

报告类型 / 公司深度报告

**推荐**

上次评级: 谨慎推荐

## 三六五网深度研究报告

房地产网络营销行业面临快速增长的机遇

### 报告摘要:

三六五网主要依托自主开发、运营的第三方房地产家居网络营销服务平台(365地产家居网)开展房地产和家居行业网络营销服务,业务范围覆盖南京、苏州、无锡、常州、合肥、芜湖、杭州等8个城市,是长三角地区房地产家居网络营销服务行业龙头。与传统营销相比,网络营销的性价比更高,房地产和家居产品具有地域性和价值量大的特点,使得网络规模经济效应在房地产家居网络营销行业大打折扣。

我国房地产家居网络营销行业已经进入了快速发展阶段,商业模式基本成熟,未来行业增长空间和驱动因素主要来自两方面:一是网络营销对报纸、电视等传统营销方式的替代,随着互联网渗透率提高,房地产广告从线下向线上转移是必然趋势;二是随着人口增长和城市化水平的提高,我国房地产销售面积不断增长,促进房地产营销行业整体市场规模不断扩大。

三六五网的竞争优势主要体现在用户粘性高和管理团队经验丰富。与行业龙头搜房网相比,三六五网覆盖城市数目约为搜房网的四十四分之一,营业收入规模约为搜房网的十分之一,单城平均收入显著高于搜房网。公司四位实际控制人均出身于政府房屋管理部门,在房地产销售行业经验丰富。

预计公司2012-2014年每股收益分别为1.80元、2.32元、2.94元,相对于目前股价市盈率分别为25倍、19倍、15倍,看好房地产网络营销行业的发展前景,给予推荐评级。

风险提示:房地产市场调控风险、市场竞争风险。

### 股票数据

2012/9/21

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 45.06       |
| 12个月股价区间(元) | 38.01~59.80 |
| 总市值(百万元)    | 2,404       |
| 总股本(百万股)    | 53          |
| A股(百万股)     | 53          |
| B股/H股(百万股)  | 0/0         |
| 日均成交量(百万股)  | 0           |

### 历史收益率曲线



|        |      |     |     |
|--------|------|-----|-----|
| 涨跌幅(%) | 1M   | 3M  | 12M |
| 绝对收益   | -11% | 2%  | 0%  |
| 相对收益   | -6%  | 15% | 21% |

### 相关报告

《三六五网中报点评:行业景气度高,关注异地复制》

2012-8-08

| 财务摘要(百万元) | 2010A  | 2011A  | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 149    | 230    | 303    | 382    | 483    |
| (+/-)%    | 49.29% | 54.43% | 31.77% | 26.42% | 26.32% |
| 归属母公司净利润  | 49     | 72     | 96     | 124    | 157    |
| (+/-)%    | 56.88% | 47.55% | 32.90% | 28.59% | 27.03% |
| 每股收益(元)   | 1.23   | 1.81   | 1.80   | 2.32   | 2.94   |
| 市盈率       | 37     | 25     | 25     | 19     | 15     |
| 市净率       | 13     | 8      | 8      | 6      | 4      |
| 净资产收益率(%) | 36.05% | 37.61% | 33.32% | 30.00% | 27.59% |
| 股息收益率(%)  | —      | —      | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
| 总股本(百万股)  | 40     | 40     | 53     | 53     | 53     |

证券分析师: 耿云

执业证书编号: S0550511080003  
(021)20361136 gengy@nesc.cn

## 目 录

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| <b>1. 公司概况</b>                    | <b>3</b>  |
| 1.1. 主营业务概述                       | 3         |
| 1.2. 股权结构                         | 3         |
| 1.3. 财务概况：持续增长                    | 4         |
| <b>2. 行业分析：房地产家居网络营销行业处于快速增长期</b> | <b>5</b>  |
| 2.1. 与传统营销相比，网络营销的性价比更高           | 5         |
| 2.2. 我国房地产家居网络营销行业处于快速增长阶段        | 5         |
| 2.3. 关键驱动因素分析                     | 6         |
| 2.3.1. 网络营销对传统营销的替代               | 7         |
| 2.3.2. 房地产销量不断增长                  | 9         |
| 2.3.3. 美国在线房产市场仍然在快速增长            | 10        |
| 2.4. 竞争格局分析：强者通吃不明显；竞争激烈未形成垄断     | 11        |
| 2.4.1. 强者通吃效应并不显著                 | 11        |
| 2.4.2. 市场竞争激烈，但尚未形成垄断格局           | 11        |
| <b>3. 公司分析</b>                    | <b>12</b> |
| 3.1. 盈利模式及收入构成分析                  | 12        |
| 3.2. 核心竞争优势分析                     | 14        |
| 3.2.1. 精耕细作，用户黏性高                 | 14        |
| 3.2.2. 管理团队优势                     | 15        |
| 3.3. 发展方向：横向复制、纵向深入               | 15        |
| 3.3.1. 横向复制：机会在中西部地区、二三线城市        | 15        |
| 3.3.2. 纵向深入：不断拓宽产品线               | 16        |
| <b>4. 风险分析</b>                    | <b>16</b> |
| 4.1. 房地产市场风险                      | 16        |
| 4.2. 市场竞争风险                       | 17        |
| <b>5. 盈利预测及投资建议</b>               | <b>17</b> |

## 1. 公司概况

### 1.1. 主营业务概述

三六五网成立于 2006 年，主要依托自主开发、运营的第三方房地产家居网络营销服务平台（365 地产家居网）开展房地产和家居行业网络营销服务，主营业务具体包括新房网络营销服务、二手房网络营销服务、家居网络营销服务以及研究咨询业务。公司业务范围覆盖南京、苏州、无锡、常州、合肥、芜湖、杭州等 8 个城市，是长三角地区房地产家居网络营销服务行业龙头。公司主要竞争对手包括：搜房网、安居客等垂直性房地产家居营销网站和搜狐焦点、新浪房产等门户网站的房产板块。与行业龙头搜房网相比较，2011 年搜房网净利润约为 6.39 亿元人民币，覆盖城市 314 个，三六五网净利润约为 0.72 亿元人民币，覆盖城市 8 个。三六五网利润规模和覆盖城市较少，但单城平均利润水平高于搜房网。

### 1.2. 股权结构

自然人胡光辉、刑炜、章海林、李智为公司的共同实际控制人，分别持有上市公司 18.50%、11.40%、6.93%、4.88%的股权，此外，胡光辉和刑炜通过网景投资分别间接持有公司 2.04%和 0.53%的股权。

四人均均为公司的核心管理层成员，实际控制公司的生产经营活动，持股 11.64%的第二大股东陕西华商传媒集团有限责任公司对本公司仅做财务性投资，不参与公司的实际经营。

**表 1：三六五网主要股东持股情况和职务**

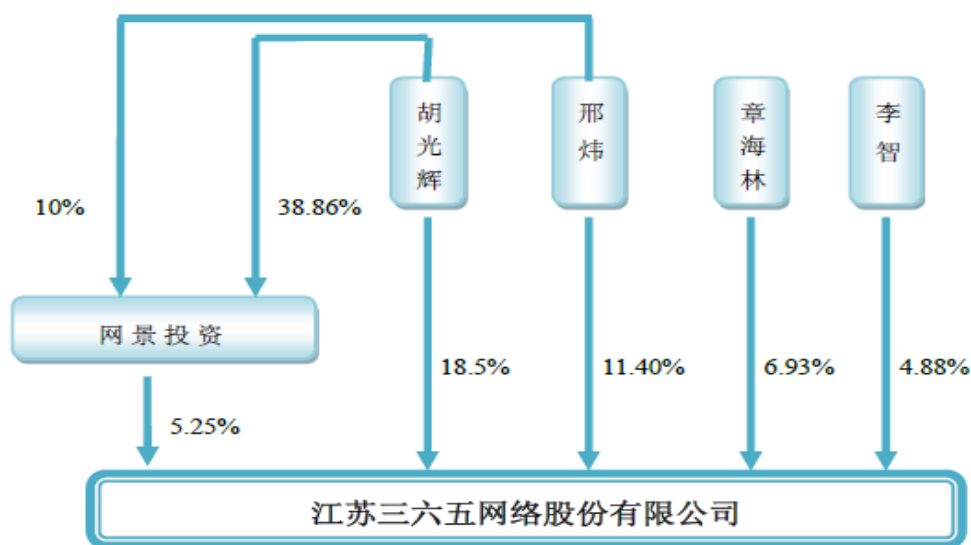
| 姓名  | 职务            | 分管工作                 | 持股比例                   |
|-----|---------------|----------------------|------------------------|
| 胡光辉 | 董事长           | 制定公司总体发展战略           | 直接持股 18.50%，间接持股 2.04% |
| 刑炜  | 总经理、财务总监      | 总揽日常经营管理工作，并负责财务管理工作 | 直接持股 11.40%，间接持股 0.53% |
| 章海林 | 副总经理、苏州分公司总经理 | 负责苏州分公司日常经营管理工作      | 直接持股 6.93%             |
| 李智  | 副总经理          | 负责公司研究咨询工作           | 直接持股 4.88%             |

资料来源：公司公告、东北证券

四人于 2007 年 8 月 31 日签署《一致行动协议》，约定共同实施对公司的管理和控制，在重大决策之前须达成一致意见；2009 年 8 月 31 日签署《一致行动补充协议》，将四人共同控制的时间延长至公司上市后 3 年内有效。

公司四位实际控制人均出身于政府房屋管理部门，在房地产销售行业经验丰富。胡光辉曾任南京市房产管理局产权市场处科长，刑炜曾任南京市房产管理局产权市场处副科长，章海林曾任苏州金阊区房管局秘书，李智曾任南京市房产管理局产权市场处市场服务部副科长。

图 1: 三六五网股权结构

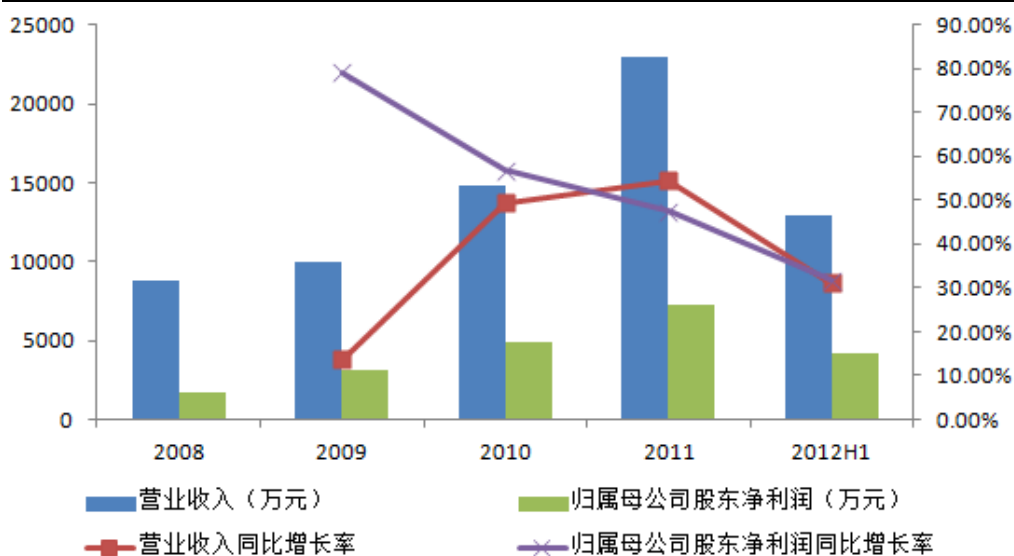


数据来源: 公司公告、东北证券

### 1.3. 财务概况: 持续增长

公司 2008 年至 2012 年上半年营业收入和利润均保持了较快增速, 2009 年、2010 年、2011 年营业收入分别同比增长 13.74%、49.29%、54.43%, 归属母公司股东净利润分别同比增长了 79.13%、56.88%、47.55%。2012 年上半年, 公司实现营业收入 1.30 亿元, 同比增长 31.06%, 实现归属于母公司股东的净利润 0.42 亿元, 同比增长 31.83%。

图 2: 2008 年至 2012 年上半年三六五网营业收入和净利润持续增长



数据来源: 公司公告、东北证券

从收入构成来说, 网络营销业务是公司最主要的收入来源, 2009-2011 年营业收入占比逐年提高, 2011 年网络营销业务营业收入占比高达 97.65%。

表 2: 2009-2011 年三六五网营业收入构成

| 项目     | 2009 年  |        | 2010 年   |        | 2011 年   |        |
|--------|---------|--------|----------|--------|----------|--------|
|        | 金额 (万元) | 占比 (%) | 金额 (万元)  | 占比 (%) | 金额 (万元)  | 占比 (%) |
| 网络营销业务 | 8844.75 | 88.82  | 13709.72 | 92.21  | 22419.95 | 97.65  |
| 线下业务   | 1113.70 | 11.18  | 1157.47  | 7.79   | 538.79   | 2.35   |
| 营业收入合计 | 9958.45 | 100.00 | 14867.19 | 100.00 | 22958.74 | 100.00 |

资料来源: 公司公告、东北证券

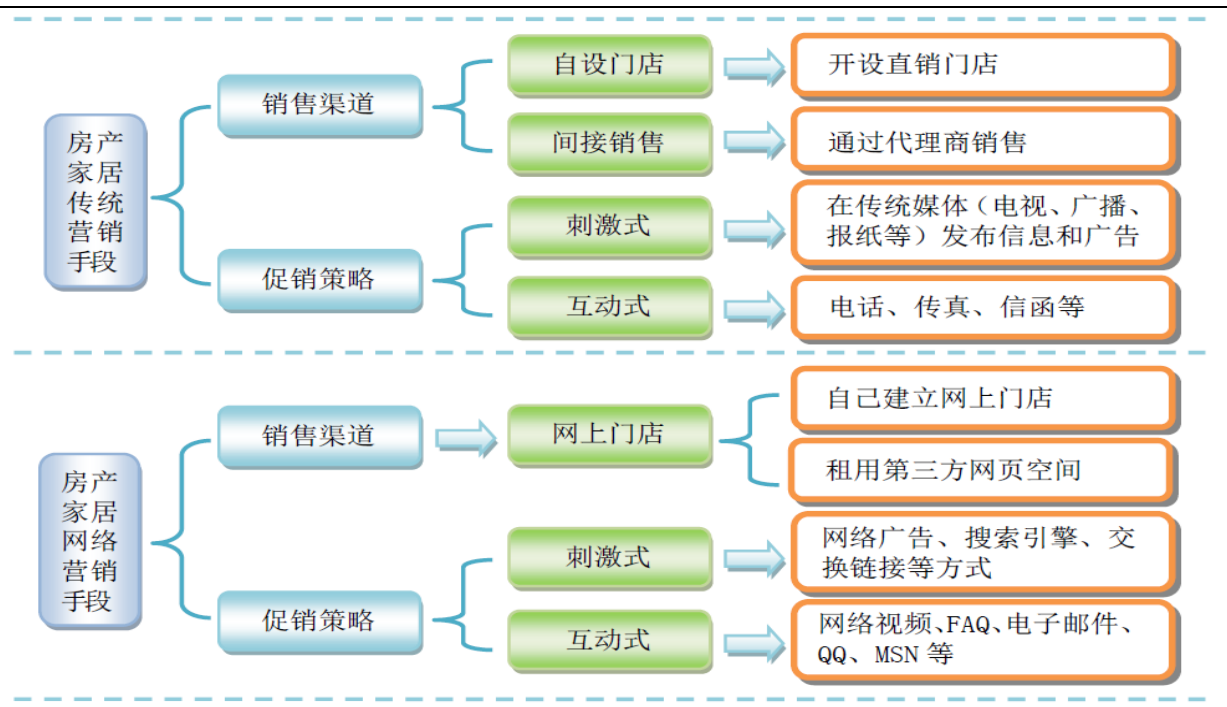
## 2. 行业分析: 房地产家居网络营销行业处于快速增长期

### 2.1. 与传统营销相比, 网络营销的性价比更高

就房地产家居行业的营销而言, 网络营销与传统营销的差异主要体现在销售渠道和销售策略方面。就销售渠道来说, 传统营销的销售渠道主要采用实体门店的方式, 包括直销和代理销售两种模式; 网络营销的销售渠道主要是网上商店, 自建网站或通过第三方网络营销服务平台进行销售。从促销策略来说, 传统营销主要是通过报纸、电视等传统媒体进行广告宣传或者是采用打电话、邮寄广告单等方式; 网络营销主要是通过互联网广告、电子邮件、即时通讯工具 (QQ、MSN、飞信) 等方式进行促销和推广。

从营销成本来说, 网络广告和电子邮件、即时通讯工具等显然比电视广告、报纸广告等传统方式更便宜; 从营销效果来说, 互联网覆盖的人群更广、信息反馈更快。与传统营销相比, 网络营销的性价比更高。

图 3: 房地产家居传统营销手段与网络营销手段的区别



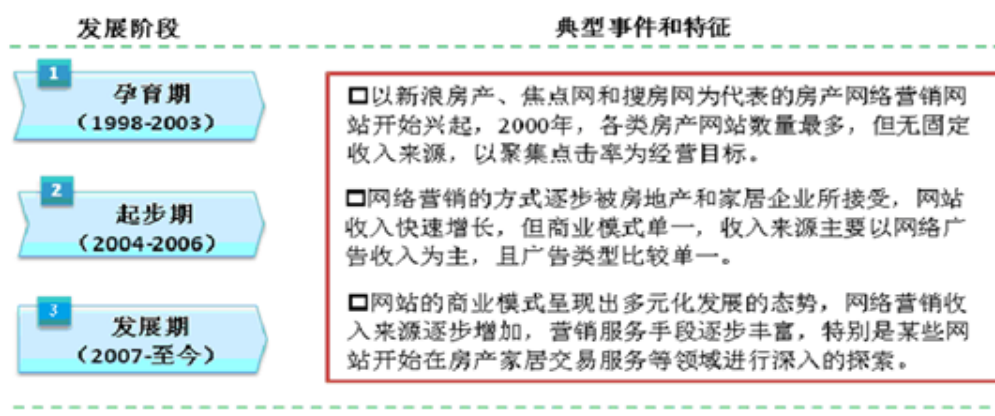
数据来源: 公司公告、东北证券

### 2.2. 我国房地产家居网络营销行业处于快速增长阶段

我国房地产家居网络营销行业兴起于 1990 年代末, 经历十几年的发展, 经过

了最初的孕育期和起步期，已经进入了快速发展阶段，商业模式不断丰富。北京、上海、广州、深圳等一线城市的互联网普及率较高，房地产家居网络营销的商业模式已经较为成熟，购房者和房地产公司对网络营销方式的接受度较高，而在中西部地区、二三线城市和中小城镇，通过互联网进行房地产家居营销才刚刚开始。将已经在一线城市发展成熟的商业模式复制到二三线城市和中小城镇是房地产家居网络营销行业未来发展的主要方向之一。

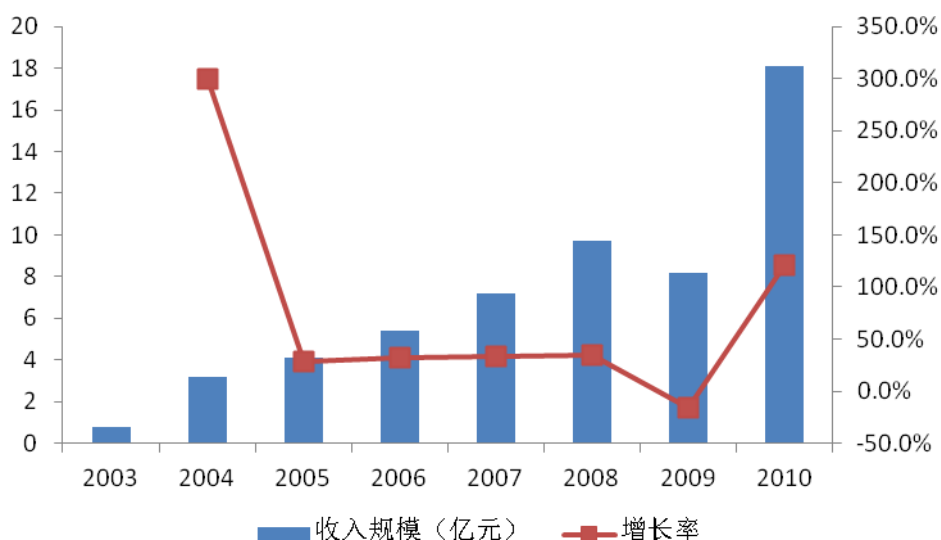
图 4：我国房产家居网络营销服务行业发展阶段



数据来源：公司招股书、东北证券

根据艾瑞咨询的统计数据，2003 年至 2010 年我国房地产网络广告收入从 0.8 亿元迅速上升至 18.1 亿元，7 年时间上涨了 21.63 倍，年复合增长率高达 56.14%。

图 5：我国房产网络广告收入 2003-2010 年增长情况



数据来源：艾瑞咨询、公司招股书、东北证券

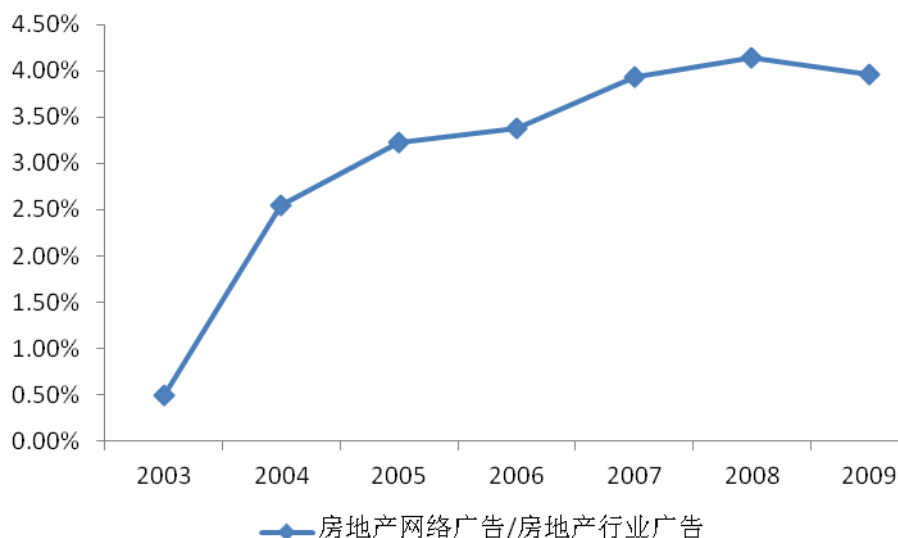
### 2.3. 关键驱动因素分析

我国房地产网络营销行业的增长空间和驱动因素主要来自两方面：一是网络营销对报纸、电视等传统营销方式的替代，房地产广告从线下向线上转移是必然趋势；二是随着人口增长和城市化水平的提高，我国房地产销售面积不断增长，促进房地产营销行业整体市场规模不断扩大。

### 2.3.1. 网络营销对传统营销的替代

目前我国房地产行业的营销支出仍主要集中在传统媒体和传统营销方式，网络营销所占比例仍然很低，有很大的提高空间。根据 CEIC 和艾瑞咨询的数据，2009 年我国房地产网络广告占房地产行业广告的收入比例仅为 4% 左右。

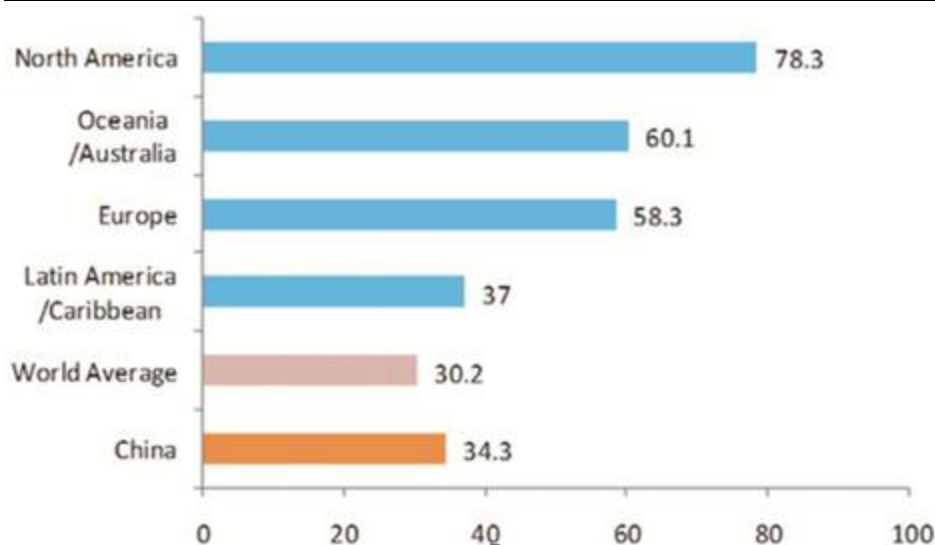
图 6: 2003-2009 年我国房地产网络广告占房地产行业广告收入比例变化



数据来源: CEIC、艾瑞咨询、东北证券

决定网络营销对传统营销替代速度的一个核心因素是互联网渗透率、普及率的提高。在互联网普及率较高的发达国家，网络营销已经成为房产销售的主流方式。根据美国全国房地产经纪人协会的统计数据,美国 80% 的购房者通过互联网寻找住房, 72% 的房地产公司通过互联网进行房屋销售。

图 7: 世界互联网普及率情况图

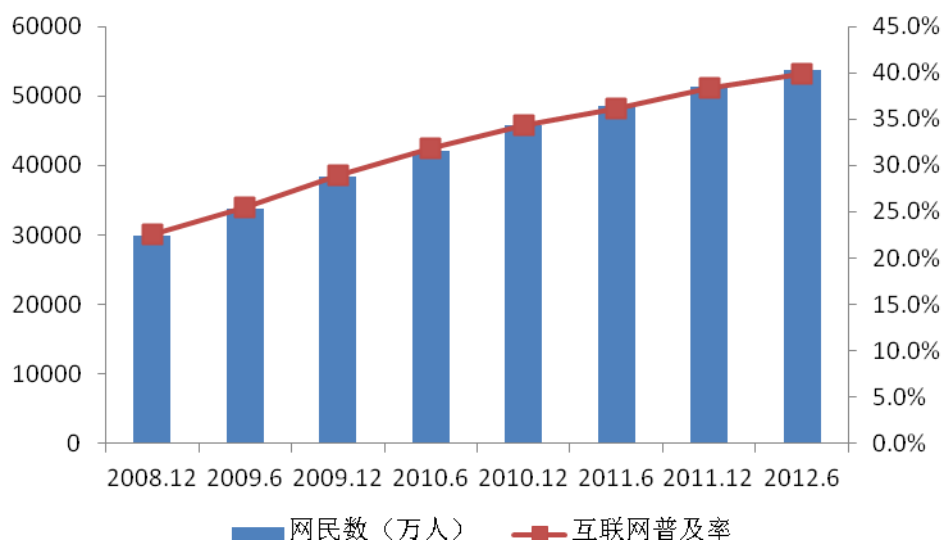


数据来源: Internet World Stats 中国互联网信息中心

根据 CNNIC 的数据,截止到 2012 年 6 月底,中国网民数量达到 5.38 亿元,互

联网普及率为 39.9%。自 2011 年以来,我国网民增长开始逐渐放缓,网民增长进入了一个相对平稳的几段,互联网在易转化人群和发达地区居民中的普及率已经达到较高水平。其中 20-49 岁网民数量占比高达 67.7%,月收入超过 3000 元人民币的网民比例约为 26%,说明具备房产消费需求和消费能力的网民已经越来越多,形成了一定规模。他们对房地产网络营销的接受度更高也更习惯于在互联网上获取信息,这部分人群是房地产网络营销行业最主要的用户群体。一方面,随着互联网渗透率的进一步提高和居民收入水平的提高,房地产网络营销行业的用户群体会不断扩大;另一方面,如前所述,互联网营销的“性价比”比传统营销方式更高,消费者的使用习惯发生变化后,广告主也更乐于投放互联网广告。

图 8: 我国网民人数变化和互联网普及率增长情况



数据来源: CNNIC、东北证券

图 9: 我国网民年龄结构



数据来源: CNNIC、东北证券

图 10: 我国网民收入结构



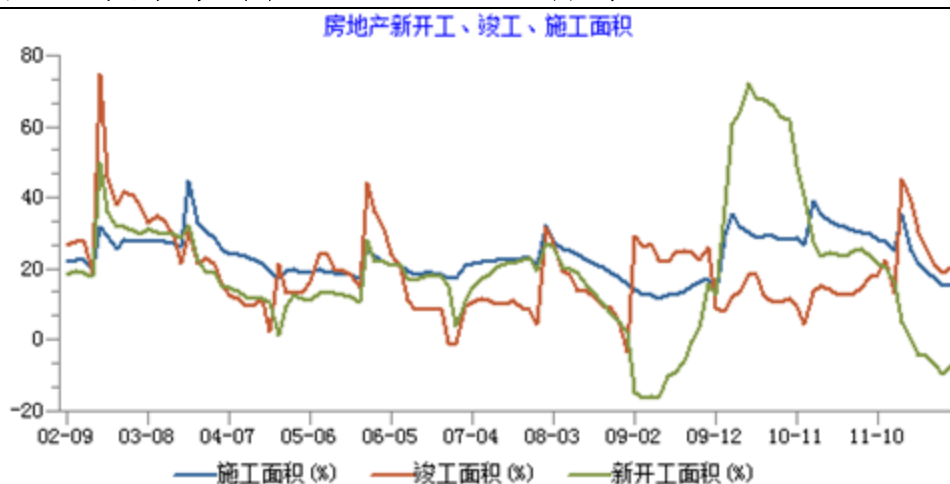
数据来源: CNNIC、东北证券

### 2.3.2. 房地产销量不断增长

房地产行业的增长是影响房地产网络营销市场规模增长的另一个关键因素。房地产行业的不断增长将扩大房间销售市场基数，进而为房地产网络营销市场带来更大的发展空间。

城市化进程推动我国房地产行业不断增长，房地产行业增速受宏观经济景气度和政策调控影响较大，房地产新开工面积 2009 年初和 2012 年初出现了负增长，但房地产竣工面积和施工面积十年来基本维持正增长。

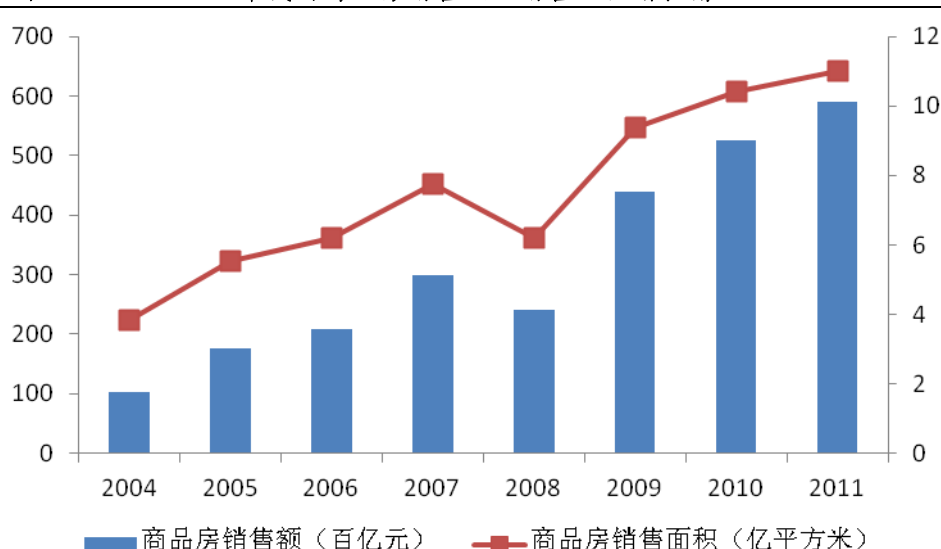
图 11: 我国房地产新开工、竣工、施工面积增长情况



数据来源：WIND、东北证券

具体到商品房销售情况来看，根据国家统计局的数据，2004-2011 年我国商品房销售面积和销售额仅在 2008 年金融危机期间出现了负增长，其他年份均实现了正增长。2011 年，全国商品房销售面积 10.99 亿平方米，比上年同期增长 4.9%，增速比上年回落 5.7 个百分点；商品房销售额 59119 亿元，同比增长 12.1%，增速比上年回落 6.8 个百分点。

图 12: 2004-2011 年我国商品房销售额、销售面积增长情况



数据来源：国家统计局、东北证券

我国商品房销售的另一个特点是中西部地区增长较快。根据国家统计局的数据：2011 年，东部地区商品房销售面积 5.11 亿平方米，比上年增长 0.1%，增速比 1-11 月回落 4.6 个百分点；销售额 34628 亿元，增长 3.8%，增速回落 4.3 个百分点。中部地区商品房销售面积 2.93 亿平方米，增长 11.3%，增速回落 2.8 个百分点；销售额 11895 亿元，增长 29.4%，增速回落 2.9 个百分点。西部地区商品房销售面积 2.96 亿平方米，增长 8.0%，增速回落 2.7 个百分点；销售额 12596 亿元，增长 23.9%，增速回落 4.4 个百分点。

综合互联网渗透率和商品房销售的情况来看，一个明显的趋势是我国房地产网络营销行业将有机会在发达程度较落后的中西部地区实现快速复制。

### 2.3.3. 美国在线房产市场仍然在快速增长

美国房地产行业已经较为成熟，互联网渗透率也已经达到很高的水平，但美国在线房地产营销行业仍然有巨大的发展空间，处于快速增长阶段。美国在线房地产行业主要的市场空间来自线上业务对线下业务的替代，用户买卖、租售房屋时获取信息的方式正迅速地从线下转到线上，所以在线房产服务市场的前景很好。根据在线房地产市场公司 Trulia 的招股书，美国房地产经纪人协会（National Association of Realtors）2011 年 11 月的一份调查显示，88% 的购房者通过在线方式寻找房源，通过手机寻找房源的人也越来越多。《The Real Estate Book》2012 年的一项用户调查显示，52% 的受访者通过手机寻找房源，剩下还未使用手机寻找房源的用户中也有 85% 的人表示考虑使用手机寻找房源。

Zillow、Realtor 和 Trulia 是美国在线房地产市场的主要竞争者，他们提供的服务内容都是为购房者提供房源及相关信息查询，网站影响力和流量相近。

表 3: 谷歌网站流量排名-2012 年 8 月

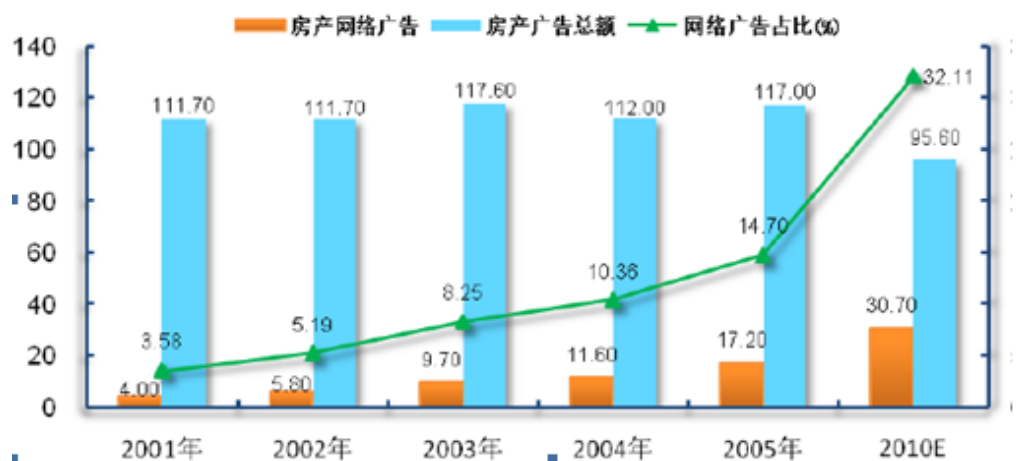
| 排名  | 网站          | UV         | PV          |
|-----|-------------|------------|-------------|
| 427 | zillow.com  | 11,000,000 | 450,000,000 |
| 472 | realtor.com | 9,900,000  | 360,000,000 |
| 596 | trulia.com  | 8,200,000  | 400,000,000 |

资料来源：《i 美股投资研报-美国在线房产服务商 Trulia》

美国房产网络广告市场规模占房地产广告总额的比率显著高于我国，2009 年美国房产网络广告市场规模占比约为 15%，我国同期水平仅为 4% 左右，相当于美国 2001 年的水平。

美国房地产市场相对成熟，在线房地产业务以二手房交易业务为主，我国目前仍是以新房相关业务为主，随着房地产市场的逐渐成熟和二手房交易的逐渐规范，二手房交易业务也将是房地产网络营销行业发展的重要市场。

图 13: 2001-2010 年美国网络广告市场规模及占比情况



数据来源：公司招股书、东北证券

## 2.4. 竞争格局分析：强者通吃不明显；竞争激烈未形成垄断

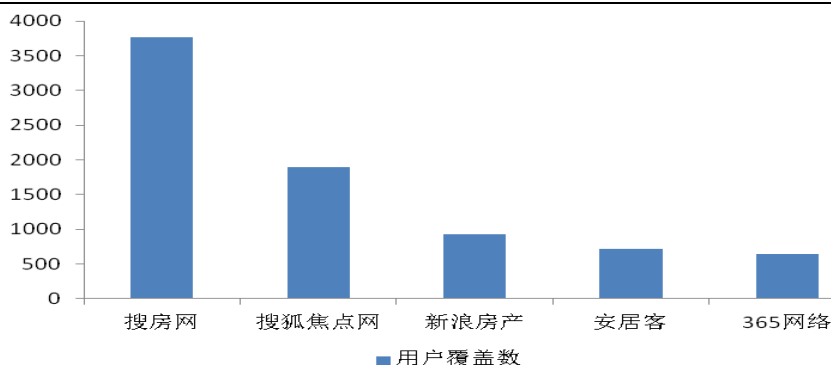
### 2.4.1. 强者通吃效应并不显著

与其他互联网细分行业一样，房地产家居网络营销服务行业也具有较强的网络规模经济壁垒，但它并不像其他网络服务行业那样明显，其主要原因是房地产和家居产品具有地域性和价值量大的特点，使得网络规模经济效应在本行业大打折扣。地域性：房地产与一般商品最大的不同是不可移动和不可复制，因此房地产营销业务也基本以区域或者城市为单位开展，增强用户粘性的业务论坛更是具体到某一具体楼盘，每个城市的站点类似于局域网，在一个城市的市场占有率优势没办法整体平移另一个城市。目前我国仅北京、上海、广州、深圳、南京、杭州等一线城市房地产网络营销市场覆盖率较高，二三线城市仍有很大的发展空间。价值量大：房地产一般是家庭最高数额的消费，消费者购买前通常需要花费几个月的时间做各种层次的市场调查，不会仅在一家网站上查询信息。在房地产网络营销比中国领先十几年的美国，也同时存在 Zillow 和 Trulia 等多家房地产信息网站。

### 2.4.2. 市场竞争激烈，但尚未形成垄断格局

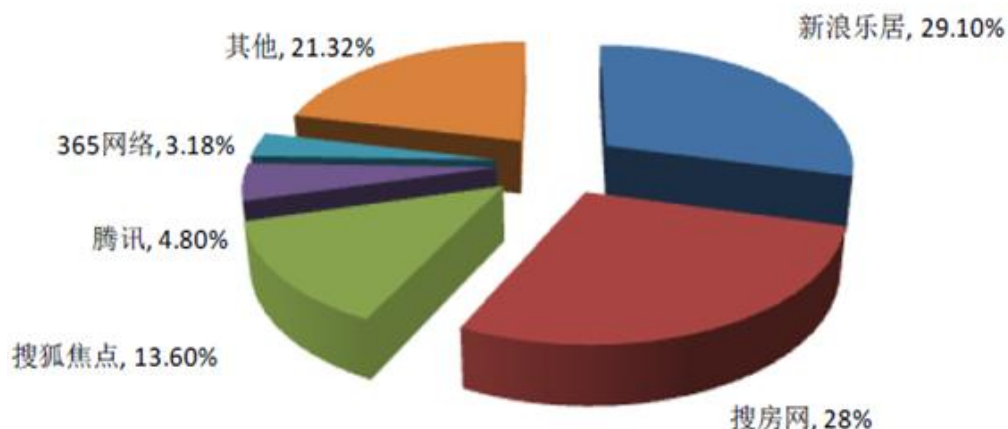
我国房地产家居网络营销行业市场参与者众多，竞争激烈，已经出现了搜房网、新浪乐居、搜狐焦点等覆盖城市较多的行业龙头，但未形成稳定的垄断格局，三六五网仍有上升空间。

图 14: 我国房产网站用户覆盖数排名情况



数据来源：公司招股书、东北证券

图 15: 我国 2010 年房地产网络广告市场份额



数据来源: 公司招股书、东北证券

表 4: 我国房产家居网络营销行业主要公司

|             | 三六五网                                                        | 新浪乐居                                      | 搜狐焦点                                      | 搜房网                                                         | 安居客                                                          |
|-------------|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| 平台类型        | 垂直类专业网站, 专业从事房地产家居网络营销服务, 与门户网站的房地产频道相比, 能提供更专业的服务, 网站访问量更高 | 依托综合门户网站, 服务趋向于多元化, 与垂直类房地产网站存在一定的并购或合作关系 | 依托综合门户网站, 服务趋向于多元化, 与垂直类房地产网站存在一定的并购或合作关系 | 垂直类专业网站, 专业从事房地产家居网络营销服务, 与门户网站的房地产频道相比, 能提供更专业的服务, 网站访问量更高 | 垂直类专业网站, 专业从事房地产家居网络营销服务, 与综合门户的房地产频道相比, 能提供更专业的服务, 网站访问量较高。 |
| 所服务的下游传统行业  | 新房、二手房、家居                                                   | 新房、二手房、家居                                 | 新房、二手房、家居                                 | 新房、二手房、家居                                                   | 二手房                                                          |
| 成立时间        | 2006 年                                                      | 1998 年                                    | 1999 年                                    | 1999 年                                                      | 2007 年                                                       |
| 业务起源地       | 南京                                                          | 北京                                        | 北京                                        | 北京                                                          | 上海                                                           |
| 收入与利润规模较大地区 | 南京                                                          | 北京、上海                                     | 北京                                        | 北京、上海                                                       | 上海                                                           |
| 商业模式经营策略    | 谨慎扩张                                                        | 快速扩张                                      | 快速扩张                                      | 快速扩张                                                        | 谨慎扩张                                                         |
| 已设站点        | 8                                                           | 120                                       | 71                                        | 314                                                         | 25                                                           |

资料来源: 公司招股书、东北证券

### 3. 公司分析

#### 3.1. 盈利模式及收入构成分析

公司的盈利模式是通过网站平台向消费者提供产品信息、行业资讯等免费服务聚集人气, 再通过向房地产开发商、二手房中介、建材和家居生产商等企业机构提供广告、会员服务、增值服务等收费服务, 获取收益。此外公司也向政府部门及房地产开发商提供收费的研究咨询服务。

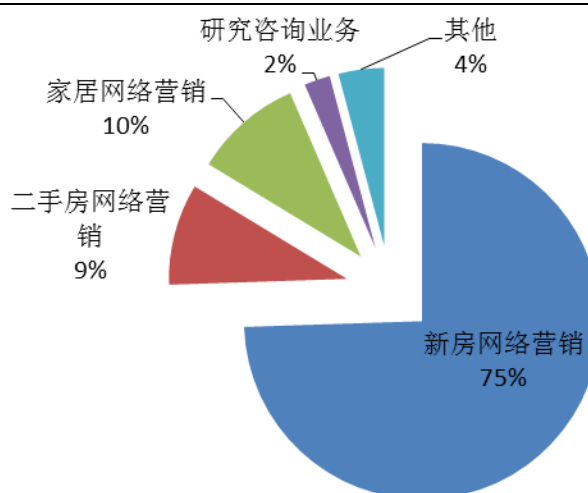
表 5: 三六五网主要业务模式

| 服务名称      | 服务对象                 | 服务内容                                                                    | 收费模式                                                                     |
|-----------|----------------------|-------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 新房网络营销服务  | 房地产开放商               | (1) 信息发布、网络广告等网络营销基础服务; (2) 楼盘推荐、团购等网络营销增值服务; (3) 整合式网络营销服务             | (1) 基础服务主要收取网络广告费; (2) 增值服务一般不收费, 与基础服务一起搭配使用; (3) 整合式网络营销服务以综合服务费的方式收取。 |
| 二手房网络营销服务 | 二手房源提供者 (房产中介、企业、个人) | (1) 租售宝会员服务; (2) 房源信息发布、广告推广等网络营销基础服务; (3) 培训服务等网络营销增值服务。               | (1) 租售宝会员服务收取会员费; (2) 基础服务主要收取网络广告费; (3) 增值服务一般不收费, 与基础服务和会员服务搭配使用       |
| 家居网络营销服务  | 建材和家居生产商和销售商、装饰公司    | (1) 家居宝会员服务; (2) 产品和服务信息发布、广告推广等网络营销基础服务; (3) 网络营销顾问服务、推荐商家服务等网络营销增值服务。 | (1) 家居宝会员服务收取会员费; (2) 基础服务主要收取网络广告费; (3) 增值服务一般不收费, 与基础服务和会员服务搭配使用。      |
| 研究咨询      | 房地产开发商、政府相关部门        | 研究咨询主要包括基础研究服务、市场调研服务、咨询服务等。                                            | 研究咨询服务形式一般为提供咨询报告、收取报告编写费                                                |

资料来源: 公司招股书、东北证券

从收入构成来说, 公司以线上业务为主要收入来源, 其中新房网络营销是线上业务收入构成中占比最大的一部分业务。2011 年, 公司新房网络营销业务收入占总营业收入的 74.49%。

图 16: 三六五网主营业务结构



数据来源: 公司招股书、东北证券

从区域分布来看, 公司从南京起家, 到目前为止, 南京仍然是营业收入最高的城市, 但随着公司扩张的进行和其他城市业务的迅速发展, 南京的主营业务收入占比正在不断下降, 从 2009 年的 67.88% 下降至 2011 年的 53.14%。

表 6: 三六五网城市收入结构变化

| 地区 | 2009 年度   |        | 2010 年度   |        | 2011 年度   |        |
|----|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
|    | 营业收入 (万元) | 占比 (%) | 营业收入 (万元) | 占比 (%) | 营业收入 (万元) | 占比 (%) |
| 南京 | 6759.51   | 67.88  | 9203.21   | 61.90  | 12201.24  | 53.14  |
| 合肥 | 958.67    | 9.63   | 2052.14   | 13.80  | 3958.26   | 17.24  |
| 苏州 | 922.43    | 9.26   | 1108.34   | 7.45   | 1651.92   | 7.20   |
| 无锡 | 600.77    | 6.03   | 1119.41   | 7.53   | 1845.84   | 8.04   |
| 芜湖 | 385.75    | 3.87   | 724.64    | 4.87   | 1775.05   | 7.73   |
| 杭州 | 331.32    | 3.33   | 413.79    | 2.78   | 953.83    | 4.15   |
| 常州 | 0         | -      | 245.68    | 1.65   | 568.71    | 2.48   |
| 昆山 | -         | -      | -         | -      | 3.88      | 0.02   |
| 合计 | 9958.45   | 100.00 | 14867.19  | 100.00 | 22958.74  | 100.00 |

数据来源: 公司招股书、东北证券

## 3.2. 核心竞争优势分析

### 3.2.1. 精耕细作, 用户黏性高

目前我国房地产网络营销行业的主要商业模式是通过提供房源等信息聚集人气、提高网站访问量, 再通过向房地产开发商提供网络广告、促销活动等方式获取收益。如何吸引消费者、留住消费者、提高用户黏性就成为最核心的问题, 搜房、三六五网等业内主要公司均采用业主论坛的方式积聚人气、提高用户黏性, 形成自己的网络效应优势。

与新浪乐居、搜房网等主要竞争对手相比, 三六五网设立时间较晚, 资金实力较为薄弱, 采取了“精细化经营、谨慎扩张”的商业模式运营策略, 即: 站点经营采取精细化经营的策略, 注重网站黏着度; 对外扩张采取谨慎的扩张策略, 注重利用有限的资源做精做细已设站点, 而后再考虑对外扩张。与之相对应的是, 三六五网覆盖城市数目远低于搜房等全国性网络, 但单城平均收入规模较高。用户规模与搜房相比, 公司目前覆盖城市数量仅有 8 个, 而搜房网覆盖城市数量达 310 个, 三六五网覆盖城市数目约为搜房网的四十四分之一; 另一方面, 三六五网的营业收入规模约为搜房网的十分之一。

表 7: 搜房网与三六五网城市规模对比

|      | 2010 年营业收入 (万元) | 覆盖城市数目 | 单城平均收入 |
|------|-----------------|--------|--------|
| 搜房网  | 14867           | 8      | 1858   |
| 三六五网 | 148163          | 314    | 472    |

资料来源: 雪球财经、三六五网招股书、东北证券

从用户粘性指标来看, 三六五网的 7 日平均人均页面浏览量和 90 日平均人均页面浏览量也高于搜房网, 同时显著高于搜狐焦点和新浪乐居。

表 8: 三六五网、搜房网、搜狐焦点和新浪乐居用户粘性指标对比

| 网站名称 | 2011 年 8 月 1 日 | 7 日平均 | 90 日平均 |
|------|----------------|-------|--------|
|------|----------------|-------|--------|

|      | 人均页面浏览量 | 人均页面浏览量 | 人均页面浏览量 |
|------|---------|---------|---------|
| 三六五网 | 6.8     | 14.5    | 16.7    |
| 搜房网  | 10.5    | 12.6    | 10.6    |
| 搜狐焦点 | 6.9     | 4.8     | 5.5     |
| 新浪乐居 | 2.6     | 3.5     | 4.8     |

资料来源：中国网站排名 [www.chinrank.org.cn](http://www.chinrank.org.cn)、三六五网招股书、东北证券

### 3.2.2. 管理团队优势

公司主要管理团队（即四位实际控制人）均出身房地产管理、营销行业，拥有数十年行业经验，经历了我国房地产行业政策变革和市场发展的各个阶段，深刻了解行业趋势变化和客户需求变化。

表 9：三六五网主要管理团队从业经历概述

| 姓名  | 主要从业经历                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 胡光辉 | 1988 年-1992 年供职于南京市房屋产权监理处；1994 年-2005 年任职于南京市房产管理局产权市场处，先后任科员、副科长、科长；2005 年任南京网尚广告传媒有限公司总经理，南京网尚营销顾问有限公司总经理，南京网景展览服务有限公司总经理；2006 年-2011 年，任江苏三六五网络有限公司董事长兼总经理；现任公司董事长                                                                               |
| 邢炜  | 1996 年-2005 年任职于南京市房产管理局产权市场处，先后任科员、副科长；2005 年任南京网尚广告传媒有限公司副总经理，南京网景展览服务有限公司副总经理；2006 年-2011 年，任江苏三六五网络有限公司常务副总经理；现任公司董事、总经理、财务总监。                                                                                                                   |
| 章海林 | 1988 年-1991 年，任苏州金阊区房管局秘书；1991 年-1993 年任美国道森国际有限公司销售区域经理；1993 年-1995 年任苏州香港中兴国际发展集团销售区域经理；1996 年-1999 年任新加坡 GSK 测量行苏州公司经理；1999 年-2007 年先后创立苏州杰思电子商务有限公司、苏州搜房物业顾问有限公司、苏州新视点房地产推广有限公司，并任总经理；2007 年-2009 年任江苏三六五网络有限公司副总经理和苏州分公司总经理；现任本公司副总经理和苏州分公司总经理。 |
| 李智  | 1994 年-2005 年，任职于南京市房产管理局产权市场处市场服务部，先后任科员、副科长；2005 年任南京网尚广告传媒有限公司副总经理，南京网尚营销顾问有限公司副总经理；2006 年-2009 年，任江苏三六五网络有限公司副总经理；现任本公司副总经理。                                                                                                                     |

资料来源：公司招股书、东北证券

### 3.3. 发展方向：横向复制、纵向深入

公司未来发展方向包括横向复制到更多的城市和纵向深入，拓展更多的产品线。当前阶段，横向复制是最主要的发展方向。

#### 3.3.1. 横向复制：机会在中西部地区、二三线城市

三六五网 2006 年在南京成立，2007 年以来陆续完成了苏州、合肥、无锡、芜湖、杭州、常州、昆山的分站建设。上市后步伐加快，今年计划新建西安、重庆、沈阳、长春分站。

目前，四城市网络媒体飞速增长，市场份额也不断扩大，但在房地产行业的营

销中占比仍然不高，在整个行业处于快速的上行通道时，市场潜力巨大。同时，网络媒体对于传统营销的替代性越发凸显出来，越来越多的营销费用从传统媒体向网络媒体进行转移和倾斜，由此可见，布局这些重点城市不仅有着很好的市场基础，更有巨大的市场空间可以发展。

我们预计公司上市后异地扩张的范围和速度都会逐渐加快。根据公司在《重点城市布局项目可行性研究报告》中披露的估算数据，2011年，西安、重庆、沈阳、长春四个省会城市，房地产市场网络营销费用仅占整体营销费用的10%-13%。房地产网络营销在中西部地区才刚刚开始。

**表 10: 西安、重庆、沈阳、长春房地产营销行业概况**

| 城市 | 2011 年房地产网络营销费用占比 (%) | 2011 年商品房住宅均价 (元/平方米) | 2011 年商品房住房销量 (万平方米) | 2011 年房地产土地成交 (万平方米) |
|----|-----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|
| 西安 | 11.2                  | 6415                  | 934.62               | 891.85               |
| 重庆 | 12.5                  | 6801                  | 1543.87              | 791                  |
| 沈阳 | 10.12                 | 5586                  | 1603                 | 1677                 |
| 长春 | 12.12                 | 6278                  | 447.8                | 513.76               |

资料来源：公司公告、东北证券

### 3.3.2. 纵向深入：不断拓宽产品线

公司目前产品线已经基本覆盖了新房营销、二手房营销、家居营销以及研究咨询等产品服务种类，但目前新房网络营销贡献了70%左右的营业收入，二手房网络营销和家居网络营销的收入占比都还很低。随着市场整体环境的变化和公司产品种类的不断丰富，未来二手房网络营销和家居网络营销的收入占比会不断提升。

长期来看，将线上业务拓展至线下，与房屋中介、信访代理销售等业务进一步融合也有可能成为行业发展趋势。

## 4. 风险分析

三六五网面临的风险主要来自两方面：房地产市场风险和市场竞争风险。

### 4.1. 房地产市场风险

房地产网络营销行业依附于房地产行业，与房地产行业景气度关系密切，但并不完全同周期，房地产市场低迷并不一定直接导致网络营销行业萧条。搜房网上市较早，历年收入收据较为完整，以此为例可以说明上述情况。在房地产市场低迷的2008年和2011年，搜房网的营业收入分别实现了80%和53%的年增长率。

**表 11: 搜房网 2006-2011 年营业收入增长情况**

| 单位：千美元 | 2006  | 2007  | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   |
|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入   | 38803 | 57876 | 104124 | 127049 | 224490 | 343826 |
| 增速     | 116%  | 49%   | 80%    | 22%    | 77%    | 53%    |

资料来源：雪球财经、东北证券

房地产行业景气度低的时候，开发商需要投入更多的广告来带动新房销售，因此房地产景气下滑销售困难的 2008 年，搜房网的业绩实现了高速增长；而房地产销售特别火爆的时期，开发商不需要投入很多广告也能够快速销售出房屋，因此房地产的在线营销投入反而较少，这也解释了为什么 2009 年搜房网业绩增速下降至 22%。因此对房地产在线营销行业来说，房地产市场萧条期太久以致新房开发量下降或者房地产市场太过火爆都不是有利的市场环境。

我国房地产市场受政策调控影响巨大，政策调控风险直接影响房地产市场的旺盛与否，因此房地产政策调控风险将是三六五网面临的最大的不确定因素之一。

#### 4.2. 市场竞争风险

我国房地产网络营销行业仍是新兴行业，尚未形成绝对垄断的市场格局，市场竞争激烈，企业经营手段同质化较高。三六五网不仅面临搜房、新浪乐居等全国性网站的竞争，也面临地方门户网站的房产板块和地方报纸的竞争。

### 5. 盈利预测及投资建议

公司西安、重庆、沈阳、长春四个新站点预计年内能建成，但产生收益预计要到 2013 年或 2014 年，因此暂不考虑在内，我们按照公司现有站点的经营情况进行盈利预测。预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 1.80 元、2.32 元、2.94 元，相对于当前价市盈率分别为 25 倍、19 倍、15 倍，给予推荐评级。

附表：财务报表预测摘要及指标

| 资产负债表 (百万元)      |            |            |            |            | 现金流量表 (百万元)      |            |            |            |            |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|------------|------------|
|                  | 2011A      | 2012E      | 2013E      | 2014E      |                  | 2011A      | 2012E      | 2013E      | 2014E      |
| 货币资金             | 163        | 266        | 388        | 542        | 净利润              | 72         | 96         | 124        | 157        |
| 交易性金融资产          | 0          | 0          | 0          | 0          | 资产减值准备           | 1          | 1          | 0          | 0          |
| 应收款项             | 28         | 30         | 38         | 48         | 折旧及摊销            | 3          | 3          | 3          | 3          |
| 存货               | 0          | 0          | 0          | 0          | 公允价值变动损失         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 其他流动资产           | 3          | 0          | 0          | 0          | 财务费用             | -2         | 0          | 0          | 0          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>196</b> | <b>297</b> | <b>428</b> | <b>593</b> | 投资损失             | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 可供出售金融资产         | 0          | 0          | 0          | 0          | 运营资本变动           | -11        | 0          | -4         | -5         |
| 长期投资净额           | 0          | 0          | 0          | 0          | 其他               | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 固定资产             | 10         | 11         | 12         | 13         | <b>经营活动净现金流量</b> | <b>63</b>  | <b>101</b> | <b>123</b> | <b>156</b> |
| 无形资产             | 0          | 0          | 0          | 0          | <b>投资活动净现金流量</b> | <b>-6</b>  | <b>1</b>   | <b>-1</b>  | <b>-1</b>  |
| 商誉               | 0          | 0          | 0          | 0          | <b>融资活动净现金流量</b> | <b>-16</b> | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>13</b>  | <b>9</b>   | <b>7</b>   | <b>4</b>   | <b>企业自由现金流</b>   | <b>58</b>  | <b>98</b>  | <b>114</b> | <b>143</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>210</b> | <b>306</b> | <b>434</b> | <b>597</b> |                  |            |            |            |            |
| 短期借款             | 0          | 0          | 0          | 0          | 财务与估值指标          |            |            |            |            |
| 应付款项             | 0          | 0          | 1          | 1          |                  | 2011A      | 2012E      | 2013E      | 2014E      |
| 预收款项             | 0          | 0          | 0          | 0          | <b>每股指标</b>      |            |            |            |            |
| 一年内到期的非流动负债      | 0          | 0          | 0          | 0          | 每股收益 (元)         | 1.81       | 1.80       | 2.32       | 2.94       |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>16</b>  | <b>17</b>  | <b>21</b>  | <b>27</b>  | 每股净资产 (元)        | 4.81       | 5.41       | 7.72       | 10.67      |
| 长期借款             | 0          | 0          | 0          | 0          | 每股经营性现金流量 (元)    | 1.58       | 1.90       | 2.30       | 2.92       |
| 其他长期负债           | 0          | 0          | 0          | 0          | <b>成长性指标</b>     |            |            |            |            |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | 营业收入增长率          | 54.43%     | 31.77%     | 26.42%     | 26.32%     |
| <b>负债合计</b>      | <b>16</b>  | <b>17</b>  | <b>21</b>  | <b>27</b>  | 净利润增长率           | 47.55%     | 32.90%     | 28.59%     | 27.03%     |
| 归属于母公司股东权益合计     | 192        | 288        | 412        | 569        | <b>盈利能力指标</b>    |            |            |            |            |
| 少数股东权益           | 1          | 1          | 1          | 1          | 毛利率              | 94.34%     | 95.00%     | 95.00%     | 95.00%     |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>210</b> | <b>306</b> | <b>434</b> | <b>597</b> | 净利率              | 31.51%     | 31.78%     | 32.32%     | 32.50%     |
|                  |            |            |            |            | <b>运营效率指标</b>    |            |            |            |            |
| 利润表 (百万元)        |            |            |            |            | 应收账款周转率 (次)      | 34.37      | 34.37      | 34.37      | 34.37      |
|                  | 2011A      | 2012E      | 2013E      | 2014E      | 存货周转率 (次)        | —          | 0.00       | 0.00       | 0.00       |
| 营业收入             | 230        | 303        | 382        | 483        | <b>偿债能力指标</b>    |            |            |            |            |
| 营业成本             | 13         | 15         | 19         | 24         | 资产负债率            | 7.81%      | 5.47%      | 4.87%      | 4.48%      |
| 营业税金及附加          | 18         | 22         | 29         | 36         | 流动比率             | 12.00      | 17.78      | 20.21      | 22.17      |
| 资产减值损失           | 1          | 1          | 0          | 0          | 速动比率             | 12.00      | 17.78      | 20.21      | 22.17      |
| 销售费用             | 68         | 90         | 114        | 144        | <b>费用率指标</b>     |            |            |            |            |
| 管理费用             | 43         | 61         | 76         | 97         | 销售费用率            | 29.83%     | 29.83%     | 29.83%     | 29.83%     |
| 财务费用             | -2         | -5         | -8         | -12        | 管理费用率            | 18.67%     | 20.00%     | 20.00%     | 20.00%     |
| 公允价值变动净收益        | 0          | 0          | 0          | 0          | 财务费用率            | -0.67%     | -1.77%     | -2.14%     | -2.41%     |
| 投资净收益            | 0          | 0          | 0          | 0          | <b>分红指标</b>      |            |            |            |            |
| <b>营业利润</b>      | <b>89</b>  | <b>118</b> | <b>152</b> | <b>193</b> | 分红比例             | —          | 0.00%      | 0.00%      | 0.00%      |
| 营业外收支净额          | 0          | 0          | 0          | 0          | 股息收益率            | —          | 0.00%      | 0.00%      | 0.00%      |
| <b>利润总额</b>      | <b>89</b>  | <b>118</b> | <b>152</b> | <b>193</b> | <b>估值指标</b>      |            |            |            |            |
| 所得税              | 17         | 22         | 28         | 36         | P/E (倍)          | 25         | 25         | 19         | 15         |
| 净利润              | 72         | 96         | 124        | 157        | P/B (倍)          | 8          | 8          | 6          | 4          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>72</b>  | <b>96</b>  | <b>124</b> | <b>157</b> | P/S (倍)          | 8          | 8          | 6          | 5          |
| 少数股东损益           | 0          | 0          | 0          | 0          | 净资产收益率           | 37.61%     | 33.32%     | 30.00%     | 27.59%     |

资料来源：东北证券

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

|                      |      |                                        |
|----------------------|------|----------------------------------------|
| 股票<br>投资<br>评级<br>说明 | 推荐   | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。    |
|                      | 谨慎推荐 | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。 |
|                      | 中性   | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。  |
|                      | 回避   | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。     |
| 行业<br>投资<br>评级<br>说明 | 优于大势 | 在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。          |
|                      | 同步大势 | 在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。       |
|                      | 落后大势 | 在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。         |

### 东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市  
自由大路1138号  
邮编：130021  
电话：4006000686  
传真：(0431)5680032  
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区  
源深路305号  
邮编：200135  
电话：(021)20361000  
传真：(021)20361159

中国北京市西城区  
锦什坊街28号  
恒奥中心D座  
邮编：100033  
电话：(010)63210866  
传真：(010)63210867

### 销售支持

冯志远  
电话：(021)20361158  
手机：13301663766

周磊  
电话：(021)20361151  
手机：18616333251

凌云  
电话：(021) 20361152  
手机：18621755986

陈方立  
电话：(021) 20361153  
手机：18616824760