

# 三六五网 (300295)

证券研究报告

2017年10月12日

## 股权激励显信心、租赁成长或可期

### 公司推股权激励、彰显未来发展信心

9月12日,公司股票期权及限制性股票激励计划首次授予,向激励对象授予650万期权、95.7万限制性股票,共占目前总股本3.88%,本次激励计划期权行权价为21.68元/股,限制性股票的授予价为10.84元/股,预计2017-2020年的激励成本为407万、1628万、895万和358万。

### 传统业务谋转型、包销和金融业务大发展

公司形成了365淘房,365金服,爱租哪3大主体及N个孵化项目的“3+N”的业务体系。17年上半年公司传统业务受冲击,整体拖累业绩,公司线上网络营销服务收入1.9亿(-32.98%)、线下研究咨询及其他收入405.6万(-5.79%),主要因为365淘房网广告、电商及研究咨询业务对调控敏感,受历史最严的“四限”影响,17年公司增加“包销”业务对冲不利影响。公司金融业务17年上半年规模跳增,成为增长新引擎,互联网金融平台服务收入3096.8万(+580.71%),毛利率97.36%(+9.94pct),实现业务毛利3015万,远高于上年全年。

### 租赁服务平台进入扩张阶段,分享万亿存量市场

今年以来租售并举已经成为打造长效机制重要一环,存量时代逐步开启。公司2015年开始打造租赁服务平台“爱租哪”以及租赁金融业务,17年将进入1-10的扩张阶段。公司服务大B端租赁企业、小B端职业房东以及C端租客,提供全方位金融、管理系统、营销平台以及智能设备等服务。“爱租哪”的PC、触屏、手机版平台均已上线,在新增用户数、房源数、电话量上均有所增长。

### 投资建议:

公司传统业务谋转型,报销和金融业务快速增长,公司推出期权及限制性股票激励计划草案已经出台,彰显公司对未来发展的信心,公司2017年以来金融及租赁平台逐步进入扩张阶段,未来业绩有望实现稳健增长,我们预计公司2017-2019年净利润约为1.16亿、1.31亿、1.52亿,对应EPS为0.60、0.68和0.79元,对应PE为37X、33X和28X,首次覆盖,给予“买入”评级,六个月目标价32.5元。

### 风险提示:公司公寓业务进展低于预期

### 投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	23.88元
目标价格	32.5元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	192.06
流通A股股本(百万股)	179.50
A股总市值(百万元)	4,586.39
流通A股市值(百万元)	4,286.42
每股净资产(元)	5.59
资产负债率(%)	16.30
一年内最高/最低(元)	35.20/16.02

### 作者

王茜	分析师
SAC执业证书编号: S1110516090005	
wangqian@tfzq.com	
付雅婷	联系人
fuyating@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	641.46	598.35	789.82	868.80	955.69
增长率(%)	34.71	(6.72)	32.00	10.00	10.00
EBITDA(百万元)	106.61	120.86	117.73	125.14	150.05
净利润(百万元)	126.34	108.35	115.67	131.21	152.15
增长率(%)	(16.05)	(14.24)	6.75	13.44	15.96
EPS(元/股)	0.66	0.56	0.60	0.68	0.79
市盈率(P/E)	33.98	39.62	37.30	32.88	28.35
市净率(P/B)	4.69	4.19	3.85	3.49	3.17
市销率(P/S)	6.69	7.17	5.46	4.97	4.51
EV/EBITDA	81.87	44.30	29.84	27.75	22.41

资料来源: wind, 天风证券研究所



## 1. 传统业务谋转型、包销和金融业务大发展：

公司形成了 365 淘房, 365 金服, 爱租哪 3 大主体及 N 个孵化项目的“3+N”的业务体系。  
 1) 传统业务受冲击, 整体拖累业绩: 2017H1 公司线上网络营销服务收入 1.9 亿(-32.98%)、线下研究咨询及其他收入 405.6 万(-5.79%), 主要因为 365 淘房网广告、电商及研究咨询业务对调控敏感, 受历史最严的“四限”影响, 17 年公司将增加“包销”业务对冲不利影响; 2) 金融业务: 规模跳增, 增长新引擎。公司互联网金融平台服务收入 3096.8 万(+580.71%), 毛利率 97.36% (+9.94pct), 实现业务毛利 3015 万, 远高于上年全年。主要 365 金服旗下安家贷 P2P 平台的服务费及小贷利息收入大幅增长。

## 2. 租赁服务平台进入扩张阶段, 分享万亿存量市场

今年以来租售并举已经成为打造长效机制重要一环, 存量时代逐步开启。公司 2015 年开始打造租赁服务平台“爱租哪”以及租赁金融业务, 17 年将进入 1-10 的扩张阶段, 未来几年的扩张更加可期。  
 1) 客户: 公司服务大 B 端租赁企业、小 B 端职业房东以及 C 端租客。  
 2) 服务: 提供全方位金融、管理系统、营销平台以及智能设备等服务, 其中租赁金融服务包括租金分期、拿房贷、装修贷三大产品在试点城市南京市场快速增长, 并开辟了上海、合肥市场。  
 3) 平台: “爱租哪”的 PC、触屏、手机版平台均已上线, 在新增用户数、房源数、电话量上均有所增长。

## 3. 公司推股权激励、彰显未来发展信心

公司近年多次实施激励计划, 其中:

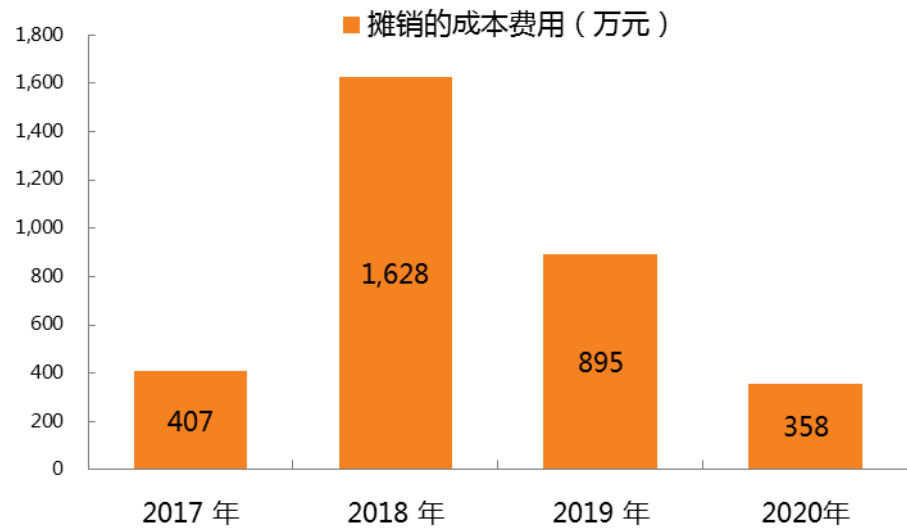
- 1) 2014 年提出第一期员工持股计划: 以四位股东(胡光辉、邢炜、章海林、李智)无偿提供 288 万股票收益权为基础, 股东并分 3 年回购的方式兑现, 其中第一期 17-19 年分别兑现 50%、25%、25%, 方案在 2015 年 7 月份实施。其中第一期已经在 2017 年 1 月兑现。
- 2) 2016 年 11 月, 公司提出实施股票期权激励计划预案; 2017 年 5 月, 董事会由于资本市场情况发生较大变化决定终止该计划。
- 3) 2017 年 08 月底, 公司提出 2017 年股票期权与限制性股票激励计划, 于 9 月 12 日修改授予数量并首次授予权益, 向激励对象授予 650 万期权、95.7 万限制性股票, 共占总股本 3.88%, 本次激励计划期权行权价为 21.68 元/股, 限制性股票的授予价为 10.84 元/股, 主要通过前 1 交易日及前 60 交易日均价孰高为基础确定。预计 2017-2020 年的激励成本为 407 万、1628 万、895 万和 358 万。

图 1: 业绩考核条件

行权期	行权条件
第一个行权期	2018年扣非后归母净利润与当年激励成本(管理费用)较2017年持平。同时每股分红不低于2017年。
第二个行权期	2019年扣非后归母净利润与当年激励成本(管理费用)较2018年增长率不低于5%。同时每股分红不低于2018年。
第三个行权期	2020年扣非后归母净利润与当年激励成本(管理费用)较2019年增长率不低于5%。同时每股分红不低于2019年。

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2：本次股权激励成本测算



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4. 投资建议：

公司传统业务谋转型，报销和金融业务快速增长，公司推出期权及限制性股票激励计划草案已经出台，彰显公司对未来发展的信心，公司 2017 年以来金融及租赁平台逐步进入扩张阶段，未来业绩有望实现稳健增长，我们预计公司 2017-2019 年净利润约为 1.16 亿、1.31 亿、1.52 亿，对应 EPS 为 0.60、0.68 和 0.79 元，对应 PE 为 37X、33X 和 28X，首次覆盖，给予“买入”评级，六个月目标价 32.5 元。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	773.00	242.74	850.92	889.07	996.36
应收账款	39.99	42.91	91.92	44.11	52.93
预付账款	0.36	1.01	1.51	5.20	1.99
存货	1.41	0.03	1.40	3.83	0.90
其他	220.23	918.96	426.65	522.02	622.77
<b>流动资产合计</b>	<b>1,034.99</b>	<b>1,205.64</b>	<b>1,372.40</b>	<b>1,464.22</b>	<b>1,674.96</b>
长期股权投资	3.60	10.16	10.16	10.16	10.16
固定资产	13.96	10.85	10.15	9.45	8.76
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	3.83	5.22	5.22	5.07	4.76
其他	29.10	27.73	19.83	15.40	11.39
<b>非流动资产合计</b>	<b>50.49</b>	<b>53.96</b>	<b>45.37</b>	<b>40.09</b>	<b>35.07</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,085.48</b>	<b>1,259.60</b>	<b>1,417.77</b>	<b>1,504.31</b>	<b>1,710.03</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	9.30	28.31	15.15	82.03	41.89
其他	155.12	129.06	210.88	122.95	248.14
<b>流动负债合计</b>	<b>164.42</b>	<b>157.36</b>	<b>226.03</b>	<b>204.98</b>	<b>290.03</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	1.42	0.47	0.63	0.84
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>1.42</b>	<b>0.47</b>	<b>0.63</b>	<b>0.84</b>
<b>负债合计</b>	<b>164.42</b>	<b>158.78</b>	<b>226.50</b>	<b>205.61</b>	<b>290.87</b>
少数股东权益	5.05	75.14	69.68	62.45	56.33
股本	192.06	192.06	193.02	193.02	193.02
资本公积	272.36	273.67	273.67	273.67	273.67
留存收益	723.96	832.03	928.56	1,043.23	1,169.81
其他	(272.36)	(272.08)	(273.67)	(273.67)	(273.67)
<b>股东权益合计</b>	<b>921.06</b>	<b>1,100.82</b>	<b>1,191.26</b>	<b>1,298.70</b>	<b>1,419.16</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,085.48</b>	<b>1,259.60</b>	<b>1,417.77</b>	<b>1,504.31</b>	<b>1,710.03</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	114.07	106.45	115.67	131.21	152.15
折旧摊销	9.87	10.91	1.69	1.85	2.01
财务费用	(29.34)	(5.77)	(6.22)	(9.89)	(10.72)
投资损失	(8.26)	(25.50)	(13.00)	(13.00)	(13.00)
营运资金变动	15.96	(1,119.18)	517.64	(70.03)	(14.45)
其它	42.19	702.41	(5.46)	(7.23)	(6.12)
<b>经营活动现金流</b>	<b>144.50</b>	<b>(330.69)</b>	<b>610.32</b>	<b>32.90</b>	<b>109.87</b>
资本支出	8.83	8.27	1.95	0.84	0.79
长期投资	(0.18)	6.56	0.00	0.00	0.00
其他	(74.02)	(307.01)	9.51	11.04	11.48
<b>投资活动现金流</b>	<b>(65.37)</b>	<b>(292.18)</b>	<b>11.46</b>	<b>11.89</b>	<b>12.26</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	27.72	7.46	5.79	10.10	10.94
其他	(22.09)	85.14	(19.38)	(16.74)	(25.78)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>5.63</b>	<b>92.60</b>	<b>(13.59)</b>	<b>(6.64)</b>	<b>(14.84)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>84.76</b>	<b>(530.26)</b>	<b>608.18</b>	<b>38.15</b>	<b>107.29</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>641.46</b>	<b>598.35</b>	<b>789.82</b>	<b>868.80</b>	<b>955.69</b>
营业成本	36.67	39.08	56.87	156.38	176.80
营业税金及附加	7.98	7.50	12.14	11.68	13.17
营业费用	372.15	344.85	455.21	500.73	550.80
管理费用	129.97	111.55	160.03	86.88	76.45
财务费用	(27.48)	(4.31)	(6.22)	(9.89)	(10.72)
资产减值损失	1.12	4.86	2.55	2.84	3.42
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.26	25.50	13.00	13.00	13.00
其他	(16.52)	(51.01)	(26.01)	(26.01)	(26.01)
<b>营业利润</b>	<b>129.31</b>	<b>120.32</b>	<b>122.26</b>	<b>133.18</b>	<b>158.76</b>
营业外收入	16.48	13.74	16.04	15.42	15.07
营业外支出	4.89	1.18	2.16	2.74	2.03
<b>利润总额</b>	<b>140.90</b>	<b>132.88</b>	<b>136.13</b>	<b>145.85</b>	<b>171.80</b>
所得税	26.83	26.44	25.92	21.88	25.77
<b>净利润</b>	<b>114.07</b>	<b>106.45</b>	<b>110.21</b>	<b>123.98</b>	<b>146.03</b>
少数股东损益	(12.27)	(1.91)	(5.46)	(7.23)	(6.12)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>126.34</b>	<b>108.35</b>	<b>115.67</b>	<b>131.21</b>	<b>152.15</b>
每股收益(元)	0.66	0.56	0.60	0.68	0.79

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	34.71%	-6.72%	32.00%	10.00%	10.00%
营业利润	-21.27%	-6.95%	1.61%	8.93%	19.21%
归属于母公司净利润	-16.05%	-14.24%	6.75%	13.44%	15.96%
<b>获利能力</b>					
毛利率	94.28%	93.47%	92.80%	82.00%	81.50%
净利率	19.70%	18.11%	14.64%	15.10%	15.92%
ROE	13.79%	10.56%	10.31%	10.61%	11.16%
ROIC	85.48%	78.46%	11.30%	32.66%	31.90%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.15%	12.61%	15.98%	13.67%	17.01%
净负债率	-60.48%	-55.28%	-7.05%	-48.08%	-48.16%
流动比率	6.29	7.66	6.07	7.14	5.78
速动比率	6.29	7.66	6.07	7.12	5.77
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	12.34	14.44	11.72	12.77	19.70
存货周转率	909.03	833.18	1,107.61	332.28	404.13
总资产周转率	0.64	0.51	0.59	0.59	0.59
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.66	0.56	0.60	0.68	0.79
每股经营现金流	0.75	-1.72	3.18	0.17	0.57
每股净资产	4.77	5.34	5.81	6.40	7.06
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.98	39.62	37.30	32.88	28.35
市净率	4.69	4.19	3.85	3.49	3.17
EV/EBITDA	81.87	44.30	29.84	27.75	22.41
EV/EBIT	85.72	46.15	30.28	28.16	22.72

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com