

三六五网 O2O 战略加快推进提高业务成长空间

三六五网
(300295.SZ)

投资要点：

- 三六五网业绩增速下滑的原因包括：公司装修宝、安家贷、小区宝等新业务都在今年全面展开推广和市场开拓，相应的业务投入和人员费用增加较快，同时房产O2O业务投入增加，尤其是新增线下服务合作，导致费用率上升；公司研发力度加大，特别是为了进一步吸引更多中高级专业人才，增加了较多成本费用。受此影响，公司销售费用、管理费用、财务费用都大增。
- 尽管中报业绩下滑较大，但是好于一季报的-46%，这是因为受益于今年二季度以来公司主要收入来源地区：长三角地区房地产市场的明显好转，公司二季度收入增速应快于一季度，我们预计，下半年随着更多地区新房销售业务被控股，公司新房电商销售收入较去年会有比较大的增长，净利润增速将转正常。
- 公司房产O2O业务方面，由于新房电商业务模式成熟，公司主要与当地城市的代理公司进行资本合作来推进此业务，计划年底扩张到100个城市；装修O2O业务方面，目前装修业务布局是10个核心城市，后续公司将通过加盟方式扩张，今年底进入到50-80个城市；互联网金融O2O业务方面，公司去年末成立了互联网金融平台：安家贷，目前进展状况良好，互联网金融产品的布局初现。
- 我们预计，考虑到未来业绩好转以及估值提升的因素，如公司以并购为主要方向，通过并购增强主业发展动力，公司目前2015年42倍左右的估值偏低，中长期价值显现，给予增持评级。

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel：010-59355914

Email：chenwei@chinans.com.cn

投资评级

本次评级：增持
跟踪评级：维持
目标价格：90

市场数据

市价(元) 75.71
上市的流通 A 股(亿股) 0.78
总股本(亿股) 0.96
52 周股价最高最低(元) 248-65.7
上证指数/深证成指 3727.12/
11375.6
2014 年股息率 2.29%

52 周相对市场表现

14-7 14-9 14-11 15-1 15-3 15-5

相关研究

公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	299	377	476	643
增长率(%)	30.06%	26.12%	26.44%	35.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	101.30	114.38	150.50	181.29
增长率(%)	40.04%	12.92%	31.58%	20.46%
毛利率%	94.22%	94.31%	93.66%	92.60%
净资产收益率(%)	15.03%	15.56%	19.06%	18.67%
EPS(元)	1.05	1.19	1.57	1.89
P/E(倍)	32.00	35.00	43.00	42.00
P/B(倍)	10.79	9.89	9.21	7.49

数据来源：民族证券

正文目录

下半年业绩增速将好转.....	3
O2O 战略扩大公司业务成长空间.....	3
财务预测.....	5

图表目录

图 1:三六五 O2O 战略	3
----------------------	---

事件：三六五网预计上半年实现净利润 5632 万元至 7365 万元，同比下降 15%至 35%。

下半年业绩增速将好转

公司业绩增速下滑的原因包括：公司装修宝、安家贷、小区宝等新业务都在今年全面展开推广和市场开拓，相应的业务投入和人员费用增加较快，同时房产 O2O 业务投入增加，尤其是新增线下服务合作，导致费用率上升；公司研发力度加大，特别是为了进一步吸引更多中高级专业人才，增加了较多成本费用。受此影响，公司销售费用、管理费用、财务费用都大增，其中一季度分别增长 80.84%、72.39%、23.7%，大大高于去年同期 16.9%，-7.8%，-1.1%。

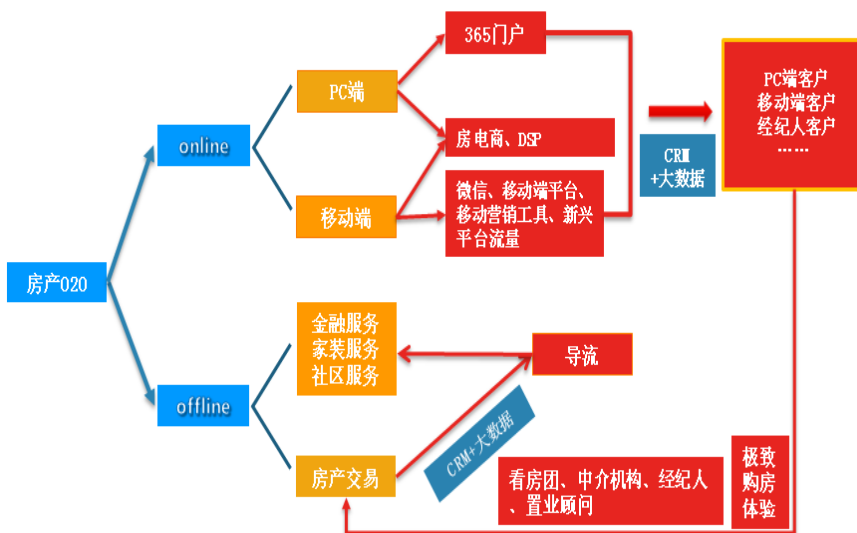
尽管中报业绩下滑较大，但是好于一季报的-46%，这很可能来自于公司收入增速的好转，如受益于今年二季度以来公司主要收入来源地区：长三角地区房地产市场的明显好转，公司二季度收入增速应快于一季度。

我们预计，受以下因素提振，下半年业绩还将持续好转：公司新房销售虽然目前已在五十七个城市落地，但是大部分都没有控股，未并入公司财报，但是等到利润到一定规模之后公司会增持股权实现控股，预计今年年底将有一批城市业务因此纳入报表，公司新房电商销售收入较去年会有比较大的增长；随着 365 装修宝全国百城战略年初以来的启动，装修宝业务全国扩张的势头增强，目前由公司控股的地区装修宝平台公司也达到 10 个，比去年底增加了 8 个，而最近 6 月公司首推的“军团式”全国 20 个站点联动业务也获得用户追捧，6 月流水规模有望过亿，年底可形成 10 亿流水，预计收入可实现 1 亿的目标。

O2O 战略扩大公司业务成长空间

今年是公司大力拓展 O2O 战略的一年，由此短期增加了公司成本费用，但是却拓宽公司业务未来的成长空间。

图 1:三六五 O2O 战略



资料来源：民族证券

如房产 O2O 业务方面，由于新房电商业务模式成熟，公司主要与当地城市的代理公司进行资本合作来推进此业务，计划年底扩张到 100 个城市；二手房业务方面，线上业务部分，与原来平台模式公司主要收取经纪公司信息费用不同的是，公司架构了新的商业模式，即今后房地产经纪公司除了基本会员费后，公司主要按照平台上成交的房地产交易金额收取佣金，公司因此也会着力推出多项工具来提高经纪公司及经纪人的工作与交易

效率，如针对经纪人的抢客通 APP，针对中介代理的营销管理系列系统等，而线下部分，公司发展业务不会形成与现有经纪公司形成竞争关系，而是建设线下区域服务门店，密切与线下代理公司的合作，增强公司服务房地产经纪商的能力，目前这一模式计划在 3 个城市进行试点。

装修 O2O 业务方面，公司将实现该业务地域上的扩张及规模的扩大，如目前装修业务布局是 10 个核心城市，后续公司将通过加盟方式扩张，但这并不意味着公司业务的盲目激进，如考虑到装修宝业务对供应链要求高，且售后服务控制比较难，公司还是希望装修业务拓展的城市适度集中在公司新房业务扩展的区域，今年底进入到 50-80 个城市，而且合作方都必须当地前三的公司，并对他们有严格的考核体系；装修宝业务的推进目前主要采取与新房联动的策略，如公司的新房营销机构和开发商开展合作，公司为开发商设计样本房，并通过电商为开发商引流，开发商则为购房者每平方米装修补贴 300 元左右，作为新房销售的卖点，这样不仅促进了新房的销售，由于装修补贴指定用于购买装修宝平台上产品和服务，这也会带动装修宝业务的增长，公司也预期明年装修宝业务达到 100 亿的流水，实现 5 亿左右的收入规模，5000 万左右的毛利。

互联网金融 O2O 业务方面，公司去年末成立了互联网金融平台：安家贷，目前进展状况良好，互联网金融产品的布局初现，如四类产品业务已经开展，包括针对新房首付贷款的新居贷，针对二手房提前下款、赎楼垫资的易房快贷，为房地产开发商融资的房开贷，以及 365 众筹，目前金融业务已经产生了 2 亿的交易规模，其中风险比较容易控制的新居贷业务发展规模较大，房开贷今年 2 月与西安一家房地产开发企业做了一笔 2000 万元的业务，众筹业务自今年 4 月推出以来共完成了 7 笔，共计 632 万金额。公司接下来还将推出针对购房者的装修贷以及针对装修宝平台建材商、装修公司的供应链金融贷款等，这些金融业务齐发力将会使得公司明年金融交易金额实现 20 亿，预计超过今年一倍多。

而值得注意的是，公司互联网金融业务还会与公司房产及装修业务产生较大的协同作用。如公司为开发商提供融资服务可以拉近双方关系，有利于公司获取其开发的一手房源资源及优惠，并可联手开发商推出种类更为丰富的金融产品；公司为用户提供装修贷业务，也有利于带动装修宝各类业务的增长；利用众筹融资不仅解决了开发商融资，也提前锁定了购房者，而在装修优惠政策的激励下，这些购房者往往成为装修客户。

当然，以上 O2O 战略推进最重要的前提条件是公司必须获得广泛的用户入口资源，为此公司一方面通过增加更多的免费服务增强用户粘性，如装修宝平台为用户推出装修误区、预算小助手、邻家美舍、免费监理、资金托管、空间预知系统、免费 3D 设计工具等，另一方面通过并购获取全国更多核心区域的用户资源，如公司今年 5 月投资了云南淘房公司（该公司是云南最大的房地产门户网站，当地积累了丰富一定客户资源），这都有利于公司增加流量，如 365 淘房移动端下载量截至 6 月超过 1000 万，日活达到 60 万，其中，合肥新媒体有 100 万粉丝，排在微信前五，流量的大规模激增将使得公司更有利于房产 O2O，装修的导入和金融产品的推广，获取比竞争对手更强的优势。

为了加快推进 O2O 战略的实施，公司最近还修改了股权激励计划，以加大对于核心员工的激励力度。如员工持股计划规模上调，员工现金出资购买的股票比例下降（由 25%下降为 18%），实际控制人计划无偿赠与股票增多；员工持股计划的形式由赠与股票扩充到赠与股票或股票收益权等，这都有利于调动员工积极性，保证公司稳步推进“O2O+金融”的战略。

我们预计，考虑到未来业绩好转以及估值提升的因素，如公司以并购为主要方向，通过并购增强主业发展动力，公司目前 2015 年 42 倍左右的估值偏低，中长期价值显现，给予增持评级。

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	67,431	77,998	85,370	104,321	营业收入	299	377	476	643
现金	63,884	65,056	64,890	81,814	营业成本	17	21	30	48
应收账款	2,769	3,391	4,029	5,494	营业税金及附	19	10	10	14
其它应收款	328	288	2,365	1,920	营业费用	97	154	193	270
预付账款	0	0	146	92	管理费用	64	81	92	132
存货	0	0	0	0	财务费用	-10	-14	-10	-12
其他	450	9,263	13,940	15,000	资产减值损失	0	1	2	0
非流动资产	1,645	2,801	3,348	3,945	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	30	25	378	578	投资净收益	0	0	5	2
固定资产	1,191	1,081	1,202	2,393	营业利润	111	123	164	195
无形资产	106	184	253	216	营业外收支	10	13	17	13
其他	318	1,512	1,515	757					
资产总计	69,076	80,799	88,719	108,266	利润总额	122	136	182	208
流动负债	954	6,406	9,036	9,361	所得税	23	26	35	31
短期借款	0	0	0	0	净利润	98	109	147	177
应付账款	4	43	2	70	少数股东损益	-3	-5	-3	-4
其他	950	6,363	9,034	9,292	归属母公司净	101	114	151	181
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	115	127	173	195
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.05	1.19	1.57	1.89
其他	0	0	0	0	主要财务比				
负债合计	954	6,406	9,036	9,361	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	712	880	722	314	成长能力				
股本	5,335	5,335	8,003	9,603	营业收入	30.06%	26.12%	26.44%	35.00%
资本公积金	41,100	41,100	38,433	36,833	营业利润		10.38%	33.68%	18.81%
留存收益	13,512	20,974	27,078	32,525	归属母公司净	40.04%	12.92%	31.58%	20.46%
归属母公司股东权益	67,410	73,513	78,961	97,090	获利能力				
负债和股东权益	69,076	80,799	88,719	106,766	毛利率	94.2%	94.3%	93.7%	92.6%
现金流量表					净利率	32.9%	29.0%	30.9%	27.6%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	15.0%	15.6%	19.1%	18.7%
经营活动现金流	109	155	144	134	ROIC	179.7%	189.3%	122.6%	95.6%
净利润	98	109	147	177	偿债能力				
折旧摊销	414	567	659	1,064	资产负债率	1.38%	7.93%	10.19%	8.65%
财务费用	-1,039	-1,366	-621	-1,227	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	26	108	166	40	流动比率	70.66	12.18	9.45	11.14
营运资金净变动(增加为负)	-299	4,022	5,007	1,868	速动比率	70.19	10.73	7.90	9.54
其它	909	-3,285	-5,213	-1,788	营运能力				
投资活动现金流	-4	-90	-32	11	总资产周转率	0.43	0.47	0.54	0.59
资本支出	845	1,663	856	0	应收帐款周转	10.78	11.10	11.82	11.70
长期投资	80	13,700	47,920	0	存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
其他	-929	-15,454	-48,809	11	每股指标(元)				
筹资活动现金流	390	-47	-94	24	每股收益	1.05	1.19	1.57	1.89
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金	1.14	1.61	1.50	1.40
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	7.02	7.66	8.22	10.11
普通股增加	1,335	0	2,668	1,600	估值比率				
资本公积增加	39,379	0	-2,668	-1,600	P/E	32.00	35.00	43.00	42.00
其他	-40,324	-47	-94	24	P/B	10.79	9.89	9.21	7.49
现金净增加额	496	18	18	169	EV/EBITDA	29.63	26.81	31.37	33.15

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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、准确地反映了分析师本人的研究观点；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报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

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或征价。本公司及其雇员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。

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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)