

# 三五互联 (300051)

## 一调研纪要

投资评级                      评级调整                      收盘价    19.29    元

调研对象：副总/董秘/财务总监 杨小虎

公司 04 年设立，10 年创业板上市，期间主要围绕 Saas 企业服务开始，有域名、邮箱、网站建设、OA、CRM 等。主要收入来源有：域名，邮箱、OA 及企业建站，公司的产品随着国内企业的不断发展而丰富和衍化。2011 年，整个市场在移动端开始产生需求，相应产品逐步升级开发，形成现有的云办公整个软件系统，整个架构还是基于 Saas，增加了 PC 端和移动端的同步功能和相应简化，让用户在手机端办公更加便捷。

随着企业的发展，积累了十几万企业用户，百万的个人用户。一年的云办公收入约为一亿多，域名几千万，网站建设几千万，总体规模 2 个亿多。

Saas 特点是在云端，中小企业用户只需要账号和密码就可以直接登录享用所有办公应用。开发企业可以集中资源去开发产品，通过产品迭代能够给企业用户实时提供最新版本。从用户习惯来讲，中小企业在 IT 投入较小，费控较严，所以 IT 人员欠缺，需要 IT 公共服务。公司也有部分业务针对大型客户，不到一千家，集中在院校，政府及央企国企，单个用户需求量大，具有个性化需求。

从产品来讲：主导为邮箱，因为从客户角度来看，邮箱比较容易接受和理解。管理层对 OA 需求较高，CRM 能显著提升工作效率。当前来讲国内企业级 Saas 服务市场规模还不小，原因有：1.传统企业主在信息化方面接受度较低；2.企业在较小的时候没有意识；3.企业管理者年龄层的影响。未来行业对这些产品需求会越来越旺盛。

公司定位：前几年一直专注于 B2B 市场，提供软硬件一体化服务。期间做过自有的智能手机和平板电脑，13 年开始回归到软件服务，给企业提供多样化的产品。前两年 B2C 市场比较活跃，所以公司某些产品 12/13 年已经开始免费化，希望通过培养用户习惯，提高粘性，进而通过其他产品带来收入。公司基于对市场的了解开发了针对中小企业智能话机，把 CRM 软件植入话机。公司取得了虚拟运营商的资质，可以出售号码和流量带来收入。公司可以把话机和号码绑定销售，硬件免费，通过话费和软件收回成本赚取利润。

外部情况：11 年在看一些外延项目，主要集中在和公司主营有关，从 13 年开始，看的范围更广，关注点在智能终端软件服务，投资了道熙科技，道熙科技页游为主，有三款产品上了腾讯游戏大厅，道熙科技是腾讯页游平台以及 facebook 的优质合作商。

发布时间：2016 年 1 月 8 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	35.10/10.00
上证指数/深圳成指	3125.00/10760.27
50 日均成交额(百万元)	508.02
市净率(倍)	14.19
股息率	0.08%

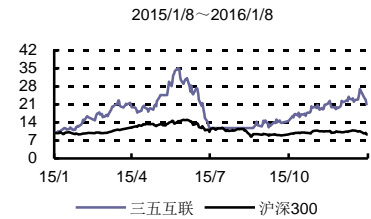
### 基础数据

流通股(百万股)	211.74
总股本(百万股)	365.70
流通市值(百万元)	4084.44
总市值(百万元)	7054.33
每股净资产(元)	1.36
净资产负债率	44.97%

### 股东信息

大股东名称	龚少晖
持股比例	38.15%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

- 《国元证券公司研究-三五互联股票质押专项报告》，2014-9-2
- 《国元证券公司研究-三五互联点评报告：云办公应用处于试水期 业绩不明朗》，2013-7-18

### 联系方式

研究员：李芬  
 执业证书编号：S0020511040003  
 电话：021-51097188-1938  
 电邮：lifeng@gyzq.com.cn

研究员：杨林  
 执业证书编号：S0020115080064  
 电话：021-51097188-1850  
 电邮：Yanglin1@gyzq.com.cn  
 地址：中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

## Q&A

Q1: 邮洽产品的具体介绍?

A: 邮洽去年下半年开始, 通过互联网和自有客户推, 现在的销售模式是直销为主, 代理商为辅。目前来讲, 有十几万域(一个域平均 10 个用户左右)的用户数, 邮洽是一个可以聊天的一站式商务高效移动云办公应用, 可以一键登录企业邮箱、OA 签批系统、企业微博等多个移动办公运用。传统邮件时效性差, 组织形式分散, IM 工具即时性强, 但账号体系封闭需要验证, 不够正式, 难以追溯, 邮洽通过改进移动邮件收发的即时性及用户体验来满足快速沟通的需求, 兼具传统邮件、IM 之所长, 具有无需添加好友、随时发起群聊、即时对话邮件联系人、一键智能登录、支持多账号、邮件消息验证、传输、内容存储全方位加密等功能, 并实现了网页邮箱与移动客户端双向同步, 为用户打造整体移动云办公高效解决方案。公司将在邮洽软件产品完善后再考虑进行大面积推广。邮洽是开放的, 2C 免费, 目前不收费, 等到有足够的用户, 后端其他产品作为收入来源。

Q2: 智能话机目前多少台, 未来怎么规划?

A: 智能话机去年底第一批 500 台刚出来, 先做推广。目前来看, 企业需求量比较大。很多中小企业属于销售型企业且人不多, 需要电话管理来提高办公效率。销售型企业对于电话管理和客户关系管理需求很高(话机成本四五百, 定价 600-800, 但是话机会免费送, 通过卖话费的形式收回)。智能话机会向已有客户进行推广, 当前公司纯软件产品客户, 单个用户一年 ARPU 值为 360, 其中单个邮箱模块 100, OA100 多, 如果算上智能话机, 单个用户 ARPU 值会提升到 400-500。

Q3: 车联网的进展怎么样?

A: 目前市场很多车还没有中控台, 公司做后端, 希望把中控利用起来。“嘟嘟车心”是一款软硬件一体化的车载多媒体导航, 内置 4G 网络, 可实现 GPS 和 AGPS 双模式。基于百度地图, “嘟嘟车心”可通过语音识别控制导航系统, 用户也可根据需要下载安装百度地图外的第三方导航软件。此外用户可以通过“嘟嘟车心”APP 检测车辆状况、保养情况以及违章查询等。OBD 统计数据, 再反馈给车主, 如果可以形成网络, 数据可以共享。车辆没 WIFI, 用 4G 流量, 收入来源有硬件收入、流量收入、云平台收入。目前卖了 1000 多台, 价格 1000 左右, 成本也在 1000 左右。

Q4: 收入量增长的预期

A: 综合来看每年 20%以上, 用户收入增长包括续费收入和新增用户收入两个方面, 续费每年有 60-70%, 不续费原因: 1 企业倒掉; 2 竞争对手挖走。新增用户收入预期 50%, 综合下来 20%增长。

Q5: 和移动合作的中小企业云情况

A: 公司的子公司北京三五通联和中国移动达成合作, 负责中国移动的“中小企业云”平台建设、Saas 产品的应用以及平台运营支撑的一体化服务, 即同时包括业务提供商、社会渠道商、项目集成商和运营支撑商四个角色。移动授权公司建设并付费, 另外公司提供自己的 Saas 产品以及第三方的 Saas 产品到云平台, 与移动进行分成。

Q6: 外延并购倾向?

A: 和主业相关, 拉动力强的, 现金流较强的企业。

Q7: 利润下滑的原因?

A: 利润下滑的主要原因是前期硬件的投入, 未来会有好转。

## 国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

### 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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn