

2014年11月4日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：张广荣 S0350514010001

010-88576833 zhanggr@ghzq.com.cn

孔令峰 S0350512090003

微信：290871695

联系人：陶斯然

员工持股计划凸显信心、o2o 战略全面推进

——三六五网（300295）跟踪报告

事件：

11月3日，三六五网（300295）董事会审议通过了《江苏三六五网络股份有限公司员工持股计划（草案）》，计划规模为 540 万股三六五网股票，其中员工现金出资从二级市场购买 180 万股，4 位实际控制人计划无偿赠与 360 万股，员工的现金出资与 4 位实际控制人计划赠与的股票市值之间的比例为 1:2。员工持股计划拟分三期实施，每两年滚动实施一期。第二期、第三期员工持股计划根据第一期实施效果和当时公司运营情况由董事会决定是否实施和每期具体实施股数及方案。第一期计划规模为 157.5 万股三六五网股票，其中员工现金出资从二级市场购买 52.5 万股，4 位实际控制人计划无偿赠与 105 万股。本计划的参与对象须为主管（高级职称）及以上级别员工，且需符合公司制定的标准，并经董事会确认、监事会核实

点评：我们认为，此次员工持股计划的实施，一方面有利于激发核心员工的工作积极性；另一方面大股东无偿赠与体现对新团队和新业务的大力支持。

- 董事会审议通过了《江苏三六五网络股份有限公司员工持股计划（草案）》，计划规模为 540 万股三六五网股票，其中员工现金出资从二级市场购买 180 万股，4 位实际控制人计划无偿赠与 360 万股。以停牌前 74.59 元收盘价计算，实际控制人无偿赠与 360 万股股票价值高达 2.68 亿元。核心员工相当于以市价三分之一的价格买入公司股票，激励空间充分。
- **O2O 战略全面推进：继推出 365 淘房、365 租售宝等移动互联网 o2o 产品**，公司年初以来又先后上线了 365 装修宝、365 小区宝，形成了从新房、二手房、家居建材、社区 o2o、商业地产 o2o 的全面布局，背后的核心逻辑是公司“立足于居、成就于家”的发展愿景，通过卖房延伸出为家庭的服务，形成从卖房到装修到最后的社区活动的完整闭环。
- **365 淘房**：囊括当地新房、二手房、租房信息、维护近万个网络业主社区，为购房者提供团购优惠，独家折扣，免费看房团，楼盘动态，购房工具服务，为业主、准业主提供信息交流和沟通的平台。目前平台南京城区置业顾问高达 1522 名，主要经纪公司二手房经纪人均已上线。
- **365 装修宝核心是解决装修环节的信息不对称难题，并提供资金托管和监理服务**：公司正在积极招商合肥当地的装修公司入住平台，另一方面，通过线上、线下等各种方式精准定位装修客户，吸引消费者使用。合肥城市的最新数据显示第三方资金托管人数 643 人，申请免费建立 176 人，发布装修需求 347 条。
- **365 小区宝**：是公司研发的一款方便快捷、颇具人气的小区生活服务类 app，目前在南京上线，并且在其他

几个城市做试点。小区宝拥有百万级用户，云集包括商超优惠、家政、兴趣圈子、二手市场、拼车、宠物等 10 余种服务，公司定位平台，主要赚取终端商家的营销策划费用。

- **商业地产 O2O:** 公司计划在商业地产 O2O 领域推出方便商铺出租的应用和网站，这一应用既可以帮助商业地产所有者加快商业地产出租，提高资金回笼速度；也可以帮助求租的一方解决目前商铺出租的价格透明度低的问题，具有很强的市场需求。从盈利模式来看，公司既可以以中介的身份从租售双方的租金中进行一定佣金提成（通常是 3%-5% 的提成比例），商业地产每年的租金规模巨大，不完全统计，2013 年仅九龙仓一家公司商业地产的租金收入就是 111 亿元，仅仅是收取中介费，公司的想象空间就巨大；在帮助双方交易结束之后，公司还可以通过推荐后续设计、装修等附加业务获得收入，也可以通过网站、应用获得广告费用，盈利模式有着多样的选择。
- **目前房地产电商已进入 o2o 整合阶段，帮助客户有效达成交易成为竞争的焦点:** 三六五网董事长邢炜在《聚变下的房地产电商市场》演讲中指出“以移动互联网为核心，以全民营销和互联网金融为两翼，房地产 O2O 更趋明显和加强。以搜房为代表，入股房地产代理公司世联，把新房分销成为重点，O2O 模式出现苗头。乐居借助微博、微信，媒体电商属性进一步加强，形成营销合动力。三六五网主要在各区域房产电商深耕，借助三个 O2O，就是房产 O2O、家居 O2O 和社区 O2O，着力于占领新的入口”“流量大转换率低的电商在 O2O 电商将逐步被边缘化，客户对效果提出更高的要求。离购房者越近，离交易越近是竞争致胜的王道。中间环节的产业链越来越短。”
- **维持之前的盈利预测、继续给予买入评级。** 我们看好公司的核心逻辑在于房地产行业电子商务的广阔前景和移动互联网时代 O2O 创新业务的爆发力，预测公司 2014 年、2015 年 EPS 分别为 2 元和 2.65 元，对应 pe 为 37.3 和 28.2，继续给予买入评级。

风险提示: 房地产行业大幅波动风险、新业务拓展进度低于预期

图 1：三六五网发展战略



资料来源：公司网站、国海研究

1、房地产电商迈入 O2O 时代

2013 年全国房地产销售总额 8.25 万亿，2014 年新房电商市场规模 1.2 万亿，主要房产电商合同销售规模 3000 亿。房产电商的实际渗透率不高，未来有很大发展空间。

互联网的核心特征是信息获取和信息流通成本大幅降低，广告和游戏是主流的盈利模式，背后的商业逻辑是基于用户行为数据采集的精准营销和社交属性的线上生活娱乐平台。移动互联网时代，消费者行为的数据已经可以做到随时随地的纪录，不但增加了地理位置这个重要维度，分析单元更是从过去的 IP 真正进化到真实的个体。

媒体属性是房地产网站初期发展的主要形式，代表公司有搜房网等。消费者线上寻找房源信息成为买房决策的第一步，但还不够，据业内人士统计：“在房屋交易决策过程中，用户在线上找房源需要 6 周左右，第一次带看到成交需要 8 周，签约到过户需要 9 周，买方看房平均委托 10 个经纪人，其中有 4 个经纪人是用户经常联系的，通常看 16 套房源最后成交，并且会线上线下交替进行完成交易”。房地产最大的特点是房子不能动，也就是说，无论互联网所呈现的房产相关的信息如何丰富，也不能够替代消费者的现场感知。

线上 (online) 和线下 (offline) 于是成为消费者购房流程中不可缺少的两部分。线上比拼的是信息的真实度和丰富度，线下比拼的服务满意度。二者相互合作的美好局面被房多多和好屋中国的崛起而打破。“这两家公司的共同之处在于定位同是“电商整合平台”，操作模式上主要是拓展专业房产经纪人（与中介公司或者其下辖的经纪人私下合作）渠道，为开发商卖房，也就是所谓的“一、二手联动”。运营之初，都靠 App 线上导流¹，……房多多堪称代表了新一代掌握网络技术的销售服务商，其进行这个行业所采用的类似经纪人渠道分销，一、二手联动销售模式，无疑是对整个传统销售代理业的颠覆。”

媒体属性的导流平台搜房网开始转型，入股房地产代理公司世联，布局线下，把新房分销成为重点，CEO 莫天全称，搜房网结束了“信息平台”的发展阶段，正在走过“资讯媒体平台”，已经启动“交易大平台。服务导向的经纪公司链家地产，终止了与搜房网的合作，开始大力自身的线上网络平台——链家网。今年 9 月，北京万科与链家集团签订战略合作协议，万科将在链家北京的 20 个中心店中开辟万科项目“专区”，并与链家共同建立全新商业模式的技术支持系统“链万家”。

三六五网董事长认为“无论线上到线下还是线下到线上，大家在产品上做的都趋同，从分类来看主要是三类：第一是网络平台产品，比如说移动 APP、社区 O2O，这些都是网络平台；第二是互联网金融产品，这是发展的重点，所有的房地产电商企业都把未来互联网突破作为一个点；第三是突出交易模式，在营销模式、营销产品的模式上采取不同形式，目的都是要把交易这方面凸显出来。”

“365 淘房” app 囊括当地新房、二手房、租房信息、维护近万个网络业主社区，

¹ 参见：<http://www.huxiu.com/article/41283/1.html>：搜房老矣，“全民经纪人”与“房多多”们正在崛起

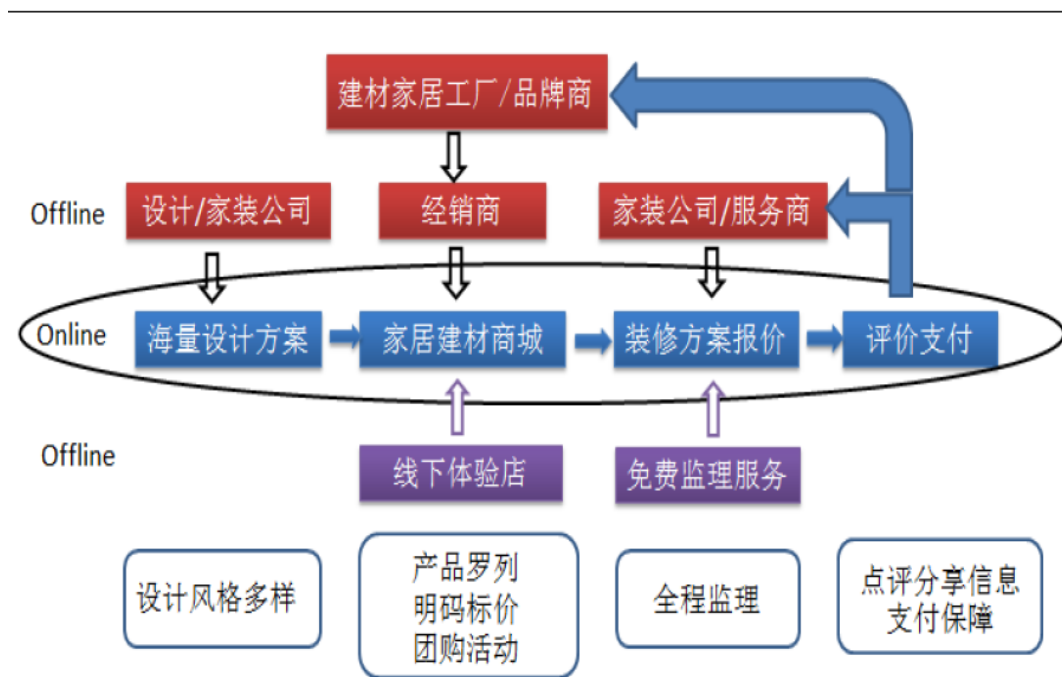
为购房者提供团购优惠，独家折扣，免费看房团，楼盘动态，购房工具服务，为业主、准业主提供信息交流和沟通的平台。目前平台南京城区置业顾问高达 1522 名，主要经纪公司二手房经纪人均已上线。据公司内部统计，现在基于移动互联网带来的客户已经占据整体流量的接近 40%。

2014 年 1 月，三六五网推出旗下 P4P 贷款平台：365 金融超市。这项服务是将互联网金融与房地产、家居等传统实体业务结合起来，对网友购房、装修等多种需求提供贷款服务的金融平台，合作机构中南京最多。此项金融工具的推出帮助公司形成交易环节的闭环。

2、装修 o2o 背靠万亿大市场

装修 O2O 平台整合各参与方，提供高性价比的产品和便捷的服务。装修 O2O 网站通过搭建平台的方式，将设计师、施工队家居建材商品的供应商等集合在一起，提供给消费者进行挑选，消费者可以在互联网上通过图片、用户评价及参考价格选择自己喜爱的装修方案，然后线下达成装修协议。

图 2：装修 o2o 一站式服务流程图



资料来源：国海研究

365 装修宝 (<http://www.365zxb.com>) 为解决装修环节的信息不对称难题，保障消费者权益，推出了资金托管和监理服务，公司正在积极招商合肥当地的装修公司入驻平台，另一方面，通过线上、线下等各种方式精准定位装修客户，吸引消费者使用。合肥城市的最新数据显示第三方资金托管人数 643 人，申请免费建立 176 人，发布装修需求 347 条。

资金托管服务是指：由于家装行业经常出现拖延工期，使用虚假材料，偷工减料等等让业主困扰的问题。365 装修宝为规范装修市场，让业主不再承受装修风险而推出了装修宝服务。业主将装修总金额的 20%进行托管，工程由第三方监理进行监督，装修满意后，再付款给商家。为业主进行装修款及工程质量的双重保障，降低装修风险，保障用户权益。

第三方监理服务是指：由于传统家装市场都是施工单位自产自检，导致工程问题包庇隐瞒，损害业主的利益。装修宝为让业主不再承受装修风险而推出了工程监理服务，装修宝推出的**工程监理**是完全免费的保障性服务。当业主开通资金托管业务，即可获得开工交底、水电、木瓦、油漆及竣工 5 个节点的免费监理服务。

目前行业通行的盈利模式包括合作商加盟费、装修交易佣金、建材销售返点、广告和数据服务收费、金融服务收入等。我们分析认为 365 装修宝资金托管收益将是未来一项重要的金融服务收入。据中国建筑装饰协会统计数据，2012 年家装全年共实现工程产值约 12,200 亿元，平均每个城市 20 亿元左右计算，每年利息收入就有 4、5000 万元。

3、社区 o2o 千亿蓝海市场

艾瑞咨询在《2011-2012 年中国本地生活服务 O2O 市场研究报告》中指出，2012 年中国社区 O2O 市场规模达到 755.6 亿元，同比增长 109.2%，预计 2015 年行业市场规模将达到 2709.8 亿元。代表性的公司有

彩生活：通过将基础物业服务标准化后快速扩张来获取用户，目前已经覆盖 1.8 亿平方的管理面积。核心战略是其物业管理的社区居民均是潜在消费者，以手机 APP 的方式将商户与居民联结。借助科技，彩生活打造了一个聚集衣、食、住、行、娱、购、游等商户资源的平台，通过审核把关，构建社区一公里微商圈。同时将缴纳物业费、停车费等社区服务搬上平台，使居民足不出户就能享受到这些便捷的服务。

万科物业：通过销售自建住宅及物业服务来获取用户，截止 2014 年 6 月覆盖 8447 万平方的管理面积。3 月 25 日消息，推出了一款社区生活 APP“住这儿”，主要用户为万科业主、住户群体，通过“住这儿”打造物业服务、社区交流与商圈服务平台的 O2O 闭环商业。

顺丰嘿客：在社区周边建设便利店，依托顺丰的物流优势来提供生鲜等日用品的配送，截止 6 月底有 1500 家门店。

社区 001：通过在各城市建设物流驻点为用户提供一小时内的日常用品配送，从北京开始目前覆盖 16 个城市。

365 小区宝是公司研发的一款方便快捷、颇具人气的小区生活服务类 app，目前在南京上线，并且在其他几个城市做试点。小区宝拥有百万级用户，云集包括商超优惠、家政、兴趣圈子、二手市场、拼车、宠物等 10 余种服务，公司定位平台，主要赚取终端商家的营销策划费用。

4、商业地产 O2O 蓄势待发

根据世联行统计，2015 年全国 50 个重点城市综合体非住宅总体量达 5.64 亿平方米，较 2013 年增长 77%，行业已经开始规模过剩。商业地产正在从传统的“重开发”模式向“重经营”模式进行转型，对效率的提升具有极高的诉求，商业地产 O2O 化正逢其时。

三六五网公司计划在商业地产 O2O 领域推出方便商铺出租的应用和网站，这一应用既可以帮助商业地产所有者加快商业地产出租，提高资金回笼速度；也可以帮助求租的一方解决目前商铺出租的价格透明度低的问题，具有很强的市场需求。

目前在这一领域的 O2O 市场还是一个蓝海市场，参与者极少，且具有一定门槛：商铺的租售具有一定的门槛，通常还包括租售后端的设计、装修等流程，非地产行业的互联网企业很难进入这一产业链。三六五网在传统住宅一手房销售领域有着沉淀，目前在在线装修、设计师领域也已经开始了布局，拥有整合全产业链的能力，加之很早进入市场，目前市场中几乎没有真正的竞争对手，未来有望成为这一领域的龙头。

从盈利模式来看，公司既可以以中介的身份从租售双方的租金中进行一定佣金提成（通常是 3%-5% 的提成比例），商业地产每年的租金规模巨大，不完全统计，2013 年仅九龙仓一家公司商业地产的租金收入就是 111 亿元，仅仅是收取中介费，公司的想象空间就巨大；在帮助双方交易结束之后，公司还可以通过推荐后续设计、装修等附加业务获得收入，也可以通过网站、应用获得广告费用，盈利模式有着多样的选择。

5、盈利预测与评级

我们看好三六五网（300295）的核心逻辑在于房地产行业电子商务的广阔前景和移动互联网时代 O2O 创新业务的爆发力，预测公司 2014 年、2015 年 EPS 分别为 2 元和 2.65 元，对应 pe 为 37.3 和 28.2，继续给予买入评级。

6、风险提示

房地产行业大幅波动风险、新业务拓展进度低于预期。

表 1：三六五网盈利预测

证券代码：		300295.sz		股票价格：74.59		投资评级：		买入		日期：2014-11-03	
财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E		
盈利能力					每股指标						
ROE	15.4%	19.5%	22.8%	25.9%	摊薄EPS	1.42	2.00	2.65	3.46		
毛利率	94.3%	94.3%	94.3%	94.3%	BVPS（最新股本）	9.15	10.21	11.63	13.48		
期间费率	61.5%	59.2%	58.6%	57.7%	估值						
销售净利率	30.4%	31.6%	31.0%	31.2%	P/E	52.4	37.3	28.2	21.5		
成长能力					P/B	8.2	7.3	6.4	5.5		
收入增长率	26.1%	34.9%	35.0%	30.0%	P/S	10.6	11.8	8.7	6.7		
利润增长率	12.9%	40.3%	32.5%	30.9%							
营运能力					利润表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E		
总资产周转率	0.45	0.54	0.64	0.71	营业收入	377	508	686	892		
应收账款周转率	10.23	-1082.36	-35.31	-68.39	营业成本	21	29	39	759		
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	10	13	18	23		
偿债能力					销售费用	154	204	269	343		
资产负债率	11.2%	12.4%	13.4%	14.1%	管理费用	81	109	143	179		
流动比	8.59	7.82	7.25	6.90	财务费用	(14)	(25)	(28)	(32)		
速动比	8.59	7.79	7.20	6.83	其他费用/(-收入)	(1)	(1)	(1)	(1)		
					营业利润	123	178	245	326		
资产负债表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E	营业外净收支	13	13	13	13		
现金及现金等价物	676	773	876	987	利润总额	136	191	258	339		
应收款项	37	(0)	(19)	(13)	所得税费用	26	37	50	66		
存货净额	0	3	8	12	净利润	109	153	208	273		
其他流动资产	97	132	180	235	少数股东损益	(5)	(7)	(5)	(5)		
流动资产合计	810	907	1044	1220	归属于母公司净利润	114	160	213	278		
固定资产	11	14	14	14							
在建工程	0	0	0	0	现金流量表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E		
无形资产及其他	2	2	2	1	经营活动现金流	154	170	200	239		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	109	153	208	273		
资产总计	838	939	1075	1252	少数股东权益	(5)	(7)	(5)	(5)		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	4	2	3	3		
应付款项	0	2	4	5	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	50	70	96	128	营运资金变动	46	(22)	(61)	(99)		
其他流动负债	44	44	44	44	投资活动现金流	(90)	(3)	(0)	(0)		
流动负债合计	94	116	144	177	资本支出	1	(3)	(0)	(0)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	0	0	0	0	其他	(91)	0	0	0		
长期负债合计	0	0	0	0	筹资活动现金流	34	(75)	(99)	(130)		
负债合计	94	116	144	177	债务融资	0	0	0	0		
股本	53	80	80	80	权益融资	7	0	0	0		
股东权益	744	823	931	1075	其它	27	(75)	(99)	(130)		
负债和股东权益总计	838	939	1075	1252	现金净增加额	97	92	100	109		

资料来源：wind、国海证券研究所

【分析师承诺】

张广荣，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1008室

姓名	固话	手机	邮箱
梁 铮	010-88576936-817	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
白 丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
李 慧	0755-83707040	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
马 鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn