

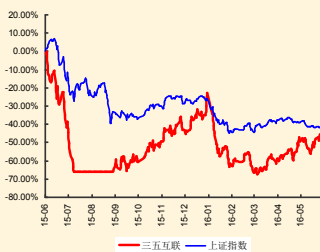
**计算机行业**
**三五互联 (300051) 调研简报**
**爱建证券有限责任公司**
**财富管理研究所**

分析师：熊佳玳

TEL：021-32229888-25523

E-mail: xiongjiadai@ajzq.com

执业编号：S0820516050001



数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

(%)	1个月	6个月	12个月
绝对表现	4.43	-5.77	-45.17
相对表现	8.37	12.57	-6.37

**评级：推荐 (首次)**
**基础数据**

收盘价	18.68
目标价	
52周内高	37.19
52周内低	11.02
总市值(百万元)	6910.73
流通市值(百万元)	3955.28
总股本(百万股)	369.95
A股(百万股)	369.95
—已流通(百万股)	211.74
—限售股(百万股)	158.21
B股(百万股)	0.00
H股(百万股)	0.00

数据来源：Wind，爱建证券财富管理研究所

**报告要点**

- **行业高速增长，公司 SaaS 前期投入基本完成。**公司主要提供云计算 SaaS 服务，包括企业邮箱、OA 办公系统、客户管理系统等云办公产品。云计算服务在国内经过近 10 年的发展，前期主要投入在数据中心建设等 IaaS 层面，近几年来全国数据中心建设已经初步形成规模，云计算的服务模式也逐步被企业所接受，特别是对于中小型企业来说，云服务可以大大降低公司信息系统的成本。在“大众创业万众创新”的号召下，SaaS 的需求将呈爆发式增长，行业增速达到 40% 以上，可以说 2016 年是 SaaS 的发展元年。公司在云服务领域的前期大规模投入基本已经完成，相关产品大部分已经上线使用。
- **客户基础强大，以智能话机为载体，集成公司 SaaS 服务全产品线。**公司在云服务领域耕耘多年，有非常强大的客户基础。目前使用公司 SaaS 服务的中小型企业有 6-10 万家，大部分企业的规模在 50 人左右，平均每家企业使用该服务的人员在 20-30 人左右，保守估计 SaaS 用户超过 100 万户。平均每人每年付费 50-100 元，该业务可实现年收入超过 1 亿元。2016 年公司自主开发了智能话机，集成了 PAD+电话的功能，能实现营销信息的存储及管理、即时通讯、智能拨号等营销功能，预计该产品在未来两个月内将上市推广。智能话机主要通过话费取得收入，公司作为虚拟运营商毛利率可达到 40% 左右，话机及云端产品均免费使用，平均每人每月产生话费 200-300 元。假设公司有 10% 的用户使用智能话机业务，该业务也将为公司贡献可观的业绩增长。
- **双主业发展，旨在打造影游联动大 IP。**公司于 2015 年收购了游戏公司道熙科技，并于 2015 年 9 月并入合并报表，为公司增厚利润。目前道熙科技所开发的游戏拥有较长的生命周期，游戏月充值流水达到 5000 万元并保持稳定。公司看好大 IP 概念的发展，以及影游联动带来新的市场空间，未来公司主要以 SaaS+游戏双主业发展，并积极寻找外延式扩张的机会，不断深化、做大做强公司双主业。
- **估值与投资建议。**预计公司 2016-2018 年收入为 4.23 亿元、6.13 亿元、7.36 亿元，归母净利润为 8673 万元、1.31 亿元、1.81 亿元，对应每股收益率为 0.23 元、0.36 元、0.49 元。公司 SaaS+游戏双主业发展，所处行业增长迅速，公司股价驱动因素较多，给予其“推荐”评级。

**财务和估值数据摘要**

单位:百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	248.96	423.24	613.70	736.44
增长率(%)	-11.05%	70.00%	45.00%	20.00%
归属母公司股东净利润	-79.75	86.73	131.31	180.73
增长率(%)	-1534.13%	208.75%	51.41%	37.63%
每股收益(EPS)	-0.22	0.23	0.36	0.49
净资产收益率(ROE)	-9.21%	9.11%	12.12%	14.29%
市盈率(P/E)	-86.66	79.68	52.63	38.24
市净率(P/B)	7.98	7.26	6.38	5.47

数据来源：WIND 爱建证券财富管理研究所

**附:财务预测表**

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	304.07	131.20	317.26	498.85	753.58
应收和预付款项	76.62	89.27	119.69	189.64	181.55
存货	1.04	4.11	1.82	8.22	3.83
其他流动资产	2.52	29.34	29.34	29.34	29.34
长期股权投资	0.19	0.12	0.12	0.12	0.12
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	210.21	355.90	313.04	270.18	227.32
无形资产和开发支出	145.82	714.09	702.10	690.12	678.14
其他非流动资产	2.04	1.07	0.54	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>742.51</b>	<b>1325.09</b>	<b>1483.90</b>	<b>1686.46</b>	<b>1873.88</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	114.09	101.74	173.83	245.08	251.77
长期借款	76.60	194.68	194.68	194.68	194.68
其他负债	4.30	103.99	103.99	103.99	103.99
<b>负债合计</b>	<b>194.98</b>	<b>400.42</b>	<b>472.50</b>	<b>543.76</b>	<b>550.44</b>
股本	321.00	365.70	365.70	365.70	365.70
资本公积	127.78	536.00	536.00	536.00	536.00
留存收益	48.39	-36.17	50.55	181.86	362.59
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>497.17</b>	<b>865.53</b>	<b>952.26</b>	<b>1083.57</b>	<b>1264.29</b>
少数股东权益	50.36	59.14	59.14	59.14	59.14
<b>股东权益合计</b>	<b>547.53</b>	<b>924.67</b>	<b>1011.40</b>	<b>1142.71</b>	<b>1323.43</b>
负债和股东权益合计	742.51	1325.09	1483.90	1686.46	1873.88

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	24.81	-8.77	189.14	180.55	248.77
投资性现金净流量	-286.24	-245.65	3.08	3.08	3.08
筹资性现金净流量	110.40	279.46	-6.17	-2.03	2.88
<b>现金流量净额</b>	<b>-151.08</b>	<b>25.08</b>	<b>186.06</b>	<b>181.60</b>	<b>254.73</b>

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>279.90</b>	<b>248.96</b>	<b>423.24</b>	<b>613.70</b>	<b>736.44</b>
减: 营业成本	112.67	81.86	126.97	214.79	257.75
营业税金及附加	3.64	1.57	2.67	3.88	4.65
营业费用	106.42	104.75	110.04	159.56	184.11
管理费用	62.13	72.99	76.18	79.78	81.01
财务费用	-7.96	-3.41	6.96	2.83	-2.08
资产减值损失	1.06	83.03	2.00	2.00	2.00
加: 投资收益	-1.56	0.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>0.38</b>	<b>-91.67</b>	<b>98.40</b>	<b>150.86</b>	<b>208.99</b>
加: 其他非经营损益	5.01	3.47	3.63	3.63	3.63
<b>利润总额</b>	<b>5.39</b>	<b>-88.20</b>	<b>102.03</b>	<b>154.48</b>	<b>212.62</b>
减: 所得税	2.76	-0.97	15.30	23.17	31.89
<b>净利润</b>	<b>2.63</b>	<b>-87.24</b>	<b>86.73</b>	<b>131.31</b>	<b>180.73</b>
减: 少数股东损益	-2.93	-7.49	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>5.56</b>	<b>-79.75</b>	<b>86.73</b>	<b>131.31</b>	<b>180.73</b>

业绩和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
EBITDA	18.38	-69.82	161.57	209.89	262.58
净利润	5.56	-79.75	86.73	131.31	180.73
EPS	0.015	-0.216	0.234	0.355	0.489
BPS	1.344	2.340	2.574	2.929	3.417
PE	1242.82	-86.66	79.68	52.63	38.24
PB	13.90	7.98	7.26	6.38	5.47
EV/EBITDA	316.71	-99.63	41.91	31.41	24.14
股息率	0.002	0.001	0.000	0.000	0.000

数据来源: WIND 爱建证券财富管理研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

## 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

## 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 重要免责声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券财富管理研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com