

## 14年净利润增长31.5%， 房产家装O2O空间广阔

三六五网(300295.SZ)

推荐 首评

核心观点:

### 1. 事件

公司公布2014年度业绩快报:根据初步核算,公司2014年营业收入实现4.76亿元,同比增长26.44%;实现归属于上市公司股东的净利润为1.51亿元,同比增长31.5%。

### 2. 我们的分析与判断

受益于14年下半年限购限贷政策的放松以及互联网O2O业务撮合渗透率的提升,公司14年仍保持较好的增长态势。我们认为公司的增长潜力才刚刚开始:(1)2014年公司开启由互联网媒体企业向交易型生态平台的战略升级,明确“3+1”的业务布局模式,业务联动夯实竞争实力;(2)业务异地扩张加速,市场份额快速提升;(3)公司实施大股东送股政策,乃A股市场第一家,高激励是核心人员及业务铺展的重要支持。

#### (一) 受益房地产回暖及电商渗透率提升,业绩稳步提升

公司收入增长主要有两大原因:第一,14年四季度以来,由于限购和限贷等政策的放松,房地产市场成交量出现明显回升;第二,由于互联网媒体精准营销的优势加大,新房电商在开发商处所获得的广告及撮合佣金占比大幅度提高,作为区域性房地产电商龙头,公司优先受益。

#### (二) 加盟助力房产O2O区域横向扩张

房产O2O是公司的核心主业,作为长三角区域的垂直型房产网站龙头,公司在自主运营的模式外开启加盟战略,即引入当地的**线下房地产经纪公司合作**,通过加盟或成立合资公司的模式加速城市版图的扩张。此举能够快速且成本低廉地实现异地布局:1、线下的经纪代理有庞大的买房客户资源以及开发商资源,能够迅速将流量导入平台;2、受互联网的冲击,本地线下代理企业也有线上转型的意愿;3、利润丰厚的子公司可以获得并入上市公司的机会,享受资本市场的溢价空间。

截至2014年中已完成天津、扬州等十多家城市的运营。目前公司收入中90%以上来自于新房佣金收入。考虑到省外市场布局之广之迅速,我们认为3年时间再造一个现有量级的收入规模概率较大,市场份额快速提升。

分析师

殷睿

☎: (86755) 83214197

✉: yinrui@chinastock.com.cn

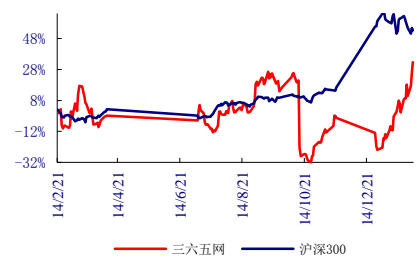
执业证书编号: S0130514110002

市场数据

2015-02-04

A股收盘价(元)	132.20
A股一年内最高价(元)	134.50
A股一年内最低价(元)	65.70
上证指数	3174.13
市净率	92.49
总股本(万股)	8002.50
实际流通A股(万股)	3782.61
限售的流通A股(万股)	4219.89
流通A股市值(亿元)	50.01

相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

相关研究

•《公司点评研究报告-三六五网(300295)-大股东送股第一家,“3+1”升级战略受支持\_20150201》



### (三) 纵向业务家装 O2O、社区 O2O 及 P2P 打通产业链闭环服务

公司家装 O2O 的盈利模式是建立互联网家装 O2O 平台，通过其平台为消费者提供一站式装修服务，如装修公司、设计师、装修包等产品和服务，并凭借自身中介监管的职责为消费者提供装修担保和监工服务。其主要盈利来源于为装修公司、装修材料供应商等线下公司导入流量的收入提成和装修担保金额的管理费用提成。装修公司 and 装修材料供应商利用垂直电商平台以低廉的销售分成、广告价格实现了直销和更多的订单收入，从而省去了原本要给层层代理商和广告商的销售抽成，而流量和用户也留在 O2O 平台上。

目前公司房产 O2O 注册客户数量在 600 万左右，为产业链下游家装 O2O 和社区服务类 O2O 项目提供导流支持。目前我国家装市场规模在 1 万亿左右，其中在线交易规模仅为 8% 左右，渗透率具备提升空间。以家装 O2O（装修宝）为例，自去年下半年运行以来，已经建立了合肥、苏州、杭州等六个直营站点，辐射全国 68 个站点的规模已然形成，其中包括了北上广深等一线城市的工作。目前装修宝已经吸引了近 3000 名设计师、140 家装修公司和 350 家建材供应商入驻，仅合肥一城去年最后两个月的月度交易量突破千单。在有效流量直接导入的基础上，装修宝规模增长可期。

### (四) A 股市场送股第一家，彰显股东对公司发展信心

公司去年 11 月已公布员工持股计划草案，但在 1 月 30 日公布的持股计划最终方案中进一步扩大激励力度，即由原先的“买 1 送 2”提升为“买 1 送 3”，计划规模为 480 万股三六五网股票，其中员工现金出资从二级市场购买 120 万股，4 位实际控制人计划无偿赠与 360 万股。作为 A 股市场中落实送股激励方案的第一家，公司激励力度之大彰显了实际控制人对公司转型升级和业务发展前景的鉴定信心。

## 3. 投资建议

我们认为公司 15 年将进入快速发展期：(1) 房产 O2O 模式在长三角区得到印证，随着加盟战略的启动，快捷建站服务将助力异地扩张加速，市场份额快速提升；(2) 家居 O2O 渗透率不足 10%，行业进入快速发展阶段，庞大的市场空间以及较低的行业集中度赋予公司突围而出的发展潜力，相较于竞争对手，公司最大的优势在于上游房地产 O2O 中 600 万以及未来更多房产 O2O 用户的直接导流支持；(3) 金融平台承担的融资性担保、小额贷等属性一方面撮合三大 O2O 业务的成交，另一方面融资业务的息差也为公司提高业务创收的可能，加速公司整体战略推进。

预计公司 14-16 年归属母公司净利润分别为 15,101 万元、19,800 万元和 274,92 万元，EPS 为 1.89、2.47 和 3.44 元，对应 PE 为 58、45 和 32 倍。继续给予买入评级。



#### 4. 风险提示

房产 020 异地扩张、装修宝业务开展低于预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	809.63	972.24	1015.75	1272.18	<b>营业收入</b>	376.60	476.18	656.48	948.54
现金	675.61	877.85	896.66	1098.59	营业成本	21.43	26.00	33.72	46.64
应收账款	33.91	51.05	64.06	99.29	营业税金及附加	9.92	26.53	31.99	41.35
其它应收款	2.88	4.87	5.94	9.58	营业费用	153.95	163.84	235.90	351.66
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	81.25	97.87	139.04	200.17
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-13.66	-13.13	-12.10	-11.92
其他	97.23	38.47	49.09	64.72	资产减值损失	1.08	0.95	1.25	2.14
<b>非流动资产</b>	28.54	29.09	33.29	42.39	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.25	0.25	0.25	0.25	投资净收益	0.23	0.08	0.10	0.13
固定资产	10.81	12.75	16.51	22.52	<b>营业利润</b>	122.86	174.20	226.78	318.64
无形资产	1.84	1.71	1.80	2.12	营业外收入	13.86	8.17	10.78	10.94
其他	15.65	14.38	14.73	17.50	营业外支出	0.90	0.32	0.41	0.54
<b>资产总计</b>	838.17	1001.33	1049.05	1314.57	<b>利润总额</b>	135.83	182.05	237.15	329.04
<b>流动负债</b>	94.24	163.45	83.54	176.91	所得税	26.48	34.76	45.60	63.41
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	109.35	147.29	191.54	265.62
应付账款	0.43	0.00	0.31	0.27	少数股东损益	-5.04	-3.72	-6.45	-9.30
其他	93.80	163.45	83.23	176.63	<b>归属母公司净利润</b>	114.38	151.01	198.00	274.92
<b>非流动负债</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	122.92	166.89	221.08	313.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	2.14	1.89	2.47	3.44
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
<b>负债合计</b>	94.24	163.45	83.54	176.91	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	8.80	5.08	-1.37	-10.67	<b>会计年度</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
归属母公司股东权益	735.13	832.79	966.88	1148.33	<b>成长能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	838.17	1001.33	1049.05	1314.57	营业收入增长率	26.12%	26.44%	37.86%	44.49%
					营业利润增长率	10.38%	41.78%	30.19%	40.51%
					归属于母公司净利润增长率	12.92%	32.02%	31.11%	38.85%
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	94.31%	94.54%	94.86%	95.08%
					净利率	29.04%	30.93%	29.18%	28.00%
					ROE	14.70%	17.58%	19.84%	23.35%
					ROIC	12.84%	15.61%	17.77%	21.20%
<b>会计年度</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	66.79	249.28	83.03	304.41	资产负债率	11.24%	16.32%	7.96%	13.46%
净利润	109.35	147.29	191.54	265.62	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
折旧摊销	5.67	6.21	8.33	11.99	流动比率	8.59	5.95	12.16	7.19
财务费用	-13.66	-13.13	-12.10	-11.92	速动比率	8.59	5.95	12.16	7.19
投资损失	-0.23	-0.08	-0.10	-0.13	<b>营运能力</b>				
营运资金变动	-34.14	108.86	-104.62	38.87	总资产周转率	0.48	0.52	0.64	0.80
其它	-0.19	0.14	-0.03	-0.03	应收账款周转率	12.23	11.21	11.41	11.61
<b>投资活动现金流</b>	-17.00	-6.81	-12.41	-20.92	应付账款周转率	90.49	170.52	216.46	159.16
资本支出	11.61	0.68	4.18	9.07	<b>每股指标 (元)</b>				
长期投资	0.05	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)	2.14	1.89	2.47	3.44
其他	-5.34	-6.13	-8.23	-11.86	每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	3.12	1.04	3.80
<b>筹资活动现金流</b>	-39.69	-40.22	-51.81	-81.56	每股净资产(最新摊薄)	13.94	10.47	12.07	14.22
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	0.00	58.45	44.58	32.11
其他	-39.69	-40.22	-51.81	-81.56	P/B	0.00	10.60	9.13	7.69
<b>现金净增加额</b>	10.11	202.25	18.81	201.93	EV/EBITDA	-5.42	47.66	35.86	24.61
					永续增长率	3.00%		WACC	10.60%
					终值	4138.70		Ke	10.60%
					企业价值	6538.27		Kd	0.00%
					非核心资产价值	878.10		t	19.09%
					债务价值	0.00		Rf	4.00%
					股权价值	7411.29		Rm	10.00%
					股本	80.03		Rm-Rf	6.00%
					每股价值	92.61		Beta	1.10
<b>重要财务指标</b>									
<b>主要财务指标</b>									
营业收入	376.60	476.18	656.48	948.54					
同比(%)	26.12%	26.44%	37.86%	44.49%					
归属母公司净利润	114.38	151.01	198.00	274.92					
同比(%)	12.92%	32.02%	31.11%	38.85%					
毛利率(%)	94.31%	94.54%	94.86%	95.08%					
ROE(%)	14.70%	17.58%	19.84%	23.35%					
每股收益(元)	2.14	1.89	2.47	3.44					
P/E	0.00	58.45	44.58	32.11					
P/B	0.00	10.60	9.13	7.69					
EV/EBITDA	-5.42	47.66	35.86	24.61					

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**殷睿，研究员行业证券分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn