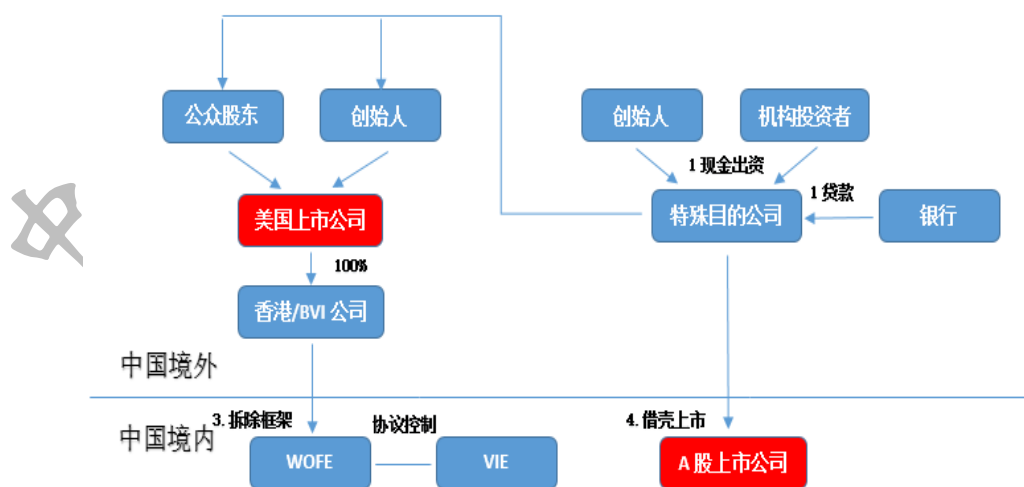


图 5-1 奇虎 360 私有化回归示意图

此次 360 美国下市具体步骤均为美国资本场所熟悉的私有化方式,不应产生对 360 或买方财团有实质影响的法律诉讼。买方财团已聘请专业的美国律师作为法律顾问,360 董事会也已成立特别委员会审核本次交易并聘请了专业的美国律师为法律顾问。整个交易操作将在严格符合美国有关证券法律和其他法律的前提下展开,避免任何潜在的法律诉讼。

2015 年 12 月 18 日,奇虎 360 宣布,其已与投资者联盟达成最终私有化协议,投资者联盟将以约 93 亿美元的全现金方式收购奇虎 360,包括偿还约 16 亿美元的债务。

2016 年 3 月 18 日,摩根士丹利发布报告称 360 成功私有化已无障碍。原因如下:

(1)集中的投票权:奇虎 CEO 周鸿祎和总裁齐向东均为买方联盟成员,他们拥有超过 61%的投票权,接近批准该协议所需要的 66.67%的投票权。

(2)充足的资金支持:2015 年 12 月 18 日,奇虎 360 宣布与买方联盟达成最终的私有化协议,前者将以约 93 亿美元的现金收购奇虎 360。买方联盟计划通过现金和贷款等形式资助这笔交易。

(3)较高的私有化报价:根据协议,买方联盟计划以每股普通股 51.33 美元(相当于每股美国存托股 77 美元)的现金收购其尚未持有的奇虎全部已发行普通股。该价格较奇虎 2015 年 6 月 16 日收盘价溢价 16.6%,较 6 月 16 日前 30 个交易日平均收盘价溢价 32.7%。在当前一波的私有化提议中,该溢价幅度位居前列。

2016 年 3 月 30 日,360 在北京召开特别股东大会,对公司此前达成的私有化协议进行最终投票表决,此次表决获得正式通过。这也意味着 360 正式进入退市阶段。完成私有化后,奇虎 360 计划新增发一个约 15%的期权激励并授予核心管理团队,其中 80%给周鸿祎,20%给其他核心管理团队。

资金来源:

第一部分是现有股东的股份转移约 30 亿美元,包括周鸿祎和总裁齐向东以及红杉资本持有的股份;

第二部分是银行提供的债务融资,大约 34 亿美元,包括 30 亿美元 7 年期长期贷款和 4 亿美元过桥资金;

第三部分是 45 亿至 55 亿美元的股权融资,其中包括 15 亿美元来自管理层

通过两家投资公司入股，其余 30 亿到 40 亿美元来自于金砖资本、平安保险、阳光人寿、泰康人寿、华泰瑞联以及新华资本等众多机构资金。

中国金融专业学位案例中心