

研究所

证券分析师：张广荣 S0350514010001

010-88576833 [zhanggr@ghzq.com.cn](mailto:zhanggr@ghzq.com.cn)

孔令峰 S0350512090003

微信：290871695

## 定增夯实房产家居 o2o 生态

## ——三五网（300295）增发点评

## 事件：

12月26日，三五网（300295）董事会审议通过了《关于公司非公开发行股票方案的议案》，公司拟非公开发行股票不超过644.46万股，募集资金总额不超过5.3亿元，投资于三个项目：1，房产O2O生态系统建设项目，拟使用募集资金4亿元；2，对安徽装修宝增资项目，拟使用募集资金5000万元；3，技术支撑平台建设项目，拟使用募集资金8000万元。

**点评：**我们认为，上述三个定增项目的成功实施，将夯实公司房产家居 o2o 生态，提高信息和数据的变现能力，实现公司主业从线上向线下的 O2O 融合，完成从原有的低效、低频、低粘性的资讯信息服务商向高效、高频、高粘性的交易型生态平台类服务商完美转型。

- **房地产电商迈入 O2O 时代：**房地产市场逐渐从卖方市场转变为买方市场，房地产销售行业已发生了较大的变化：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，线上（online）和线下（offline）是消费者购房流程中不可缺少的两部分，O2O 模式可以更好地满足购房者和开发商的诉求：在线上，利用网络平台、服务系统、管理工具和网络营销产品，提高线上有效用户流量和房源数量；并利用大数据技术，实现数据间的快速匹配和流转，有效利用移动互联网技术，提升行业效率；在线下，整合交易终端，为线上吸引的用户提供全面的专业化的购房服务，同时融合互联网金融、家装建材等一系列的增值服务，有效提升用户流量向真实购房需求的转化效率。这样通过线上线下的融合，一方面可以提高购房者的购房体验，享受到一系列的增值服务，从线上的选房，到线下的购房再回到线上的增值服务。另一方面可以满足开发商提高销量、提升销售效率的诉求。
- **线下交易团队合作是重要看点：**目前，国内房地产代理行业已经开始向其薄弱的营销推广和蓄客环节延伸，进军线上，世联行、同策咨询都在谋划和试点自身的网络服务平台；另外一方面，房产网络服务商搜房网则拟通过收购线下公司股权切入交易，入股了全国线下代理行世联行以及合富辉煌。公司房产 O2O 生态系统建设项目借助移动互联网技术，提供面向开发商、代理中介、经纪人、购房者等各类对象的服务平台，通过组建线下营销服务团队，同时与专业的线下交易团队进行合作，实现对于交易终端的全覆盖，完成服务闭环。目标是整合线上线下资源，塑造全新的房产交易平台，“立足于居，成就于家”，全面链接金融、家装、社区等资源，引领公司向国内 O2O 领军企业的目标迈进。
- **房产 O2O 生态系统稳步推进：**2014 年，公司全面调整了管理架构，首先合并了新房和二手房事业部，成立了房产事业部和房产战略发展部，以整合共赢的思路，全面推进房产 O2O 的建设；其次，公司相继成立了安徽装修宝、江苏安家贷金融信息服务有限公司等，向客户提供家装、金融等增值服务，安家贷公司已经成功完成三期“新居贷”产品的募集，为房产 O2O 生态系统的建设奠定了基础；第三，全新设立“大区”管理架构，实现区域内资源整合效应，有利于公司在不同城市建设房产 O2O 项目；第四，在分公司内部增

强 O2O 板块力量，加强线上数据处理、强化与当地线下公司合作。

- **365 装修宝异地扩张如火如荼：**2013 年我国家居市场线下规模 1.8 万亿，而线上规模为 700 亿元，占比仅约 3.9%。家居网络服务商具有巨大的市场发展空间。365 装修宝是一种较为新型的“线上实时交流+线下装修服务”家装 O2O 交易模式。2014 年 10 月份，365 装修宝合肥分站率先在 PC 端(www.365zxb.com)和移动端正式上线。借助合肥三六五网站、合肥论坛等线上平台的流量优势，365 装修宝合肥分站已成为该区域具有较大影响的家装平台。此后，公司又迅速在其他三六五网站布局城市筹措建立装修宝分站。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，业务范围已从合肥扩张至全国几十个城市。365 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。
- 技术支撑平台通过对**线上用户**与在线客服沟通的信息以及用户访问网站的时间、浏览的时间和内容、评论或者分享的内容等行为数据、位置数据等大量信息进行深度挖掘和分析，以准确获取用户的消费偏好、购买意向等信息，帮助线上服务平台更完整地理解客户需求，进而为其提供更具个性化的**线下服务**，是 o2o 生态不可缺少的重要组成部分。
- **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，继续给予买入评级。

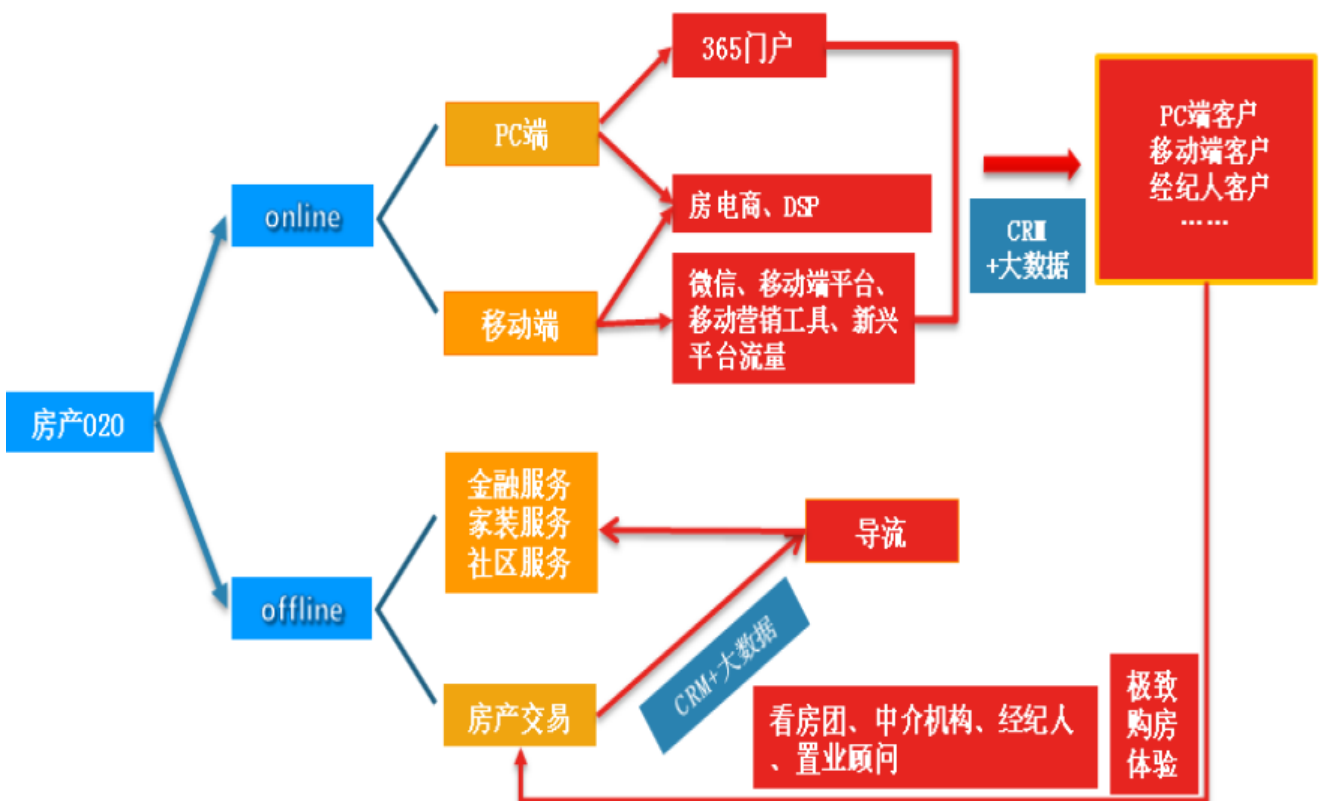
**风险提示：**房地产行业大幅波动风险、新业务拓展进度低于预期

图 1：三六五网发展战略



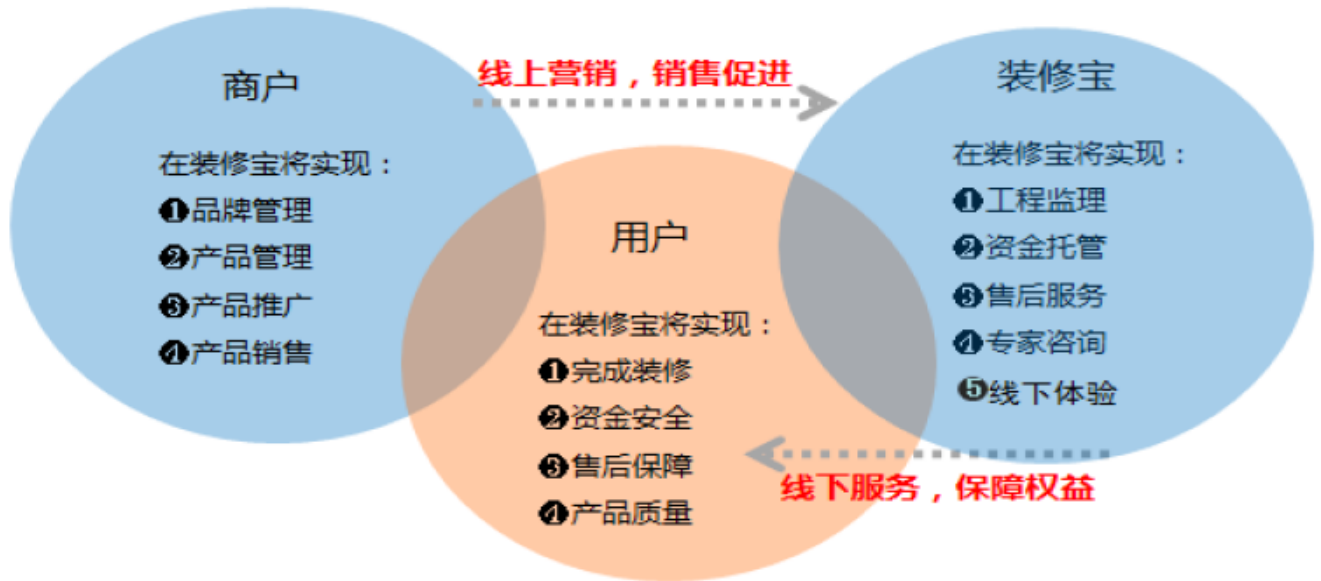
资料来源：公司网站、国海研究

图 2：三六五网房产 O2O 发展战略



资料来源：公司公告、国海研究

图 3：365 装修宝流程示意图



资料来源：公司公告、国海研究

表 1：三六五网盈利预测

证券代码： 300295.sz		股票价格： 96.44		投资评级： 买入		日期： 2014-12-26			
<b>财务指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
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%	<b>估值</b>				
销售净利率	30.4%	31.6%	31.0%	31.2%	P/E	67.7	48.3	36.4	27.8
<b>成长能力</b>					P/B	10.5	9.4	8.3	7.2
收入增长率	26.1%	34.9%	35.0%	30.0%	P/S	13.7	15.3	11.3	8.7
利润增长率	12.9%	40.3%	32.5%	30.9%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
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
<b>偿债能力</b>					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)
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营业利润	123	178	245	326
现金及现金等价物	676	773	876	987	营业外净收支	13	13	13	13
应收款项	37	(0)	(19)	(13)	利润总额	136	191	258	339
存货净额	0	3	8	12	所得税费用	26	37	50	66
其他流动资产	97	132	180	235	净利润	109	153	208	273
<b>流动资产合计</b>	<b>810</b>	<b>907</b>	<b>1044</b>	<b>1220</b>	少数股东损益	(5)	(7)	(5)	(5)
固定资产	11	14	14	14	归属于母公司净利润	114	160	213	278
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>838</b>	<b>939</b>	<b>1075</b>	<b>1252</b>	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	<b>投资活动现金流</b>	<b>(90)</b>	<b>(3)</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>94</b>	<b>116</b>	<b>144</b>	<b>177</b>	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
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>34</b>	<b>(75)</b>	<b>(99)</b>	<b>(130)</b>
<b>负债合计</b>	<b>94</b>	<b>116</b>	<b>144</b>	<b>177</b>	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)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>838</b>	<b>939</b>	<b>1075</b>	<b>1252</b>	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、孔令峰，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	<a href="mailto:baid@ghzq.com.cn">baid@ghzq.com.cn</a>

**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	<a href="mailto:guoq01@ghzq.com.cn">guoq01@ghzq.com.cn</a>
陈 蓉	021-20281099	13801605631	<a href="mailto:chenr@ghzq.com.cn">chenr@ghzq.com.cn</a>
胡 超	021-20281096	13761102952	<a href="mailto:huc@ghzq.com.cn">huc@ghzq.com.cn</a>
梁柳欣	021-20281099	13524364843	<a href="mailto:lianglx@ghzq.com.cn">lianglx@ghzq.com.cn</a>
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	<a href="mailto:xuwp@ghzq.com.cn">xuwp@ghzq.com.cn</a>
张亦潇	0755-83702462	13725559855	<a href="mailto:zhangyx01@ghzq.com.cn">zhangyx01@ghzq.com.cn</a>
王 帆	0755-83025049	13509639899	<a href="mailto:wangf01@ghzq.com.cn">wangf01@ghzq.com.cn</a>
李 慧	0755-83707040	13823570518	<a href="mailto:lih03@ghzq.com.cn">lih03@ghzq.com.cn</a>
张宇松	0755-83716857	13530666614	<a href="mailto:zhangys01@ghzq.com.cn">zhangys01@ghzq.com.cn</a>
周振宁	0755-82835810	15220268966	<a href="mailto:zhouzn@ghzq.com.cn">zhouzn@ghzq.com.cn</a>
马 鑫	0755-83702072	18630119510	<a href="mailto:max01@ghzq.com.cn">max01@ghzq.com.cn</a>