

业务模式升级，打造一站式房产家居平台



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资要点

- **我国房地产在线广告市场持续增长。**2013 年我国新房品牌网络营销市场规模为 69.9 亿元，渗透率仅 9.1%。我们测算至 2020 年其潜在规模将达到 386.2 亿元，年复合增长率为 29%。同时房产电商加快渗透，进一步提升房产在线营销效率，推动行业发展。行业景气为房地产垂直网站发展奠定了良好基础。
- **区域龙头启动加盟战略，加速异地扩张。**三六五网作为长三角地区房产网站龙头，正在启动新一轮异地扩张。具体模式是引入在本地具有资源或用户优势的加盟商成立合资公司，依托合作企业本地化优势迅速开展业务，该模式复制性强，并能大大减少公司前期投入。截止 2014 年上半年已有 10 多家完成或即将完成加盟。随着加盟战略顺利推进，公司市场份额有望快速提升。
- **由垂直网站向一站式房产家居平台模式演进。**O2O 融合与多元价值提供是未来房地产互联网营销服务的大势所趋。公司基于多年耕耘积累了海量客户资源、房源信息与业主数据，正在依托传统主业走向 O2O 融合发展，并进入互联网金融、家装等方向，从单纯的资讯信息服务商向交易型生态平台转型。未来的业务布局是房产/家居/社区三大 O2O+金融服务平台的“3+1”模式。
- **装修宝+P2P 金融打开业绩新看点。**1) 公司自主推出 365 装修宝是一个针对装修行业的线上实时交流+线下服务装修网络平台，通过提供流量导入、集中采购、质量监理、资金托管等增值服务，整合装修上下游产业链。目前已在合肥等 6 个城市试运行，效果良好，有效客户数累计达 5000 户。2) 公司于 2014 年成立“安家贷”，打造与主平台配套的 P2P 互联网金融服务，目前已成功完成三期“新居贷”产品募集。我们看好公司基于房产家居领域的装修及金融服务创新前景。15 年有望拓展更多城市，潜在市场广阔。

财务与估值

- 我们预测公司 2014-2016 年 EPS 为 1.92 元、2.55 元、3.46 元。公司作为 A 股唯一专注房产家居在线营销服务的上市公司，综合考虑公司内生转型的潜力以及潜在的外延预期，参照 A 股可比公司平均估值，给予 2015 年 52 倍估值，目标价 132.6 元。首次给予“买入”评级。

风险提示

- 房地产行业持续低迷，异地扩张不及预期，业务创新不利

公司主要财务信息

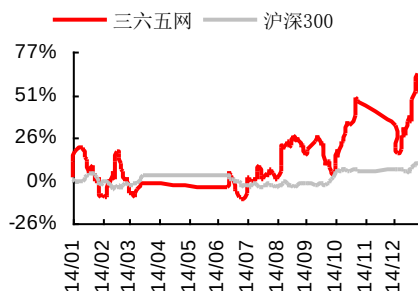
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	299	377	485	691	1,009
同比增长	30.1%	26.1%	28.8%	42.6%	46.0%
营业利润（百万元）	111	123	181	248	349
同比增长	25.6%	10.4%	47.1%	37.1%	41.0%
归属母公司净利润（百万元）	101	114	154	204	277
同比增长	40.0%	12.9%	34.5%	32.4%	35.9%
每股收益（元）	1.27	1.43	1.92	2.55	3.46
毛利率	94.2%	94.3%	93.5%	92.3%	90.7%
净利率	33.9%	30.4%	31.7%	29.4%	27.4%
净资产收益率	23.4%	16.2%	19.3%	21.1%	23.0%
市盈率（倍）	85.5	75.7	56.3	42.6	31.3
市净率（倍）	12.9	11.8	10.0	8.1	6.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价（2015 年 01 月 26 日）	108.30 元
目标价格	132.6 元
52 周最高价/最低价	125.99/67.88 元
总股本/A 股（万股）	8,003/3,783
A 股市值（百万元）	8,667
国家/地区	中国
行业	互联网与传媒
报告发布日期	2015 年 01 月 27 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	8.0	12.3	57.0	14.3
相对表现 (%)	0.4	7.6	6.0	-46.4
沪深 300 (%)	7.5	4.7	50.9	60.7



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

孟玮

010-66210783

mengwei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513100001

张良卫

021-63325888*6079

zhangliangwei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514040001

竺劲

021-63325888*6084

zhujing1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S086051406003

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

区域房地产网站龙头，面临转型新机遇	4
我国房地产在线广告市场持续增长	6
加盟战略实现区域横向扩张，业务纵向延伸打造一站式房产家居平台	11
启动加盟战略，扩张城市版图	11
推出装修宝，打造装修家居 O2O 闭环	13
进军房产家居 P2P 金融，垂直行业金融服务蕴育蓝海市场	16
股权激励彰显发展信心，以人才为核心业绩可期	17
盈利预测与估值	18
风险提示	20

图表目录

图 1：三六五网的业务模式	4
图 2：公司 2008-2013 年营业收入与归属于母公司净利润增长情况	5
图 3：2010-2014 年 30 大中城市月度商品房成交情况	6
图 4：中国房地产销售额与在线广告费用比较	7
图 5：中国新房品牌网络营销市场规模及增速	7
图 6：2012 年房地产在线广告投放对象	8
图 7：中国网络广告市场规模	8
图 8：房地产网络广告占整体网络广告费用比例	9
图 9：中国未来新房品牌网络营销市场规模估计	9
图 11：三六五已经进入的城市分布	12
图 12：装修宝业务模式	13
图 13 装修宝 PC 端网页示意	13
图 14 装修宝移动 App 示意	13
表 1：三六五加盟战略五大优势	11
表 2：线上家装网站分类	14
表 3：搜房网金融产品介绍	16
表 4：收入分类预测表	18
表 5：A 股互联网垂直龙头及房地产综合服务提供商平均估值	19

区域房地产网站龙头，面临转型新机遇

三六五网成立于 2006 年 1 月，主要从事房产互联网服务产业链。公司拥有 365 地产家居网、合肥热线、网尚研究机构三大品牌产品，服务于房地产和家居行业，为房地产和家居消费者提供行业资讯、产品信息搜索和查询等服务，同时帮助房地产和家居企业应用互联网进行产品推广和销售。公司目前已覆盖南京、苏州、无锡、合肥、重庆等 20 多个城市，是长三角地区最具竞争力和影响力的房地产家居网络营销服务提供商之一。

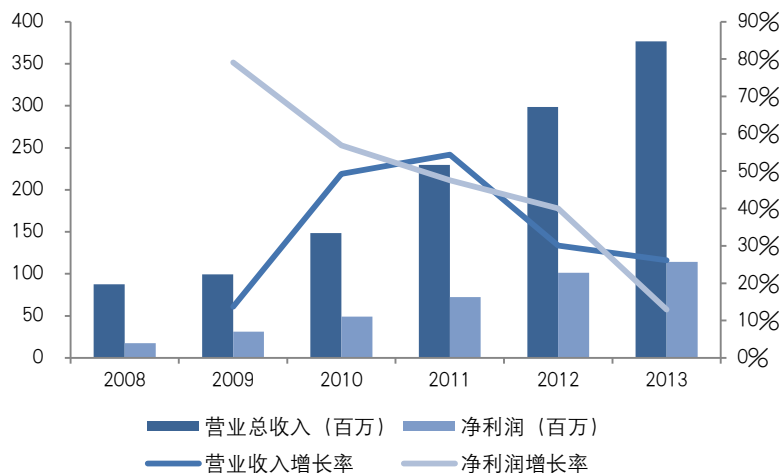
公司致力于打造以家为核心的、包括买房/卖房/装修/生活为一体化的综合互联网服务。目前公司业务按服务对象分主要包括新房网络服务、二手房网络服务和家居网络服务、其他生活相关互联网服务以及提供支持的研究咨询业务。新房网络服务主要包括网络广告、以及团立方为代表的房地产家居电商类服务等；二手房网络服务主要包括网络广告和以租售宝为代表的电商类网络服务；家居网络服务则主要包括网络广告和以家居宝为代表的电商类网络服务。

图 1：三六五网的业务模式



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

公司近年来营业和利润均保持了较快增长态势。2013 年全年营业总收入达 3.77 亿元，同比增长 26.12%；归母净利润达 1.23 亿元，同比增长 10.38%。2014 年前三季度的营业总收入达 3.28 亿元，同比增长 27.23%；归母净利润达 1.29 亿元，同比增长 29.07%。

图 2：公司 2008-2013 年营业收入与归属于母公司净利润增长情况


资料来源：公司财报，东方证券研究所

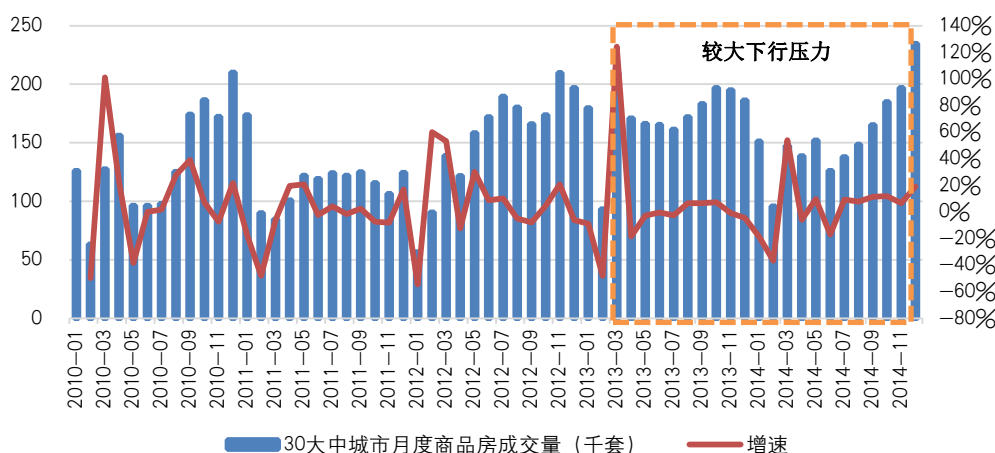
但是近年来，房地产销售行业发生较大的变化。购房者已不满足简单的购房需求，需要开发商和销售商提供优质全面的购房服务；开发商将提高销量、提升销售效率的重要性提到了新的高度，开发商与互联网营销服务企业之间的合作开始向以结果为导向的交易付费的模式转变。未来，面对房产销售市场的变化，对于互联网营销服务企业而言，如何融合线上线下服务，提升房地产行业服务效率，提升用户购房体验，如何整合资源，为开发商、购房者提供多元化价值，是竞争的关键因素。

在此背景下，公司大力推进业务转型，其商业模式正在由垂直网站向一站式房产家居平台演进。 O2O 融合与多元价值提供是未来房地产互联网营销服务的大势所趋。公司基于多年耕耘积累了海量客户资源、房源信息与业主数据，正在依托传统主业走向 O2O 融合发展，并进入互联网金融、家装等方向，从单纯的资讯信息服务商向交易型生态平台转型。未来的业务布局是房产/家居/社区三大 O2O 模+金融服务平台的“3+1”模式。

我国房地产在线广告市场持续增长

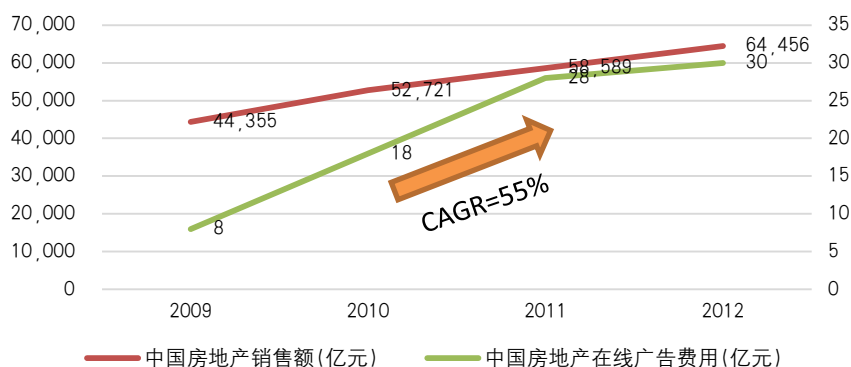
中国新房市场过去十年经历了高速增长。根据 CEIC 数据，2003-2013 年，中国房地产年均投资增长了 8 倍。2010-2012 年，月度商品房成交套数均呈现了较高的同比增长率。但是自 2013 年以来，这种增长的趋势发生了改变，限购令和反腐举措均对房地产市场成交量造成了较大的下行压力，我国房地产市场商品房成交量开始呈现减速趋势。

图 3：2010-2014 年 30 大中城市月度商品房成交情况



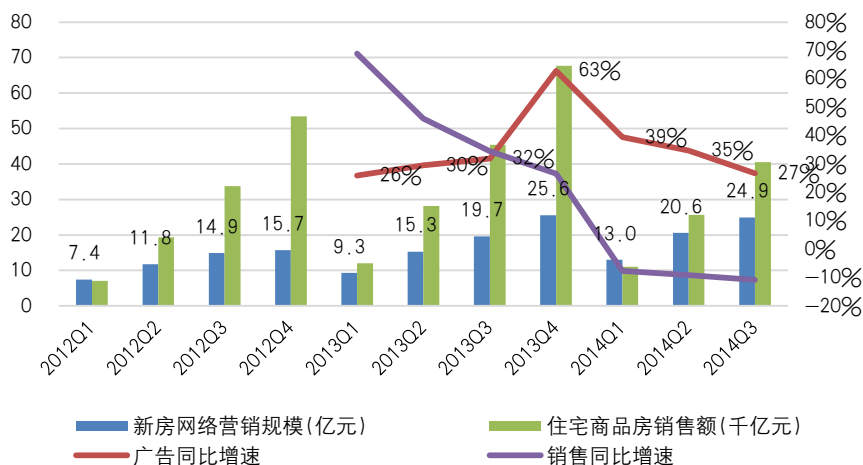
资料来源：Wind，东方证券研究所

商品房市场的下行压力促使房地产企业寻找更有效的广告营销方式。随着中国互联网的迅速发展，房地产网络广告营销得到进一步的发展提高。根据行业经验数据，房地产整体营销费用约为销售额的 0.5-1.0%。2009-2012 年，房地产在线广告费用从 8 亿元增长至 30 亿元，年均复合增长率为 55%，远高于房地产销售额的增速。根据艾瑞咨询数据，2014 年 6 月我国房地产在线广告投放费用达 4.1 亿元，该月商品房销售额为 7459 亿元，据估计房地产在线广告费用已占总广告费用的 5.5-11.0%。

图 4：中国房地产销售额与在线广告费用比较


资料来源：Wind，东方证券研究所

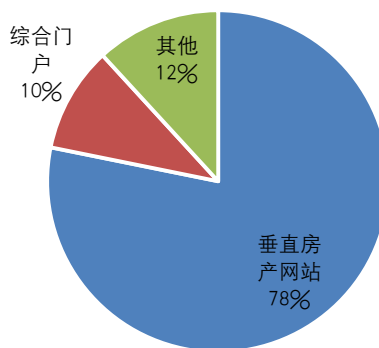
我国房地产营销以新房为主，其中新房品牌网络营销市场规模从 2012 年为 49.8 亿元，2014 年截至第三季度为 58.8 亿元，呈现了较高增速。对比我国住宅商品房成交额，网络营销广告投放和新房成交均有较明显的季节性，第四季度为传统旺季。另一方面，尽管住宅商品房成交市场在 2014 年承受了较为明显的压力，表现为销售额同比均出现了降低，但是新房网络营销规模仍保持绝对的高增长率，同比增长在 30% 左右。

图 5：中国新房品牌网络营销市场规模及增速


资料来源：易观国际，Wind，东方证券研究所

在线房地产广告投放中，垂直房产网站为主要投放对象。2012 年数据显示，约 86% 的房地产在线广告费用投放在垂直房产网站上，约 11% 投放在综合门户，剩下 13% 投放为其他广告形式。

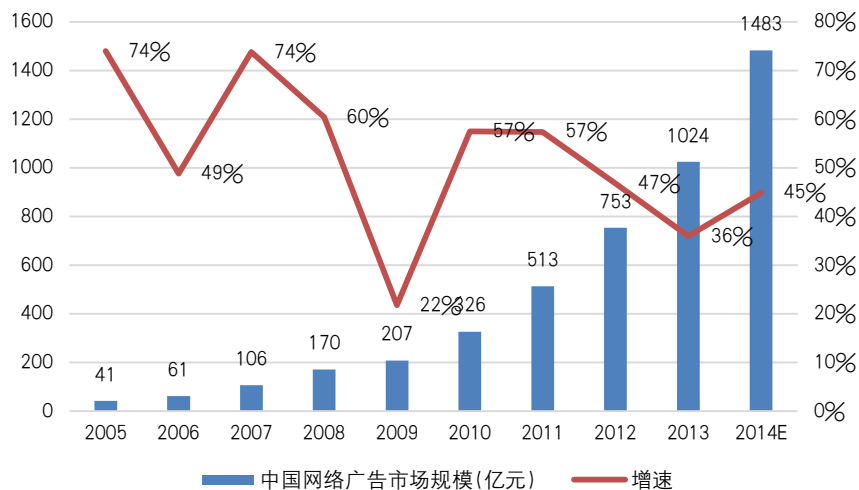
图 6：2012 年房地产在线广告投放对象



资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

随着中国整体的互联网加速发展，互联网在线广告市场份额不断增大，占整体广告投放也进一步有所提升。2013 年中国网络广告规模突破千亿大关，达 1023.9 亿元，同比增长 36%，处于高速发展阶段。与美国对比来看，2013 年美国互联网营销的市场规模是 310 亿美元，中国约合 162 亿美元（1024 亿元人民币），已经达到美国一半的规模。中国的互联网营销一直处于赶超的状态。在资本的助力和 BAT 投入的情况下，整个产业链条正在加速成熟。

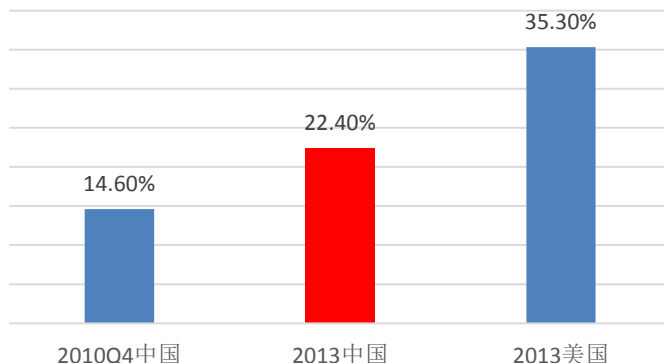
图 7：中国网络广告市场规模



资料来源：群邑集团，艾瑞咨询，东方证券研究所

其中，房地产网络广告市场占整体网络广告市场规模比例从 2010 年第四季度的 14.6% 上升到 2013 年的 22.4%，但是对比美国市场的 35.3%，仍有较大差距。

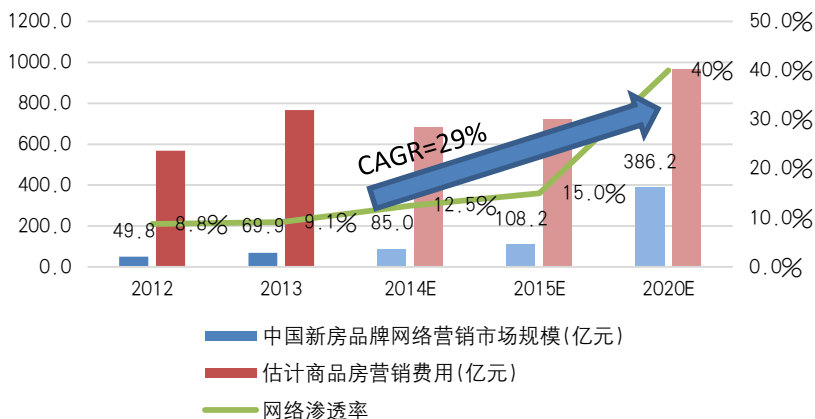
图 8：房地产网络广告占整体网络广告费用比例



资料来源：eMarketer，艾瑞咨询，东方证券研究所

预计未来五年，我国房地产网络广告市场规模将高速增长。2013 年，我国新房品牌网络营销市场规模为 69.9 亿元，渗透率 9.1%。房地产网络广告具有费用优惠、投放精准、过程可控等多优势，相比于美国房地产互联网营销渗透率（56%），中国有较大提升空间。考虑到目前住宅商品房销售额处于底部，6% 每年的速度增长可期，营销费用保持固定比例。根据估算，预计 2015 年网络渗透率将达 15%，新房品牌网络营销市场规模将突破百亿元。2020 年渗透率将达 40%，对应新房品牌网络营销市场规模约为 386.2 亿元，2014-2020 年年均复合增长率为 29%。

图 9：中国未来新房品牌网络营销市场规模估计



资料来源：易观国际，Wind，东方证券研究所

市场格局方面，我国房地居网络营销服务行业目前仍然处于自由竞争阶段，虽然上海、北京、南京等少数大城市已经出现了近似寡头垄断的竞争格局，但还没有出现像其他网络服务行业出现的全国市场“赢家通吃”局面，一方面是由于我国房地产家居网络营销服务行业尚处于发展初期，市场容量过大，规模大的企业短期内还无法进行大规模扩张，迅速占领全国市场；另一方面是由于房地产的特有属性（地域性和价值属性高）也消弱了这一行业的“赢家通吃”网络效应，使得这一行业很难形成全国性的垄断或寡头垄断竞争格局。

加盟战略实现区域横向扩张，业务纵向延伸打造一站式房产家居平台

启动加盟战略，扩张城市版图

互联网房地产服务具有较强的地域属性。地域扩张是扩大业务规模、提升市场份额的必由之路。从行业格局来看，目前搜房网已经布局 330 个城市；新浪乐居目前已经覆盖超过 250 个城市，特别在一线城市覆盖较广，居与业内领先地位。三六五网作为地域性房产垂直网站，通过自主开发和运营的方式，在南京、苏州、无锡、常州、合肥等长三角区域，公司份额领先于竞争对手。由于一线城市竞争激烈，投资规模和回收周期较长，公司一直以来并未在一线城市设立分公司，未来的扩张目标集中在二三线城市。

公司早期通过自主经营方式进行扩张，进度不及预期。自上市以来，公司沿用自主运营的方式，开展了一轮新城扩张，于 2012 年设立西安、重庆、沈阳等站点。但是实际进度和运营效果低于预期。究其原因，房地产营销与运营非常依赖线下资源和本地化人员。公司自营扩张的方式在外地并不具备较强竞争优势。

启动加盟战略，城市版图扩张有望加速。公司于 2014 年调整战略，开始采取加盟方式实施新城扩张。具体的合作模式，是引入在本地具有资源或用户优势的加盟商共同成立合资公司。加盟商利用三六五的快捷建站服务，迅速搭建起一整套集资讯发布、楼盘库、业主社区、广告发布、用户客户管理系统、手机客户端等为一身的专业房地产平台。凭借合作企业的本地化优势，可以迅速展开各项业务，同时大大减少了公司前期资金投入，更迅速更有效的实现跑马圈地。截止 2014 年中报，已有 10 多家完成或即将完成加盟，包括天津 365、扬州 365、泰州 365、嘉兴 365、蚌埠 365、淮北 365 均正式上线运营。随着加盟战略顺利推进，公司市场份额有望快速提升。

表 1：三六五加盟战略五大优势

竞争优势	内容
专业品牌	国内A股首家房地产家居网络服务上市企业；与上千家全国品牌开发商有深度合作，客户覆盖面达九成以上；大众知名度高，在长三角区域，拥有600多万注册网友。
快捷建站	网架框架成熟，7—10个工作日即可搭建起一整套资讯发布+楼盘库+业主社区+广告发布+用户、客户管理系统+手机客户端等专业房地产平台100多台服务器，多个机房
贴身服务	以区域中心城市为半径，为加盟城市提供更加及时便携式的服务支持大战略客户以区域中心为单位，总部进行框架洽谈，以推动大客户合作。
模式成熟	一套成熟的当地城市影响力领先的房地产行业门户运作模式；最具实效的房产社会化营销平台——房地产电子商务运作全套模式；有一套成熟的人力资源组织框架方式和团队管理经验。
上市捷径	公司启动“365合伙人计划”，携手优质伙伴共同掘金资本市场；对于优秀加盟商，将采取并购等深层次的商务合作

资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 10：三六五已经进入的城市分布



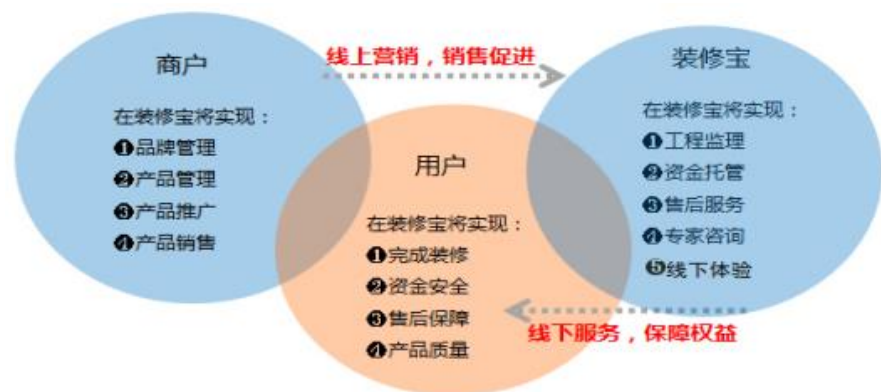
资料来源：公司官网，东方证券研究所

推出装修宝，打造装修家居 O2O 闭环

投资合资公司，迈出进军线上家装市场第一步。公司 7 月 12 日公告，与中国建筑装饰装修委员会副会长、安徽省中小企业协会副会长杨彬峰拟出资设立合资公司，共同开展 O2O 模式的装修宝项目。合资公司注册资本为 1500 万元，三六五网控股占比 55%。

装修宝是公司家装用户与设计师、装饰公司、建材供应商搭建的一个线上实时交流+线下服务装修“速配”网络平台，该平台为参与房屋装修过程的各方提供了一种新型的 O2O 交易模式。公司通过提供流量导入、集中采购、质量监理、资金托管等增值服务，整合上下游产业链，提效降本。

图 11：装修宝业务模式



资料来源：东方证券研究所

图 12 装修宝 PC 端网页示意



资料来源：东方证券研究所

图 13 装修宝移动 App 示意



资料来源：东方证券研究所

家装行业市场前景广阔，线上家装渗透率提升潜力巨大。根据国家统计局数据，2013 年中国城市化率达到 53.37%，未来仍然具有较大的增长空间，其中将产生大量的住宅装修刚性需求。根据艾瑞咨询的测算，2013 年我国家居装修市场规模在 11456.6 亿元（包括装修公司和家居装潢产品），较 2010 年增长 63.6%。其中线上家居装修行业交易额规模在 955.1 亿元，占整体规模比例仅为 8.3%，渗透率较美国等发达国家还有大幅提升空间。

从线上家装行业格局来看，主流网站主要分为垂直类家装网站、门户网站家装频道、电商网站家装频道、品牌型家装网站四大类。装修宝作为新进入者，相较于齐家网等竞争产品，其最大优势在于：

- 1) 模式差异：采用 C2C 开放平台模式，公司作为第三方不直接涉足装修业务，属于典型的互联网轻资产模式；
- 2) 流量导入能力：公司线上网站/论坛、线下本地化合作伙伴，提供强大的导流能力。装修宝的商业模式将通过会员付费、建材家居的集中采购议价、装修小额贷款等多种手段实现收益。

表 2：线上家装网站分类

模式	特点	盈利模式	代表网站
垂直类家居装潢网站	专注于家居装潢领域的网站，一般多提供装修信息、装修公司信息、装潢建材预定等服务，提供的销售方式覆盖线上和线下	多为平台型、少部分货品自营	我爱我家网等
门户网站家居装潢频道	门户网站的家居装潢频道，利用门户丰富的流量，以提供装修咨询为主，辅以装修建材的交易	多为平台型，部分仅提供信息平台，将销售外包给其他公司	新浪装修频道、网易装修频道等
电商网站家居装潢频道	电商网站的家居装潢类目销售频道，一般多提供在线的销售，较少采用线下销售	多为平台型，少部分货品	淘宝家居建材频道、京东家居建材频道等
品牌型家居装潢网站	家居建材品牌或者家居装潢网站自行生产/采购产品，自行销售和服务	多为自营性	宜家、上品宅配等

资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

装修宝目前试运行效果良好，15 年业务模式有望全面铺开。截至 2014 年 12 月，公司已经建立了合肥、苏州、无锡、常州、杭州、西安等 6 个直营分站。装修宝上线之后用户规模快速提升，短短两个月 6 个直营分站已经吸引了近 2,700 名设计师、140 家装饰公司以及 340 家建材供应商的入驻。目前装修宝平台服务有效客户数累计达到 5,000 户，资金托管用户将近 1,200 户。仅

在合肥一地，11 月份促成交易突破千单。装修宝业务具有较强的可复制性。未来公司拟通过投资、加盟等方式在以苏州为核心的苏南大区、以合肥为中心的安徽大区、以武汉为中心的湖北大区、以重庆为中心的西南大区、以西安为中心的西北大区等五个区域中心新建 365 装修宝分站，并将适时启动 365 装修宝在上海、北京等主要城市的布局。各区域分站将发挥地域优势，为用户就地提供服务，最大限度地整合区域内的设计、装饰、家居建材等线下服务资源，提升用户体验和黏性，并为公司带来新的盈利点。我们预计 2015 年装修宝有望扩大至 40 个城市，交易订单达到 1 万单。

进军房产家居 P2P 金融，垂直行业金融服务蕴育蓝海市场

公司正式进军房地产家居金融领域，实现商业模式升级。公司于 2014 年 11 月 18 日公告拟设立全资子公司“安家贷”，开展主要服务于广大房地产家居消费者的普惠金融服务、民生金融服务及其相关业务，打造一个与公司主平台相配套的面向广大购房者及家装消费者的 P2P 互联网金融服务平台，主要从事三类业务：1) 房地产家居互联网金融服务：利用互联网构建房地产家居消费者等资金需求者与资金提供者之间的信息、资金桥梁；2) 消费者购房、家居支持：为有偿还款能力但需要短期周转的刚需及改善型消费者的短期周转提供解决办法等；3) 拓展和尝试其他新型互联网金融服务。目前，安家贷推出的新居贷产品已开始初步上线，14 年 12 月推出的三个试点产品均被秒杀，初步验证了其模式的有效性，显示出旺盛的用户需求。

互联网金融与房产家居产业结合孕育庞大蓝海市场。截至 2014 年年底，全国 P2P 行业目前正常运营的平台达 1575 家，同比增长 136%，其中当年新上线平台超 900 家，注册资金在 1 亿元以上的超 48 家。2014 年全年总成交量约 2500 亿元，同比增长 100%。截至目前，中国已超过美国，成为全球最大的 P2P 金融市场。目前 P2P 金融行业处于高速成长期，基于垂直场景的业务模式空间广阔。另一方面，近年来房产家居行业进入新阶段，房产和家居 O2O 对于配套金融服务需求巨大、协同效应强。围绕房产家居消费者需求开发多样化关联金融服务、拓展商业模式、增加利润增长点，已成为在线房产家居业的通行做法，包括搜房网、新浪等均已推出房地产互联网金融服务平台。提供金融服务一方面可以有效的减少消费者的交易成本，改善其体验度，另一方面可以解决部分有支付能力但需要短期周转的消费者的实际困难，有助于改善型需求的释放，从而扩大公司房产 O2O 和家居 O2O 业务的客户群，有利于进一步推动公司房产 O2O、家居 O2O 业务增长。

我们认为公司设立安家贷是推进“立足于居，成就于家”战略、构建房地产家居 O2O 大产业平台的关键一环。公司依托安家贷将逐步建立融资性担保、小额贷款服务两大支撑业务，构建完善的 P2P 互联网金融平台，将有助于加速实现传统业务模式的升级。

表 3：搜房网金融产品介绍

产品	内容
天下金	一款稳定收益型，中低风险型产品，搜房天下贷向投资方和融资方提供天下金服务，帮助双方快捷方便地完成投资和借贷，由北海天下贷担保公司进行担保
房产众筹	搜房推出的一项买房优惠和投资收益兼备的房地产互联网金融产品，购房者通过天下贷平台认购投资份额成为投资人，有机会以最低价为市场价五折购买特价房源，还能分享溢价带来的收益，预期回报率不低于 10%，由北海天下贷担保公司进行担保
购房者首付贷	其主要模式为由天下贷小额贷款有限公司进行放款，并捆绑相关房地产开发商的电商业务

资料来源：公司官网，东方证券研究所

股权激励彰显发展信心，以人才为核心业绩可期

2014 年 3 月，三六五网公布了股权激励计划。公司计划向包括 2 名高管在内的 429 位公司员工授予 365 万股限制性股票。本激励计划发行的限制性股票占本计划提交股东大会审议前三六五网股本总额 5335 万股的 6.84%，其中预留限制性股票为 30 万股，占本计划限制性股票总量的 8.22%。激励对象为公司及子公司的中高级管理人员以及一定职级以上的核心技术（业务）人员，不包括独立董事和监事。

解锁条件以业绩考核为主，主要包括：1) 以 2013 年净利润作为固定计算基数，2014 年、2015 年、2016 年、2017 年公司净利润增长率分别达到或超过 10%、25%、45%、70%；2) 2014 年、2015 年、2016 年、2017 年公司净资产收益率不低于 9%、9%、10%、10.5%；3) 解锁日上一年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负；4) 激励对象年度绩效考核为 C 及以上。

作为互联网行业，人才是竞争的关键及公司长期稳定发展的核心因素。公司此次推出股权激励计划，有助于完善人力资源的组织架构，有效降低人才流失率，有助于提升员工忠诚度和凝聚力，是公司提升治理水平的关键。同时，公司股权激励制度的解锁条件也彰显了公司对于业绩的信心，行权条件可以视为公司未来 4 年的业绩增长的下限。参考到互联网行业整体处于高速发展阶段，本次股权激励行权条件不高，激励对象涉及范围较广，有利于激励整个核心团队，提振业绩增长信心。

盈利预测与估值

我们对公司 2014-2016 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司原有自主经营的房产在线营销业务未来三年仍将保持 20% 以上的增长。新城加盟扩张战略自 2014 年逐步显现成效。预计 14-16 年每年分别新增 15/25/25 个城市，贡献并表收入 1500 万、9700 万和 25540 万。未来新增长点在于家居装修 O2O 业务和 P2P 金融等创新业务。
- 2) 公司 14-16 年毛利率分别为 93.49%、92.29% 和 90.67%。逐年下降的主要原因是毛利率较低的创新业务收入占比不断提升。
- 3) 公司 14-16 年销售费用率为 38%、37.5% 和 37%，管理费用率为 20%、19.5% 和 19%。随着公司业务规模不断扩大，同时经营模式从完全依赖自营转向依赖合作伙伴加盟，公司的销售及管理费用率均有望不断降低。
- 4) 公司 14-16 年的所得税为 19%。公司享受三年期高新技术企业 15% 所得税税率优惠。但多家子公司仍按 25% 税率征收。

表 4：收入分类预测表

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
线上网络营销服务					
销售收入（百万元）	293.79	370.86	479.37	685.60	1,003.12
增长率	31.04%	26.23%	29.26%	43.02%	46.31%
毛利率	94.70%	94.71%	93.82%	92.52%	90.83%
线下研究咨询及其他服务					
销售收入（百万元）	1.54	1.51	1.96	2.06	2.16
增长率	-13.10%	13.79%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	67.17%	71.67%	65.00%	65.00%	65.00%
合计	298.47	376.19	484.97	691.47	1,009.28
增长率	30.00%	26.04%	28.92%	42.58%	45.96%
综合毛利率	94.27%	94.38%	93.49%	92.29%	90.67%

资料来源：东方证券研究所

预测公司 2014-2016 年归母净利润为 1.54 亿、2.04 亿和 2.77 亿，对应 EPS 为 1.92 元、2.55 元、3.46 元。公司所处的房地产在线广告及电商市场将保持快速增长。行业景气为公司发展奠定了良好基础。随着城市加盟扩张战略的顺利推进，公司市场份额有望不断提升。同时，公司积极推动业务模式升级，推出与主业相配套的互联网金融服务产品等创新型产品，并努力构建房地产家居 O2O 服务闭环链。这些新领域孕育了广阔的机遇，有望形成新利润增长点，增强用户黏性和平台效应，推动市值跃升至新台阶。

公司作为 A 股唯一专注房产家居在线营销的上市公司具有稀缺性。我们采用相对估值法，考虑到公司的跨界属性，综合选取 6 家互联网垂直行业龙头及房地产综合服务提供商作为可比标的，给予公司 2015 年 52 倍估值，目标价 132.6 元。首次给予“买入”评级。

表 5：A 股互联网垂直龙头及房地产综合服务提供商平均估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)					市盈率		
		2015/1/26	2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
乐视网	300104	49.56	0.30	0.42	0.67	1.04	163	117	74	48
东方财富	300059	40.15	0.00	0.13	0.25	0.43	9793	307	163	94
人民网	603000	45.14	0.49	0.66	0.93	1.23	91	68	49	37
顺网科技	300113	26.15	0.35	0.49	0.77	1.15	74	53	34	23
焦点科技	002315	63.99	1.18	1.14	1.21	2.19	54	56	53	29
世联行	002285	19.95	0.42	0.52	0.67	0.84	48	39	30	24
调整后平均								74	52	34

资料来源：wind、东方证券研究所

风险提示

- **房地产行业持续低迷的风险。**

房地产在线营销市场依托于房地产行业。我国新房市场过去十年经历了高速增长。但是自 2013 年以来，限购令和反腐举措对房地产市场成交量造成了较大的下行压力。若房地产市场持续低迷，必然会影响房地产企业投放在线广告营销的能力和亿元，或造成房地产在线营销市场增速低于预期。

- **异地扩张不及预期的风险。**

公司采用加盟战略进行异地扩张。在具体实施过程中，若当地没有合适的合作伙伴，或者对合作方选择不得当，以致出现摩擦冲突、管理失控等问题，将可能导致公司异地扩张速度放缓、实际经营效果低于预期。

- **业务创新不利的风险。**

公司业务模式处于转型升级过程中。公司积极打造房地产家居 O2O 生态链，推出了装修 O2O 产品装修宝。同时进军互联网金融市场，成立“安家贷”子公司从事 P2P 金融业务。这些新业务刚刚起步，其商业模式和行业空间并未得到充分验证，面临较大不确定性，同时公司内部还面临人才缺乏和经验不足等问题，这些问题或造成业务创新进展不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	659	676	817	1,007	1,268	营业收入	299	377	485	691	1,009
应收账款	28	34	44	63	92	营业成本	17	21	32	53	94
预付账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	19	10	15	21	30
存货	0	0	0	0	0	营业费用	97	154	184	259	373
其他	14	100	5	7	10	管理费用	64	81	97	135	192
流动资产合计	700	810	866	1,077	1,370	财务费用	(10)	(14)	(22)	(27)	(34)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	(1)	3	4
固定资产	12	11	11	10	9	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	1	2	3	4	6	其他	0	0	0	0	0
其他	4	16	15	15	15	营业利润	111	123	181	248	349
非流动资产合计	17	29	29	29	30	营业外收入	10	14	10	10	10
资产总计	717	838	895	1,106	1,400	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	122	136	191	258	359
应付账款	0	0	0	0	0	所得税	23	26	36	49	68
其他	36	94	24	26	29	净利润	98	109	154	209	291
流动负债合计	36	94	24	26	29	少数股东损益	(3)	(5)	1	5	14
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	101	114	154	204	277
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.27	1.43	1.92	2.55	3.46
其他	0	0	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	36	94	24	26	29	成长能力					
少数股东权益	7	9	10	15	29	营业收入	30.1%	26.1%	28.8%	42.6%	46.0%
股本	53	53	80	80	80	营业利润	25.6%	10.4%	47.1%	37.1%	41.0%
资本公积	411	411	411	411	411	归属于母公司净利润	40.0%	12.9%	34.5%	32.4%	35.9%
留存收益	210	271	371	575	852	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	94.2%	94.3%	93.5%	92.3%	90.7%
股东权益合计	681	744	872	1,081	1,372	净利率	33.9%	30.4%	31.7%	29.4%	27.4%
负债和股东权益	717	838	895	1,106	1,400	ROE	23.4%	16.2%	19.3%	21.1%	23.0%
现金流量表						ROIC	18.7%	12.3%	15.9%	18.3%	20.8%
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
净利润	98	109	154	209	291	资产负债率	5.0%	11.2%	2.6%	2.3%	2.0%
折旧摊销	4	5	4	5	6	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(10)	(14)	(22)	(27)	(34)	流动比率	19.46	8.59	36.70	41.49	47.97
投资损失	0	(0)	0	0	0	速动比率	19.46	8.59	36.70	41.49	47.97
营运资金变动	17	(41)	10	(21)	(34)	营运能力					
其它	1	93	(0)	3	4	应收账款周转率	10.3	11.7	11.9	12.4	12.5
经营活动现金流	109	154	146	168	233	存货周转率	-	-	-	-	-
资本支出	(6)	(15)	(5)	(5)	(7)	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
长期投资	(0)	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	2	(75)	5	0	0	每股收益	1.27	1.43	1.92	2.55	3.46
投资活动现金流	(4)	(90)	(0)	(5)	(7)	每股经营现金流	1.36	1.92	1.82	2.10	2.92
债权融资	0	0	0	0	0	每股净资产	8.43	9.19	10.78	13.32	16.78
股权融资	407	0	27	0	0	估值比率					
其他	(17)	(47)	(31)	27	34	市盈率	85.5	75.7	56.3	42.6	31.3
筹资活动现金流	390	(47)	(4)	27	34	市净率	12.9	11.8	10.0	8.1	6.5
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	77.0	70.2	49.7	35.8	25.0
现金净增加额	495	17	141	190	261	EV/EBIT	79.8	73.7	50.8	36.5	25.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本研究报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn