

嘉网股份（430498）：实控人变更，业务转型，未来将如何表现？

基本数据	
总股本（万股）	5530
流通股本（万股）	3722
总市值（亿）	9.95
每股盈利（元）	0.08
市盈（动态）	106.7
市净率（倍）	16.43
每股净资产（元）	1.1
2016(H) 营收	1480万
2016(H) 净利润	466万

研究员：陈溪泽

邮箱：kf@91otc.com

电话：0755-26582232

投资要点：

1. 嘉网股份实际控制人变更为企业发展带来新的战略布局，同时人才结构发生变化，对企业既是机遇也是挑战。
2. 企业所处 IDC 行业多元化竞争态势出现，服务器销售行业的本土化竞争时代开启，传统 IDC 业务已无法紧跟市场步伐，难以满足互联网市场的需求，传统销售业务急需转型升级，管理层亟待拓展技术服务新局面。
3. 企业进军西藏地区，独辟蹊径，抢占市场，但同时受区域条件限制，开发难度较大。
4. 战略目标：致力于打造以“互联网”+“金融”+“文化”为核心，以产业协同为纽带的互联网生态圈。
5. 新增业务范围，盈利能力大增，运营成本降低，未来业绩可期，预测 2016 年公司 EPS 为 0.21，根据行业的预测市盈率，合理股价为 20.14 元。

目录

一、实际控制人变更的机遇与挑战.....	2
二、业务结构转型升级，IDC 行业寻求突破.....	3
三、新常态下，传统业务何去何从.....	5
四、对外投资藏区企业，开辟新思路抢占市场.....	5
五、企业估值、投资价值分析	6



梧桐树新三板 APP

正文：

对大多数的“互联网+”公司来说，真正重要的资产有两个：一是团队，二是用户。团队的质量很难被量化，能观测到的真正重要的“资产”可能就是用户。那我们如何知道一家公司未来的价值是多少？常见的价值计算模型有市盈率、市净率、市销率等。但是用这些企业估值方法，对于现在的“互联网+”公司，都存在着较大偏差——很容易低估。

因为以现有的会计准则估值，在资产层面完全忽视了用户资产这一点。而对于投资人来说，一个公司今天的价值，几乎完全取决

于我们认为它在未来某一个时间点能值多少钱。毕竟，再好的投资，只有当你把它卖出，真金白银到手之后，才能真正地计算得失。如何给企业估值呢？通过分析下面这家新三板公司，来说明公司估值，以此抛砖引玉，欢迎各位交流，发表自己的观点。

作为一家互联网生态圈初成的互联网+科技公司，嘉网股份（430498）最近受到了市场的关注。我们注意到了一则关于嘉网的报道：日前大智慧通讯社采访了嘉网股份董秘，为投资人详细解读了 2015 年年度报告，嘉网股份董秘对媒体阐述企业的战略目标和方向：将致力于打造以“互联网”+“金融”+“文化”为核心，以产业协同为纽带的互联网生态圈。

其实早在 4 月 27 日，股转发布了嘉网股份 2015 年年报，年报显示：每股盈利达 0.48 元。根据昨日报道中董秘的说法，公司 2015 年净利润大幅增长的主要原因是，拓展了业务范围，客户数量快速增长，同时有效控制了各项成本，基本每股收益为 0.48 元，是考虑到 2015 年 11 月公司发行 4300 万股票的影响，进行了加权计算。

因此我们根据公司年报和公开资料使用不同的估值方法来分析梳理，看看嘉网是否被低估，简单预测正常股价多高才比较合理。

在 2015 年，中国网民规模已达 8 亿，互联网普及率达 46%，其中移动互联网规模达到 6 亿，手游、手机视频、电子商务、电子支付等应用迅猛发展。在此背景下，作为重资本行业的 IDC（互联网数据中心——Internet Date Center）产业进一步升级，大量资本涌入，IDC 行业竞争加剧。

嘉网股份于 2014 年初新三板挂牌，主营业务为互联网增值服务（ISP 业务和 IDC 业务）和服务器等硬件销售与维护，随着国内 IDC 行业的爆炸式发展，公司逐渐将主营业务向 IDC 业务转移，截至 2015 年 9 月资产重组前，IDC 业务所占份额达 45.49%。

一、实际控制人变更的机遇与挑战

2015 年 9 月，翁立峰收购公司 46.25% 股份，成为公司控股股东、实际控制人，因公司被收购及业务发展需要，公司的董监高团队出现了大规模变动。翁立峰为美国宾夕法尼亚大学法律硕士研究生，从事法律工作十余年的资深法律人，收购嘉网股份前 3 年曾任互联网技术开发与服务类型企业董事，其“互联网+法律”行业的复合背景为嘉网股份的业务转型及员工团队重塑奠定了基础。

对比一下实际控制人变更前后公司的人员结构变化，硕士及本科学历员工各增加 2 人，公司员工团队的素质提高；同时股权的重大变化导致公司对部门及岗位调整幅度较大，员工数量减少 50%，核心成员更新，管理层需再调整。

图 1. 嘉网股份人才结构变化

按教育程度划分	变更后人数	变更前人数	增加人数
硕士	2	-	2
本科	8	6	2
专科	2	13	-11
专科以下	-	4	-4
员工总计	12	23	-11

（来源：公司年报，梧桐树新三板研究院）

随着实际控制人的变更，嘉网股份收购了翁立峰与公司董事、总经理刘勋共同控制的企业北京丰瑞利泽投资合伙企业（有限合伙）持有的君安信（北京）科技有限公司 30% 股权，公司在整合原有增值电信业务、服务器等网络设备销售的基础上拓展了互联网技术支持和金融服务方面的业务，并历史性地达到公司主营业务 29.77%。同时，其他业务中开拓了较少的网站制作与维护业务市场（0.2%），企业正逐渐从单一业务结构转变为 IDC 业务、互联网技术服务、网络设备销售、数字业务并存格局。

新的高层管理团队将公司重新定位于“文化嘉网、云计算嘉网、大数据嘉网”，意味着公司将要加入在云计算与大数据的爆发式增长的行业竞争。虽然近年来这一行业受众人群激增，前景普遍被看好，但是运用新的理念开拓市场无疑等于进入一个新行业，如何在信息技术与数据开发、大数据等领域占得一席之地，如何合理地调整公司的业务结构成为公司需要进一步解决的问题。

二、业务结构转型升级，IDC 行业寻求突破

从市场环境来看，IDC 服务商主要包括基础电信运营商，如中国电信、中国联通、中国移动，与第三方服务商互为竞争与补充；自有机房第三方 IDC 服务商，如世纪互联、鹏博士等；租用机房的第三方 IDC 服务商。截至 2015 年底，国内外资本大量进入 IDC 行业，竞争格局加剧。

根据工业和信息化部的数据显示，国内软件行业已进入一个快速的成长期，2010 年~2014 年国内软件产业营业收入从 1.3 万亿元增长到 3.7 万亿元，增长幅度为 185%。2014 年国内软件和信息技术服务业实现软件业务收入 3.7 万亿元，同比增长 20.2%，全国规模以上软件和信息技术服务企业达 38,695 家。但同时国内各行业的信息化程度较低，各企业对信息化建设的投入也逐步加大，如何在众多同行业企业中杀出重围，开展高精尖、一体化、智能化的服务是许多同类型公司在发展战略中需要长期规划的问题。

目前嘉网股份技术开发与服务业务主要集中在软件开发服务，该业务在国内市场上有极大的发展空间，比如科大讯飞凭借高科技的人工智能技术已成为行业龙头。嘉网早期成立后主营网络设备销售，2008 年开始逐渐介入 IDC 行业，公司的 IDC 业务发展变化在一定程度上与 IDC 行业的发展呈现正相关关系。

截至 2015 年，嘉网股份的 IDC 类业务占营业收入的 36.58%，仍然占据主营业务收入的首位，也高于 IDC 行业的年度复合增长率 30%，但相比于 2014 年，所占比例下降了 8.91%。和稳扎稳打逐渐起飞的奥飞数据（832745）在 IDC 业务上净利润的增长幅度（847.81%）相比，公司的净利润增长率已达到 1,730.99%。如此强劲的增幅的表象之下，令人有一些担心后劲不足的隐忧。

与嘉网股份同处 IDC 行业的奥飞数据在产品研发方面的投入逐年增加，技术与研发人员比例超过员工总数的 50%，目前技术优势已成为奥飞数据的核心竞争力。而嘉网股份在产品研发方面明显处于劣势，实际控制人变更后，公司重新进行了战略规划和人事部署，在北京设立了技术研发中心，其意图或就是借助北京高校的人才优势发展公司的人才储备，发展未来人才效应和战略调整带来新的增长点。

从目前市场来看，单纯的 IDC 服务已难以满足互联网市场的需求，公司也面临刻不容缓的转型升级问题。对比 2015 年 IDC 行业的几大第三方服务商，其中光环新网（300383）收购中金云网和无双科技，被收购的中金云网聚焦于金融行业数据中心业务，无双科技依托大数据挖掘提供高价值互联网营销服务，整体战略布局正在拓展云计算和大数据板块。

另一家上市公司宝信软件（600845）依托宝钢资源，将宝之云项目推入三期工程，同时公司与欧冶云商股份有限公司共同出资设立欧冶数据，整合自身 IDC 项目获得的海量数据和欧冶云商的金融、工业、电商、物流需求；帝联科技（831402）则是在 IDC 的基础业务上迎合市场需求，以强大的研发与技术优势开展 CDN 业务，目前网宿、蓝汛、帝联科技已成为 CDN 行业三巨头。

嘉网股份于 2015 年收购君安新（北京）科技有限公司股权后引入了互联网技术开发、技术服务业务，而且这一业务的发展速度也比较快，占营业收入的比例已达到 29.77%。

三、新常态下，传统业务何去何从

受宏观经济影响，市场行情不景气，公司所属互联网和相关硬件销售市场竞争十分激烈，与 2014 年度相比，虽然相应的生产成本下降，但服务器等网络设备业务销售收入仍然减少了 10,309,398.19 元。

嘉网在成立之后主要从事服务器等硬件销售，伴随着互联网的快速发展，公司服务器销售业务也在逐年的快速增长。在业务扩展和发展过程中，公司积累了丰富的客户资源，和多个客户建立了长期的良好商业合作关系，如浪潮、深信服、华为等，同时培养了不少专业的服务器维护管理人才，因此可以说，传统业务的优良资质、以及在流媒体行业的客户资源优势已成为公司的核心竞争力。

2015 年，国内外两大阵营的竞争格局已被多元化竞争态势所取代，服务器销售行业的本土化竞争时代开启。从长期看，服务器产业的竞争不仅是规模，还有业务可持续发展能力，包括对核心技术的把控、方案的开发能力、整体运营能力和产业链的整合能力。

根据 IDC 等国际权威调查机构数据显示，中国服务器市场未来 5 年将稳健增长，尤其是媒体、政府、金融、通信等行业。主板挂牌的浪潮信息(000977)就是这一传统业务的强有力的竞争对手，浪潮信息为了推进传统销售业务，除了传统的机架式与数据中心产品，认准云计算的快速成长期，发展高密度、整机柜服务器，还不断打破地域局限，努力开拓海外市场，实现全球化经营。

嘉网坐拥经营 25 年之久的传统业务优势，如何面对低迷的市场，借力技术和产业链整合，在传统业务的基础上开拓新局面将是新一任领导团队的头等大事。

四、对外投资藏区企业，开辟新思路抢占市场

2016 年 5 月 3 日，为了优化战略布局，嘉网股份拟设立全资子公司西藏利峰嘉创信息科技有限公司，主要经营网络技术服务、计算机软件、通信技术开发等业务。自此，嘉网股份打开西藏地区的业务格局，率先一步抢占了该地区市场。

西藏地区目前的上市企业甚少涉及信息技术与服务业，大多以农业、食品、旅游业、基础设施建设为主，在工业和信息化部软件与信息技术服务业的统计数据显示，西藏地区目前没有该行业企业，且在通信业中电话用户统计中也处于末位水平。嘉网将资本投资于藏区，无异于在国内的白热化竞争市场中另辟蹊径，但是公司在藏区的发展难度与开发强度都非常大，因为藏区的各行各业的信息网的建立要从基础工作开始，不论是经济、政府、宗教甚至自然环境因素都会对企业拓展业务产生巨大的影响，公司如何曲折中求发展，我们也将拭目以待。

五、企业估值、投资价值分析

1、损益表

通过分析嘉网股份的财务数据发现，企业的经营杠杆较高，营收的小幅度变动依然不影响净利润的大幅度增长，从公司的盈利能力分析中可以看出，当前的毛利率比净利率高出近 16%，与 2014 年近乎相同，说明企业长期在产品研发和销售方面的投入量不小，与行业龙头企业帝联科技相比，2014 年帝联科技的毛利率为 28.3%，而净利率为 6.60%，相差近 22%，可见嘉网股份在研发和销售上仍可以加大投入开发新技术、新产品。

表 1. 嘉网股份 2013/14/15 年主要财务数据

项目	2015 年 (万元)	同比增长	营收百 分比	2014 年 (万元)	同比增长	营收百 分比	2013 年 (万元)
营业收入	2466.12	-11.00%	100.00%	2781.33	19.86%	100.00%	2320.45
营业成本	1566.37	-31.75%	63.52%	2295.00	3.77%	82.51%	2211.53
毛利润	899.75	85.01%	36.48%	486.33	346.505	17.49%	108.92
期间费用	297.60	-30.97%	12.07%	431.10	32.77%	15.50%	324.70
营业利润	588.24	1,869.33%	23.85%	29.87	-69.43%	1.07%	97.70
营业外收入	0.1	-98%	-	5.00	8.23%	0.18%	4.62
利润总额	588.34	1,587.24%	23.86%	34.87	-65.90%	1.25%	102.25
所得税	76.95	1,008.79%	3.12%	6.94	-63.01%	0.25%	18.76
净利润	511.39	1,730.97%	20.74%	27.93	-66.55%	1.00%	83.49

(来源：公司年报，梧桐树新三板研究院)

表 2. 成长性分析

营业收入增长率	-11.00%
营业利润增长率	1,869.33%
净利润增长率	1,730.97%

（来源：公司年报，梧桐树新三板研究院）

表 3. 盈利能力分析

毛利率	36.48%
净利润率	20.74%
ROE	41.61%

（来源：公司年报，梧桐树新三板研究院）

2、资产负债表

表 4. 偿债能力分析

资产负债率	9.63%
流动比率	9.86
速动比率	9.82

（来源：公司年报，梧桐树新三板研究院）

表 5. 营运能力分析

资产周转率	0.40
应收账款周转率	0.14

（来源：公司年报，梧桐树新三板研究院）

通过对企业的偿债能力进行梳理,可以看到嘉网 2015 年企业的资产负债率不到 10%,流动比率和速动比率均接近 10%。大家都知道,债务主要由流动负债组成,从经营者的角度来看,企业负债比例过低,经营者可能受到经济大环境的影响,对企业信心不足。而公司的营运能力反映为一家轻资产公司,在非常短时期内公司应收账款就能转化为现金。由于嘉网的实际控制人变更在 2015 年 9 月,改变经营策略,合理运用财务杠杆可能是翁立峰董事长上任后的一个重要方向。

通过上面嘉网的主要财务数据分析,说明企业几乎不存在财务困境,但公司的盈利能力远远未达到饱和状态。新任董事长翁立峰上任后,即收购了君安信 30%的股份开拓新市场,接着二个月后定向增发 4300 万股补充流动资金,这两个动作让市场看到了嘉网核心管理层对企业未来发展的信心,公司 2016 年整体发展战略的转变预期可以期待。

3、财务预测

根据以上的对嘉网股份的财务分析,同时参考 IDC 行业发展情况提出以下推论假设:

1、假设未来 3 年嘉网股份改变发展策略,积极开拓市场,营业收入增长率保持在行业平均水平,即 13%,营业成本增长率保持在 7%,期间费用增长率保持在 10%,营业外收支保持不变,所得税率为 15%。市盈率以当前市价每股 1 元,股本保持 5000 万股计算,则 2015 年嘉网股份的市盈率为 2.08,市净率为 0.89,目前的市盈率处于极低水平,一定程度上说明股价过低。

2、PEG 值。根据 2015 年的年报数据, $PEG = PE / \text{净利润增长率} \times 100 < 1$,且远远小于 1,该股票在 2016 年 2 月底解除限售后,目前价值被严重低估,加之 2015 年 9 月实际控制人变更的因素,嘉网有可能迎来一个快速成长期。

3、在预测未来三年股价时候采用国内 VC 市场比较常见的 PE 估值,选用同行业企业标的来对嘉网股份进行估值,在保持股本 5000 万不变的情况下根据预设增长率预测出 2016 年、2017 年、2018 年的利润总额分别为 783.44、995.65、1243.48。这个预测值的利润额增长率大致分别为 33.18%、27.09%、24.89%,也基本符合 IDC 行业的复合基本增长率。

4、由于新管理层上任后,逐渐开始改变经营策略,加大对研发和技术的投入,所以营业成本和期间费用的增长幅度较大导致 2017 年与 2018 年的增长率低于 30%,简单估算预测未来 2016/17/18 三年的 EPS 为 0.13、0.20、0.25 (2015 年定向增发 4300 万股,故 2016 年 EPS 相对于 2015 年有一个明显的下降)。

表 6. 公司核心财务指标预测

项目	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(万元)	2466.12	2786.72	3148.99	3558.36
营业成本(万元)	1566.37	1676.02	1793.34	1918.87
毛利润(万元)	899.75	1110.70	1355.65	1639.49
期间费用(万元)	297.60	327.36	360.10	396.11
营业利润(万元)	588.24	783.34	995.55	1243.38
利润总额(万元)	588.34	783.44	995.65	1243.48
增速	1,587.25%	33.18%	27.09%	24.89%
EPS	0.48	0.13	0.20	0.25
PE	2.08	8.83	9.20	8.71
市值(万元)	5,000.00	5,739.50	9200.00	10,887.50

(来源: 公司年报, 梧桐树新三板研究院)

通常我们投资参考的市盈率包括历史市盈率和预测市盈率, 在这里采用预测市盈率, 然后计算出嘉网股份 2016/17/18 年的 PE 和市值, 根据表 6 预测数据再来计算估值范围内的 PEG 值, 发现这三年嘉网股份的 PEG 值仍然小于 1, 说明在仅考虑公司本身发展情况下的股价仍然被低估。

接着我们列出关联度较高的互联网和移动互联网行业上市公司作为参考对标: 在这里选用奥飞数据、帝联科技、光环新网、宝信软件、浪潮信息 5 家企业。其中奥飞数据和帝联科技属于新三板, 光环新网、宝信软件、浪潮信息属于主板。分别梳理出这五家公司 2015/16/17 年的 EPS、PE 的预测值, 如下表所示:

表 7. 行业主要企业相关财务数据

公司	代码	EPS			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		15A	16E	17E	15A	16E	17E			
嘉网股份	430498	0.48	0.13	0.20	2.08	7.68	4.99	0.89	41.61%	0.5
奥飞数据	832745	2.65	-	-	31.8	-	-	10.68	33.58%	9.6
帝联科技	831402	0.82	1.21	1.58	36.6	24.79	18.98	3.89	10.63%	6.3
光环新网	300383	0.21	0.48	0.69	90.9	39.77	27.67	26.61	29.27%	218.8
宝信软件	600845	0.85	1.19	1.81	52.3	37.36	24.56	4.00	7.65%	159.8
浪潮信息	000977	0.47	0.63	0.91	47.5	35.44	24.54	5.82	12.25%	229.8
平均		1.00	0.88	1.25	51.8	34.34	23.94	10.20	18.68%	124.8

（来源：公司年报，梧桐树新三板研究院）

由于奥飞数据是 2015 年 7 月于新三板挂牌，目前交易量较少，暂不对奥飞数据 2016、2017 年的 EPS、PE 进行预测。选择同行业非上市公司或同行业可参照的上市公司作比较，以同类公司的股价和财务数据为对标，计算主要财务比率，然后用这些比率作为市场价格乘数因子，从以下四个不同方面来预测嘉网股份的不同估值：

第一、运用可比交易法进行一次模糊预估，选择与初创公司同属 IDC 行业、在估值前一段合适时期被投资、并购的帝联科技作为比较对象。嘉网股份刚刚解除限售不久，帝联科技在业务领域跟嘉网股份相同，经营规模上是嘉网股份的近 12.6 倍，假设嘉网股份成长至行业内大型企业时，根据这种比例，大致估测出嘉网股份的合理股价应该为 12.6 元。

第二、从 PE 角度，以上文中同行业的五家公司财务数据大致估算出 IDC 行业的 2016 年、2017 年的 EPS 与 PE 的算术平均值分别为 34.34(EPS)、23.94(PE)。如果将行业平均市盈率作为合理水平的计算的话，那么嘉网股份 2016 年-2017 年的股价价格的范围应该在 10.31-13.41 元。

第三、行业市盈率。根据 2015 年中国 IDC 行业发展报告和中国软件行业发展报告，得出 2016 年 IDC 行业与软件行业预测市盈率分别为 54.7 倍、79.75 倍，根据嘉网股份的主营业务比例进行加权，则嘉网股份所参考的行业市盈率约为 67.11 倍，由此可以简单计算出嘉网股份股价应该为 20.14 元。

第四、我们选择与嘉网股份业务相近的几家企业估值做对比，根据上文表 7 预测的 2016 年行业平均市盈率，对应帝联科技股价为 41.55 元，光环新网为 16.48 元，宝信软件为 40.86 元，浪潮信息为 21.63 元，以这四家企业的估值与嘉网股份的同类业务进行加权处理，得到一个同行业企业对比价格 20.72 元，综合上述分析，考虑到新三板的流动性折价，我们给出嘉网股份的目标估值为 20.14 元。

【免责声明】梧桐树新三板研究报告和分析内容仅代表作者个人观点，反映作者对该行业或新三板企业的看法，并且以独立的方式表述，不代表梧桐树平台立场，不构成对证券投资的预测或建议，同时也不成为证券投资决策的基础，本报告信息均来源于公开资料，梧桐树对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。据此投资，风险自负。

本报告的版权归本平台所有，梧桐树对报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则报告中的所有材料的版权均属梧桐树，未经梧桐树平台事先书面授权，报告的任何部分均不得以任

何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何方式侵犯版权传播使用。

深圳梧桐树网络科技有限公司

公司地址：深圳市南山区中国科技开发院孵化中心楼 6 楼

电 话：0755-26582232

电子邮件：kf@91otc.com

