

## “3+1”体系起航、静候盈利突破

### ——三六五网深度报告&年报点评

事件：公司15年实现营收6.41亿元，同比增长34.71%（前值26.44%）；实现归属于母公司股东净利润1.26亿元，同比减少16.05%（前值31.58%）；实现每股收益0.66元/股，同比减少15.38%。

■ **全链条提升营收、业务投入期拖累利润**：1) 公司营收同比大增34.7%，较过去三年平均增速上行，主要是由于公司把握了转暖的市场机会，在提高线上聚客能力的同时增加更多线下服务，发挥全链条综合服务能力，团立方等网络营销业务增长较快所致；2) 公司净利润同比下滑16.1%，较过去三年平均增速明显下滑，因装修宝和互联网金融等业务仍处于拓展期，前期产品研发、产品推广、房地产营销线下服务项目投入增加导致利润表现差。

■ **“3+1”体系起航、四大业务争相发展**：1) 公司积极构筑“3+1”体系：即以“365淘房”等平台为基础的以“居”为核心的服务、以“装修宝、抢工长”等平台为基础的互联网家居服务、以“都市移动矩阵”为基础的移动生活服务，加上贯穿上述整个业务链的金融服务。2) 房产O2O积极布局：公司加强了团立方等网络营销服务的线上线下服务融合，重点是线下服务的延伸，进一步增强了产品竞争力，使团立方等网络营销服务在总收入中占比进一步提高，同时投资设立房100项目。3) 家居O2O战略调整、直接面向C端客户：公司原家居业务通过装修宝与线下专业装修公司合作，为装修用户提供从设计到建材选购、装修监理等一条龙服务，但本报告期内，随着公司对互联网家居服务的实践与理解深入，公司对装修宝业务进行了战略方向调整，转变为依托淘房平台直接面向C端客户。4) 互联网金融业务突破性进展、未来增长可期：公司金融业务年营收约510万，占总体0.8%，规模相对较小，成功获得江苏省互联网科技小贷资质，未来“安家贷”、“爱租哪”以及和中原集团的外部合作，为公司金融业务开辟了崭新的发展空间。

■ **主营业务持续高毛利、资金情况优异**：1) 高毛利持续：公司整体毛利率94%，其中房地产网络营销服务实现营收6.24亿元，同比增长33.06%，毛利率达94.66%，15年公司开始发展互联网金融平台服务业务，将其纳入主营实现营收0.05亿元，毛利率达77.18%。长三角地区实现营收4.91亿元，同比增长40.47%，毛利率达94.58%，但报告期内公司ROE为14.82%，同比下跌4.67pc；2) 资金状况健康：公司的资产负债率为15.15%，同比提高1.39pc，公司资金充足，经营活动现金流达1.44亿元，在手现金近8亿，随着新业务的逐步发展，公司盈利能力有望回升。报告期内公司被再次认定为高新技术企业，可在认定后连续三年享受15%的优惠企业所得税税率。

■ **投资建议**：公司积极布局“3+1”体系，地产O2O势头良好，互联网金融业务增长可期，员工持股计划持续推进，未来将持续受益于政府去库存政策，随着投入的产出效应出现，公司将步入新一轮增长轨道，我们预计公司2016-2018年EPS为0.80、1.03、1.37，对应当前股价PE倍数为47.8X、37.0X、27.8X，维持“买入-A”评级，六个月目标价50.15元。

■ **风险提示**：利润下滑，新业务业绩不及预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	476.2	641.5	852.5	1,140.0	1,509.8
净利润	150.5	126.3	153.6	198.3	263.8
每股收益(元)	0.78	0.66	0.80	1.03	1.37
每股净资产(元)	4.11	4.77	5.57	6.60	7.98

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	48.7	58.1	47.8	37.0	27.8
市净率(倍)	9.3	8.0	6.9	5.8	4.8
净利润率	31.6%	19.7%	18.0%	17.4%	17.5%
净资产收益率	19.1%	13.8%	14.4%	15.6%	17.2%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	237.0%	85.5%	92.6%	153.7%	211.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

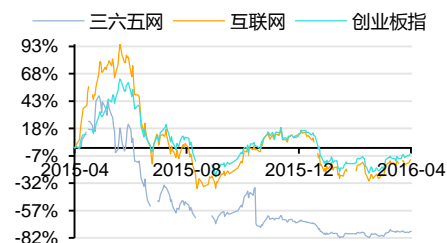
6个月目标价：**50.15元**

股价(2016-04-15) **38.20元**

#### 交易数据

总市值(百万元)	7,336.69
流通市值(百万元)	5,972.80
总股本(百万股)	192.06
流通股本(百万股)	156.36
12个月价格区间	28.77/238.08元

#### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.61	-1.28	-40.49
绝对收益	20.5	5.58	-46.32

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001

chentc@essence.com.cn

021-35082325

#### 相关报告

三六五网：员工持股计划

实施、获互联网金融小贷 2015-12-25

牌照

## 内容目录

<b>1. 公司概况</b>	<b>3</b>
1.1. 高科技的互联网房地产服务商	3
1.2. 积极搭建 3+1 业务体系	3
1.3. 营收亮丽，利润不甚理想	3
1.4. 资金面宽裕，盈利重拾增速可期	5
<b>2. 地产存量房时代，三六五淘房正当时</b>	<b>6</b>
2.1. 存量房时代即将到来，线上线下融合是地产服务大趋势	6
2.2. 新房销售将保持稳定，佣金广告合计约千亿市场	8
2.3. 二手房成交量终将超过新房，佣金市场相应更大	8
2.4. 租房市场相对较小亦不容忽视、公司布局“爱租哪”	8
2.5. 投资设立房 100 公司、布局存量房市场	9
<b>3. 家居 O2O 竞争激烈，三六五战略调整</b>	<b>9</b>
3.1. 传统家装痛点多，引各路英雄竞相试水家居 O2O	9
3.2. 互联网渗透率处于低位，家居 O2O 未来可达近万亿市场	10
3.3. 新房联动、盈利模式清晰，家居 O2O 有望成为公司新的利润增长点	10
<b>4. 互联网金融业务大有可为，为“3+1”战略保驾护航</b>	<b>12</b>
4.1. 房产金融有戏可唱，各大地产服务龙头争相布局	12
4.2. P2P 行业发展迅速风险上升，或迎大洗牌	12
4.3. P2B 是 P2P 的衍生模式之一	13
4.4. 房产众筹刚刚起步，模式灵活实现多赢	14
4.5. 风险可控用户充足，安家贷或带来利润飞跃	15
<b>5. 布局社区 O2O，激励制度凝聚员工士气</b>	<b>17</b>
<b>6. 盈利预测和估值说明</b>	<b>18</b>
6.1. 关键盈利假设和预测	18
<b>7. 投资建议</b>	<b>19</b>

公司 15 年实现营收 6.41 亿元, 同比增长 34.71% (前值 26.44%); 实现归属于母公司股东净利润 1.26 亿元, 同比减少 16.05% (前值 31.58%); 实现每股收益 0.66 元/股, 同比减少 15.38%。

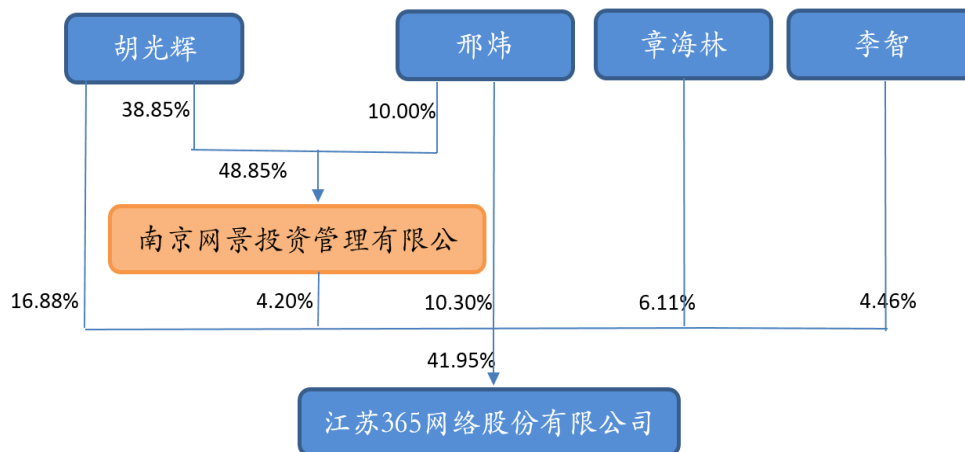
## 1. 公司概况

### 1.1. 高科技的互联网房地产服务商

2012 年上市的江苏省高新技术企业。公司前身是江苏三六五网络有限公司, 成立于 2006 年 1 月 17 日。2009 年改制为股份公司, 变更注册登记, 改名为江苏三六五网络股份有限公司。2012 年 3 月, 公司在深圳证券交易所创业板正式挂牌上市, 成为国内 A 股首家房地产家居网络服务上市企业。公司被认定为江苏省“高新技术企业”, 在福布斯发布的 2014 中国最具潜力中小企业榜单中列第 22 位。

公司控股股东与共同实际控制人为胡光辉、邢炜、章海林、李智。根据 2015 年中报披露, 四人分别直接持有公司 16.88%、10.30%、6.11%、4.46% 的股份。此外, 胡光辉持有南京网景投资管理有限公司 38.85% 股权, 邢炜持有南京网景投资管理有限公司 10% 股权, 网景投资拥有公司 4.20% 的股份表决权。因此, 上述四人合计拥有公司 41.95% 的股份表决权。

图 1: 三六五网股权结构



资料来源: Wind、安信证券研究中心

### 1.2. 积极搭建 3+1 业务体系

**积极转型, 布局“3+1”模式。**公司是一家房地产家居网络营销服务提供商, 原有主营业务包括新房网络营销服务、家居网络营销服务以及研究咨询业务, 旗下拥有 365 地产家居网、合肥热线、网尚研究机构三大主力品牌产品。公司未来的发展战略定位为“立足于居、成就于家”, 主要包括房产 O2O、家居 O2O、社区 O2O 和互联网金融服务, 也即以“365 淘房”等平台为基础的以“居”为核心的服务、以“装修宝、抢工长”等平台为基础的互联网家居服务、以“都市移动矩阵”为基础的移动生活服务, 加上贯穿上述整个业务链的金融服务。2014 年, 公司将原来的新房和二手房业务完全打通统一升级为房产 O2O, 将家居业务升级为以装修宝为代表的家居 O2O, 同时自主研发了安家贷这个互联网金融平台, 推出了小区宝业务。这些业务将是公司未来发展的动力来源和利润增长点。

