

致力居家 O2O 模式，装修宝有望率先发力

- **公司发展战略清晰。**公司战略定位为“立足于居、成就于家”，目前已形成“3+1”业务架构，即“房产 O2O、家居 O2O、社区 O2O”加一个金融服务平台。公司自主开发、运营的房地产家居网络营销服务平台——365 地产家居网，截至 2015 年 6 月已覆盖长三角、东北、西北、西南区域的 61 个重点城市。
- **各业务板块之间具有较强的协同效应。**365 主站有强大的品牌效应，根据 Alexa 的数据，三六五地产家居网近三月日均 IP 达到 175 万，日均 PV 达到 700 万。365 主站巨大的访问量对各业务板块起到引流的作用。购房者成为装修宝的潜在客户，互联网金融平台既可以帮助购房者和开发商解决资金问题，又可以为其他业务板块带来潜在客户，还可以满足小区宝用户的理财需求。小区宝则提升了用户对于平台的黏性，对保持平台的活跃度起到重要作用，同时也为其他业务板块创造需求。
- **装修宝有望率先发力。**公司目前的主要利润来源仍然是传统的新房网络服务和二手房网络服务。而包括装修宝、小区宝和互联网金融在内的新业务仍然处于亏损状态。其中，小区宝和互联网金融还处于推广阶段，而装修宝目前已布局 10 个核心城市，有望在今年下半年率先实现盈利。明年正好是装修宝业务发力之年，覆盖城市将达到 30 个以上，今年房地产市场的回暖将会带动明年家装市场的向好，有利于装修宝业务的顺利开展。
- **公司拟实施员工持股计划。**员工持股计划拟分为三期，总规模不超过 528 万股三六五网股票。第一期计划规模为 4 位实际控制人无偿赠与的 144 万股股票。员工持股计划的实施有利于调动员工积极性，保持公司核心团队的稳定，从而推动公司业务的持续快速发展。
- **估值与评级：**公司发展战略清晰，已形成“3+1”业务架构，即“房产 O2O、家居 O2O、社区 O2O”加一个金融服务平台，并努力成为国内“居家·O2O 领军者”。预计公司 2015-2017 年基本每股收益分别为 1.61 元、1.97 元和 2.40 元，以 8 月 13 日收盘价 82.01 元为基准，对应动态市盈率分别为 51 倍、42 倍和 34 倍，目前公司的总市值仅 79 亿元。看好公司装修宝业务明年放量，首次给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**业务拓展或低于预期。

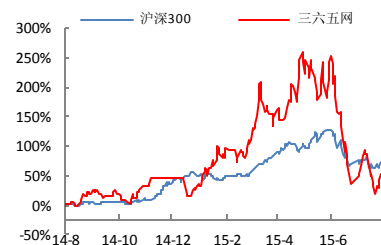
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	476.18	523.94	866.42	1212.31
增长率	26.44%	10.03%	65.37%	39.92%
归属母公司净利润(百万元)	150.50	154.38	189.21	230.73
增长率	31.58%	2.58%	22.56%	21.94%
每股收益 EPS(元)	1.57	1.61	1.97	2.40
净资产收益率 ROE	18.46%	16.86%	18.03%	19.03%
PE	52	51	42	34
PB	9.88	8.80	7.68	6.64

数据来源: WIND, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王立洲
执业证号: S1250514080001
电话: 023-67914902
邮箱: wanglz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	0.96
流通 A 股(亿股)	0.76
52 周内股价区间(元)	54.6-209.21
总市值(亿元)	68.11
总资产(亿元)	8.98
每股净资产(元)	10.17

相关研究

1. 公司简介

公司主要业务包括房产 O2O、家居 O2O、社区 O2O 和互联网金融服务。公司自主开发、运营的房地产家居网络营销服务平台——365 地产家居网，截至 2015 年 6 月已覆盖长三角、东北、西北、西南区域的 61 个重点城市。胡光辉、邢炜、章海林、李智为公司共同实际控制人。

公司的发展战略已明晰为：立足于居，成就于家，成为“BtoF”的领军企业”，具体来说就是，通过打造从“居”（居住服务）到“家”全方位家庭服务，再从“家”反哺“居”的产业链。公司目前已形成“3+1”业务架构，即“房产 O2O、家居 O2O、社区 O2O”加一个金融服务平台。

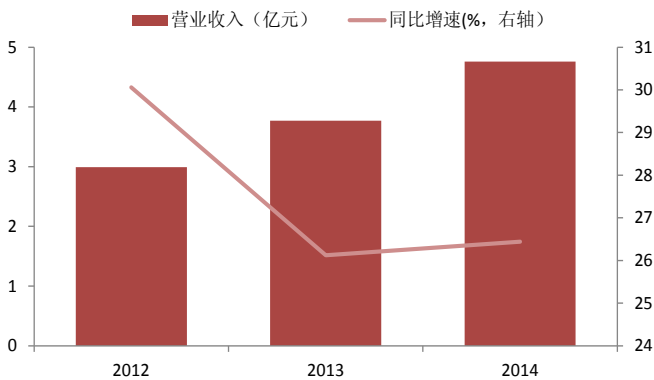
图 1：公司业务架构



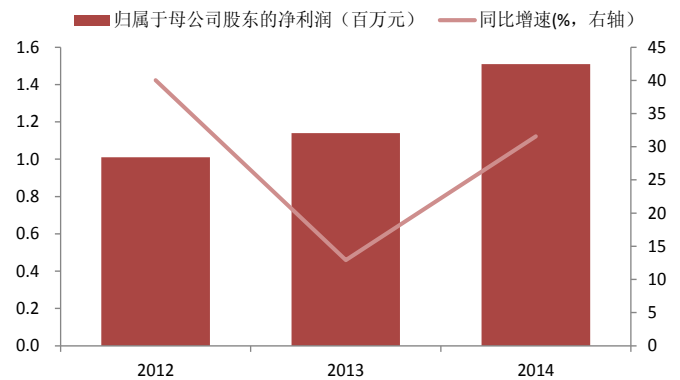
资料来源：公司网站

2014 年全年，公司实现营业收入 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 1.51 亿元，同比增长 31.58%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.31 亿元，同比增长 26.51%；实现基本每股收益 1.88 元。2014 年四季度，由于房地产市场的回暖，公司业绩实现了较快增长。四季度单季，归属于上市公司股东的净利润同比增长了 57.40%；而三季度单季则同比下降了 21.54%。

根据公司发布的业绩预告，2015 年上半年，归属于上市公司股东的净利润在 5632 万元至 7365 万元之间，同比下降幅度在 35%至 15%之间。业绩下降的主要原因是：1、公司装修宝、安家贷、小区宝等新业务都将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；2、母公司高新技术企业资质重新申请，根据谨慎性原则，在未得到明确公告前，按 25%计提所得税。

图 2: 公司近三年营业收入及增速


数据来源: WIND, 西南证券

图 3: 公司近三年归属于上市公司股东净利润及增速


数据来源: WIND, 西南证券

2. 行业基本面向好

房地产市场回暖

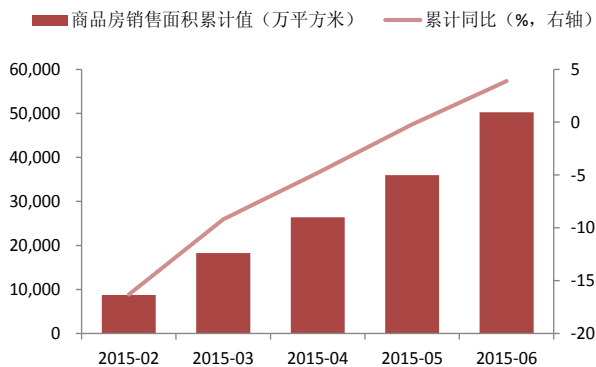
根据国家统计局数据, 1-6 月份, 全国商品房销售面积 5.03 亿平方米, 同比增长 3.9%, 增速年内首次转正; 全国商品房销售额 3.43 万亿元, 同比增长 10.0%, 增速比 1-5 月份提高 6.9 个百分点。房地产市场自“330”新政出台后, 销售增速出现明显改善, 销售面积和销售额累计同比增速近期双双转正。伴随着销量的放大, 部分城市的房价也开始回升。70 个大中城市中, 6 月份新建商品住宅价格环比上涨的城市有 27 个, 比上月增加 7 个; 二手住宅价格环比上涨的城市有 42 个, 比上月增加 5 个。房地产市场的回暖使得房地产开发商抓紧机会去库存, 利好公司的房产 O2O 业务, 广告和电商的业务量都有所增加。

