

三五互联 (300051)

证券研究报告

2017年03月31日

业绩基本符合预期，游戏业务稳健发展

公司公告 2016 年年报，业绩基本符合预期

公司公告 2016 年报，全年实现营业收入 3.12 亿元，同比增长 25.18%；实现归属于上市公司股东净利润 0.57 亿元，同比增长 171.34%。

国内纯正的企业 SaaS 服务商

自 04 年累计服务企业数量数十万家，是国内 SaaS 行业的先行者，为中小企业信息化建设提供软件应用及服务的供应商之一。其 SaaS 应用生态转变，从之前的邮箱到现在包含 IM、OA、视频会议的统一云办公平台。我们认为，随着公司进一步增强云办公应用服务（主要为 35PushOA、35Pushmail）的研发与销售、凭借其先发优势、客户资源和技术积累，将在企业 SaaS 领域中占据重要市场地位。

云计算的普及将提升 SaaS 的使用效率和降低成本，解放公司之前有限的计算和存储资源，助力公司 SaaS 模式大规模扩张，行业有望加速增长。公司携手中国移动战略合作开展中小企业云服务，是唯一从云平台建设、SaaS 应用到平台支撑提供全套服务的上市公司。公司子公司北京三五通联负责中国移动面向中小企业云服务的整套运营，预计新增收入面临数倍增长空间，弹性巨大。企业级服务的 SaaS 是云计算领域价值最大的细分市场，整体市场规模在千亿以上。

全资子公司积极拓展手游业务，提升市场竞争力

公司的全资子公司道熙科技是腾讯页游平台以及 Facebook 的优质合作方，主要产品为网页游戏和移动游戏等，拥有策略类游戏（SLG）、角色扮演类游戏（RPG）以及社交游戏（SNS）三条业务线，具备经验丰富、策划能力突出的游戏研发团队，市场知名、运营稳定的精品游戏产品，合作关系良好的运营渠道，以及自主研发的游戏开发引擎和技术。道熙科技研发团队在游戏中设计了较长的生命周期，并正在积极拓展手游业务发展，致力于丰富游戏产品及数量，以提高市场竞争力。

公司通过道熙科技进入网络游戏行业，进一步深化公司发展战略，拓展在大互联网领域整合资源的深度和广度。16 年营业收入为 1.12 亿元，净利润为 8389.28 万元；承诺 2017 年净利润分别不低于 1.01 亿元。

盈利预测

我们认为，短期关注公司 SaaS 功能不断衍生、道熙科技绑定腾讯平台，业绩快速稳定增长；长期建议关注，公司围绕企业级服务 SaaS 及互联网内容布局，潜在市场空间广阔。预计公司 2017-2019 年 EPS 0.19 元，0.23 元和 0.27 元，首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示：SaaS 竞争加剧，手游业务发展不达预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	248.96	311.64	375.19	436.98	487.19
增长率(%)	(11.05)	25.18	20.39	16.47	11.49
EBITDA(百万元)	(73.56)	67.23	95.45	115.26	142.45
净利润(百万元)	(79.75)	56.89	69.92	84.30	98.77
增长率(%)	(1,534.13)	(171.34)	22.92	20.56	17.16
EPS(元/股)	(0.22)	0.15	0.19	0.23	0.27
市盈率(P/E)	(64.86)	90.91	74.02	61.40	52.40
市净率(P/B)	5.98	5.63	5.16	4.80	4.44
市销率(P/S)	20.77	16.60	13.80	11.84	10.62
EV/EBITDA	(134.30)	82.86	56.97	45.45	37.31

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	13.99 元
目标价格	15 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	369.69
流通 A 股股本(百万股)	232.23
A 股总市值(百万元)	5,171.90
流通 A 股市值(百万元)	3,248.88
每股净资产(元)	2.48
资产负债率(%)	30.04
一年内最高/最低(元)	21.46/12.91

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	156.01	133.33	30.01	91.86	38.98
应收账款	72.84	55.60	128.68	61.79	150.56
预付账款	16.42	11.69	13.07	18.81	16.56
存货	4.11	2.42	3.07	4.07	3.01
其他	30.45	2.94	13.71	15.70	10.78
流动资产合计	279.85	205.99	188.55	192.22	219.89
长期股权投资	0.12	0.06	0.06	0.06	0.06
固定资产	59.53	56.27	250.78	386.29	473.42
在建工程	296.37	459.69	311.81	235.09	171.05
无形资产	52.21	40.52	31.96	23.40	14.84
其他	665.93	665.36	663.08	662.90	662.83
非流动资产合计	1,074.16	1,221.89	1,257.68	1,307.74	1,322.20
资产总计	1,354.00	1,427.88	1,446.23	1,499.96	1,542.09
短期借款	0.00	0.00	54.72	0.00	29.60
应付账款	67.30	121.19	46.04	161.43	73.88
其他	148.97	174.29	148.78	168.79	184.90
流动负债合计	216.28	295.49	249.54	330.23	288.38
长期借款	194.68	96.15	98.79	0.00	0.28
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.38	37.24	22.85	26.16	28.75
非流动负债合计	213.06	133.39	121.64	26.16	29.03
负债合计	429.33	428.87	371.18	356.38	317.41
少数股东权益	59.14	80.81	72.22	64.56	59.57
股本	365.70	369.95	369.96	369.96	369.96
资本公积	536.00	562.71	562.71	562.71	562.71
留存收益	499.53	583.13	632.87	709.06	795.16
其他	(535.70)	(597.60)	(562.71)	(562.71)	(562.71)
股东权益合计	924.67	999.01	1,075.05	1,143.58	1,224.69
负债和股东权益总	1,354.00	1,427.88	1,446.23	1,499.96	1,542.09

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(87.24)	52.18	69.92	84.30	98.77
折旧摊销	22.58	16.84	21.93	29.77	35.47
财务费用	(3.65)	1.97	15.00	11.00	15.00
投资损失	(0.15)	(9.14)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	(42.53)	63.16	(154.73)	173.94	(148.56)
其它	101.42	(39.38)	(8.59)	(7.66)	(4.99)
经营活动现金流	(9.56)	85.62	(57.46)	290.34	(5.31)
资本支出	729.94	143.45	74.39	76.69	47.41
长期投资	(0.08)	(0.06)	0.00	0.00	0.00
其他	(975.52)	(172.10)	(133.46)	(155.72)	(96.37)
投资活动现金流	(245.65)	(28.71)	(59.06)	(79.02)	(48.96)
债权融资	289.68	209.43	222.94	92.57	121.63
股权融资	457.54	(4.42)	21.10	(9.79)	(13.79)
其他	(467.76)	(254.21)	(230.82)	(232.25)	(106.45)
筹资活动现金流	279.46	(49.20)	13.22	(149.48)	1.39
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	24.25	7.72	(103.31)	61.84	(52.88)

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	248.96	311.64	375.19	436.98	487.19
营业成本	81.86	85.99	97.44	109.77	121.75
营业税金及附加	1.57	2.23	2.53	2.95	3.29
营业费用	104.75	102.87	117.66	144.25	152.78
管理费用	72.99	69.61	75.43	87.85	97.95
财务费用	(3.41)	1.40	15.00	11.00	15.00
资产减值损失	83.03	8.58	9.61	7.67	5.44
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.15	9.14	1.00	1.00	1.00
其他	(0.30)	(18.28)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
营业利润	(91.67)	50.08	58.52	74.49	91.98
营业外收入	3.76	2.33	3.75	3.28	3.12
营业外支出	0.29	0.31	0.25	0.28	0.28
利润总额	(88.20)	52.09	62.02	77.49	94.82
所得税	(0.97)	(0.09)	0.68	0.85	1.04
净利润	(87.24)	52.18	61.34	76.64	93.78
少数股东损益	(7.49)	(4.71)	(8.59)	(7.66)	(4.99)
归属于母公司净利润	(79.75)	56.89	69.92	84.30	98.77
每股收益(元)	(0.22)	0.15	0.19	0.23	0.27

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-11.05%	25.18%	20.39%	16.47%	11.49%
营业利润	-24064.30%	-154.63%	16.86%	27.29%	23.48%
归属于母公司净利润	-1534.13%	-171.34%	22.92%	20.56%	17.16%
获利能力					
毛利率	67.12%	72.41%	74.03%	74.88%	75.01%
净利率	-32.03%	18.25%	18.64%	19.29%	20.27%
ROE	-9.21%	6.20%	6.97%	7.81%	8.48%
ROIC	-31.93%	4.89%	6.80%	6.69%	9.27%
偿债能力					
资产负债率	31.71%	30.04%	25.67%	23.76%	20.58%
净负债率	-19.44%	-1.64%	8.01%	10.34%	14.04%
流动比率	1.29	0.70	0.76	0.58	0.76
速动比率	1.27	0.69	0.74	0.57	0.75
营运能力					
应收账款周转率	3.50	4.85	4.07	4.59	4.59
存货周转率	96.69	95.35	136.46	122.26	137.58
总资产周转率	0.23	0.22	0.26	0.30	0.32
每股指标(元)					
每股收益	-0.22	0.15	0.19	0.23	0.27
每股经营现金流	-0.03	0.23	-0.16	0.79	-0.01
每股净资产	2.34	2.48	2.71	2.92	3.15
估值比率					
市盈率	-64.86	90.91	74.02	61.40	52.40
市净率	5.98	5.63	5.16	4.80	4.44
EV/EBITDA	-134.30	82.86	56.97	45.45	37.31
EV/EBIT	-103.90	108.22	73.96	61.27	49.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 3 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 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com