### 1.3. 营收亮丽, 利润不甚理想

公司 15 年实现营收 6.41 亿元, 同比增长 34.71%, 较过去三年平均增速上行, 主要是由于公司把握了转暖的市场机会, 在提高线上聚客能力的同时增加更多线下服务, 发挥全链条综合服务能力, 增强产品竞争力, 团立方等网络营销业务增长较快所致。公司实现归属于母公司股东净利润 1.26 亿元, 同比减少 16.05%, 较过去三年平均增速明显下滑, 主要归因于公司产品研发投入增加; 房地产营销线下服务项目增加, 相应人员费用、活动费用等服务成本增加; 装修宝、互联网金融等新业务仍处于拓展

期，前期人员、研发、推广等投入仍较大，装修业务发展未达预期。

主营业务中房地产网络营销服务实现营收 6.24 亿元，同比增长 33.06%，占比 97.28%，毛利率达 94.66%；研究咨询及其他服务实现营收 0.12 亿元，同比增长 78.23%，毛利率达 82.77%。15 年公司开始发展互联网金融平台服务业务，将其纳入主营实现营收 0.05 亿元，毛利率达 77.18%。

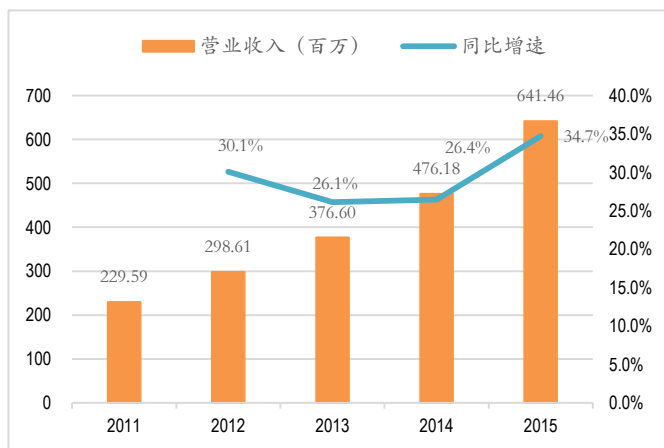
公司立足长三角，稳步拓展至东北、华北、西部地区。长三角地区实现营收 4.91 亿元，占比 76.52%，同比增长 40.47%，毛利率达 94.58%。同时公司也在积极扩张业务，目前已覆盖 56 个二三线城市。其中 6 个城市为直营公司，6 个为合资控股，其余采用加盟方式，每年收取固定加盟费。拓展新城市时，首先采取加盟或者合资的方式，等到盈利达到一定的标准才进行控股。

图 2：立足长三角，布局东北、华北、西部地区



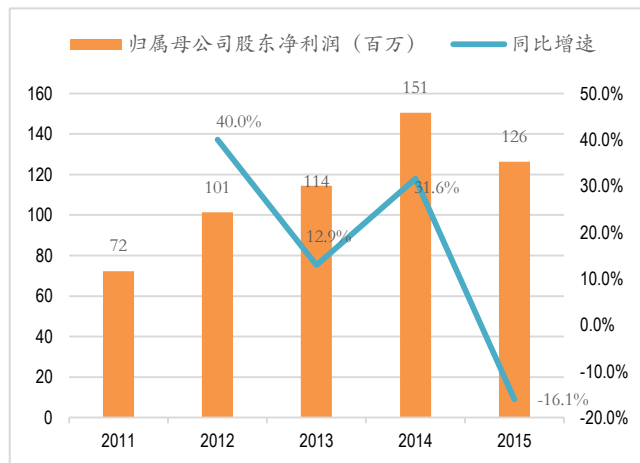
数据来源：公司官网、安信证券研究中心

图 3：15 年实现营收 6.41 亿元，同比增长 34.71%



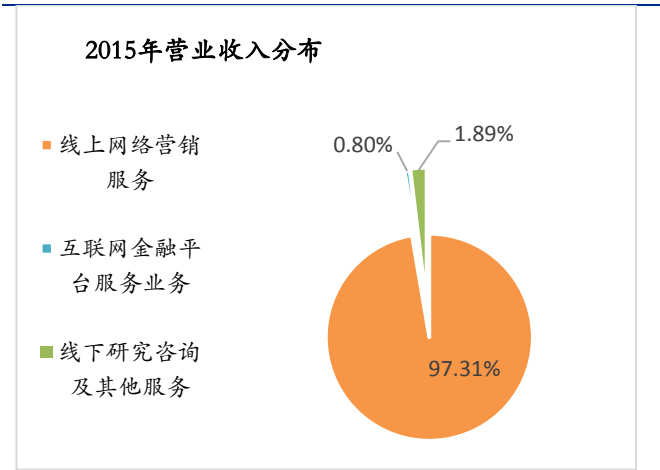
数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：15 年实现净利润 1.26 亿元，同比减少 16.05%



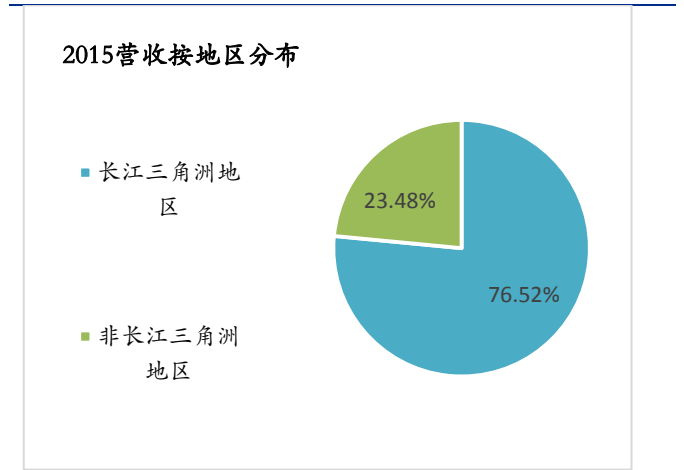
数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 5：15 年线上网络营销占比 97.31%



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 6：15 年长江三角洲地区占比 76.52%

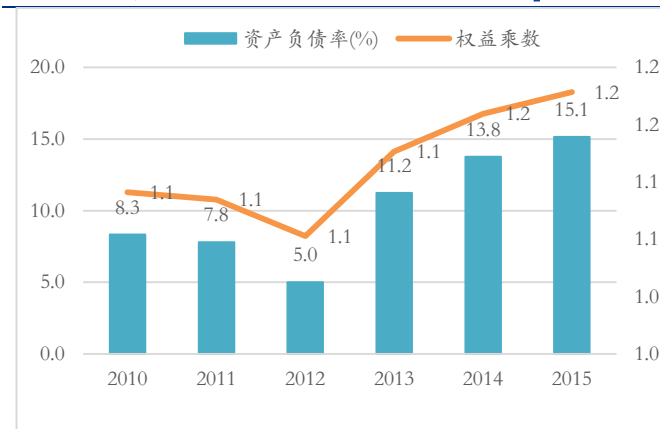


数据来源：Wind、安信证券研究中心

#### 1.4. 资金面宽裕，盈利重拾增速可期

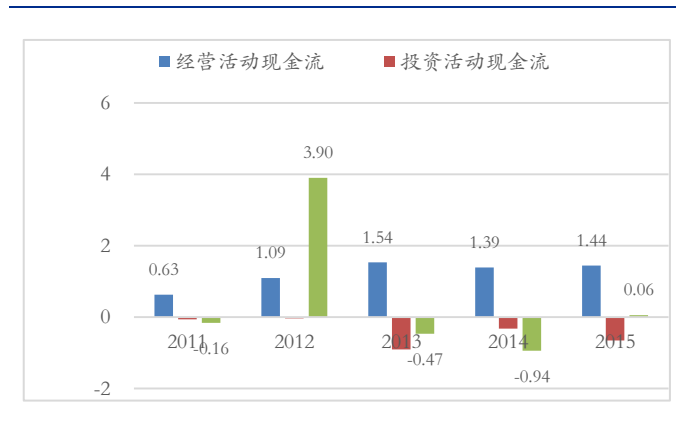
从负债情况看，公司的资产负债率为 15.15%，同比提高 1.39pc，主要由于团立方等网络营销业务扩大，相应计提的业务推广费增加，其他流动负债较期初有较大增加。但公司负债在地产服务业中依然属于偏低，且均为经营性负债，没有任何金融负债。公司资金充足，经营活动现金流达 1.44 亿元，货币资金达 7.73 亿元，占总资产比例 71.21%，资金压力小。

图 7：15 年资产负债率为 15.15%，同比提高 1.39pc



数据来源：Wind、安信证券研究中心

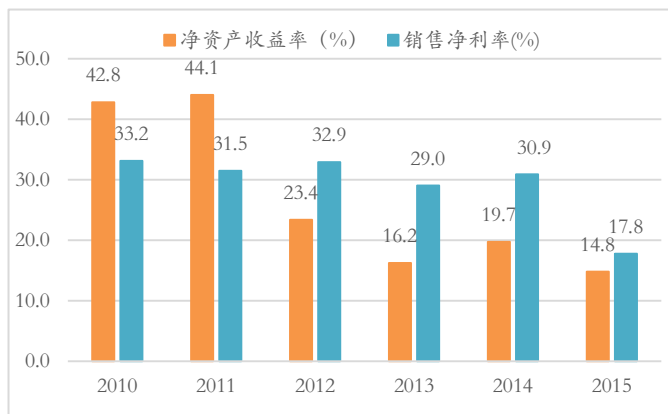
图 8：资金充足，15 年经营活动现金流达 1.44 亿元



数据来源：Wind、安信证券研究中心

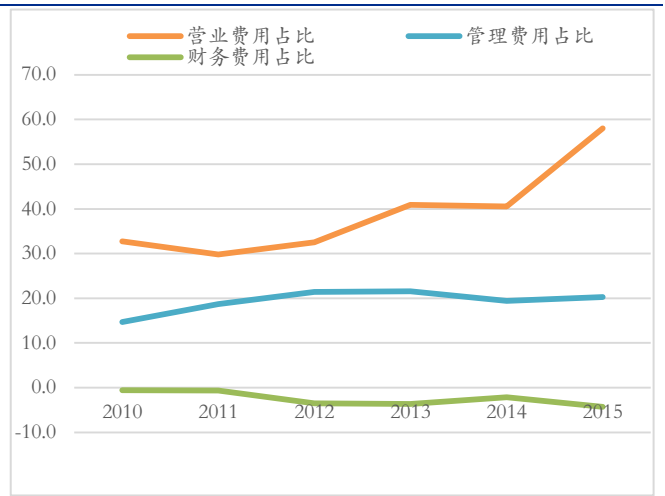
公司盈利能力尚有很大提升空间。报告期内公司 ROE 为 14.82%，同比下跌 4.67pc；销售净利率 17.78%，同比下降 13.12pc；资产周转率 0.64 倍。公司将大量花费投入业务扩张、新业务尝试和研发投入，三费比率中营业费用占比、管理费用占比分别增长 17.5 和 0.9。随着新业务的逐步发展，公司盈利能力有望回升。报告期内公司被再次认定为高新技术企业，可在认定后连续三年享受 15% 的优惠企业所得税税率，有利于公司改善盈利能力。公司报告期内使用资本公积金向股东每 10 股转增 10 股，合计转增股本 0.96 亿股，转增后公司总股本增至 1.92 亿股，有利于公司改善财务结构。

图 9：15 年 ROE 为 14.82%，同比下跌 4.67pc



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 10：三费率



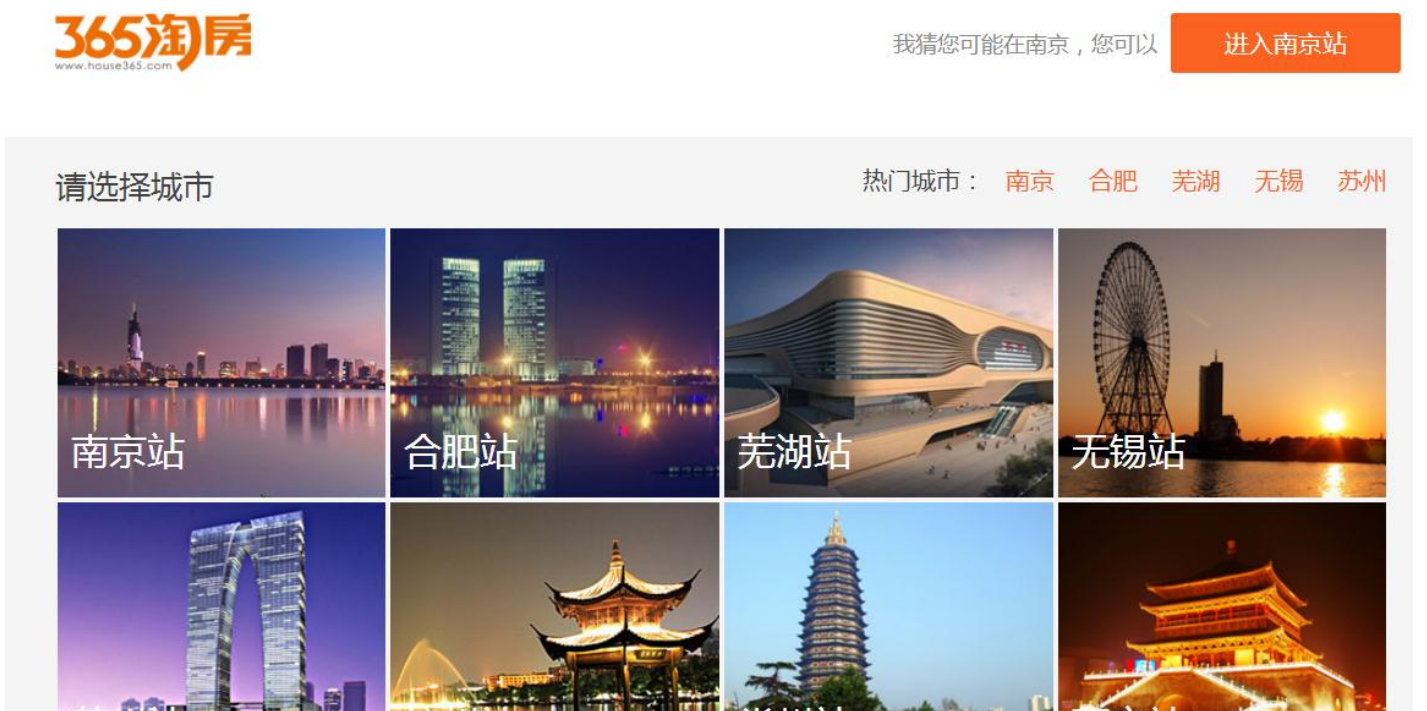
数据来源：Wind、安信证券研究中心

## 2. 地产存量房时代，三六五淘房正当时

### 2.1. 存量房时代即将到来，线上线下融合是地产服务大趋势

公司“3+1”体系的基石是以“365 淘房”等平台为基础的以“居”为核心的服务，通过这一互联网入口再打通其余板块业务。

图 11：365 淘房网首页



数据来源：艾瑞咨询、安信证券研究中心

新房市场高增速将不复存在。自 1998 年 7 月国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》、开始居民住宅货币化私有化以来，我国房地产行业经历了飞速发展的阶段，截止到 2010 年商品房投资额年均复合增长率达到了 24.11%，销售额复合增速 28.87%，销售面积复合增速 19.64%。

2013年，新房销量达到了历史高峰13.1亿平方米，而14年销量12.1亿平方米，下滑7.6%。很明显，随着存量房的累积、人口红利的消失、政府对投机性需求的打压，新房市场不会永远高速增长下去。但另一方面，由于国内经济增速放缓，宏观政策和行业政策不断放松，居民生活水平提高之后又产生改善性需求，未来十年房地产新房市场将会平稳增长。

**我国将进入存量房时代。**由于存量规模巨大、人口流动增加、住房改善浪潮到来，二手房市场和租赁市场将会有明显地扩容甚至爆发，中国由新房市场主导的阶段迈入二手房市场趋势性上升的存量房时代。

**在一次房产交易中，最核心的两个环节是营销推广和销售执行（签约），缺一不可。**代理行/中介握有房源，通过销售执行（签约）来完成资源变现；传统房产电商有C端资源，通过营销推广来完成资源变现。原有的房产销售模式，投放广告+坐销已经越来越不能适应买卖双方的需求，房产销售模式面临变革。

**线上线下（O2O）融合已成为不可逆转的趋势。**媒体电商时代导致营销推广的效果看起来可以被衡量，这就导致营销推广似乎也能为交易结果负责，代理/经纪和电商两个环节存在融合的趋势。谁能更好地解决开发商/卖房人和购房人O2O的需求，谁就能成为房产销售行业的服务商巨头。购房人对O2O的诉求是最全面的线上信息，最靠谱的线下服务，最便宜的贷款，最大幅度的折扣，可能的话能够帮助解决收房、装修等配套问题；开发商/卖房人的O2O需求是提高去化率和转化率。

对于地产服务商来说，一方面要正视新房市场不再高速扩张的事实，积极布局二手房和租赁市场，另一方面要紧跟社会趋势，在“互联网+”的浪潮席卷各传统行业的时代背景下，积极“触网”布局房产电商O2O，转型探索新模式。

表1：现有房产O2O的模式分类

模式	优势	劣势	代表公司
传统代理商的互联网交易平台模式	1、 线下代理积累了开发商房源； 2、 拥有众多的线下分店； 3、 拥有庞大的客户资源信息库； 4、 拥有强大的销售队伍；	1、 平台搭建较晚； 2、 流量入口不足； 3、 基于自有业务，楼盘数量有限； 4、 缺乏互联网基因和相关人才	链家、中原
媒体电商转型模式	1、 流量入口有绝对优势； 2、 为楼盘提供线上信息展示服务而累积了一定的开发商资源； 3、 在移动端具有优势；	1、 竞争者不断涌入； 2、 搭建线下团队成本高； 3、 对线下公司的整合是一个挑战；	搜房、乐居
房产点评模式	1、 可以解决信息不对称这个强大的市场痛点； 2、 楼盘信息实地测量，专业人士客观点评，站在购房者的立场倒逼开发商、代理商做好产品，提升优质的客户体验； 3、 会有规模效应，入口优势明显；	1、 成本高，扩张慢； 2、 盈利模式不清晰；	买哪儿、房价点评
经纪公司平台模式	1、 借助线下代理商获得大量一手楼盘资源； 2、 无需自己搭建线下团队，也无需直接对接开发商；	1、 通过向买房人收取电商费来获得盈利，加大了购房者的负担； 2、 站在传统代理商而不是客户的利益角度；	房多多、吉屋科技
房产金融平台模式	1、 用金融产品积累大量买房潜在客户； 2、 用众筹作为媒介搭建楼盘与购房者之间的关系桥梁； 3、 志在打造一个去中介化的房产交易平台，为客户节省中介费；	1、 重心还是在房产金融而非新房交易； 2、 缺乏流量优势，线下也没有长处；	平安好房
全民经纪人模式	1、 将得到经纪人的大力拥护； 2、 发动社会经纪人的方式将会大大加快平台卖房的速度；	1、 服务质量参差不齐； 2、 楼盘代理权需从地产开发商直接获取，影响扩张速度； 3、 会遭到传统经纪公司抵抗；	好屋中国、尚房网
经纪公司加盟模式	1、 借助经纪公司的线下门店优势；	1、 让经纪公司成为了二级代理商，降低了经纪人的佣金收入；	Q房网

资料来源：中商情报网、安信证券

## 2.2. 新房销售将保持稳定，佣金广告合计约千亿市场

新房的需求可以分为刚需、改善型需求和被迫性改善：

### 1) 刚需来自人口自然增长以及城镇化率提升带来的城镇人口增加。

2014 年末中国人口达到 13.68 亿，城镇化率 54.77%。相关研究预测中国人口将在 2025 年左右达到 14.8 亿的峰值。假设届时城镇化率人口到 65%（国务院《国家新型城镇化规划》指出 2020 年的目标是 60%），那么城镇人口将从 7.49 亿增加到 9.62 亿，新增 2.13 亿。

### 2) 改善型需求来自人均建筑面积的提升。

第十二届全国人民代表大会作政府工作报告上则称，2012 年底，城镇人均住房面积 32.9 平方米。而 2010 年全国住房城乡建设工作会议曾指出中国城镇居民人均住宅面积约 30 平方米。假设 2012 年-2014 年间增长面积与此相同，那么 2014 年底城镇人均住房面积大概在 35.8 平方米左右。发达国家普遍在 45 平方米左右，假设 2025 年城镇人均住房面积能够达到 42 平方米。

### 3) 被迫性改善来自危旧房改造。

14 年底城镇住宅存量约 190 亿平方米。以 30 年为改造周期，那么粗略估算每年有大概 6 亿平方米拆迁改造需求。假设货币安置占 30%，那么每年将产生 1.8 亿平方米的销售面积。

综上所述，合计三项需求，2014 年到 2025 年 11 年内大概将产生 155 亿销售面积。2014 年底全国平均房价为 6323 元/平方米，假设房价还有 20% 上涨空间，因此预计销售金额 117.6 万亿元，每年约 10.69 万亿元。

开发商的销售费用一般占到当年合同销售额的 2%-3%。开发商会将销售费用拆成三部分：

- 1) 品牌宣传推广费用：占比 0.5%-1%。包括平面广告、户外广告、互联网广告、品牌推荐活动费用等。
- 2) 销售执行费用：占比 1%左右。给销售员的佣金提成或给代理行的代理费用。代理销售比率大概在合同销售额的 40%左右。
- 3) 售楼处现场费用及其他：占比 0.5%-1%。实地售楼处的装修、现场保洁维护以及其他费用。

因此可以估计得到佣金市场大约 430 亿（销售额\*40%\*1%），广告市场大约 535 亿（销售额\*0.5%）。

## 2.3. 二手房成交量终将超过新房，佣金市场相应更大

**二手房市场将成主导。**新房由开发商提供，市场较为透明，开发商的广告、营销宣传比较有效，即使没有经纪人的帮助，也较容易被买方找到；而二手房业务则主要由中介提供撮合服务，因涉及评估、过户、抵押、贷款等诸多专业操作，信息匹配更复杂、信息传递的链条更长、信息内容更专业，因此，交易双方更需要经纪人的帮助，中介经纪人短期甚至长期内依旧是不可替代的服务提供者。同时，中国房地产市场正处于从新房主导向二手房主导的转换阶段，未来十年中，二手房交易量将持续上升。

**二手房佣金市场将有数千亿规模。**根据国家统计局数据，2014 年全国一手房交易额约 6.2 亿。综合市场中介机构链家网和搜房网估算数据得，2014 年全国二手房成交额约 2.2 万亿。2014 年二手房和新房的成交比约为 1:3。从国际对比来看，美国、英国、法国、澳大利亚已经是二手房主导的市场，这四个国家二手房成交分别是新房成交的 9 倍、8.1 倍、1.9 倍、3.5 倍。目前我国已有一线城市和少数二线城市的存量房交易规模已然超过新房交易规模，随着房地产市场的成熟，在未来 10 年我国必然步入存量房时代。假设未来二手房和新房的销售比达到 1.5:1（2014 年北京已经达到这个比值），则二手房交易额有望达到约 15 万亿元。根据北京区域和美国经验，经纪公司总的市场份额能到 90%，剩余是自行成交。假设佣金是 1.5%（目前链家 2.7%，爱屋吉屋 1%，房多多 0.8%，搜房 0.5%），这样二手房的佣金市场规模将超过 2000 亿元。

## 2.4. 租房市场相对较小亦不容忽视，公司布局“爱租哪”

**租赁市场亦不容忽视。**虽然价值较低，但是频次较高，交易活跃，对中介的依赖性较高，相关手续却相对简单便捷，也是不容忽视的一块市场。



**租房佣金收入空间数百亿。**假设中国城市家庭的住房解决方式为 6:2:2，即 60%的家庭为业主自有住房，20%的家庭为市场租赁住房，20%的低收入家庭为保障性住房。租赁住房每两年更换，则每年的换手率 50%，平均租金回报率（年租金和房屋市值）为 4%，佣金为半个月租金，经纪公司占据 80% 的市场份额。由新房部分数据得知到 2025 年存量房产金额约 240 万亿元，这样估算的年均租房佣金收入空间为 320 亿元。

## 2.5. 投资设立房 100 公司、布局存量房市场

**原有房地产业务将保持稳定增长。**三六五现有营业收入 99%来自线上网络营销，1%来自线下研究咨询。其中线上网络营销分为新房的广告收入和电商收入，二手房和租赁业务的端口费收入，新房的广告收入占了线上收入的 30%多，新房电商收入占线上收入的 60%多，二手房和租赁的端口费占比较少。由于新房市场将保持稳定，二手房和租赁市场将大幅增长，加上公司本身会进行一定的城市扩张，预计原有的房产传统业务（即淘房平台）会保持低速增长。

淘房事业部以数据为核心，稳步变革，完善线上服务同时增加更多的线下服务，针对房地产市场从增量市场向存量市场转变的趋势，公司设立房 100 公司，构建存量房市场交易平台。

## 3. 家居 O2O 竞争激烈，三六五战略调整

公司以“装修宝、抢工长”平台为基础开展互联网家居服务，尝试通过装修宝与线下专业装修公司合作，为装修用户提供从设计到建材选购、装修监理等一条龙服务，但随着公司对互联网家居服务的实践与理解深入，公司对装修宝业务进行了战略方向调整，转变为依托淘房平台直接面向 C 端客户。

### 3.1. 传统家装痛点多，引各路英雄竞相试水家居 O2O

**家居 O2O 能解决传统装修行业诸多痛点。**随着存量房的增加、人口增长的放缓，房地产市场增长也渐趋缓慢，越来越多的地产服务公司开始拓展房产交易以外的领域，家居就是其中方兴未艾的一块蓝海市场。传统装修行业存在着信息透明度低、流程复杂而导致的建材昂贵、预算漏项、工期拖延、缺乏售后甚至卷款潜逃等痛点，消费者存在省钱、省事、省心的多维度需求。家居 O2O 通过信用评价、供应链战略合作以及互联网金融等手段，消除施工方、设计师、建材供应厂商与消费者之间的信息不对称，一方面为消费者提供高性价比的建材和优质的装修服务，另一方面也使装修公司 and 建材厂商获得更多用户，获得规模效应。

**发展初期存在多种家居 O2O 模式。**由于品类多、非标准、单价高、重体验、售后复杂等行业特殊性，家装 O2O 起步较晚，至今仍处在发展初期，商业模式也处于探索阶段，各家企业都根据自己的资源、能力和理解出发去做。根据不同的标准可以分出不同的种类，此处分别从公司和用户两个角度进行了梳理。

表 2: 现有家居 O2O 平台的分类

	模式	优点	缺点	代表企业
公司角度	家具建材团购类	业主规模聚集，能集体溢价，降低装修业主的采购成本	对售后涉及不深，无法打通服务闭环	齐家网、一起装修网
	装修、设计公司平台类	通过免费设计、装修图库等吸引用户，再导流给装修公司，模式轻，可快速复制	缺乏控制，无法解决装修公司与业主间天然的矛盾；平台利润有限	土拨鼠、土巴兔
	垂直自营类	设计师、施工队自有，控制有力，利润率高	模式重，扩张缓慢	家装 E 站、小米家装
用户角度	标准包模式	可以解决用户选择难的问题，且价格具有竞争力	多种建材可能存在质量参差不齐的情况	家装 E 站、我要装修网
	自助一站式模式	对整个流程、链条角色充分拆解，尽可能地将每个环节都数字化	价值链长，利益相关者多，容易出纠纷	极客美家、搜房
	标准化的定制模式	相当于厂家剔除了经销商环节，直接对接消费者，个性化的同时低成本	一旦用户的需求更细，过细的产品标准可能会导致成本上升	丽维家

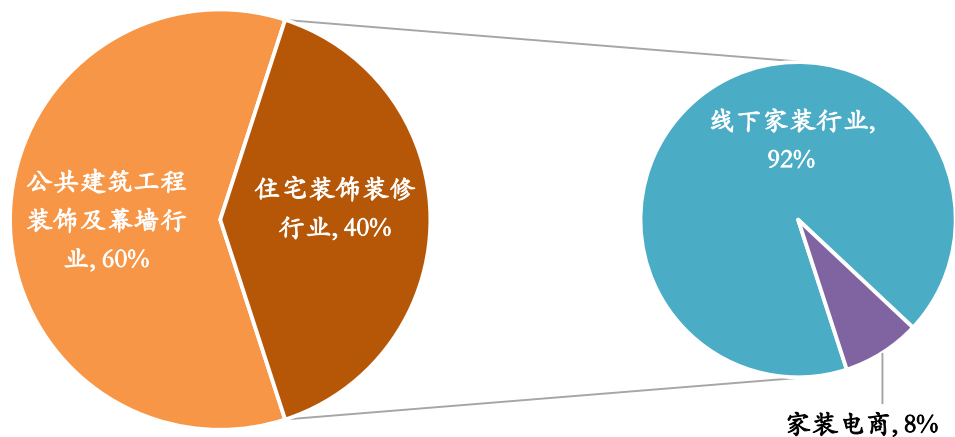
数据来源：互联网、安信证券研究中心

### 3.2. 互联网渗透率处于低位，家居 O2O 未来可达近万亿市场

**家装 O2O 市场可能达到近万亿每年。**根据中国建筑装饰协会的数据，2003-2012 年，我国住宅装饰装修总产值总体呈增长态势，由 2003 年的 4,675 亿元提升至 2012 年的 13,000 亿元，复合增长率为 12.03%。2014 年建筑装饰行业全年市场规模为 40709 亿元，其中住宅装饰装修占 40%左右。家装电商交易规模达到 1197 亿元，比 2013 年增长 50%左右，在住宅装饰装修市场中占比预计为 8%左右，与日本、美国、英国等国接近 20%的家装电商比例相比，家装行业线上渗透率相对较低，但整体市场保持较快增长。随着天猫家装、垂直类家装企业等对 O2O 模式探索力度的加大，传统品牌商触网热情的高涨，消费者对家装等大件非标品网购习惯的逐渐培养，未来家装电商行业将会获得快速发展。按照 20%的渗透率和现有的住宅装饰装修市场，家装 O2O 的市场空间可以达到每年 3300 亿左右，如果再考虑住宅装饰装修市场的增长率（假设为 10%左右），十年之后可能超过 8000 亿元每年。

**新旧房装修需求双重驱动。**从另一个角度来看，家装行业为典型的房地产下游行业，由增量和存量双重需求驱动，即家装需求一方面来自于新建住宅的初始装饰需求；另一方面来自于存量住宅改建、扩建、出售或初始装饰自然老旧而形成的更新需求，随着存量房产的增长和二手房交易市场的成熟，更新改造服务需求不断扩大。普通住宅二次装修的时间点在 5-8 年，而 2003-2007 年是商品房销售的高潮，距今已有 8-12 年，二次装修的市场需求存在。

图 12：2014 年我国建筑装饰行业构成



数据来源：艾瑞咨询、安信证券研究中心

### 3.3. 新房联动、盈利模式清晰，家居 O2O 有望成为公司新的利润增长点

**三六五装修宝采用了平台模式和建材团购模式。**通过线上 DIY 设计、设计师和施工方展示进行引流以及线下体验店进一步促进成交相结合的方法，对接消费者与服务提供商；同时通过提供施工建材套餐进行建材团购业务。建材、资金、设计、装修、监控、验收、售后等所有环节都得到了覆盖。

**满足消费者省钱、省事、省心的需求。**第一，降低成本，设计装修可省 30%，建材最高可省 50%；第二，质量保障，有了平台提供的第三方监理，可以不必再烦恼装修工程质量，随时可以了解装修进程及施工质量；第三，资金保障，可以通过平台第三方资金托管项目做到先装修后付款。

表 3：装修宝与传统装修对比

	装修宝平台	传统装修
钱	1) 通过规范提高透明度，装修费用最高可省 30%； 2) 省去物流周转、店面经营、分销抽头等环	1) 设计师和项目经理依存装修公司，装修单位经营成本、管理成本、利润计入装修费用； 2) 建材流通过过厂商、代理商、经销商、店面才

事	节, 建材成本最高可省 50%;	到达消费者;
	1) 平台上大量的设计师和施工方, 通过手机、电脑随时可以查看其评价、以往案例;	1) 设计师、施工方选择面窄, 货比三家需要东奔西走;
心	2) 平台提供第三方施工监理;	2) 亲自监工费时费力;
	1) 装修完成之前 20% 的工程款托管于平台, 且施工方在平台有押金, 可有效防止卷款走人、质量纠纷;	1) 通常施工一半即需交 95% 的工程款, 有卷款风险, 发生纠纷时也因已付钱而变得被动;
	2) 事后定期发送保修知识, 专人实时解答售后问题;	2) 售后服务难以保障;

数据来源: 互联网、安信证券研究中心

**装修宝盈利模式清晰, 业务发展迅速。**目前有三个方面收益, 一是向设计师、项目经理收费, 二是资金托管收益, 三是建材团购的价差。消费者不用任何额外付费即可获得高性价比的产品和服务, 设计师、施工方以较低的成本获得更多业务, 建材商扩大销量, 这是一个多赢的模式, 可稳定持续发展。目前线上业务已覆盖 36 个城市, 线下体验店已建成合肥、南京、西安三处, 预计还会在苏州、无锡、太原、杭州、常州、武汉等城市新设体验店。

图 13: 365 装修宝业务已布局 36 个城市



数据来源: 公司官网、安信证券研究中心

**装修是个入口业务, 后续延伸空间大。**除了装修本身可以成为 365 一大利润增长点之外, 装修宝还可以成为一个流量入口, 为拓展其他业务引流。第一可以做金融, 安家贷平台即将上线装修贷产品; 第二, 装修可以很好地反映家庭财务状况, 可以通过数据挖掘用作征信等业务; 第三, 可以做会员化处理, 将装修金额积分, 由于售后质保可以覆盖 2-5 年时间, 用户不会轻易卸载 APP, 可以后续推送新产品、获取数据等。

**365 装修宝有它独特的竞争优势。**尽管目前市场上已有大量竞争者存在, 行业进入壁垒也并不高, 但是市场容量比较大, 而且 365 本身有其独特的竞争优势:

- 1) **可与新房业务联动。**365 有房产前端可以为装修宝导客引流, 与开发商进行合作, 例如购房后一年内装修的客户可以获得每平米五百元的补贴, 通过开发商让利和平台优惠, 促进新房客户向装修客户的转化。尤其是那些卖得不理想的新房, 可以进行成品化包装, 一方面为装修宝带来客户, 一方面也促进了新房的成交。在国外, 住宅成品化率达到了 80%, 而国内大部分都是毛坯房, 精装修只达到了 20%, 潜在空间巨大。新房导入的客源还可以形成口碑, 带来间接客源, 极大地节省了营销费用, 因此装修宝业务已可以实现盈利。目前市场上具有类似优势的家居 O2O 提供商只有搜房和乐居;

2) **线上 DIY 设计、线下实体体验。**线上设计模块有 100 多万个户型，能做到所见即所得，这正是装修的最核心的需求。有些城市输入小区和房间号就行能自动获取户型，个别没有的户型，在用户上传户型之后 10 分钟之内就能返回设计图。获取户型之后可以匹配个人装修风格，有五种风格 20 多种样式供选择，并且可以随意调换局部元素。用户在线上被吸引之后可以去门店体验，对于装修这样单价高、频次低、重决策的消费，实体体验可以很好地提高转化率；

## 4. 互联网金融业务大有可为，为“3+1”战略保驾护航

金融服务平台建立有利于提升公司核心竞争能力。目前业务模式主要是通过公司全资子公司“安家贷”为房地产交易消费者提供金融服务，公司一方面加强金融服务平台与房地产业务平台的连接，将金融业务贯穿到房产、装修、生活等全业务链中，另一方面，加强外部合作力度，并与中原地产等国内领先房产中介服务商签署战略合作协议。报告期内公司申请了江苏省互联网科技小贷资质，并已中标，为公司金融业务开辟了崭新的发展空间。

### 4.1. 房产金融有戏可唱，各大地产服务龙头争相布局

**互联网金融市场或迎洗牌时代。**互联网金融的本质特征是以大数据和高效低成本为核心，为最广大而非高净值的客户群体提供金融产品或服务。今年 7 月，央行等十部委联合发布了《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，蓬勃发展数年的互联网金融首次实现了“有法可依”，这也意味着行业将迎来加速洗牌时代。互联网金融市场将迎来洗牌浪潮，未来甚至可能形成寡头局面。

**目前的互联网金融大致可以分为六大模式：**第三方支付、P2P 网贷、大数据金融、众筹、信息化金融机构、互联网金融门户。三六五网的安家贷平台主要采用 P2P 模式、P2P 的衍生模式 P2B 以及众筹模式。

**房产金融是朝阳行业，空间巨大。**目前个人住房贷款每年以 10% 以上的速度增加，同时地产开发行业资本密集、融资需求大。因此，地产服务公司引入互联网金融，使之与房地产相结合，向上可以缓解房地产企业融资压力，有利于获取房源，向下可以填补消费者资金缺口，有利于销售。这其实是一种互联网供应链金融模式，不仅可以为平台本身带来新的利润增长点，增强用户粘性，而且可以增强整个行业供应链的活力。目前，各大地产服务龙头已争相布局互联网金融。

表 4：目前已布局互联网金融的地产服务平台

平台	类型	金融产品
房多多	P2P+众筹	理财产品多多惠、针对首付的多多贷、购买+理财型众筹的多众筹、理财收益+购房折扣的多多钱包；
搜房-天下贷	P2P+小贷+众筹	新房首付贷、二手房首付贷、二手房按揭贷、赎楼贷；房产众筹；债权转让；
新浪乐居-房金所	P2P	房产抵押贷、企业贷款、以房理财、以房买房；
平安好房	P2P+小贷+众筹	理财产品好房宝、针对新房的好房贷、针对二手房的 e 房钱、针对租房的租金贷、好房众筹；
链家-链家理财	P2P	家多宝（分为赎楼、购房尾款、购房首付、经营、消费）；新房宝（理财收益+购房折扣）；
世联行-家圆云贷	小贷	新房置业贷、二手房置业贷、按揭房消费贷；

数据来源：互联网、安信证券研究中心

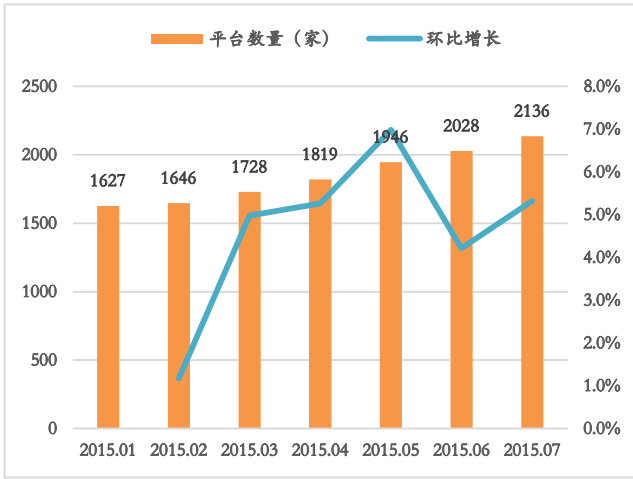
### 4.2. P2P 行业发展迅速风险上升，或迎大洗牌

**P2P 金融有利于提高社会资金利用效率。**P2P 金融指个人与个人间的小额借贷交易，一般需要借助电子商务专业网络平台帮助借贷双方确立借贷关系并完成相关交易手续。P2P 的出现解决了个人和小微企业融资困难的问题，提高了小额投资者的收益，提高了社会整体资金的利用效率，在适当的规范和引导下，有利于经济发展和社会稳定。

**P2P 金融在我国发展迅速。**2007 年，拍拍贷将 P2P 引入中国，成为国内首家互联网个人借贷平台。随后网贷平台呈爆炸式的增长，网贷之家数据显示，从 2010 年到 2013 年，平台数量以每年 400% 的速

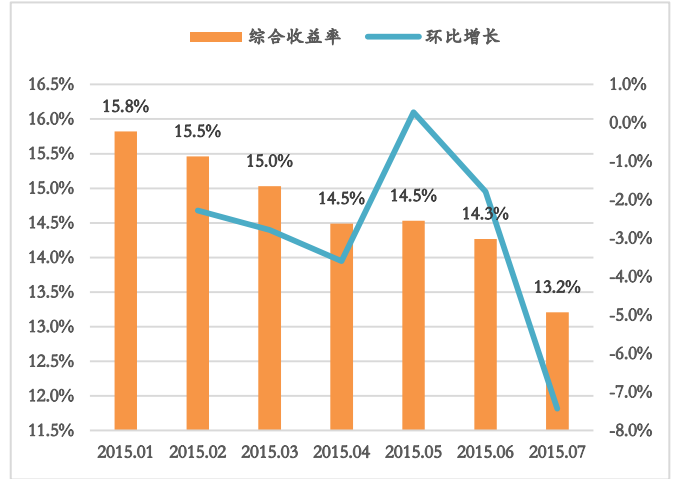
度增长。截止 2015 年 7 月，全国 P2P 网贷运营平台数量达到了 2136 家，相比于 2014 年 7 月的 1283 家增长了 66.5%，市场已从蓝海向红海转变。2015 年 7 月成交 825.09 亿元，环比大涨 25%，部分得益于 6 月份的股市暴跌。综合利率 13.58%，呈现不断下降趋势，市场回归理性，逐渐进入稳定期。

图 14: 2015 年 P2P 网贷平台数量逐月增长



数据来源: 速途研究院、安信证券研究中心

图 15: 2015 年 P2P 网贷综合收益率不断下降

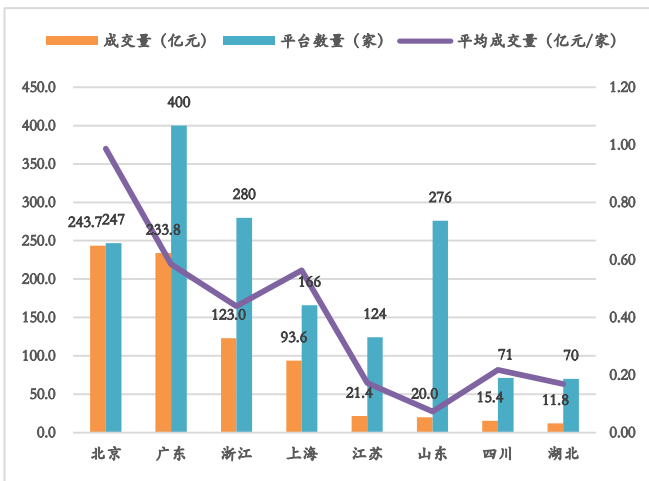


数据来源: 速途研究院、安信证券研究中心

**存在区域性。**从地区分布来看，成交量靠前的分别是北京、广东、浙江、上海、江苏、山东、四川、湖北，但是广东的平台数量最多，浙江次之，山东第三。

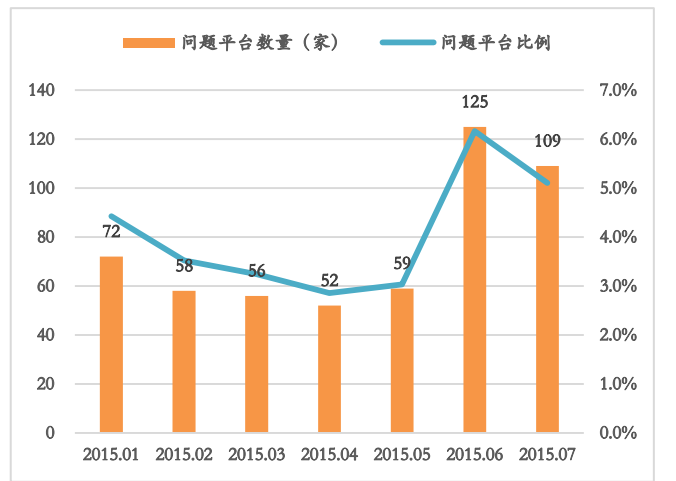
**风险高发，稳健平台受青睐。**7 月新增问题平台 109 家，占平台总数比例为 5.1%，环比下降 12.8%。虽然数量有所下降，但整体仍然处于发生率较高的时期。随着 7 月份国家出台指导意见，下半年 P2P 网贷行业将面临更大的震荡，对于风险控制能力较弱的中小平台将面临严峻的考验。但是经过大洗牌后，行业发展将有望正轨化、系统化，市场优质资源向少数企业手中集中，未来将出现行业龙头企业。同时，国资系、银行系、上市系的平台将受到更多的关注和青睐。

图 16: 2015 年 7 月 P2P 网贷平台广东数量最多，北京成交最多



数据来源: 速途研究院、安信证券研究中心

图 17: 2015 年 7 月问题平台数量和比例都较六月下降，但是相比历史数据依旧处在高位

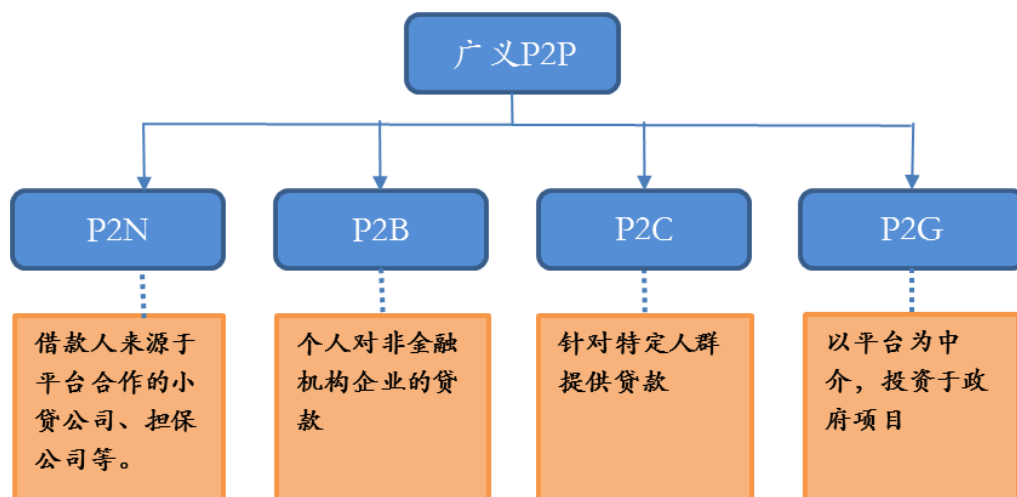


数据来源: 速途研究院、安信证券研究中心

### 4.3. P2B 是 P2P 的衍生模式之一

从借款端来说，广义的 P2P 金融可以分为 P2N、P2B、P2C、P2G 这几种模式。

图 18: 广义的 P2P 金融可以分为 P2N、P2B、P2C、P2G 这几种模式



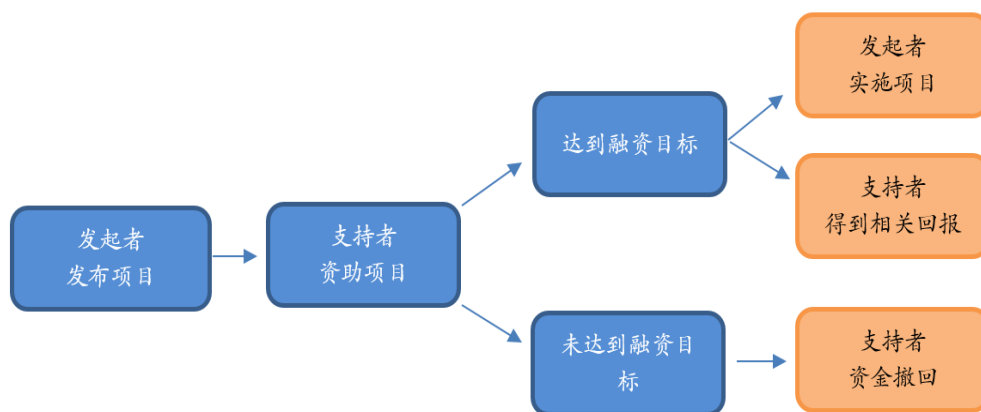
数据来源: 网贷之家、安信证券研究中心

P2B 是指 person-to-business, 个人对 (非金融机构) 企业的一种贷款模式。P2B 平台针对中小微企业提供投融资服务, 借款企业及其法人 (或实际控股的大股东) 要提供企业及个人的担保, 再加上类似担保模式的借款保证金账户。

#### 4.4. 房产众筹刚刚起步, 模式灵活实现多赢

众筹模式本质上是一种互联网融资行为。发起者通过互联网发布项目寻求支持, 支持者自愿提供资金并在项目成功融资后获取相应回报, 其运作模式由发起者、支持者和中介平台构成。

图 19: 众筹模式流程图



数据来源: 克而瑞研究中心、安信证券研究中心

表 5: 众筹的四种基本模式

类型	支持者付出	支持者回报
债权众筹	资金	本金、利息
股权众筹	资金	公司股份
回报众筹	资金	产品、服务
捐赠众筹	资金	无回报

数据来源: 克而瑞研究中心、安信证券研究中心

房地产众筹在中国还处于起步阶段, 目前有以下几种类型:

**表 6：我国房地产众筹主要商业模式**

类型	众筹模式	描述	案例
开发类	定向类	1) 在立项或者拿地之前进行； 2) 一般以较大的房价折扣作为投资者的收益保障，但要求投资者需在拿地前支付基本全部购房款，开发商在这一过程中仅获得管理收益； 3) 优势在于在拿地前便完成认筹且众筹资金额度大，大幅降低了开发商在开发建设过程中自有资金的投入量；	众美集团开发的石家庄众美城
	融资型开发类	1) 在项目拿地后、建设前进行众筹，为项目建设阶段提供低成本资金，同时也提前锁定一批购房意向人群； 2) 需要投资者在预售前支付所有房款； 3) 房价折扣一般基本保持在年化收益率 10%左右；	平安好房-碧桂园项目
	营销型开发类	1) 在项目建设期进行； 2) 募集资金额度通常不算太高，对融资环节的支持作用不明显； 3) 有利于项目前期宣传，并为项目提前锁定一批有购房意向的客户；	当代北辰 COCO MOMA 一期
营销类	彩票型	1) 以蓄客为目的、在项目获得预售证后进行的营销活动； 2) 通过投资者竞价的方式，探寻市场对项目定价的接受程度； 3) 周期通常较短，且所有参与者均可获得收益；	苏州万科城 100 m <sup>2</sup> 全装三房
	购买型+理财型	1) 针对短期去化较为困难、房价有上升预期的现房或者准现房产品； 2) 开发商一般会承诺参与者"基本收益率 (3%-5%) + 购房优惠价格"的收益模式； 3) 开发商牺牲部分利润获取大量现金流，提升项目知名度；	平安好房-广州北部万科城
	REITS 型	1) 所有投资者将组建成立资产管理公司，由资管公司整体购买物业，并委托物业管理公司等进行管理运营； 2) 投资者通过金融产品持有物业相应权益，获得租金收益以及持有期内的物业增值价值； 3) 开发商以较高的销售价格获得现金，同时收取长期的资产管理费用。	众筹筑屋-中信台达国际酒店式公寓

数据来源：互联网、安信证券研究中心

**众筹对房企的好处：**可以作为一种融资手段，降低资金成本；营销手段，减少营销费用；房企担任服务商角色，采用轻资产运营模式，降低资金投入和风险，提供专业建设服务，创造新的赢利点。

**众筹对消费者的好处：**获得理财收益和购房优惠；受益于房企财务成本和营销成本的降低所带来的综合成本下降（A 股上市房企 2014 年四季度平均销售费用率为 3.61%，平均财务费用率 4.34%）；对于开发类众筹，购房者有望参与规划和设计，获得更加个性化的产品；

**众筹对代理商等第三方平台的好处：**提高转化率；赚取利差。

但是与国外成熟市场相比，国内房地产众筹还处于起步阶段，行业规则、法律执行、资金监管、收益分配等都存在不确定的因素。另外，房地产众筹的目标是房屋，涉及的金额较大、周期长，资产的流动性存在着风险。

#### 4.5. 风险可控用户充足，安家贷或带来利润飞跃

三六五安家贷平台目前有 365 聚财、房产金融、债权转让三类产品。房产金融是安家贷平台的核心，365 聚财和债权转让是围绕房产金融展开的辅助功能。而房产金融目前的五个产品，主要涉及到 P2P、P2B、众筹这三种互联网金融模式。尽管 14 年 12 月才上线，目前日均成交量 100 万元，经常出现产品上线 3 秒钟就被抢完的情况，供不应求。当前业务中新居贷占比最大。

**表 7：365 安家贷平台目前的产品种类、期限和收益率**

365 聚财	1 个月 (7.0%)	安家贷平台为投资者推出的一款理财产品，通过系统、科学的计算，将投资者的投资资金分配到多个优质债权，帮助投资者分散投资，获取高收益，降低风险；
	3 个月 (8.0%)	
	6 个月 (8.8%)	
房产金融	新居贷 (2-12 月, 8-9%)	致力于帮助置业者解决购房首付资金不足的问题；
	优房贷 (40-70 天, 8%)	为二手房交易提供融资服务；
	装修贷 (尚未发布)	为装修宝的客户提供融资服务；
	房开贷 (6 月, 12%)	为房地产开发商融资提供服务；

365 众筹

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，为购房者提供购房优惠，为开发商提供低成本资金、制造宣传亮点、提前锁定购房者、快速去化，实现投资者、购房者、开发商三方共赢；

**债权转让**

旨在帮助安家贷的投资用户提高资金的流动性，优化广大用户的投资体验；

数据来源：公司官网、安信证券研究中心

**安家贷盈利模式清晰。**网站的功能包括了借款信息的发布、成功借款管理、资金管理、平台信息服务费等，常规费用包括提现手续费和投资人平台服务费；另外部分收益来自借贷利差。

**安家贷联手中原，战略合作可期。**15年10月14日，安家贷与中原集团达成总部级合作。两家知名地产企业强强联手，将以地产金融为合作重点，开展全方位的战略合作。中原集团将力推与三六五网合作的金融产品，以上海、南京两城市为试点，为购房者提供涵盖新房、二手房等领域的金融服务。

联手对象中原集团实力雄厚，已在包括中国港澳台、新加坡在内 37 城市设立地方公司，业务辐射周边百城，是房地产代理行业及相关服务领域的市场先行者。安家贷可与中原地产中介有机结合，实现双赢。

**表 8：365 安家贷平台的盈利模式**

盈利来源	提现手续费	投资人平台服务费	利差
金额	每个客户每天可提现 3 次，提现费用为 2 元/笔（推广期内暂不收取）	投资收益的 10%（推广期内在暂不收取）	借款金额的 2-3%
支付方	投资人、借款人	投资人	借款人

数据来源：公司官网、安信证券研究中心

公司 12 月 9 日收到南京市金融发展办公室通知，确定公司为主发起人的招投标团队在本次南京市互联网科技小额贷款公司招标活动中正式中标，**公司正式获得互联网小额贷款资质，互联网金融业务或激增。**随着移动互联的普及，网络贷款也正在成为一种趋势，借助互联网的优势，可以足不出户的完成贷款申请的各项步骤，包括了解各类贷款的申请条件，准备申请材料，一直到递交贷款申请和审核，公司之前一直受制于无牌照无法自营贷款，**未来公司互联网金融业务有望上新台阶，助力公司挖掘新的利润增长点。**

**三六五有其独特优势。**尽管 P2P 网贷经过几年的快速发展已经僧多粥少，进入了红海阶段，此时进入似乎并没有太多想象空间，但是作为房产 O2O、家装 O2O、社区 O2O、互联网金融这个“3+1”模式中重要的一块，P2P 对于三六五来说不仅仅是新的利润增长点，更是战略性的布局，是不落于其他地产服务巨头之后、为房产、家装、社区这些板块保驾护航的重要举措。另一方面，市场风云变幻之时，正是挑战与机遇并存之时，三六五的诸多优势都使得它有可能在重新洗牌的过程中后来者居上，获得一席之地：

**1) 对投资者的安全保障**

随着问题平台比例的增加（见图 15），投资人对风险的考虑将不断增加，不再一味地追求高收益。安家贷为保护平台全体投资人的本息安全，切实降低理财风险，平台建立“风险准备金”账户，用于偿付投资人的投资损失，以实现 100%本息保障，从而为投资人营造一个安全的投资环境，保证投资人的本息安全。

安家贷投资人的理财资金交由业内领先的第三方支付公司易宝支付(YeePay.com)进行全程托管，资金流转不经过安家贷的银行账户，保障投资人的资金安全，避免平台因为经营不善导致挪用交易资金而给交易双方带来的风险。

**2) 平台自身的风险控制**

在我国，P2P 平台对投资人承诺本息，进行担保，一旦借款人发生还款困难、恶意拒还等行为，全部损失都由平台承担，因此平台对于风险的控制能力非常重要，否则很容易被拖垮。

365 安家贷平台目前主推新房贷，新房贷主要面向首次买房的刚需群体，公司通过四种方式控制坏账风险：1、采用个人征信系统，家庭共同承担信用风险；2、房产经纪在交易时已经了解客户的真实需求，且有真实的购房合同，避免骗款可能；3、新居贷直接打款至开发商处，避免贷款额用于非购房用途；4、与开发商合作。新房往往是期房，付款至拿房平均有一年间隔，一旦发生还款违约，可以通知开发商拒绝交房。

对于平台上的其他产品，公司也采取了严格的风控措施，宁愿适当放弃量的增长，也坚持严格审



核。

### 3) 充足的客户资源

借款人方面，公司的新房、二手房、租房、装修、社区等业务都能为安家贷平台挖掘借款需求，导入用户。此外，对个人 11% 左右的借款费用，相对于很多 P2P 平台高达 20%、30% 的借款利率，是相当具有吸引力的。

投资者方面，随着 P2P 违约风险的上升，投资者对于平台的规模、口碑越来越看重，国资系、银行系、上市系受到欢迎。三六五作为上市公司，能给投资者安全感和信赖感，即使收益率不是最高，仍然能吸引相当一部分追求稳健的客户。另外，江苏省的 GDP 全国排名第二，经济活动繁荣，P2P 网贷平台数量却远低于广东、浙江（见图 14），一定程度上表明三六五存在区域性的发展空间。

#### 安家贷平台未来可能的发展方向有：

- 1) **与代理公司合作。**由于新房贷的安全性最高，借款人需求也较多，这将是重点发展的 P2P 产品。公司如果与未自行开展金融业务的代理商合作，可以以较低的获客成本取得大量的业务增长，对于代理商来说也能促进成交，实现双赢；
- 2) **加入小贷业务。**公司流动资金充足，货币资金层一度超过营业收入。如果将原来用于购买理财产品的闲置资金用于小贷业务，收益率将从 4%、5% 提升到 11%、12% 甚至更高（如果用于房开贷的话），此外还可以加入杠杆，互联网金融业务带来的利润将大幅飞跃。

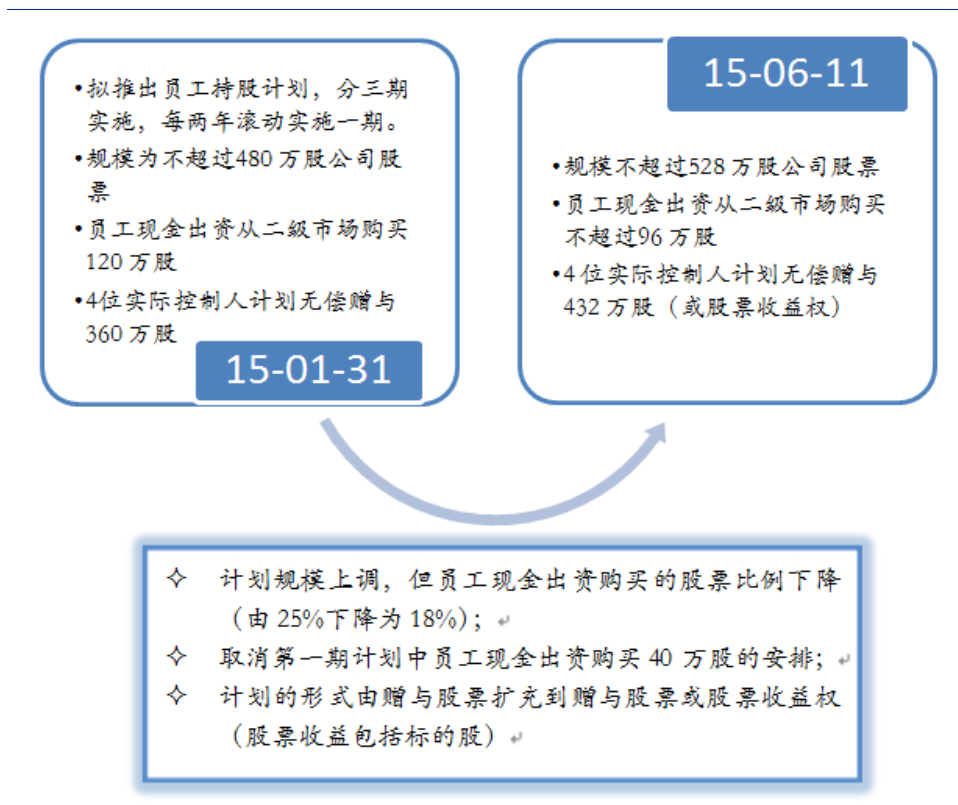
## 5. 布局社区 O2O，激励制度凝聚员工士气

**公司有意涉足社区 O2O。**O2O 由于存在线下部分而更突出地域化的特点，而社区正是与人的衣食住行最接近，也是人停留时间最长的生活单元。社区 O2O 的市场潜力十分巨大，围绕社区可以开展餐饮、娱乐、物业、洗车、家政、物流、废品、会所、养老等许多服务。三六五由于其房地产业务的优势，先天具备开展社区 O2O 的入口优势。**在生活服务方面，公司布局以微信公众号为代表的“都市移动矩阵”，本报告期内涌现出一批 50 万+粉丝的微信公众号，如“硬腿子”、“合肥合肥”等。**

**激励制度凝聚员工士气。**15 年 12 月 23 日，第一期员工持股计划 288 万股股票收益权购买完成。四位股东无偿划转 288 万股至第一期员工持股计划：据计划方案，4 位主要股东胡光辉、李智、邢炜、章海林将合计 288 万股公司股票收益权无偿转给公司第一期员工持股计划，其中胡光辉转让 117.76 万股股票收益权，邢炜转让 80.04 万股股票收益权，章海林转让 59.13 万股股票收益权，李智转让 31.08 万股股票收益权。**第一期员工持股计划的成功实施大幅提升员工业务积极性。**

15 年 1 月 31 日公司拟推出员工持股计划，规模为不超过 480 万股公司股票，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。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。15 年 6 月 11 日计划修改至规模不超过 528 万股公司股票，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。**修改后无偿赠股的比例增加，彰显了公司与员工分享经营成果的决心，有利于凝聚人心，为接下来的改革与创新奠定基础。**股份锁定期为次年 12 月 31 日：各期员工持股计划自购买完成日起至次年 12 月 31 日止为锁定期，持股期限从公司公告完成标的股票的购买起算。该锁定期不会少于 12 个月。

图 20: 员工持股计划修改



数据来源：互联网、安信证券研究中心

表 9: 15 年 12 月 23 日，第一期员工持股计划 288 万股股票收益权购买完成。

股东	无偿转让股票收益权（股）
胡光辉	1177632
邢炜	800352
章海林	591264
李智	310752

数据来源：互联网、安信证券研究中心

## 6. 盈利预测和估值说明

### 6.1. 关键盈利假设和预测

表 10: 主要业务营业收入预测

	2015	2016E	2017E	2018E
线上网络营销服务收入	624	837	1120	1484
增速%	33.1	34.1	33.8	32.5
线下研究咨询及其他	12	15	20	26
增速%	78.2	27.6	30.3	29.6
互联网金融	5	7	10	13
增速%		30	50	35
毛利率	94.3%	94.3%	94.4%	94.5%
销售费用率	58.0%	56.5%	55.5%	56.7%
管理费用率	20.3%	20.4%	20.0%	20.2%

数据来源：Wind、安信证券研究中心

#### 1) 线上营销业务——30%以上增速可期

新房的广告收入占了线上收入的 30%多，新房电商收入占线上收入的 60%多，二手房和租赁

的端口费占比较少。由于新房市场将保持稳定，二手房和租赁市场将大幅增长，加上公司本身会进行一定的城市扩张，预计原有的房产传统业务（即淘房平台）会保持适度增长，我们预计未来三年将可以保持 30 以上的销售增速。

### 2) 线下研究咨询——体量依旧较小、爆发力惊人

这部分为向政府等机构提供地产行业咨询顾问服务的收入，前期增长率不断上升，2014 年增长率为 27.6%，2015 年增长 78.2%，体量较小，弹性较大，但我们依旧以稳健性原则为考虑，预计未来三年平均增速将不足 30%；

### 3) 互联网金融——受政策压制、但空间广阔

安家贷平台目前还处于试行阶段，为了严格控制风险，借款数额较少。现在投资端处于供不应求阶段，每天标的放出立刻就售罄。预计此块明年将会放量，例如通过与其他代理商（中原）合作、增加小贷业务等，但由于受到国家队首付贷业务以及 P2P、众筹等业务的限制公司短期业务受到压制。

## 7. 投资建议

公司积极布局“3+1”体系，地产 O2O 势头良好，互联网金融业务增长可期，员工持股计划持续推进，未来将持续受益于政府去库存政策，随着投入的产出效应出现，公司将步入新一轮增长轨道，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.80、1.03、1.37，对应当前股价 PE 倍数为 47.8X、37.0X、27.8X，维持“买入-A”评级，六个月目标价 50.15 元。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	476.2	641.5	852.5	1,140.0	1,509.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	30.2	36.7	48.6	64.1	83.0	营业收入增长率	26.4%	34.7%	32.9%	33.7%	32.4%
营业税费	10.1	8.0	17.0	20.3	25.3	营业利润增长率	33.7%	-21.3%	28.0%	30.6%	34.0%
销售费用	192.9	372.2	481.4	632.5	855.4	净利润增长率	31.6%	-16.1%	21.6%	29.1%	33.1%
管理费用	92.4	130.0	174.0	228.3	305.5	EBITDA 增长率	40.1%	-32.6%	32.5%	45.9%	22.5%
财务费用	-10.1	-27.5	-29.7	-16.4	-44.4	EBIT 增长率	41.1%	-33.9%	33.3%	47.1%	22.8%
资产减值损失	1.7	1.1	1.4	1.3	1.3	NOPLAT 增长率	41.9%	-33.9%	33.1%	47.3%	22.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	83.2%	22.8%	-11.2%	-10.7%	21.4%
投资和汇兑收益	5.2	8.3	5.8	6.3	6.0	净资产增长率	7.1%	15.6%	15.7%	17.5%	19.6%
<b>营业利润</b>	164.2	129.3	165.5	216.1	289.7	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	17.5	11.6	14.0	14.4	13.3	毛利率	93.7%	94.3%	94.3%	94.4%	94.5%
<b>利润总额</b>	181.7	140.9	179.5	230.5	303.0	营业利润率	34.5%	20.2%	19.4%	19.0%	19.2%
减:所得税	34.6	26.8	34.4	44.0	57.9	净利润率	31.6%	19.7%	18.0%	17.4%	17.5%
<b>净利润</b>	150.5	126.3	153.6	198.3	263.8	EBITDA/营业收入	33.2%	16.6%	16.6%	18.1%	16.7%
						EBIT/营业收入	32.4%	15.9%	15.9%	17.5%	16.2%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	固定资产周转天数	9	7	5	3	2
货币资金	684.2	773.0	939.1	1,156.3	1,403.3	流动营业资本周转天数	45	49	38	26	21
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	642	540	475	414	380
应收账款	63.9	40.0	119.3	79.6	193.1	应收账款周转天数	38	29	34	31	33
应收票据	-	0.8	0.3	1.2	0.8	存货周转天数	-	0	0	0	0
预付账款	1.5	0.4	2.0	1.1	2.9	总资产周转天数	666	564	494	426	387
存货	-	1.4	0.5	2.0	1.2	投资资本周转天数	56	60	47	31	25
其他流动资产	140.1	219.4	151.9	170.0	180.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	5.0	5.0	5.0	5.0	ROE	19.1%	13.8%	14.4%	15.6%	17.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	15.9%	10.5%	11.6%	12.9%	13.6%
长期股权投资	3.8	3.6	4.7	6.2	7.0	ROIC	237.0%	85.5%	92.6%	153.7%	211.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	12.0	14.0	11.5	8.5	4.8	销售费用率	40.5%	58.0%	56.5%	55.5%	56.7%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	19.4%	20.3%	20.4%	20.0%	20.2%
无形资产	2.5	3.8	3.8	3.8	3.4	财务费用率	-2.1%	-4.3%	-3.5%	-1.4%	-2.9%
其他非流动资产	15.9	24.1	16.5	9.7	3.5	三费/营业收入	57.8%	74.0%	73.4%	74.1%	73.9%
<b>资产总额</b>	924.0	1,085.5	1,254.5	1,443.4	1,804.9	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	13.8%	15.1%	15.0%	13.2%	17.0%
应付账款	4.7	9.3	2.8	17.0	5.7	负债权益比	16.0%	17.9%	17.7%	15.2%	20.5%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	7.00	6.29	6.44	7.98	6.44
其他流动负债	122.4	155.1	185.6	159.6	270.9	速动比率	7.00	6.29	6.44	7.97	6.44
长期借款	-	-	-	14.1	30.6	利息保障倍数	-15.22	-3.71	-4.57	-12.21	-5.52
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	127.1	164.4	188.4	190.8	307.2	DPS(元)	0.22	-	-	-	-
少数股东权益	7.2	5.0	-3.5	-15.3	-34.0	分红比率	28.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	80.0	192.1	192.1	192.1	192.1	股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	709.6	724.0	877.5	1,075.8	1,339.6						
<b>股东权益</b>	796.8	921.1	1,066.1	1,252.6	1,497.7						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	147.1	114.1	153.6	198.3	263.8	EPS(元)	0.78	0.66	0.80	1.03	1.37
加:折旧和摊销	6.6	9.9	5.4	6.3	7.2	BVPS(元)	4.11	4.77	5.57	6.60	7.98
资产减值准备	1.7	1.1	-	-	-	PE(X)	48.7	58.1	47.8	37.0	27.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.3	8.0	6.9	5.8	4.8
财务费用	-11.6	-29.3	-29.7	-16.4	-44.4	P/FCF	68.8	70.3	44.0	32.8	28.2
投资损失	-5.2	-8.3	-5.8	-6.3	-6.0	P/S	15.4	11.4	8.6	6.4	4.9
少数股东损益	-3.4	-12.3	-8.5	-11.8	-18.8	EV/EBITDA	34.0	81.9	45.1	29.9	23.4
营运资金的变动	-30.4	16.0	17.3	13.5	-18.7	CAGR(%)	8.2%	29.0%	9.9%	8.2%	29.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	139.0	144.5	132.4	183.7	183.2	PEG	5.9	2.0	4.8	4.5	1.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-32.4	-65.4	4.0	3.0	2.8	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	-94.0	5.6	29.7	30.5	60.9	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

陈天诚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034