

2015年2月9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](mailto:zhanggr@ghzq.com.cn)

孔令峰 S0350512090003

微信：290871695

## 互联网金融重构盈利模式

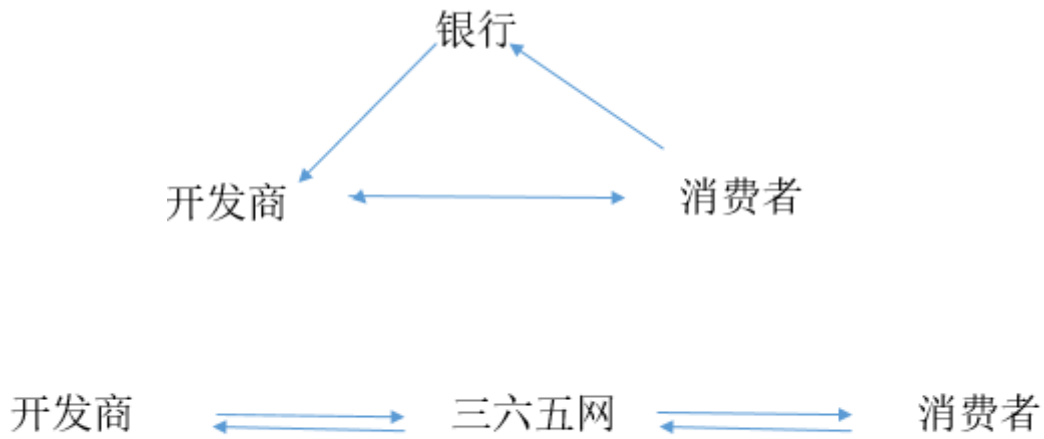
## ——三六五网（300295）跟踪报告

## 投资要点：

- **互联网金融重构盈利模式：**传统的购房流程房地产开发商、消费者和银行是三角关系，银行贷款给开发商，开发商将房子卖给消费者，消费者向银行申请购房贷款。互联网金融的出现改变了这一流程。三六五网旗下互联网金融平台安居贷（[www.anjd.com](http://www.anjd.com)）于2014年12月上线试运行，截至目前已分别推出了为房地产开发商融资的“房开贷”和为消费者购房融资的“新居贷”；同时，公司作为新房电商平台，也可以直接售房给消费者。新的购房流程成为“开发商、三六五网、消费者”线性的关联关系。在提供金融服务方面，三六五网相比传统银行的优势在于o2o构建支付场景并且形成可控闭环。三六五网凭借金融服务提前锁定优质房源，盈利模式也由之前的网站广告进化为互联网金融平台服务费、新房电商收益以及精准营销广告收入。
- **基于用户行为的大数据积累是公司的重要竞争力：**通过分析线上用户行为数据可以判断楼盘的销售前景、帮助公司判断线下房源是否优质，优质房源带来用户流量。公司在定增预案中提到“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。”
- **365装修宝百城战略启动：**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](http://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。截至2014年底，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。
- **业绩快报显示公司2014年收入4.76亿元、归属母公司净利润1.51亿元，分别同比增长26.44%、31.58%：**根据计算，公司2014年Q4营收14861万元，同比增长24.75%；归属母公司净利润3315.36万元，同比增长达57.40%，盈利能力有提升迹象。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司2015年、2016年收入分别为6.86亿元、8.92亿元，同比增长分别为44%和30%；归属于母公司的净利润分别为2.13亿元和2.78亿元，同比增长分别为41%和31%，eps分别为2.65元和3.46元，对应pe为46.9和35.9，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：互联网金融重塑购房流程



资料来源：国海研究

表 1：三六五网盈利预测

证券代码：	300295.sz				股票价格：124.30	投资评级：	买入		日期：	2015-02-06	
<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%	18.5%	23.0%	26.0%	摊薄EPS	1.42	1.88	2.65	3.46		
毛利率	94.3%	94.3%	94.3%	94.3%	BVPS（最新股本）	9.15	10.15	11.57	13.41		
期间费率	61.5%	58.9%	58.5%	57.6%	<b>估值</b>						
销售净利率	30.4%	31.7%	31.0%	31.2%	P/E	87.3	66.2	46.9	35.9		
<b>成长能力</b>					P/B	13.6	12.2	10.7	9.3		
收入增长率	26.1%	26.4%	44.1%	30.0%	P/S	17.6	21.0	14.6	11.2		
利润增长率	12.9%	31.9%	41.1%	30.7%							
<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	0.51	0.64	0.72	营业收入	377	476	686	892		
应收账款周转率	10.23	-1082.36	-35.31	-68.39	营业成本	21	27	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	191	269	342		
资产负债率	11.2%	12.0%	13.4%	14.2%	管理费用	81	102	143	179		
流动比	8.59	8.05	7.22	6.87	财务费用	(14)	(25)	(28)	(31)		
速动比	8.59	8.03	7.16	6.80	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	168	245	327		
现金及现金等价物	676	772	871	982	营业外净收支	13	11	13	12		
应收款项	37	(0)	(19)	(13)	利润总额	136	179	258	339		
存货净额	0	3	8	12	所得税费用	26	35	50	66		
其他流动资产	97	123	180	235	净利润	109	144	208	273		
<b>流动资产合计</b>	<b>810</b>	<b>898</b>	<b>1039</b>	<b>1215</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	151	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	165	196	239		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	109	144	208	273		
<b>资产总计</b>	<b>838</b>	<b>929</b>	<b>1070</b>	<b>1247</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	66	96	128	营运资金变动	46	(9)	(74)	(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>111</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>33</b>	<b>(70)</b>	<b>(99)</b>	<b>(130)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>94</b>	<b>111</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	818	926	1070	其它	26	(70)	(99)	(130)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>838</b>	<b>929</b>	<b>1070</b>	<b>1247</b>	现金净增加额	96	92	97	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>