网络营销越来越受到重视

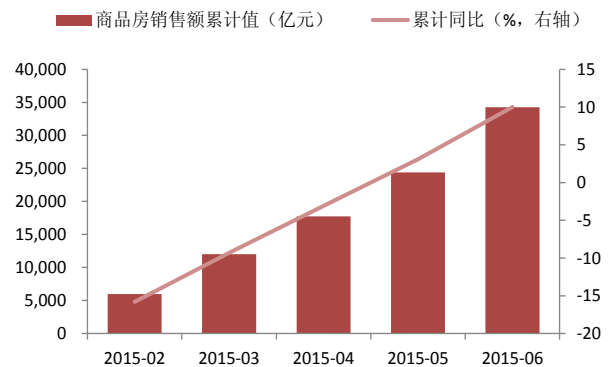
根据 Analysys 易观智库的报告, 2014 年中国新房品牌网络营销市场规模达到 88.6 亿元, 同比增长 26.8%, 而在 2012 年这一规模仅有接近 42 亿元。整个 2014 年, 大半年的时间房地产市场都较为低迷, 而新房网络营销却实现了逆市增长。这说明一方面随着互联网的发展, 网络营销越来越受到房地产开发商的重视; 而另一方面, 当市场低迷时, 房地产开发商的营销力度也在加大。

家装市场向好

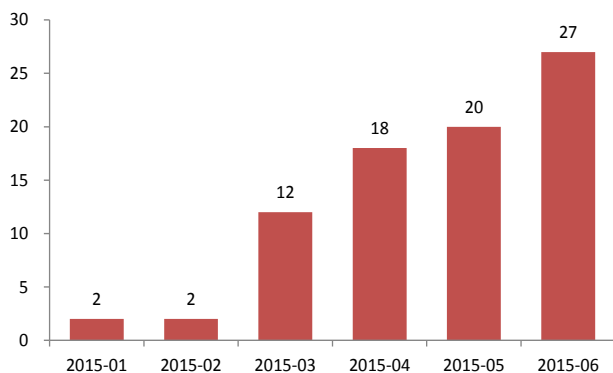
房地产市场回暖也给下游家装行业带来了商机。根据《2014 年中国建材家居产业发展报告》, 2014 年中国建材家居产业市场规模达到 40700.5 亿元, 同比增长 9.3%, 报告预计 2015 年行业市场规模有望达到 42735 亿元。由于新房大多是期房, 家装市场的走势一般会滞后于房地产市场一年左右。今年房地产市场的回暖将会带动明年家装市场的向好, 而明年正好是公司装修业务发力之年, 覆盖城市将达到 30 个以上, 家装市场的整体向好有利于装修业务的顺利开展。

图 4: 全国商品房销售面积累计值及同比增速


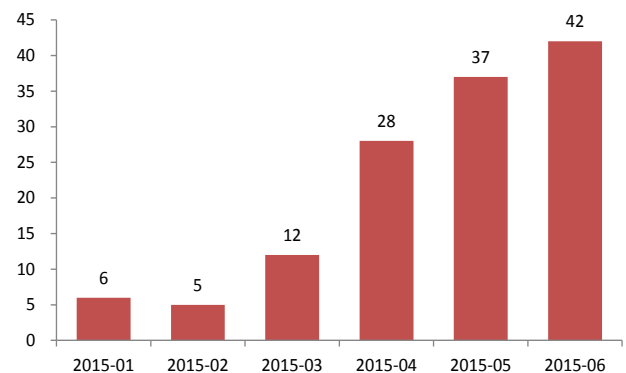
数据来源: WIND, 西南证券

图 5: 全国商品房销售额累计值及同比增速


数据来源: WIND, 西南证券

图 6: 新建商品住宅价格环比上涨城市数量 (个)


数据来源: WIND, 西南证券

图 7: 二手住宅价格环比上涨城市数量 (个)


数据来源: WIND, 西南证券

3. 公司业务架构: 3+1

房产 O2O

新房网络服务和二手房网络服务是公司原有的传统业务。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。公司将这两块业务完全打通升级为房产 O2O。公司未来将打造一个基于大数据能力的从线上到线下、新房、二手房联动并与家居、社区联通的，辅助以多种金融服务的综合服务平台。

家居 O2O

公司推出的 365 装修宝，为业主与设计师/施工组织/建材商搭建一个线上实时交流+线下服务装修网络平台。365 装修宝还计划建立线下体验中心，通过与主材厂家直接合作，从源头控制主材成本，保持线上线下一个价，真正实现线下展示、体验，线上交易。通过改善用户体验，实现线上线下无缝对接，开启家装电商 O2O 模式。平台还提供第三方监理和第三方资金托管，业主可以随时把控装修工程质量，并做到先装修后付款。公司的装修宝业务与新房业务具有协同效应，客户从接受新房相关服务到接受装修服务有较高的转化率。

另外，公司早在 2007 年就开始打造家居建材 B2C 电子商务网站——家居宝商城。家居宝商城依托于 365 地产家居网强大的用户基础，通过家居商品库和商家报价系统的建立，让消费者方便的查询和订购家居产品，让商家灵活全面的线上展示家居商品，同时快速掌握消费者的当下需求，在消费者和商家之间建立最直接的供求联系。目前，家居宝商城已成为业内领先的家居建材商品数据服务商。

社区 O2O

公司于 2014 年底推出基于小区创建的、满足业主日常生活服务需求的小区生活 APP——“365 小区宝”。“365 小区宝”以百万用户为支撑，主动满足业主各类需求，云集包括商超优惠、邻里社交、家政、兴趣圈子、二手市场、拼车、宠物等 10 余种服务，是一个创新移动互联网社区生活 O2O 服务平台。新版的“365 小区宝”包括了最团购、最家政、最优惠和最小区四大核心功能。最团购集合了小区周边 1 公里的商户团购产品；最家政提供月嫂、保洁、钟点工等各类覆盖小区的家政服务；最优惠提供小区宝特约商户的各类最优惠产品及服务；最小区则提供小区的社区公告、办事指南、便民电话，同时包含了小区的宠物、亲子、二手市场的交流功能。目前，小区宝已在南京、合肥、芜湖上线进行推广。

互联网金融平台

安家贷是公司旗下的互联网金融平台公司，于 2014 年 12 月正式上线。现有的产品包括新居贷、房开贷、优房贷和 365 众筹，并可实现部分债权的转让，未来还将推出装修贷。新居贷主要是帮助置业者解决购房首付资金不足的问题；房开贷则为房地产开发商提供融资，平台在 2015 年 2 月与西安一家房地产开发企业签署合作协议，通过房开贷产品为其短期资金周转筹集 2000 万元。为保证资金安全，协议要求该开发企业将价值 4000 万元商铺通过网签方式作为质押；优房贷通过线上 P2P 的形式为二手房交易的买卖双方提供低成本资金，促进二手房交易的达成；365 众筹通过 P2B 的形式将房地产众筹打造为一款理财产品，为投资者提供稳定的高收益，为购房者提供叠加的购房优惠，为开发商提供低成本资金。365 聚财则将投资者的投资资金分配到多个债权，帮助投资者分散投资，降低风险。

业务开展现状及趋势

公司目前的主要利润来源仍然是传统的新房网络服务和二手房网络服务。而包括装修宝、小区宝和互联网金融在内的新业务仍然处于亏损状态。其中，小区宝和互联网金融还处于推广阶段，而装修宝目前已布局 10 个核心城市，有望在今年下半年率先实现盈利，明年覆盖城市将扩展至 30 个以上。

公司的各业务板块之间具有较强的协同效应。365 主站有强大的品牌效应，根据 Alexa 的数据，三六五地产家居网近三月日均 IP 达到 175 万，日均 PV 达到 700 万。365 主站巨大的访问量为各业务板块起到引流的作用。购房者成为装修宝的潜在客户，互联网金融平台既可以帮助购房者和开发商解决资金问题，又可以为其他业务板块带来潜在客户，还可以满足小区宝用户的理财需求。小区宝则提升了用户对于平台的黏性，对保持平台的活跃度起到重要作用，同时也为其他业务板块创造需求。

图 8: 365 小区宝页面展示（一）



数据来源: 365 小区宝

图 9: 365 小区宝页面展示（二）



数据来源: 365 小区宝

图 10: 安家贷页面展示（一）

新居贷

新房首付贷款产品



按月还息到期还本
或每月等本等息



本息保障

3~18个月

可提前还款

了解详情

商品名称	预期年化收益	起投金额(元)	投资期限
新居贷W LJ20150803011	9.0%	100	12个月
新居贷LXG20150803010	9.0%	100	12个月
新居贷WDGC20150729002 转	8.0%	100	6个月
更多产品			

资料来源: 安家贷网站

图 11: 安家贷页面展示（二）

365众筹

房产债权/股权类众筹产品



提前锁定
折扣房源



项目进度
实时跟踪

6~12个月

开发商保底收益+浮动超额收益

了解详情



弘阳上院众筹项目

花园洋房

年化收益: 6%+24% (最高可达)

起投金额: 1000元

投资期限: 5个月

项目状态: 募集成功, 等待竞价

楼盘详情

资料来源: 安家贷网站

4. 股价催化剂

公司拟实施员工持股计划。员工持股计划规模不超过 528 万股三六五网股票, 其中员工现金出资从二级市场购买不超过 96 万股(以实际购买数量为准), 4 位实际控制人计划无偿赠与 432 万股(或股票收益权, 下同)。员工持股计划拟分三期实施, 每两年滚动实施一期。第二期、第三期员工持股计划根据第一期实施效果和当时公司运营情况由董事会决定是否实施和每期具体实施股数及方案。第一期计划规模为 4 位实际控制人无偿赠与的 144 万股股票。员工持股计划的实施有利于调动员工积极性, 保持公司核心团队的稳定, 从而推动公司业务的持续快速发展。

请务必阅读正文后的重要声明部分

6

5. 盈利预测与投资建议

主要假设：

（1）传统房产 O2O 业务：房地产市场的回暖利好公司的房产 O2O 业务，广告和电商的业务量都有所增加。房产 O2O 业务有望保持平稳增长，假设 2015-2017 年的收入增长率分别为 10%，8%和 8%，毛利率则基本保持稳定。

（2）新业务：小区宝和互联网金融还处于推广阶段，暂不考虑盈利，处于轻微亏损状态。装修宝有望率先发力，今年下半年将扭亏为盈，保守估计明年装修宝将实现 3 个亿左右的收入，假设 10%的营业利润率，可以为公司贡献 3000 万左右的营业利润。

公司发展战略清晰，已形成“3+1”业务架构，即“房产 O2O、家居 O2O、社区 O2O”加一个金融服务平台，并努力成为国内“居家·O2O 领军者”。预计公司 2015-2017 年基本每股收益分别为 1.61 元、1.97 元和 2.40 元，以 8 月 13 日收盘价 82.01 元为基准，对应动态市盈率分别为 51 倍、42 倍和 34 倍，目前公司的总市值仅 79 亿元。看好公司装修宝业务明年放量，首次给予公司“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	476.18	523.94	866.42	1212.31	净利润	147.12	150.91	184.96	225.54
营业成本	30.20	35.64	122.92	206.35	折旧与摊销	6.59	4.32	4.69	5.10
营业税金及附加	10.06	15.73	22.91	32.44	财务费用	-10.13	-9.66	-11.32	-14.80
销售费用	192.94	205.93	346.32	483.00	资产减值损失	1.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	92.44	105.49	172.36	242.15	经营营运资本变动	-38.40	9.09	52.65	44.55
财务费用	-10.13	-9.66	-11.32	-14.80	其他	32.13	-1.21	-0.31	-0.33
资产减值损失	1.66	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	138.98	153.46	230.66	260.05
投资收益	5.25	1.21	0.31	0.33	资本支出	-2.32	-3.66	-4.52	-4.44
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-30.11	1.18	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-32.43	-2.48	-4.52	-4.44
营业利润	164.25	172.00	213.53	263.52	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	17.47	14.77	15.37	15.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	181.72	186.78	228.90	279.04	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	34.60	35.86	43.94	53.50	支付股利	-96.03	-52.68	-54.03	-66.22
净利润	147.12	150.91	184.96	225.54	其他	1.98	9.66	11.32	14.80
少数股东损益	-3.38	-3.47	-4.25	-5.19	筹资活动现金流净额	-94.05	-43.02	-42.71	-51.42
归属母公司股东净利润	150.50	154.38	189.21	230.73	现金流量净额	8.58	107.96	183.43	204.19
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	684.18	792.15	975.58	1179.78	成长能力				
应收和预付款项	65.41	62.45	108.19	154.25	销售收入增长率	26.44%	10.03%	65.37%	39.92%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	33.68%	4.72%	24.14%	23.41%
其他流动资产	140.12	153.87	254.46	356.04	净利润增长率	34.54%	2.58%	22.56%	21.94%
长期股权投资	3.78	4.08	4.39	4.72	EBITDA 增长率	39.91%	3.71%	24.14%	22.67%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	12.02	12.67	13.59	13.90	毛利率	93.66%	93.20%	85.81%	82.98%
无形资产和开发支出	2.53	2.73	3.16	3.71	三费率	57.80%	57.60%	58.56%	58.59%
其他非流动资产	15.92	14.41	12.89	11.38	净利率	30.90%	28.80%	21.35%	18.60%
资产总计	923.97	1042.37	1372.27	1723.78	ROE	18.46%	16.86%	18.03%	19.03%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.92%	14.48%	13.48%	13.08%
应付和预收款项	104.29	120.33	253.26	382.32	ROIC	95.76%	85.35%	113.91%	154.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.75%	31.81%	23.88%	20.94%
其他负债	22.86	26.97	93.02	156.16	营运能力				
负债合计	127.15	147.31	346.28	538.49	总资产周转率	0.54	0.53	0.72	0.78
股本	80.03	96.03	96.03	96.03	固定资产周转率	41.72	42.45	65.99	88.21
资本公积	384.33	368.32	368.32	368.32	应收账款周转率	12.83	12.14	14.27	13.41
留存收益	325.25	426.96	562.13	726.64	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	789.61	891.31	1026.49	1190.99	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	109.20%	—	—	—
少数股东权益	7.22	3.75	-0.51	-5.70	资本结构				
股东权益合计	796.82	895.06	1025.98	1185.30	资产负债率	13.76%	14.13%	25.23%	31.24%
负债和股东权益合计	923.97	1042.37	1372.27	1723.78	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.00	6.85	3.86	3.14
					速动比率	7.00	6.85	3.86	3.14
					股利支付率	63.81%	34.12%	28.56%	28.70%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	160.71	166.67	206.89	253.81	每股收益	1.57	1.61	1.97	2.40
PE	52.33	51.01	41.62	34.13	每股净资产	8.30	9.32	10.68	12.34
PB	9.88	8.80	7.68	6.64	每股经营现金	1.45	1.60	2.40	2.71
PS	16.54	15.03	9.09	6.50	每股股利	1.00	0.55	0.56	0.69
EV/EBITDA	36.58	42.49	33.35	26.38					
股息率	1.22%	0.67%	0.69%	0.84%					

数据来源: WIND, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn