

买入 首次

三六五网 (300295)

2015 年 1 月 12 日

O2O 战略明晰，打造房产生态体系

2015 年 1 月 9 日收盘价: 83.51 元

6 个月目标价: 124.65 元

互联网与传媒行业高级分析师: 张杰伟

SAC 执业证书编号: S0850514120002

021-23219775

zjw9915@htsec.com

联系人: 王幽悠

021-23212210

wyy9632@htsec.com

【事件】公司公布非公开增发预案，将增发不超过 644.46 万股，募集资金总额不超过 53000 万元。募集资金将投资于三个项目：1. 房地产 O2O 生态系统建设项目，拟投资 40000 万元；2. 对安徽装修宝增资项目，拟投资 5000 万元；3. 技术支撑平台建设项目，拟投资 8000 万元。

【点评】

公司业务转型，打造房产 O2O、家居 O2O、社区 O2O 和金融平台的“3+1”模式。房地产行业线上线下 O2O 的融合已经成为不可逆转的方向。三六五网于去年施行了业务的横向延伸，充分利用线上流量优势及客户资源，涉足互联网金融、家装平台和社区电商等业务。我们看好公司以房地产 O2O、装修 O2O、社区 O2O 以及金融服务平台为核心打造“3+1”的业务模式，以及公司整合线上线下资源，打造房地产产业链的闭环服务结构，塑造全新的房产交易平台。

三六五推出的装修宝对行业痛点针对性强，推广进程快于预期。家装行业市场集中度低，在约三万亿的市场规模中，前十家公司合计才 1000 亿左右的规模。此外，家装行业环节较多、信息不对称问题非常突出。三六五于去年开展装修宝业务，对行业痛点针对性强，推广进程快于预期。装修宝向客户提供家装、金融等增值服务，其推出的家居 O2O 产品“365 装修宝”已经在合肥等 6 个城市成功运行，预计 2015 年公司可以在 10 个核心的城市完成布局。

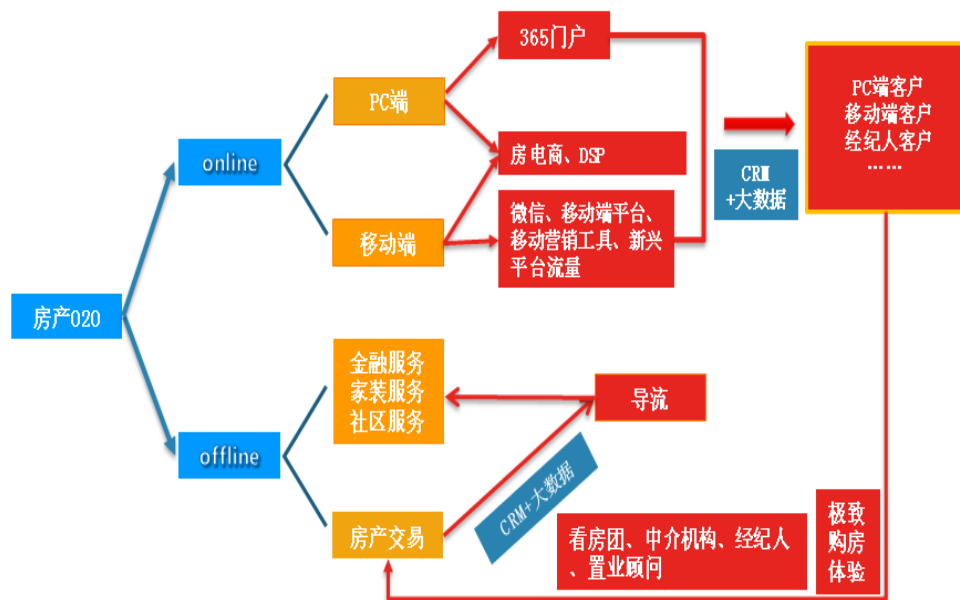
房产 P2P 金融切入交易环节，增加盈利渠道，改善原先以广告为核心的商业模式。三六五设立安家贷金融服务有限公司，涉足房产 P2P 这个房产服务的核心环节。在“安家贷”仅仅上线半个多月的时间里，其多个产品已实现“秒杀”。我们认为，公司发展房产 P2P 业务的优势在于线上流量大、客户资源多。且公司发展 P2P 金融业务能够有效切入房产交易环节，增加盈利渠道，改善原先以广告为核心的商业模式。

三六五网整体房产 O2O 战略明晰，公司执行力强，员工持股优化公司治理结构，看好公司长效发展，首次给予公司买入评级。预计公司 2014、2015 年归属母公司净利润分别为 15638 万元和 22155 万元，对应 EPS 分别为 1.95 和 2.77 元。基于公司巨大的发展空间，并参照其他互联网平台的估值，我们给予公司 2015 年 45 倍 PE 的估值，对应目标价 124.65 元。首次给予公司买入评级。

风险提示：装修宝业务开展不及预期；传统业务市场份额下滑。

公司业务转型，打造房产O2O、家居O2O、社区O2O和金融平台的“3+1”模式。房地产行业线上线下O2O的融合已经成为不可逆转的方向。三六五网于去年施行了业务的横向延伸，充分利用线上流量优势及客户资源，涉足互联网金融、家装平台和社区电商等业务。我们看好公司以房地产O2O、装修O2O、社区O2O以及金融服务平台为核心打造“3+1”的业务模式，以及公司整合线上线下资源，打造房地产产业链的闭环服务结构，塑造全新的房产交易平台。

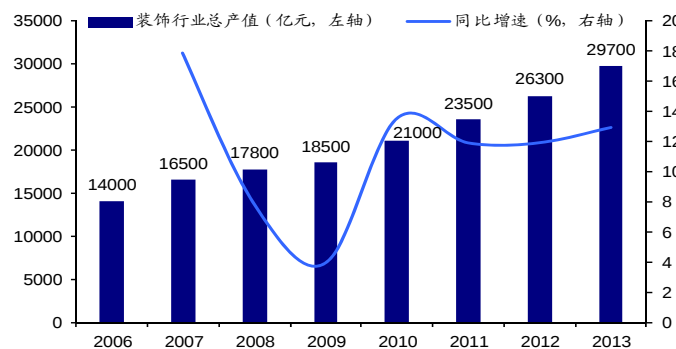
图1 公司房地产 O2O 的业务模式



资料来源：公司非公开增发预案 20141227，海通证券研究所

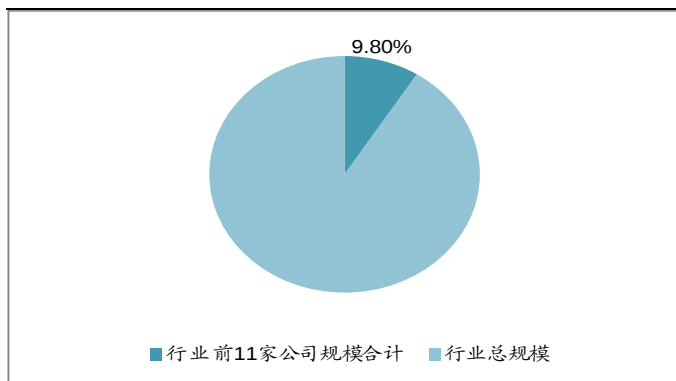
三六五推出的装修宝对行业痛点针对性强，推广进程快于预期。家居装饰行业近年来一直保持稳步增长，到 2013 年规模已大约有 3 万亿。整个市场较为分散，排名前 11 位家居连锁流通企业总收入 1222.69 亿元，仅占全国规模以上建材家居流通企业销售总额 9.8%。细分来看，我国线上家居市场规模相较线下家具市场规模还非常小，仅占整个家居市场的 3.9%，远低于诸如日本、美国之类的发达市场，因此未来增长空间巨大。此外，家装行业环节较多、信息不对称问题非常突出。三六五于去年开展装修宝业务，对行业痛点针对性强，推广进程快于预期。装修宝向客户提供家装、金融等增值服务，其推出的家居 O2O 产品“365 装修宝”已经在合肥等 6 个城市成功运行，预计 2015 年公司可以在 10 个核心的城市完成布局。

图 2 装饰行业规模



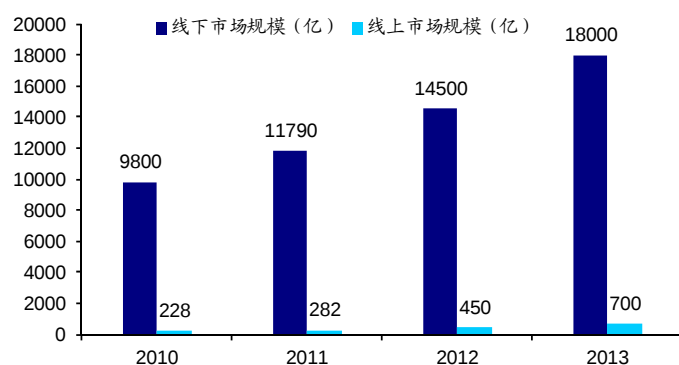
资料来源：中国装饰业协会，海通证券研究所

图 3 2013 年装饰行业市场集中度



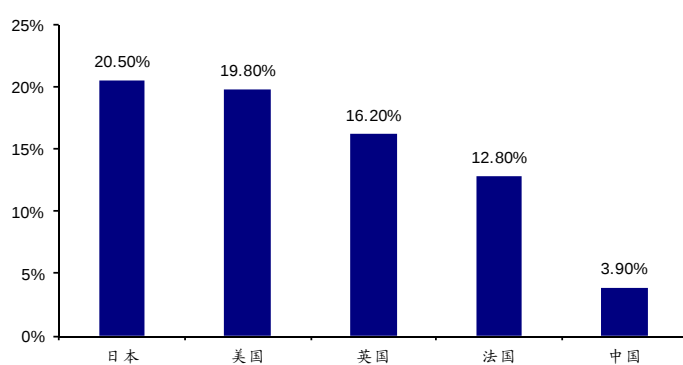
资料来源：中国装饰业协会，海通证券研究所

图 4 2010-2013 年中国家居市场线上线下交易规模对比



资料来源：2013 年中国建材家居产业发展报告，海通证券研究所

图 5 发达国家与中国家居网购比例对比图



资料来源：2013 年中国建材家居产业发展报告，海通证券研究所

图 6 公司旗下网站“365 装修宝”



资料来源：“装修宝”官方网站，海通证券研究所根据公开资料整理

房产 P2P 金融切入交易环节，增加盈利渠道，改善原先以广告为核心的商业模式。三六五设立安家贷金融服务有限公司，涉足房产 P2P 这个房产服务的核心环节。在“安家贷”仅仅上线半个多月的时间里，其多个产品已实现“秒杀”。我们认为，公司发展房产 P2P 业务的优势在于线上流量大、客户资源多。且公司发展 P2P 金融业务能够有效切入房产交易环节，增加盈利渠道，改善原先以广告为核心的商业模式。

图 7 公司旗下的“安家贷”平台



资料来源：“安家贷”官方网站，海通证券研究所根据公开资料整理

表 1 安家贷发行的产品售罄时间

日期	标的数	总额度	秒杀用时
2014/12/8	1	10 万元	43 秒
2014/12/12	2	20 万元	180 秒
2014/12/19	3	30 万元	54 秒
2014/12/25	3	60 万元	42 秒
2014/12/29	1	21 万元	143 秒

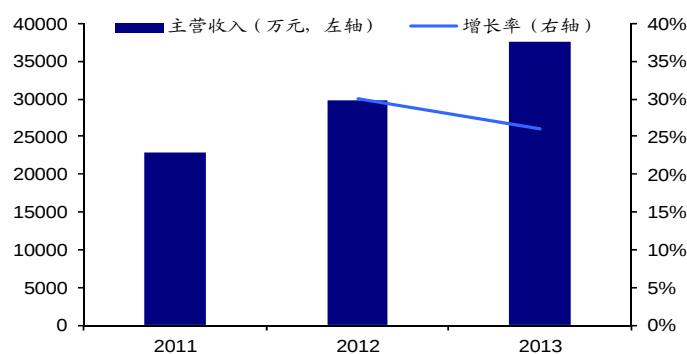
资料来源：“安家贷”官方网站，海通证券研究所根据公开资料整理

公司外延增长预期明确。由于房产交易和家装行业市场集中度低，且行业属地化特征明显，我们认为公司有足够的动力去通过外延收购来扩大用户来源，提升市场份额，为客户提供更多样化和更优质的服务。

员工持股计划彰显对未来信心。公司于去年 11 月公布了员工持股计划。计划分三期向员工授予共计 540 万股股票，其中 180 万股由员工从二级市场买入，其余 360 万股将由公司实际控制人无偿赠与。“买 1 送 2”的员工持股计划表明了实际控制人对市场和公司的未来前景具有坚定的信心。

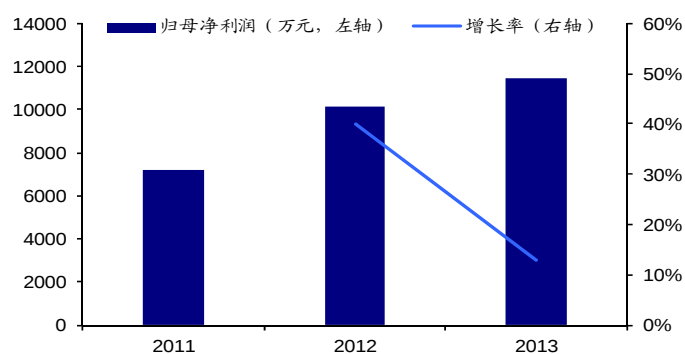
传统业务增长稳定，为公司业务转型打下基础。公司传统业务收入来源于网站流量带来的广告营销收入。近几年公司主营业务保持稳定增长，2011-2013 年公司主营业务收入分别为 22959 万元、29861 万元和 37660 万元，同比增长分别为 30% 和 26%；同期公司归属母公司净利润分别为 7233 万元、10130 万元和 11438 万元，同比分别增长 40%和 13%。预计公司未来主营业务收入将保持 10%-20%的增速。

图 8 2011-2013 年公司主营业务收入规模及增速



资料来源：公司 2011-2013 年年报，海通证券研究所

图 9 2011-2013 年公司归母净利润规模及增速



资料来源：公司 2011-2013 年年报，海通证券研究所

三六五网整体房产 O2O 战略明晰，公司执行力强，员工持股优化公司治理结构，看好公司长效发展，首次给予公司买入评级。预计公司 2014、2015 年归属母公司净利润分别为 15638 万元和 22155 万元，对应 EPS 分别为 1.95 和 2.77 元。基于公司巨大的发展空间，并参照其他互联网平台的估值，我们给予公司 2015 年 45 倍 PE 的估值，对应目标价 124.65 元。首次给予公司买入评级。

表 2 可比公司估值水平

代码	简称	每股收益 (元)				市盈率			
		13	14E	15E	16E	13	14E	15E	16E
002315.SZ	焦点科技	1.18	1.17	1.13	1.21	37.96	45.40	47.11	43.81
300104.SZ	乐视网	0.32	0.44	0.64	1.04	127.75	90.88	62.03	38.15
行业均值		0.75	0.80	0.88	1.12	82.85	68.14	54.57	40.98

注：对应收盘价日期为 1 月 9 日

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所

财务报表分析和预测

利润表 (万元)	2013	2014E	2015E	2016E	资产负债表 (万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	37,660	54,357	68,109	84,726	货币资金	67,561	84,296	102,588	122,442
增长率	26.1%	44.3%	25.3%	24.4%	应收款项	3,680	5,194	6,318	7,977
营业成本	-2,143	-4,852	-6,687	-8,923	存货	0	0	0	0
%销售收入	5.7%	8.9%	9.8%	10.5%	其他流动资产	9,723	9,723	9,723	9,723
毛利	35,517	49,505	61,422	75,803	流动资产	80,963	99,212	118,629	140,143
%销售收入	94.3%	91.1%	90.2%	89.5%	%总资产	96.6%	97.8%	97.9%	98.3%
营业税金及附加	-992	-2,458	-2,437	-3,432	长期投资	25	25	25	25
%销售收入	2.6%	4.5%	3.6%	4.1%	固定资产	1,081	1,081	1,081	1,081
营业费用	-15,395	-19,569	-22,476	-27,960	%总资产	1.3%	1.1%	0.9%	0.8%
%销售收入	40.9%	36.0%	33.0%	33.0%	无形资产	1,695	1,119	1,438	1,304
管理费用	-8,125	-11,888	-13,424	-17,216	非流动资产	2,854	2,278	2,597	2,463
%销售收入	21.6%	21.9%	19.7%	20.3%	%总资产	3.4%	2.2%	2.1%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	11,005	15,590	23,085	27,196	资产总计	83,817	101,490	121,226	142,605
%销售收入	29.2%	28.7%	33.9%	32.1%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	1,366	2,829	3,520	4,296	应付款项	5,152	3,799	7,023	7,333
%销售收入	-3.6%	-5.2%	-5.2%	-5.1%	其他流动负债	4,271	15,565	17,646	20,368
资产减值损失	-108	-95	-20	-30	流动负债	9,424	19,364	24,669	27,700
公允价值变动收益	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0
投资收益	23	11	17	14	其他长期负债	0	0	0	0
%税前利润	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	负债	9,424	19,364	24,669	27,700
营业利润	12,286	18,336	26,602	31,475	普通股股东权益	73,513	81,149	95,301	113,159
营业利润率	32.6%	33.7%	39.1%	37.1%	少数股东权益	880	978	1,256	1,746
营业外收支	1,297	1,162	1,230	1,196	负债股东权益合计	83,817	101,490	121,226	142,605
税前利润	13,583	19,498	27,832	32,671					
利润率	36.1%	35.9%	40.9%	38.6%	比率分析	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-2,648	-3,763	-5,398	-6,321	每股指标 (元)				
所得税率	19.5%	19.3%	19.4%	19.3%	每股收益	1.43	1.95	2.77	3.23
净利润	10,935	15,735	22,433	26,350	每股净资产	13.78	10.14	11.91	14.14
少数股东损益	-504	97	278	490	每股经营现金净流	2.88	1.88	3.18	3.32
归属于母公司的净利润	11,438	15,638	22,155	25,860	每股股利	0.00	1.00	1.00	1.00
净利率	30.4%	28.8%	32.5%	30.5%	回报率				
					净资产收益率	15.6%	19.3%	23.2%	22.9%
现金流量表 (万元)	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	13.6%	15.4%	18.3%	18.1%
净利润	10,935	15,735	22,433	26,350	投入资本收益率	130.1%	-573.5%	-307.3%	-290.0%
少数股东损益	0	97	278	490	增长率				
非现金支出	675	145	74	88	营业总收入增长率	26.1%	44.3%	25.3%	24.4%
非经营收益	-1,504	-1,174	-1,247	-1,210	EBIT 增长率	8.8%	41.7%	48.1%	17.8%
营运资金变动	5,254	329	4,161	1,341	净利润增长率	12.9%	36.7%	41.7%	16.7%
经营活动现金净流	15,359	15,133	25,700	27,060	总资产增长率	16.9%	21.1%	19.4%	17.6%
资本开支	1,663	-1,688	-857	-1,273	资产管理能力				
投资	-9,000	0	0	0	应收账款周转天数	29.9	31.9	30.9	31.4
其他	1,649	11	17	14	存货周转天数	0	0.0	0.0	0.0
投资活动现金净流	-9,014	1,700	874	1,287	应付账款周转天数	4.0	2.5	3.3	2.9
股权募资	672	0	0	0	固定资产周转天数	11.0	7.3	5.8	4.7
债权募资	0	0	0	0	偿债能力				
其他	-5,335	0	-8,003	-8,003	净负债/股东权益	-90.8%	-102.6%	-106.2%	-106.6%
筹资活动现金净流	-4,663	0	-8,003	-8,003	EBIT 利息保障倍数	-8.1	-5.5	-6.6	-6.3
现金净流量	1,683	16,832	18,571	20,344	资产负债率	11.2%	19.1%	20.3%	19.4%

资料来源：公司 2011-2013 年年报，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张杰伟：互联网与传媒行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

华策影视、华录百纳、思美传媒、三六五网

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。