

三五互联（300051）：企业邮箱领域的领军企业

软件及服务

合理价：40.5-45.9 元

报告日期：2010 年 2 月 11 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	116	128	154	181
(+/-)	18.42%	10.80%	20.23%	17.58%
营业利润	31	38	53	66
(+/-)	13.22%	22.45%	39.39%	25.22%
净利润（母公司）	28	35	48	60
(+/-)	8.27%	22.98%	38.57%	24.85%
每股收益（元）	0.53	0.65	0.90	1.13
ROE（%）	27.00	30.75	7.78	8.85

公司发行新股基本情况

发行日期	2010.2.2
发行后总股本（万股）	5,350
发行股数（万股）	1,350
发行价格（元）	34
发行市盈率（倍）	52
发行动态市盈率（倍）	38
行业滚动市盈率（倍）	51
第一大股东	龚少晖
第一大股东持股比例（发行前/发行后）	60.63% / 45.33%
发行前每股净资产（元）	2.34
发行前资产负债率	21.66

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

天相资讯科技组

联系人：天相软硬件组 组长：刘晓冬

010-66045586 songb@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 三五互联信息技术股份有限公司主营网站邮箱、网络域名和网站建设等产品，客户主要为中小企业。控股股东及实际控制人为龚少晖，公司此次计划发行新股1,350万股，占发行后总股本的25.23%，
- 公司营业收入保持较快增长。公司营业收入由2006年的8,001万元增至2008年的11,560万元，年均增速为20.2%。由于公司主要成本为服务器折旧和IDC成本，在营业收入快速增长的同时营业成本的增长则相对缓慢，使得公司综合毛利率水平呈逐年上升之势。公司净利润由2006年的801万元增至2008年的2,831万元，年均复合增长率为87.99%，远高于营业收入增速。
- 企业邮箱业务继续维持行业内的领先地位。企业邮箱业务是公司目前最重要的收入和利润来源。2008年公司在国内企业邮箱市场的份额为19.9%，公司排名第一。随着中国互联网普及率的不断提高以及中国经济的持续高速增长，国家产业政策的支持力度加大，我们认为公司做为企业邮箱业务的领军企业，将会继续推动企业邮箱业务发展，维持行业内的领先地位。
- 产品线完善，平台整合有利于提升客户粘性。目前，公司已拥有较为完善的产品线，基本能够满足我国目前大部分中小企业信息化的需求。公司在完善产品线的同时进行平台整合，推出企业级即时通讯软件35EQ，将企业邮箱、即时通讯、网络会议和OA等功能整合至该平台，从而提高了客户办公效率，同时提升了客户粘性。
- 募股资金投向分析。募投项目包括：三五互联企业邮局升级项目、三五互联CRM管理软件项目和三五互联技术支持与营销中心提升项目。此次募集资金主要用于增强公司研发、营销及服务能力，完善公司产品结构，进一步增强业务竞争力。
- 盈利预测及估值。按照公司IPO后总股本5,350万股计算，我们预计公司2009-2011年EPS分别为0.65元、0.9元和1.13元。我们认为公司合理市盈率在45-53倍之间。公司上市后的合理价格区间为40.5-45.9元。

1. 公司概况

三五互联信息技术股份有限公司是一家通过SaaS模式向中小企业客户提供企业邮箱、电子商务网站建设、网络域名、办公自动化系统(OA)、客户关系管理系统(CRM)等软件产品及服务的专业提供商。

公司的控股股东及实际控制人为公司第一大股东龚少晖,直接持有公司2,425.08万股股份,占发行后总股本的45.33%,通过第二大股东中网兴间接持有公司285万股,占发行后总股本的5.38%。公司此次计划发行新股1,350万股,占发行后总股本的25.23%,拟募集资金4.59亿元,主要用于企业项目升级。

图表 1 发行前后股本结构对比

股东类别	发行前		发行后	
	数量(万股)	比例(%)	数量(万股)	比例(%)
一、有限售条件流通股	4,000	100	4,000	74.77
龚少晖	2,425.08	60.63	2,425.08	45.33
中网兴	400	10	400	7.48
张美文	8	0.2	8	0.15
龚光祖	7.265	0.18	7.265	0.14
杨桂英	7.265	0.18	7.265	0.14
杨晓峰	4.795	0.12	4.795	0.09
黄日俊	3	0.08	3	0.06
黄艳红	2	0.05	2	0.04
陈俊儒	2	0.05	2	0.04
陈土保	2	0.05	2	0.04
龚含远	21.795	0.55	21.795	0.41
沈文策	230.6	5.77	230.6	4.31
中科宏易	245	6.13	245	4.58
彩虹创投	200	5	200	3.74
薛洪斌	16.2	0.41	16.2	0.3
中金泰	175	4.38	175	3.27
汪海涛	155	3.88	155	2.9
彭勇	50	1.25	50	0.94
陆宏	33	0.83	33	0.62
李云飞	12	0.3	12	0.22
二、本次发行流通股	-		1,350	25.23
合计	4,000	100	5,350	100

资料来源:招股说明书,天相投资顾问有限公司

2. 公司主营业务分析

2.1 主营业务情况

公司主要经营网站邮箱、网络域名和网站建设等产品,客户主要为中小企业。过去三年公司营业收入保持较快增长,由2006年的8,001万元增至2008年的11,560万元,

年均增速为20.2%。由于公司主要成本为服务器折旧和IDC成本，在营业收入快速增长的同时营业成本的增长则相对缓慢，使得公司综合毛利率水平呈逐年上升之势。公司净利润由2006年的801万元增至2008年的2,831万元，年均复合增长率为87.99%，远高于营业收入增速。

公司资产规模不断增大，截止2009年6月，公司总资产和股东权益分别较2006年末增长了248.25%和1598.2%，资产负债率则由2006年的87.07%大幅下降至31.54%。

图表 2 公司经营数据

	2006年	2007年	2008年	2009年1-6月
营业收入	8,001	9,762	11,560	5,779
增长率	-	22.00%	18.42%	-
营业利润	924	2,733	3,094	1,807
增长率	-	195.78%	13.22%	-
综合毛利率	61.91%	72.37%	73.82%	76.13%
归属于母公司净利润	801	2,603	2,831	1,531
增长率	-	224.86%	8.79%	-
总资产	3,574	11,930	12,446	12,237
总负债	3,112	6,945	4,600	3,860
股东权益	462	4,985	7,847	8,377
资产负债率	87.07%	58.21%	36.96%	31.54%
净资产收益率	144.83%	52.45%	36.08%	18.27%

资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

2.2 分业务情况

分业务来看，企业邮箱业务随着市场不断成熟且销售力度加大保持了快速增长，2008年实现营业收入5,069万元，过去三年年均复合增长率为49.39%，收入占比由2006年的28.39%提升至2008年的43.85%。

网络域名作为公司未来非重点发展的业务，受(CNNIC).cn 域名首年注册1元促销活动的影响，近年营业收入略有下滑，由2006年的3,879万元下降至2008年的3,652万元，收入占比由2006年的48.48%下降至2008年的27.04%，预计未来占比将继续下滑。

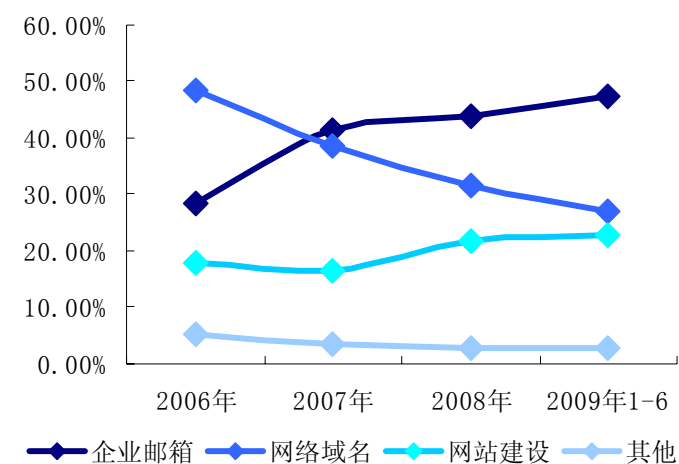
受益于我国网站数量快速增加，公司网站建设业务实现快速发展。2008年实现收入2,500万元，过去三年复合增长率32.27%，收入占比由2006年的17.86%提升至2008年的21.63%。

图表 3 公司各项分业务收入及毛利率

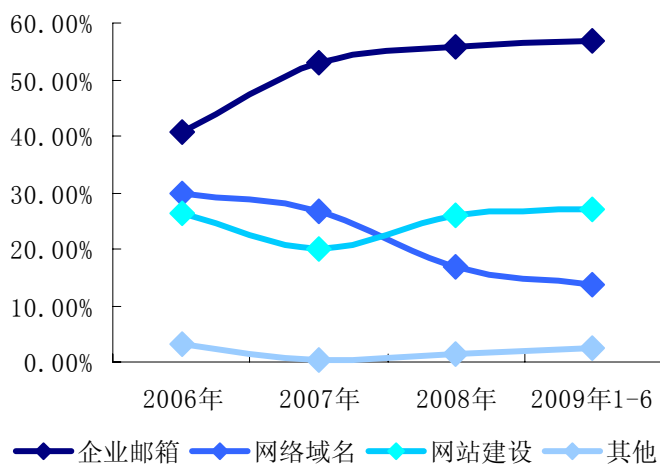
	收入				毛利率			
	2006年	2007年	2008年	2009年1-6月	2006年	2007年	2008年	2009年1-6月
企业邮箱	2,271	4,034	5,069	2,728	88.94%	93.05%	94.08%	91.74%
网络域名	3,879	3,779	3,652	1,563	38.09%	49.89%	39.72%	38.08%
网站建设	1,429	1,595	2,500	1,325	90.98%	88.01%	88.28%	89.92%
其他	422	354	340	162	37.01%	6.22%	31.63%	67.63%
合计	8,001	9,762	11,560	5,779	61.91%	72.37%	73.82%	76.13%

资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

图表 4 公司各项分业务收入占比



图表 5 公司各项分业务毛利占比



资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

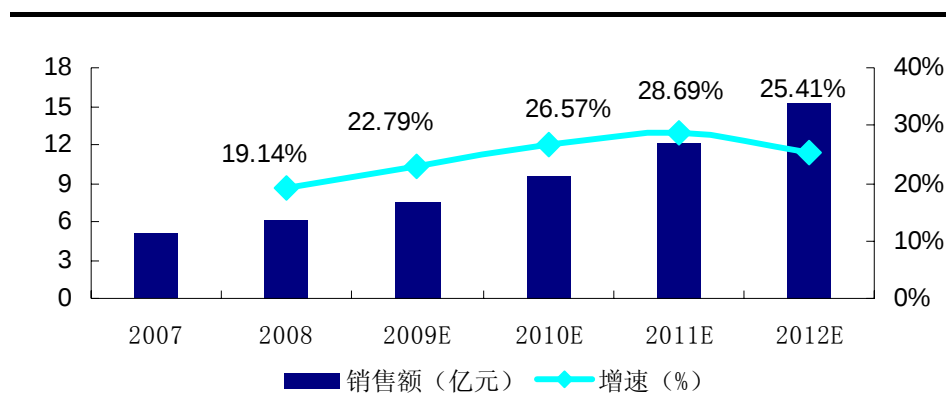
3. 公司业务竞争优势及投资亮点

3.1 企业邮箱市场空间广阔，公司领先地位突出

2009年1-6月，公司企业邮箱业务实现收入2,728万元，占总收入比重的47.22%，实现毛利2,503万元，占总毛利额的56.89%。可见，企业邮箱业务是公司目前最重要的收入和利润来源。

随着国内网络域名、企业网站数量的快速增长，未来企业邮箱市场将继续保持高速增长态势。iResearch的统计数据显示，2008年中国企业邮箱的产业规模为6.10亿元，相比2007年的5.12亿元增长19.1%；到2012年，企业邮箱产业规模有望达到15.30亿元，未来四年的复合增长率为26.88%。

图表 6 中国 SAAS 类企业邮箱市场产业规模与增长预测



资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

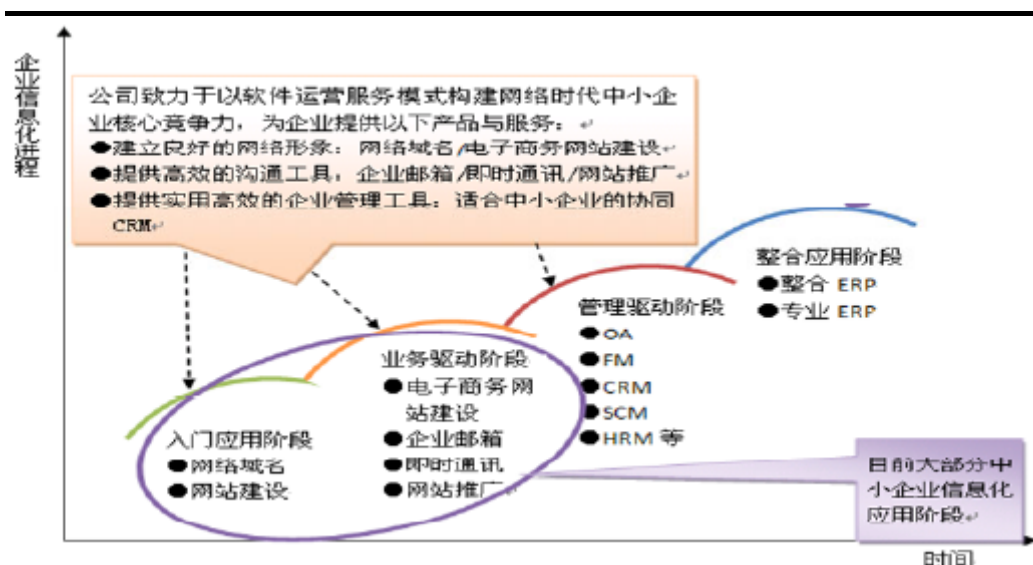
iResearch统计，2008年公司在国内企业邮箱市场的份额为19.9%，公司排名第一，领先第二名263网络通信股份有限公司4.5个百分点。

目前在全国超过4,200万家中小企业中只有约50万家中小企业使用企业邮箱，使用率仅在1%左右，随着中国互联网普及率的不断提高以及中国经济的持续高速增长，国家产业政策的支持力度加大，越来越多的企业将接受并使用企业邮箱。我们认为公司做为企业邮箱业务的领军企业，将会继续推动企业邮箱业务发展，维持行业内的领先地位。

3.2 产品线完善，平台整合有利于提升客户粘性

公司从事网络域名服务业务较早，因此在网络域名业务领域积累了庞大的客户资源，由此公司迅速进入企业邮箱业务领域并成为领军企业。目前，公司已拥有较为完善的产品线，产品种类包含了入门应用阶段、业务驱动阶段和管理驱动阶段的多种产品，基本能够满足我国目前大部分中小企业信息化的需求。

图表 7：公司为中小企业信息化提供的软件运营服务业务

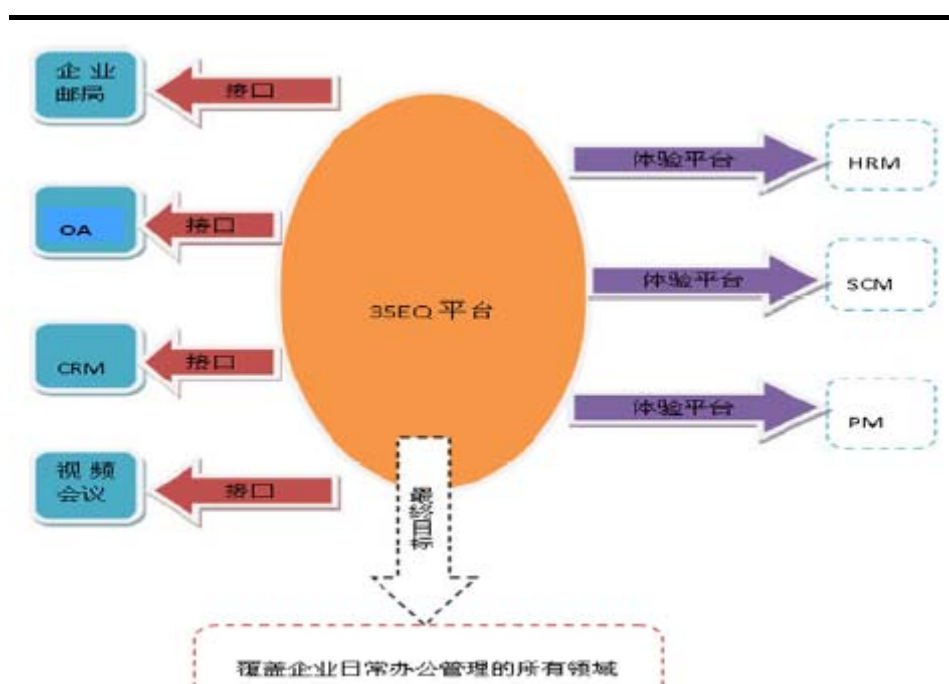


资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

公司在完善产品线的同时进行平台整合，推出企业级即时通讯软件35EQ将企业邮箱、即时通讯、网络会议和OA等功能整合至该平台，使35EQ在具备即时通讯功能的同时，也是一个集成式企业级软件运营服务平台。

由于使用产品整合后的35EQ可使客户的信息接收和处理更为主动便捷，从而提高了办公效率，同时提升了客户粘性。而采用免费使用模式，并将公司企业邮箱产品作为该工具上的插件产品提供，有利于在35EQ用户群体中的推广。未来公司计划逐步把CRM、HRM等企业管理软件整合入35EQ，以35EQ带动邮箱、邮箱带动35EQ的联动方式迅速提升企业邮箱用户数量，驱动公司企业邮箱业务发展，同时为公司其他业务服务储备客户资源。

图表 8：35EQ 整合公司产品示意图



资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

3.3 直销优势有望进一步扩大

公司在销售模式上采取直销为主、代理销售为辅的营销模式。直销模式的优势主要体现在减少中间环节、可以构建更紧密的客户关系、深入了解客户需求、创造更高的客户价值、提升公司盈利能力等方面；代理销售模式的优势在于可以迅速扩大市场占有率和市场影响力。

公司对于技术复杂度和产品附加值较高的产品选择直销方式，如企业邮箱、OA、CRM等；反之，则选择代理销售方式，如域名等。近年来，公司直销收入占销售收入的比率一直处于上升趋势，已由2006年的45.55%上升至2009年1-6月份的63.19%。

募投项目中，公司拟在全国扩建与新增30个技术支持与营销中心，我们认为随着公司营销中心的逐步建设完成，公司直销收入及收入占比都将得到进一步提升，有利于公司增加收入同时提升业务毛利率。

3.4 OA、CRM 有望成为公司新的利润增长点

2009年1-6月，公司的新产品OA开始进行市场推广，实现收入39.65万元，虽然占比很小，但OA的毛利率高达98.09%，是公司的未来主要产品之一，预计将给公司带来业绩的进一步提升。

公司目前已开发CRM的1.03版本，并开始试运行及修改。本次募集资金主要用于对现有CRM的1.03版本进行升级进而正式推向市场。2011年CRM成功推向市场后，有望成为公司增加新的利润增长点，进一步扩大在SaaS模式下产品的市场占有率。

4. 募集资金项目分析

公司募投资金项目为：1) 三五互联企业邮局升级项目；2) 三五互联 CRM 管理软件项目；3) 三五互联技术支持与营销中心提升项目。投资额分别为 5,904 万元、4,229 万元和 4,588 万元，以上各项目共需资金 1.47 亿元，超过投资总额的资金用于补充流动资金或用于公司未来补充性的业务收购。此次募集资金主要用于增强公司研发、营销及服务能力，完善公司产品结构，进一步增强业务竞争力。

图表 9 公司募集资金投向

序号	项目名称	固定资产投资	研发及开办推广费用	流动资金	合计
1	三五互联企业邮局升级项目	3,085	2,319	500	5,904
2	三五互联CRM管理软件项目	1,529	2,200	500	4,229
3	三五互联技术支持与营销中心提升项目	2,675	773	1,140	4,588
	总计	7,289	5,292	2,140	14,721

资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

5. 盈利预测与估值分析

按照公司 IPO 后总股本 5,350 万股计算，我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.65 元、0.9 元和 1.13 元。目前 A 股软件行业 2010 年平均市盈率为 51 倍，我们认为公司合理市盈率在 45-53 倍之间，按照公司 2010 年每股收益 0.9 元计算，公司上市后的合理价格区间为 40.5-45.9 元。

图表 10 三五互联盈利预测（单位：万元）

单位：万元	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	11,560	12,808	15,399	18,106
营业总收入增长（%）	18.42%	10.80%	20.23%	17.58%
主营业务毛利率（%）	73.82%	75.58%	79.18%	81.31%
二、营业总成本	3,027	9,019	10,117	11,493
营业成本	3,027	3,128	3,206	3,384
营业税金及附加	495	549	660	776
资产减值损失	9	0	0	0
期间费用	4,935	5,342	6,252	7,333
其中：销售费用	3,434	3,830	4,697	5,432

管理费用	1,355	1,345	1,678	1,992
财务费用	146	168	-123	-91
期间费用率(%)	42.69%	41.71%	40.60%	40.50%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
三、营业利润	3,094	3,789	5,281	6,613
营业利润增长(%)	13.22%	22.45%	39.39%	25.22%
营业利润率(%)	26.77%	29.58%	34.30%	36.52%
加：营业外收入	98	100	100	100
减：营业外支出	18	20	20	20
四、利润总额	3,174	3,869	5,361	6,693
利润总额增长(%)	12.56%	21.88%	38.57%	24.85%
减：所得税	343	387	536	669
实际所得税率(%)	10.81%	10.00%	10.00%	10.00%
五、净利润	2,831	3,482	4,825	6,024
净利润增长(%)	9%	23%	39%	25%
其中：归属母公司所有者净利润	2,831	3,482	4,825	6,024
母公司净利润增长(%)	8.27%	22.98%	38.57%	24.85%
净利润率(%)	24.49%	27.19%	31.33%	33.27%
少数股东损益	0	0	0	0
基本每股收益(元/股)	0.53	0.65	0.90	1.13
每股净资产(元/股)	1.96	2.12	11.60	12.72
净资产收益率(%)	27.00	30.75	7.78	8.85

资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100