

点击网络 (832571.00)**内外兼修全面布局，未来发展可期**

评级： 无

前次： 无

目标价 (元):

分析师

分析师

黄旭良

张帆

S0740515030002

S0740515020001

021-20315198

021-20315209

huangxl@r.qlzq.com.cn

zhangfan@r.qlzq.com.c

2016年2月25日

投资要点

- **对标美国，我国新兴 SaaS 厂商面临巨大发展机遇。**企业级 SaaS 行业未来发展趋势：1) 大客户定制化，小客户标准化。2) 细分市场边界逐渐消失。3) 市场集中度走向提升。公司是一家基于 SaaS 模式，面向中小企业客户的信息需求，提供 P2P 金融网贷平台、电子商务交易系统、云建站、企业邮局等软件产品及运维服务的专业提供商。公司盈利主要来源于销售自有软件及提供相关运维服务所实现的利润、以及销售第三方增值服务所取得的差价。2015 年上半年收入及净利润分别同比增长 908.84% 及 871.26%，是新三板增速最快的公司之一。
- **内外兼修全面布局，未来发展可期。**1) 公司先后现金收购奕盛网络、引擎网络 100% 股权，二者与公司业务较为相似，两次收购将有利于公司降低同业竞争，提高市场占有率，积累客户资源，形成较强的业务协同。2) 公司引入战略投资者陈发树、定增最大认购人米林隆领隶属于蔡文胜旗下隆领投资，二者有望在公司战略规划、经营管理、资本运作和业务拓展方面给予丰富资源和经验指导，有助于公司进一步做大做强。3) 公司正在进行向云计算架构迁移的调试和软件开发工作，项目建设完成后将向客户和公司内部提供基于云计算的 IaaS、PaaS 和 SaaS 软件服务，将大幅改善公司的服务能力，提高资源使用效率，降低成本。
- **估值比较。**我们筛选了与企业级 SaaS 服务相关的上市公司，用友网络、烽火通信、北信源、华宇软件，以 2016 年 2 月 23 日收盘价作为参考，可比公司市值均值为 195.48 亿元，2015 年平均 PE 为 90.08 倍，预计点击网络 2015 年净利润为 2000 万元，2016 年 2 月 23 日点击网络收盘价 9.20 元，总市值 6.26 亿元，2015 年 PE 为 31.3 倍。
- **风险因素：**行业竞争加剧，新业务进展不及预期，宏观经济下行。

内容目录

SaaS 专业提供商	- 4 -
提供 P2P 金融网贷平台、电子商务交易系统软件产品及运维服务	- 4 -
实际控制人持股 55%	- 6 -
美国 SaaS 市场：巨头引领市场发展	- 6 -
历经几十年发展，市场相对成熟	- 6 -
垂直细分领域覆盖广泛	- 8 -
国内 SaaS：处于高速发展时期	- 9 -
中国 SaaS：十年发展，爆发前夜	- 9 -
中小企业经营模式面临变革是企业级 SaaS 迅速升温的根本原因	- 12 -
行业未来发展趋势	- 13 -
公司核心竞争优势	- 14 -
线上线下结合，提供 7*24 小时全天候服务	- 14 -
专注长尾客户降低客户集中性风险	- 15 -
地处厦门，具备地域性优势	- 15 -
内外兼修全面布局，未来发展可期	- 15 -
收购引擎网络、奕盛网络，外延式发展增厚公司业绩	- 15 -
投资人实力雄厚，丰富资源可期	- 16 -
自建云服务机房，挺进自有品牌软件服务	- 17 -
公司财务指标分析	- 18 -
综合毛利率有所提升，低于同业	- 18 -
资产负债率较低，仍有较大杠杆空间	- 18 -
估值比较	- 19 -
风险提示	- 19 -

图表目录

图表 1：点击网络 2013-2015 1H 营业收入和净利润（百万）	- 4 -
图表 2：P2P 金融网贷平台案例 1	- 4 -
图表 3：P2P 金融网贷平台案例 2	- 4 -
图表 4：电子商务交易系统案例 1	- 5 -
图表 5：电子商务交易系统案例 2	- 5 -
图表 6：云建站案例 1	- 5 -
图表 7：云建站案例 2	- 5 -
图表 8：点击网络股权分布（2015.10.20）	- 6 -
图表 9：美国 SaaS 发展历程	- 7 -
图表 10：2014 年美国上市 SaaS 公司普遍盈利困难但具备较快增速	- 8 -
图表 11：美国 SaaS 企业垂直细分领域覆盖广泛	- 8 -

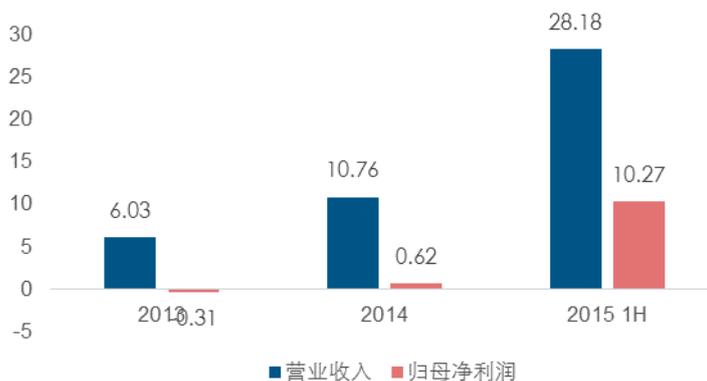
图表 12: 消费级 SaaS 占主流, 企业级呈上升态势	- 9 -
图表 13: 中国企业级 SaaS 维持高速增长 (亿元)	- 9 -
图表 14: 对比美国企业, 我国企业服务类公司市值偏小 (亿元)	- 10 -
图表 15: 国内企业服务类市场细分行业覆盖情况	- 10 -
图表 16: 国内企业服务类公司发展状态	- 10 -
图表 17: SaaS 细分领域版图	- 11 -
图表 18: 2015 年以来 SaaS 领域一级市场投资情况 (不完全统计)	- 11 -
图表 19: 中小企业信息化应用水平整体处于普及发展阶段	- 12 -
图表 20: 中小微企业财务和办公管理系统应用程度较高 (%)	- 12 -
图表 21: 小微型企业信息化管理水平较低	- 13 -
图表 22: 中小企业电子商务应用水平普遍较低	- 13 -
图表 23: SaaS 服务为中小微企业带来诸多便利	- 13 -
图表 24: 我国电子商务平台数量基数庞大	- 14 -
图表 25: P2P 金融网贷运营平台数量迅速上升	- 14 -
图表 26: 引擎网络营业收入 (百万)	- 16 -
图表 27: 奕盛网络营业收入 (百万)	- 16 -
图表 28: 奕盛网络销售流程	- 16 -
图表 29: 奕盛网络淘宝店铺界面	- 16 -
图表 30: 云计算与传统 IDC 的区别	- 17 -
图表 31: 综合毛利率处于行业中游水平	- 18 -
图表 32: 净利润 2014 年扭亏为盈	- 18 -
图表 33: 公司资产负债率偏低	- 18 -
图表 34: 流动比率、速动比率高于同业 (2014)	- 18 -
图表 35: 相关公司估值比较 (截止 2016 年 2 月 19 日收盘价)	- 19 -

SaaS 专业提供商

提供 P2P 金融网贷平台、电子商务交易系统软件产品及运维服务

- 公司是一家基于 SaaS (Soft-as-a-Service, 软件运营服务) 模式, 面向中小企业客户的信息需求, 提供 P2P 金融网贷平台、电子商务交易系统、云建站、企业邮局等软件产品及运维服务的专业提供商, 公司软件产品及运维服务已成功应用于包括电子商务、游戏、生活、购物、地产、P2P 金融网贷等行业在内的三百余家客户, 典型案例包括互助贷、购买宝、沃购网、折 800 等。同时, 公司还向客户提供网站运营托管、营销推广、阿里云服务器、网易邮局等相关第三方增值服务。公司采取“线上+线下”、“地推+电销”相结合的销售模式, 寻找目标客户并实现销售。公司盈利主要来源于销售自有软件及提供相关运维服务所实现的利润、以及销售第三方增值服务所取得的差价。公司业务迅速发展, 2015 年上半年收入及净利润分别同比增长 908.84% 及 871.26%, 是新三板增速最快的公司之一。

图表 1: 点击网络 2013-2015 1H 营业收入和净利润 (百万)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司依靠自主研发的应用软件系统, 以及第三方提供的增值服务, 为中小企业客户提供一揽子信息化解决方案。报告期内, 公司主要产品及服务的用途如下:
- **P2P 金融网贷平台软件。** P2P 金融网贷平台软件是公司针对 P2P 网贷行业客户专门开发的一类网站建设软件, 其主要功能是帮助客户管理用户注册、登陆、借款标详细信息展示、发布借款、还款操作等业务流程。

图表 2: P2P 金融网贷平台案例 1

图表 3: P2P 金融网贷平台案例 2



来源：中泰证券研究所



来源：中泰证券研究所

- **电子商务交易系统软件。**电子商务交易系统软件是公司针对电子商务行业客户专门研发的一类网站建设软件，其主要功能是帮助客户管理用户注册、登陆，处理电子交易中买卖双方下单、撤单、成交、结算、交割、处罚等业务流程。

图表 4：电子商务交易系统案例 1



来源：中泰证券研究所

图表 5：电子商务交易系统案例 2



来源：中泰证券研究所

- **云建站软件。**云建站是一种基于 SaaS 模式，为实现中小企业营销网站建设低成本、标准化的网站建设技术。客户可以自主选择公司在线提供的 100 余种网站模板，并根据需求设计个性化的网站内容、风格及模块。

图表 6：云建站案例 1

图表 7：云建站案例 2



来源：中泰证券研究所

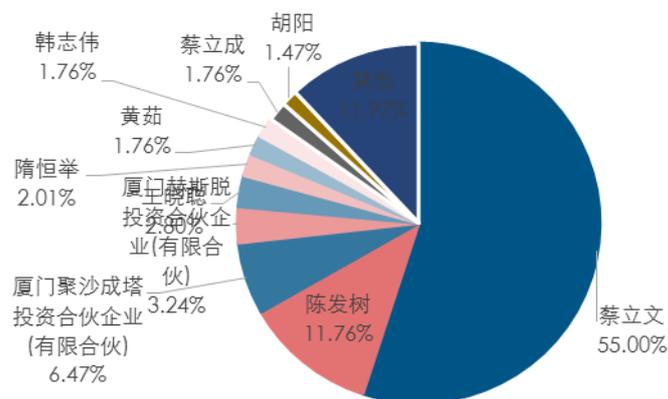


来源：中泰证券研究所

实际控制人持股 55%

- 公司于 2006 年 3 月在福建省厦门市成立,公司股票在 2015 年 6 月在全国股转系统挂牌公开转让,6 月 29 日由协议转让变更为做市转让,做市商为首创证券、江海证券。公司目前总股本 6800 万股,流通股 2096 万股,2016 年 2 月 23 日总市值 6.26 亿元。实际控制人蔡立文持有 935 万股,持股比例 55%。

图表 8: 点击网络股权分布 (2015.10.20)



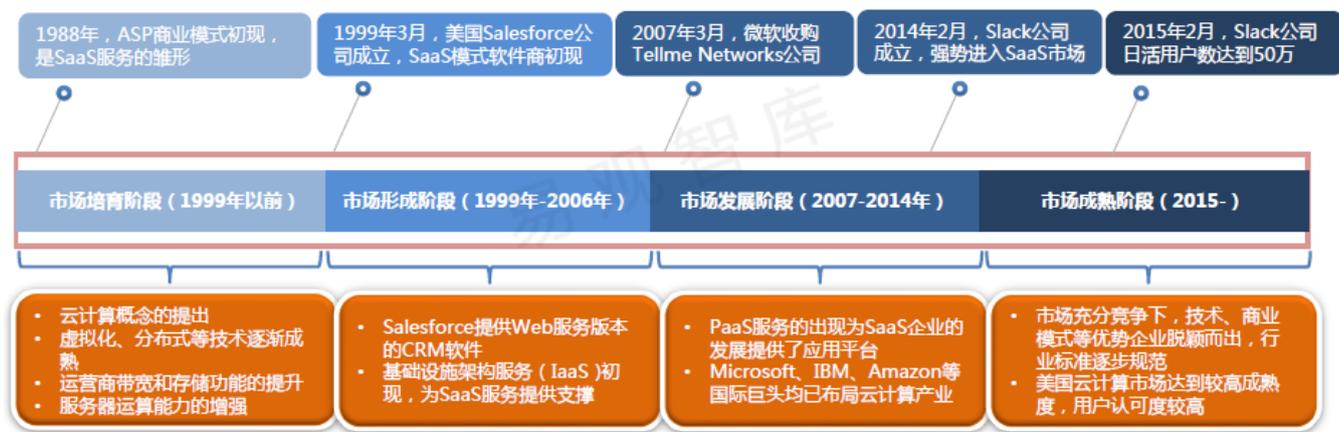
来源：公司公告，中泰证券研究所

美国 SaaS 市场：巨头引领市场发展

历经几十年发展，市场相对成熟

- 在美国,自从1999年基于云计算 SaaS 的客户关系管理软件服务(CRM)提供商 Salesforce 创立以来,企业级服务已经成为美国资本市场的重要组成部分,三家大的企业服务领军公司 Oracle、SAP、Salesforce,市值总和为 2800 亿美元左右,微软、IBM 也一直处于企业级服务市场第一集团。根据美国资本市场公开信息显示,在美国,已经有超过 45 家同样采用 SaaS 商业模式的互联网公司成功上市,其中总市值超过 100 亿美元的 SaaS 公司已经超过 10 家,而超过 10 亿美元市值的 SaaS 公司有近 100 家。据统计,仅 2014 年,美国企业级服务市场已有逾 15 家企业成功 IPO,总市值超 400 亿美元。

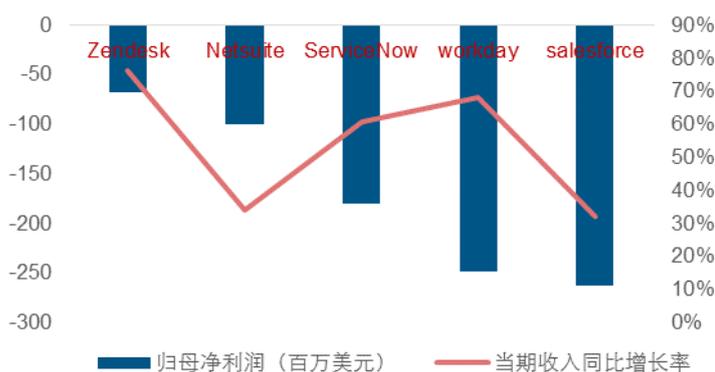
图表 9: 美国 SaaS 发展历程



来源: 易观国际, 中泰证券研究所

- 传统软件厂商主要通过外延式并购与纯粹 SaaS 企业激烈竞争。传统的套装软件厂商如 IBM、微软和甲骨文等已通过并购等方式成为 SaaS 的提供商, 如 Oracle 以 19 亿美元收购人力资源管理公司 Taleo, 9.56 亿美元收购市场自动化 SaaS 提供商 Eloqua; SAP 斥资 34 亿美元收购人力资源软件制造商 SuccessFactors、45 亿美元收购基于云的采购软件提供商 Ariba; IBM 以 13 亿美元价格收购专注于招聘和人才管理软件的 SaaS 提供商 Kenex, 与纯粹的 SaaS 厂商如 Salesforce、Workday 等展开激烈竞争。而以 Salesforce、Workday 等为代表的纯粹 SaaS 厂商普遍存在盈利困难问题, 市场主要通过未来的成长性和收益对这些企业进行估值, 主要参考指标为收入增速和续费率。

图表 10: 2014 美国上市 SaaS 公司普遍盈利困难但具备较快增速



来源: wind, 中泰证券研究所

垂直细分领域覆盖广泛

- 美国 SaaS 服务发展迅猛, 在 CRM、ERP、HRM 等垂直领域均有覆盖, 且规模较大。Salesforce 为全球 CRM 与云计算领域的领导者, 市值 412 亿美元; 云端客服软件 Zendesk 市值 15 亿美元; WORKDAY 提供全套人力资源管理软件服务, 市值 110 亿美元。

图表 11: 美国 SaaS 企业垂直细分领域覆盖广泛

类型	美国企业
CRM	salesforce
ERP	Netsuite
HRM	Linked In、workday、Zenefits 等
BI	Splunk、Visier 等
OA	Glip、Wrike、Jive 等
企业协作	Slack、Yammer、Basecamp、Asana 等
财务	SAP、Orcacle 等
客服	Zendesk、Freshdesk、Uservoice
IM 即时通讯	Slack、twilio、Layer、Nexmo 等

来源: 网络公开资料, 中泰证券研究所

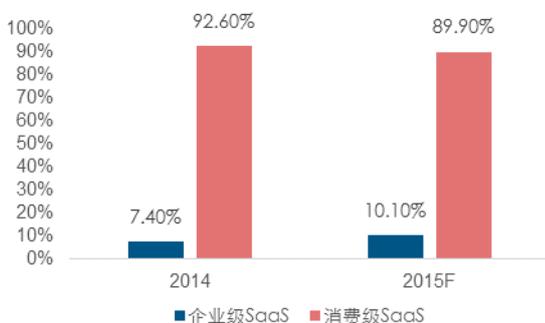
- 巨头引领市场发展。以 CRM 细分领域为例, Salesforce 是最早提出云计算和软件即服务 (SaaS) 的概念的公司, 主要为企业提供按需定制的客户关系管理服务 (CRM), 其产品主要针对企业级用户, 例如其 CRM 软件主要针对销售渠道跟踪以帮助企业优化销售策略。在 Salesforce 营造的新运营模式下, 用户不再需要单独定制软件、购买硬件, 也不需要付出大笔安装与维护费用给软件厂商, 只须付每月支付固定费用即可使用 Salesforce 提供的客户关系管理系统。2006 年 Salesforce 进军中国市场, 国内销售易、神州云动、云适配、六度人和等大批公司均对标其发展。

国内 SaaS：处于高速发展时期

中国 SaaS：十年发展，爆发前夜

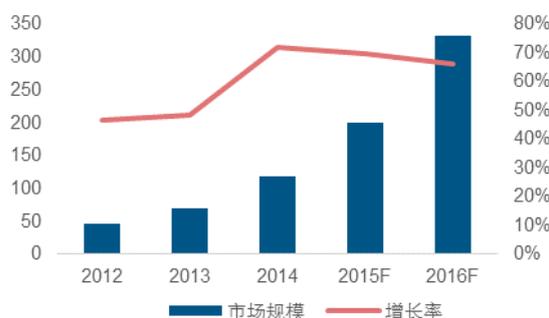
- 2006 年，随美国 SaaS 厂商进入中国市场，国内始正式引入企业级 SaaS 服务的概念。随后 Xtools、八百客、今目标等纷纷涉足，2007 年阿里巴巴集团进入软件领域，主打 SaaS，金蝶、用友亦先后推出友商网、伟库网。但随大批中小 SaaS 企业倒闭，真正火起来的是 To C 端的消费级 SaaS 市场。企业级 SaaS 经历 2007-2009 年泡沫后，2014 年前后才开始重新点燃资本市场热情。据易观智库预测，我国企业级 SaaS 市场规模 2015 年有望达到 199 亿，增长率高达 69.70%。

图表 12：消费级 SaaS 占主流，企业级呈上升态势



来源：易观智库，中泰证券

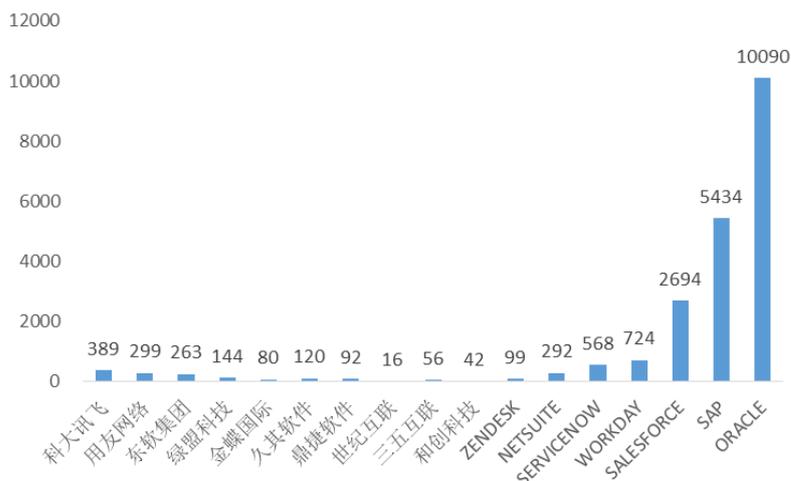
图表 13：中国企业级 SaaS 维持高速增长（亿元）



来源：易观智库，中泰证券

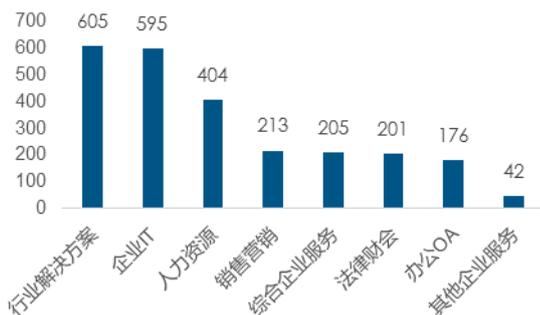
- 国内 SaaS 参与者众多，市场高度分散。虽然 SaaS 企业服务行业在国内已有十年发展历史，但和美国市场相比，行业规模尚未爆发。数据显示，美国有接近 2700 万家企业，美国三家大的企业服务领军公司 Oracle、SAP、Salesforce，市值总和接近 2800 亿美元；而中国虽然有同一数量级别的企业数量，但企业服务类公司市值并未有一家独大。在企业级市场，当前国内服务商的用户大多集中在中小企业，大型企业市场基本上被国外 SaaS 软件行业巨头瓜分：以 Oracle、微软为代表的国外企业凭借强大的品牌号召力、丰富的产品种类和广泛的销售渠道在国内 SaaS 市场占有较大份额；以三五互联、用友软件、二六三为代表的国内上市企业以其专注单一领域的优势实现了快速的扩张。

图表 14: 对比美国企业, 我国企业服务类公司市值偏小 (亿元)



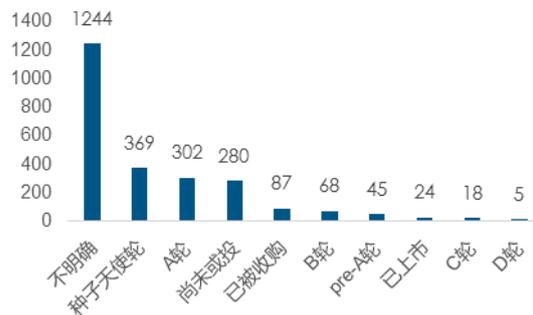
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 15: 国内企业服务类市场细分行业覆盖情况



来源: IT 桔子, 中泰证券研究所

图表 16: 国内企业服务类公司发展状态



来源: IT 桔子, 中泰证券研究所

- 国内传统企业管理软件商向 SaaS 转型缓慢, 新兴厂商产品线更加丰富。尽管有阿里巴巴、用友、金山、金蝶等软件企业开始涉足 SaaS 市场, 但总体来看应用服务仍不够丰富, 其覆盖客户也基本以大型和国有企业为主。传统软件企业转型 SaaS 领域需要面临的主要挑战: 1) 左右手互博问题。开发 SaaS 软件需要大量投资, 且将客户转移到 SaaS 模式的过程中, 因从收取一次性安装费过渡到收取租赁费, 会削弱收入和利润。2) SaaS 的技术基础与原本传统软件的技术路线存在较大差异, 传统软件公司转型面临技术风险。因此, 从产品丰富程度还是企业数量上来看, 新兴互联网企业都是面向中小微企业的 SaaS 市场真正壮大的中坚力量。

图表 17: SaaS 细分领域版图

类型	美国可比公司	国内现有公司
CRM	salesforce	今目标、八百客、销售易、纷享销客、Xtool 等
ERP	Netsuite	金算盘、友商网、深大云启、来肯在线等
HRM	Linked In、workday、Zenefits 等	北森、万古科技、六度人和等
BI	Splunk、Visier 等	智齿科技、永洪科技、巨杉
OA	Glip、Wrike、Jive 等	Office365、今目标、云之家、八百客等
企业协作	Slack、Yammer、Basecamp、Asana 等	纷享销客、Worktile、iWorker、明道等
财务	SAP、Oracle 等	用友、金蝶等
客服	Zendesk、Freshdesk、Uservoice	Udesk、天润融通、智齿科技等
IM 即时通讯	Slack、twilio、Layer、Nexmo 等	IMO、荣联、阿里钉钉、六度人和等

来源：网络公开资料，中泰证券研究所

- **增长率、续费率、用户获取成本是衡量 SaaS 企业价值的重要因素。**1) 增长率直观反应 SaaS 企业获取业务的能力；2) 对于 SaaS 公司而言，获取客户的成本相对固定，客户生命周期越长，收益越大。而客户持续使用公司产品的时间越长，即续费率越高，生命周期越长。即续费率和客户生命周期成反比。而续费率的高低与企业服务水平、产品质量紧密相关。3) 快速获取用户能力是企业的核心竞争能力。
- **资本市场重拾对 SaaS 市场热情，有望推动后者发展。**2013-2014 年中国资本市场开始看好 SaaS 企业服务，对该行业投资不断增长，市场热度不断提升，资本的活跃将进一步促进 SaaS 模式软件的快速发展。

图表 18: 2015 年以来 SaaS 领域一级市场投资情况 (不完全统计)

时间	企业/产品	轮次	融资额	业务范围
2015 年 1 月	容联	B 轮	1500 万美元	云通讯开放平台
2015 年 1 月	云报销	种子天使	数百万人民币	报销管理系统
2015 年 1 月	销售罗盘	种子天使	数百万人民币	销售分析预测软件
2015 年 3 月	智齿科技	Pre-A 轮	770 万人民币	BI 商业智能
2015 年 3 月	销售易	C 轮	1500 万美元	全渠道 CRM 平台
2015 年 4 月	北森 tita	C 轮	1.1 亿人民币	人才管理云服务
2015 年 4 月	云之讯	B 轮	近亿人民币	融合通讯开放平台
2015 年 4 月	Udesk 有客	A 轮	300 万美元	企业级智能客服平台
2015 年 5 月	逸创云客服	A 轮	1500 万人民币	云端客服 SaaS 平台

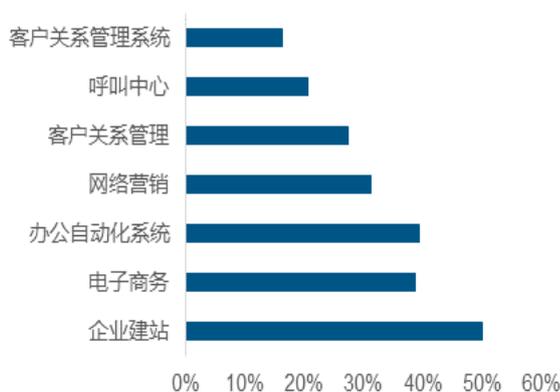
2015年5月	畅移云	Pre-A轮	未透露	行业营销管理方案
2015年5月	今目标	B轮	6000万美元	云端企业服务工具
2015年6月	大易科技	A轮	8000万人民币	在线招聘选拔
2015年6月	雅座	C轮	亿元人民币	餐饮企业 CRM
2015年7月	环信	B轮	1250万美元	企业工作平台
2015年7月	纷享销客	D轮	1亿美元	企业管理与客户营销 CRM 平台
2015年7月	小满科技	A轮	数千万人民币	基于邮件的销售管理工具
2015年7月	金袖网	A轮	7000万人民币	人力资源服务平台
2015年8月	快消总管	A轮	数百万美元	面向快消品行业的 CRM 平台
2015年8月	IMO 班聊	D轮	1.4亿人民币	企业沟通协同平台
2015年10月	理才网	A轮	2亿人民币	在线人才管理系统
2015年10月	客脉	A轮	数百万美元	客户关系管理
2015年11月	逸创云客服	战略投资	未透露	云端客服 SaaS 平台
2015年11月	e 代理	种子天使	100万美元	销售众包平台
2015年11月	卖家云	A轮	3000万人民币	卖家综合服务

来源：IT 桔子网，中泰证券研究所

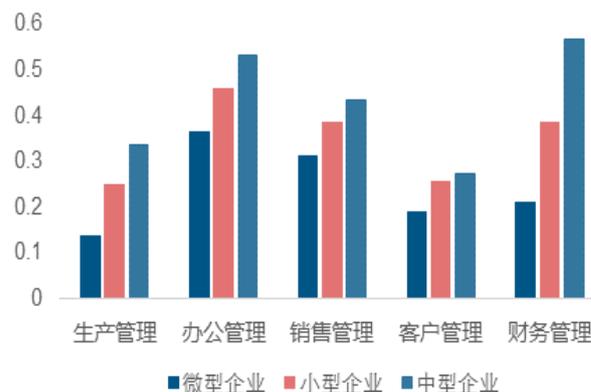
中小企业经营模式面临变革是企业级 SaaS 迅速升温的根本原因

- 中小企业数量庞大，信息化程度偏低。**据我国工商总局网站公布数据，截止 2013 年我国小型微型企业 1169.87 万户，占到企业总数的 76.57%。中国中小企业信息化的发展特点：我国中小企业信息化应用水平整体处于普及发展阶段，1) 财务和办公信息化系统应用程度较高，2) 小微企业信息化管理水平较低，3) 中小企业电子商务应用水平普遍偏低。
- 市场环境变化要求中小企业自身变革。**1) 互联网浪潮带来各行业产业链上下游的压缩，并要求供应链的快速响应，因此企业应能够在数据获取、数据管理和数据分析方面具备能力。2) 同时经济下行压力背景对成本和效益提出更高要求。

图表 19：中小企业信息化应用水平整体处于普及发展阶段

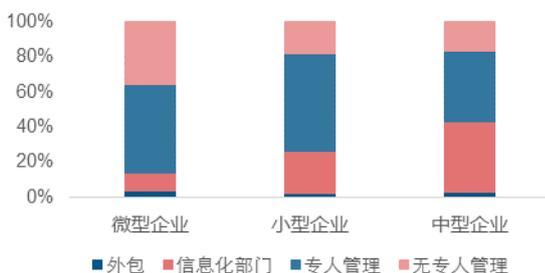


图表 20：中小微企业财务和办公管理系统应用程度较高 (%)



来源：工业和信息化部，中泰证券

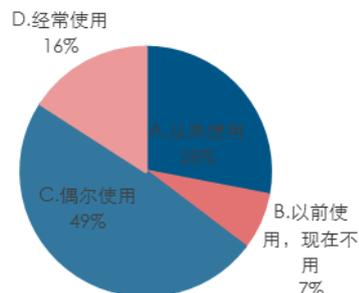
图表 21：小微型企业信息化管理水平较低



来源：工业和信息化部，中泰证券

来源：工业和信息化部，中泰证券

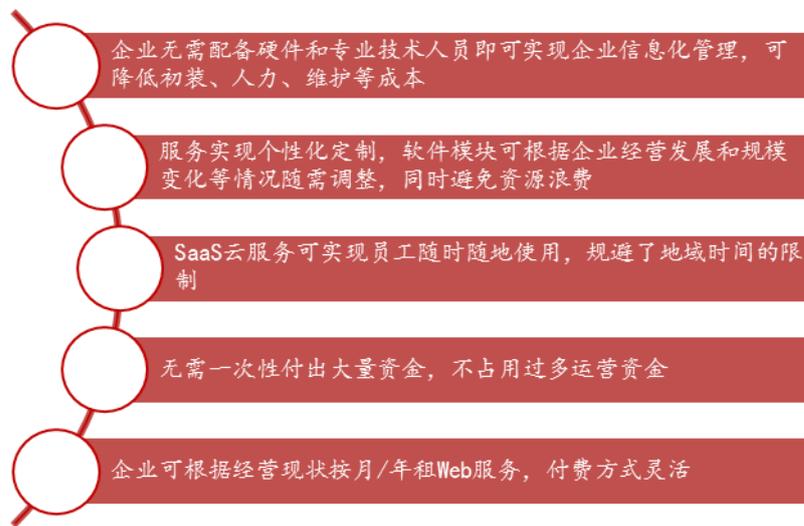
图表 22：中小企业电子商务应用水平普遍较低



来源：工业和信息化部，中泰证券

- **SaaS 模式软件的迎合众多中小企业提升效率、降低成本的需求。**中小企业用户可以根据自己的需要订购相应的应用软件产品及服务，并且可以根据企业发展的变化来调整所订购的服务内容，从而使 SaaS 模式的应用软件服务具有很强的伸缩性和扩展性，同时应用软件运行所需要的硬件系统以及系统升级、专业维护和技术支持由 SaaS 专业提供商承担，可大大降低用户的运营成本。

图表 23：SaaS 服务为中小微企业带来诸多便利



来源：易观国际，中泰证券研究所

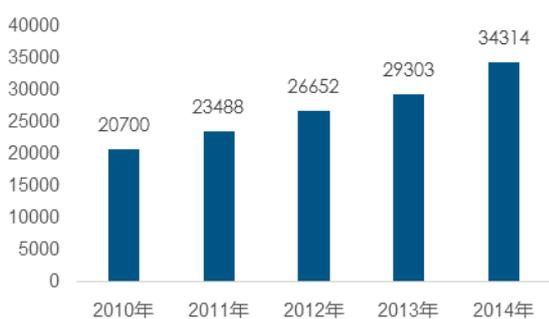
行业未来发展趋势

- **大客户定制化，小客户标准化。**定位于大客户意味着提供可定制或可配置的产品，高价格，高水准的客户成功服务；定位于小客户则需要提供标准化的产品，低的销售成本及自助式的客户成功服务。但针对不同类型客户的不同产品方案并不意味着企业必须二选一，用友软件就采取了

提供私有云平台满足大型客户，并以标准化中低端产品为基础建立公共云平台开拓中小和小微企业市场的策略。

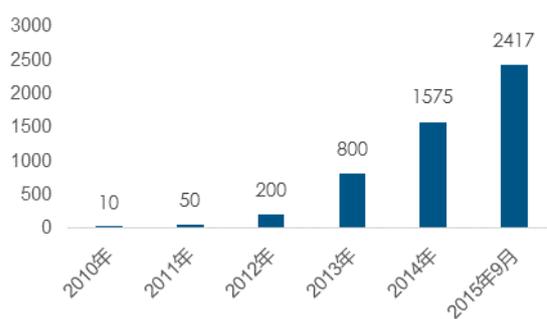
- **细分市场边界逐渐消失。**过去美国大多数 SaaS 公司专注于细分市场，如像 Salesforce 做 CRM，WebEx 做通信，Zendesk 做客服，workday 做 HR，Concur 做报销，Box 做云盘。但应用服务的边界正在消失。Salesforce 现在不光提供 CRM，也在提供市场、客服，并在进入协作领域。又如 Netsuite，除了核心产品 ERP，也在涉足 CRM、HRM 领域。一方面，随着各细分领域企业玩家的业务拓展，各类云服务业务将必然出现越来越多重叠。另一方面，随着 SaaS 软件用户数量的不断增多和用户类型的多样化，一些企业用户的需求已经从单一的企业邮箱、OA、CRM 等需求向集成化办公需求迈进，这一转变将促使 SaaS 软件提供商通过合作或者扩展整合自身产品功能等方式，为客户提供“一站式”的产品和服务，扩大自身产品线。
- **市场集中度走向提升。**SaaS 软件行业经历过短暂的快速发展期后，目前处在无序竞争的阶段，众多的行业参与者使得行业集中度较低。但是随着行业进一步发展，是否能够提供优质产品、全天候的服务，以及能否保障数据的安全成为制约 SaaS 软件提供商发展的瓶颈，这些外在的制约因素必将推动 SaaS 软件产业走向集中化。
- **基于 SaaS 模式的建站服务细分市场仍有空间。**截止 2014 年 6 月底，全国工商注册的中小企业总量超过 4600 万家，而同期中国网站的总数为 273 万个，多达 94.07% 的中小企业尚未建立网站。以电子商务平台和 P2P 平台两个细分行业为例，根据中国电子商务研究中心数据，2010 年我国电子商务平台数量为 20,700 家，截至 2014 年年底，其数量已达 34,314 家，年复合增长率达到 13.47%；根据 P2P 行业门户网“网贷之家”的数据，2010 年我国 P2P 金融网贷运营平台数量为 10 家，截至 2014 年年底，其数量已达 1575 家，年复合增长率达到 254.26%。

图表 24：我国电子商务平台数量基数庞大



来源：公开转让说明书，中泰证券研究所

图表 25：P2P 金融网贷运营平台数量迅速上升



来源：公开转让说明书，中泰证券研究所

公司核心竞争优势

线上线下结合，提供 7*24 小时全天候服务

- 公司采取“线上+线下”相结合的销售模式。一方面，公司依托官网、QQ 群、微信及微博进行宣传推广，并设立了直销部、运维部等职能部门以获取线上订单需求信息；另一方面，公司销售人员采取“地推+电销”的模式，充分利用自有业务平台用户相互转换的优势，确定目标客户后，通过上门拜访或电话的方式进行销售。同时，公司提供“7*24 小时”全天候售后服务，以提高老客户的二次购买率。

专注长尾客户降低客户集中性风险

- 公司自成立以来，已累计为数百家中小企业提供 SaaS 软件及运营服务，涉及电子商务、游戏、生活、购物、地产、P2P 等多个行业。目前公司用户规模超过 60000 户，2015 年用户数增长超过 30%，公司在提供产品的同时，也积累了丰富的各行业经验，了解不同行业不同的商业逻辑和市场特点，为日后提供更有针对性的个性化解决方案打下了基础，也可有效避免客户集中度过高的风险。

地处厦门，具备地域性优势

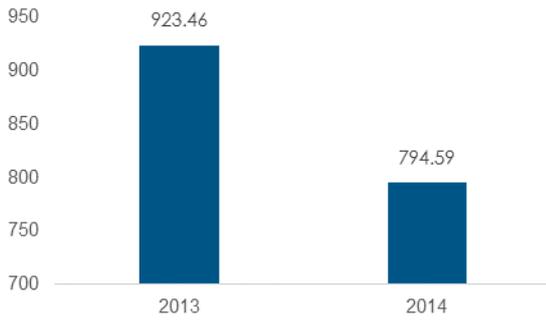
- 公司已有 9 年业务发展经验，在厦门具有稳定市场和良好口碑，先后收购引擎网络和奕盛网络两个本土企业后综合实力会大大增强，当地市场影响力会进一步扩大，强化了公司在福建省的领先地位，为公司深化业务布局奠定良好市场基础。

内外兼修全面布局，未来发展可期

收购引擎网络、奕盛网络，外延式发展增厚公司业绩

- **先后现金收购奕盛网络、引擎网络 100% 股权。**公司拟支付现金 950 万元，购买郑志盛、赵颖、博奕胜信息、九鼎志成信息合计持有的奕盛网络 100% 的股权，并拟发行不超过 1500 万股募集配套资金，募集资金总额不超过 6900 万元，占发行后总股本的 18.07%；公司 2015 年 6 月以 450 万现金收购厦门企业引擎网络 100% 的股权。两次并购将增厚公司营收规模：奕盛网络 2014 年营收 361 万，并将与公司签署对赌协议，2016-2018 年营收有望分别达到 536、779、1119 万元；引擎网络 2013 年、2014 年实现营业收入则分别占公司对应年度营业收入的 153.12% 及 73.85%。
- **引擎网络、奕盛网络与公司业务较为相似，两次收购将有利于公司降低同业竞争，提高市场占有，积累客户资源，形成较强的业务协同。**奕盛网络和引擎网络主营业务均为中小企业客户提供云服务器、域名服务、虚拟主机、企业邮箱等一揽子信息化产品和服务，奕盛网络还同时为个人游戏玩家等客户提供服务器等产品。二者在互联网接入服务领域的网站及用户接入数方面均有一定积累，有助于进一步扩大公司的客户规模，强化公司主营业务的市场竞争力和公司盈利能力，提升公司的综合实力和竞争优势，增加公司收益，对公司未来的业绩和收益的增长具有积极作用。

图表 26: 引擎网络营业收入 (百万)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

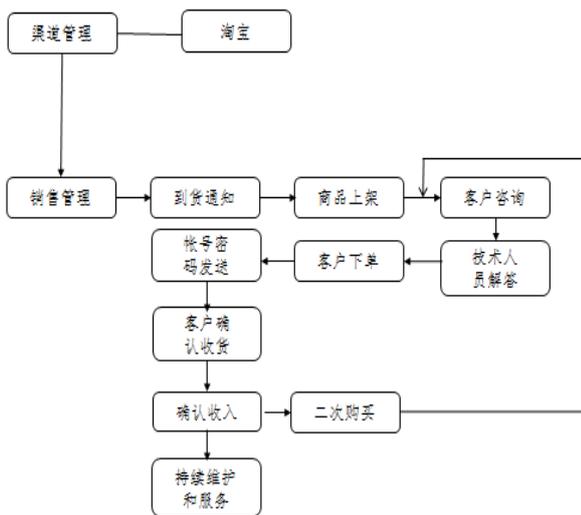
图表 27: 奕盛网络营业收入 (百万)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **完善“地推+电销+线上”三位一体销售渠道, 促进业务发展。**奕盛网络依托淘宝店铺销售产品及服务, 同时借助淘宝、微信等进行宣传推广, 拥有较为成熟的线上销售渠道。奕盛网络产品和服务在淘宝销售排行榜始终处于前列, 其中, 阿里云服务器淘宝店铺产品交易量在相关领域排名第一位, 服务器相关行业销量排名第二。收购奕盛网络后公司可在原有“地推+电销”销售模式的基础上进一步拓展线上销售渠道, 未来将结合公司在产品、技术方面的优势与奕盛网络在互联网销售渠道方面的优势, 进行优势业务资源整合, 为公司业务带来新的发展机遇。

图表 28: 奕盛网络销售流程



来源: 公开转让说明书, 中泰证券研究所

图表 29: 奕盛网络淘宝店铺界面



来源: 公开转让说明书, 中泰证券研究所

投资人实力雄厚, 丰富资源可期

- **引入战略投资者陈发树。**2015 年 7 月 30 日，公司与陈发树签订认购合同，陈发树拟以 18.00 元/股的价格认购公司新发行的股票 200.00 万股，认购完成后，陈发树先生持有公司 11.76% 的股权。陈发树为新华都实业集团股份有限公司创办人及实际控制人，持有新华都（SZ.002246）、紫金矿业（SH.601899）等多家上市公司的股份，在福建省乃至全国企业家中享有较高声誉，其在公司经营、资本运营领域具有丰厚的经验。
- **定增最大认购人米林隆领隶属于蔡文胜旗下隆领投资。**公司收购奕盛网络募集配套资金不超过 6900 万元，其中最大认购人米林隆领共认购 760 万股，认购金额 3496 万元。认购完成后其持有点击网络股份达 9.16%。米林隆领投资隶属于知名天使投资人蔡文胜领衔的隆领投资。蔡文胜本人自 2000 年即进入互联网领域，并在域名投资领域取得巨大成功。2007 年开始进行网络投资，先后参与投资数十家互联网公司，包括 4399、58 同城、暴风影音等，在投资领域具有丰富经验。
- **战略投资者及米林隆领将对公司业务发展、经营管理将有极大促进作用。**陈发树及米林隆领有望在公司战略规划、经营管理、资本运作和业务拓展方面给予丰富资源和经验指导，有助于公司进一步做大做强。

自建云服务机房，挺进自有品牌软件服务

- **云计算为未来 IDC 的主要发展方向。**传统 IDC 需要使用机房中的主机资源，有跨网和区域性限制；而云计算供给用户的是服务能力。目前全国 IDC 厂家约在 3000 家，内部竞争激烈，外部又受到以腾讯、阿里等为代表的云平台冲击，单机柜收入有明显下降，内外夹击下，IDC 转型云计算迫在眉睫。

图表 30：云计算与传统 IDC 的区别

对比项目	云计算数据中心	IDC (互联网数据中心)
提供服务	IT 效能+服务器/存储+带宽+电力+监控+咨询	托管或计算/存储能力+带宽+电力
交付效率	定制、模块化可按月交付	一般以年为交付周期，建设周期长
业务模式	精确资源/能源计费	出租基础平台
收费模式	可按小时收费	最低按月收费：统一收费或按占用资源收费
提供产品	增值服务内容多，可选、分别计费	底座或机柜、带宽
经济性	成本控制和性价比至关重要，注重衡量成本/效率/可用性之间的平衡性	一次投入，终身收费
选址	看重能源、气候与地理位置	受限于地理位置和客户群分布
特征	规模化、区域化、模块化、政府主导趋势	小型、零散、以企业建设为主

来源：计世资讯，中泰证券研究所

- **公司加大对云计算的基础投入，服务能力将大幅改善。**公司目前 1000 台服务器已经部署完成，主要部署在厦门及福州；公司与运营商合作方式为向运营商租用场地和带宽，公司架设云服务器。公司逐步将公司 IT 架构和产品服务迁移至云计算架构上，目前正在进行设备调试和软件开发工作，预计在 2015 年第四季度向客户提供服务。项目建设完成后将向客户和公司内部提供基于云计算的 IaaS、PaaS 和 SaaS 软件服务，

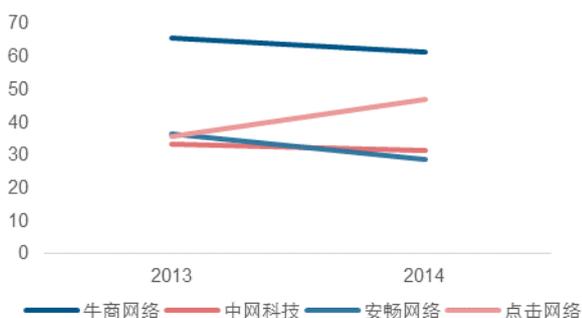
届时将由代理销售阿里云服务器转向销售自有品牌云服务器。公司自建云服务机房后，将大幅改善公司的服务能力，提高资源使用效率，降低成本。

公司财务指标分析

综合毛利率有所提升，低于同业

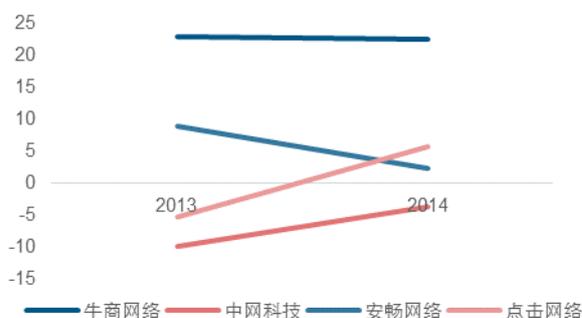
- 公司 2013 年、2014 年综合毛利率分别为 35.77%、46.94%，平均综合毛利率为 41.35%。报告期内，公司整体毛利有所提升，主要由于公司积极拓展企业信息化软件产品及系统的自主研发与销售，毛利水平较高的软件销售及运维服务收入占比从 44.50% 提升至 53.59% 所致。横向来看，2013 年公司毛利率较低的增值服务收入占比较高，综合毛利率处于行业中游。

图表 31：综合毛利率处于行业中游水平



来源：公开转让说明书，中泰证券研究所

图表 32：净利润 2014 年扭亏为盈

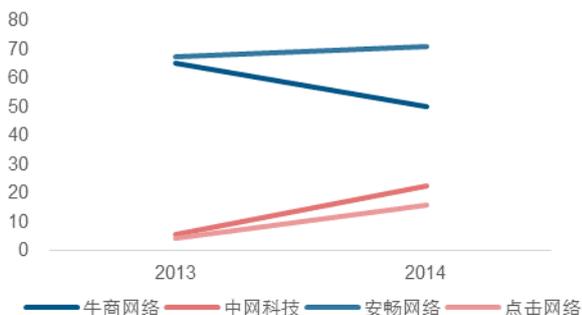


来源：公开转让说明书，中泰证券研究所

资产负债率较低，仍有较大杠杆空间

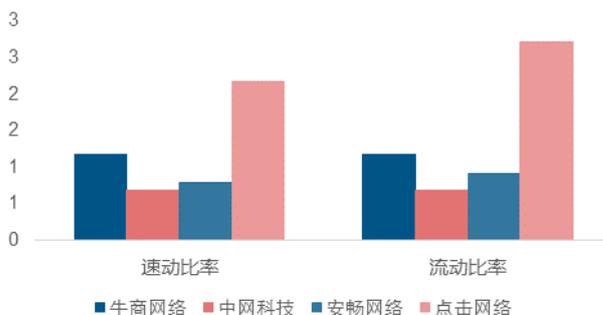
- 公司主营业务规模偏小，资金回笼较快，对资金要求不高，借款需求并不旺盛，因此资产负债率和同业相比偏低，流动比率、速动比率高于同行业平均水平。

图表 33：公司资产负债率偏低



来源：公开转让说明书，中泰证券研究所

图表 34：流动比率、速动比率高于同业 (2014)



来源：公开转让说明书，中泰证券研究所

估值比较

- 我们筛选了与企业级 SaaS 服务相关的上市公司，以 2016 年 2 月 23 日收盘价作为参考，可比公司市值均值为 195.48 亿元，2015 年平均 PE 为 51.26 倍（整体法），预计点击网络 2015 年净利润为 2000 万元，2016 年 2 月 23 日点击网络收盘价 9.20 元，总市值 6.26 亿元，2015 年 PE 为 31.72 倍。

图表 35：相关公司估值比较（截止 2016 年 2 月 23 日收盘价）

股票代码	公司名称	市值（亿元）	股价（元）	EPS			PE		
				2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
600588.SH	用友网络	299.09	20.42	0.32	0.44	0.54	63.81	46.41	37.81
600498.SH	烽火通信	246.50	23.55	0.7	0.89	1.08	33.64	26.46	21.81
300352.SZ	北信源	97.07	35.92	0.38	0.49	0.67	94.53	73.31	53.61
300271.SZ	华宇软件	139.30	43.44	0.69	1.31	1.62	62.96	33.16	26.81
832571.OC	点击网络	6.26	9.2	0.29	-	-	31.72	-	-

来源：Wind（用友网络、烽火通信、北信源、EPS 为 Wind 一致预期，华宇软件 EPS 为 2015 年年报数据），中泰证券研究所

风险提示

- 行业竞争加剧；
- 新业务进展不及预期；
- 宏观经济下行。

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。