金和网络移动互联网转型见明显成效

金和网络 (430024.OC)

分析师：陈伟
执业证书编号：S0050510120008
Tel：010-59355914
Email：chenwei@chinans.com.cn

投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	首次
目标价格：	17

市场数据

市价(元)	11
上市的流通 A 股(亿股)	1.65
总股本(亿股)	3.17
52 周股价最高最低(元)	186-40.01
上证指数/深证成指	3152.26/ 9890.43
2014 年股息率	0%

52 周相对市场变化

14-9 14-11 15-1 15-3 15-5 15-7

相关研究

投资要点：

- 金和网络是国内最大的协同管理软件公司之一，公司的盈利模式是通过以直销为主的销售模式将软件标准系列以及技术开发产品销售给全国客户，同时为客户提供高质量的售后技术服务，从而获得稳定的软件销售收入以及服务性收费。
- 过去两年公司通过努力实现了业绩高增长，今年加快了移动互联网企业的转型，目前形成了清晰的盈利模式，获得了可观的收益，如公司今年上半年推出了移动OA与传统OA完美互补与结合的金和互联网+协同管理平台，平台推出后带动了公司软件产品收入的较快增长；金和IU-APP自助工厂去年3月底正式推出，一年内一举成为国内最大的在线自助式APP定制、运营和分发平台，上半年公司移动互联网产品服务收入为1386万，超过去年全年水平。
- 预计下半年公司移动互联网产品服务收入将会保持更快的增长，如今年6月开始公司开始借助各地渠道商力量大力推广APP定制开发及代运营服务，预计下半年APP定制开发收入快速增加；公司大力推广正品O2O商城的诸多措施也有利于O2O商城交易量与公司佣金收入的增加。我们由此也预计今年公司移动互联网业务的快速增长将能推动业绩出现爆发性增长，全年净利润有望达到5000万。
- 明年随着公司更大胆推出更多创新措施，移动互联网业务还将迎来更快的全面性发展，如公司还将把协同办公领域与移动互联网APP自助平台业务打通，使其相互关联，相互作用，这样也能较大程度上促进APP业务的较快发展；公司明年将推精确营销系统，让有着较多流量，且用户群特征符合广告主要求的APP可以成为广告主精准广告的投放对象，从而实现金和、APP主、广告主、用户四者利益共享与共赢。
- 我们在保守给予公司传统业务20倍PE估值，移动互联网业务40倍估值情况下，公司15年的合理市值可达到17亿，公司目前市值约11.3亿有所低估，给予增持评级。

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	73	72	83	233
增长率(%)	42.62%	-0.68%	14.94%	180.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	0.97	2.36	4.11	50.68
增长率(%)	106.15%	142.65%	74.24%	1132.20%
毛利率%	83.32%	92.00%	87.44%	94.00%
净资产收益率(%)	3.33%	8.20%	12.51%	35.89%
EPS(元)	0.01	0.04	0.06	0.77
P/E(倍)	587	135	340	22.29
P/B(倍)	38.63	39.25	34.34	8.00

数据来源：民族证券

正文目录

公司商业模式 3
移动互联网转型迈出坚实一步 4
明年公司移动互联网转型将现明显成效 5
财务预测 7

图表目录

图 1:公司 APP 定制 3
图 2:正品 O2O 体验柜 5

表 1： 公司分产品收入增长 3

一、公司商业模式

公司业务立足于 OA 协同管理软件开发行业，主要从事企业内部运营管理研究和管理软件研发，提供具有自主知识产权的协同管理软件、咨询服务与解决方案，经历十多年的发展，目前公司已经是国内最大的协同管理软件公司，其产品服务遍布 50 多个行业，超过 8 万家企事业单位的 2000 多万终端用户，客户数量和市场占有率领先同行。

公司的盈利模式是通过以直销为主的销售模式将软件标准系列以及技术开发产品销售给全国客户，同时为客户提供高质量的售后技术服务，从而获得稳定的软件销售收入以及服务性收费。其中，软件销售收入占公司收入大部分（2010 年曾占公司收入 84%），增速也在 2012 年达到 23.8%的高峰，2013 年受传统协同办公软件市场饱和度以及市场竞争度的提高等因素影响，收入增速逐渐下滑，14 年只有-16%。

表 1： 公司分产品收入增长

产品	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31
总营业收入（万元）	8,329.06	7,246.53	7,296.09	5,115.71	5,686.60
软件收入	4,481.80	5,333.33	4,534.31	3,660.74	4,806.71
技术服务收入	3,688.28	1,565.75	2,284.81	1,137.52	639.11
硬件收入	155.41	199.67	252.64	174.78	254.71

资料来源：公司公告

但公司仍通过多方面的努力保持了近年来业绩的较快增长，如公司 13 年通过精减优化人才队伍同时加大对成本费用的管控，使得管理费用率有明显下降，由此提高了公司的净利率水平；公司在扩大产品销售区域与范围的同时，还深入客户区域市场，在全国主要二、三城市布局服务体系，以更好地为客户提供各种增值服务，包括管理咨询、增值研发、个性开发等，这也使得公司技术服务收入 14 年有所增长，由于服务的毛利率水平较高，也为公司增厚了业绩；公司为适应移动互联网时代的挑战，一方面在对原有协同办公软件进行升级，如推出一系列如现场管控、云 OA 这样的创新性产品，以保持传统产品的市场竞争力与市场份额稳定的同时，另一方面还推出更多创新性的移动互联网产品，如金和 IU-APP 自助工厂去年 3 月底正式推出，它可以让所有个人和组织在“一分钟”免费制作独立专属的 APP，APP 内可嵌入多媒体、图文、电商、企业门户和工作微信等功能，而且制作、运营，永久免费，推出后用户数激增，一年内，APP 生成总量突破 100 万，一举成为国内最大的在线自助式 APP 定制、运营和分发平台，也为公司在 2014 年最后一个季度贡献收入突增 1144 万元，占总收入的 13.75%。

图 1:公司 APP 定制

资料来源：民族证券

移动互联网转型迈出坚实一步

尽管过去两年公司通过努力实现了业绩高增长，但正在加快来临的移动互联网企业 B2B 业务对于公司传统协同办公软件市场的冲击也越来越大。

如随着更多互联网企业开始通过创新型的产品进军协同办公软件市场:2014 年 4 月,蓝凌软件发布了将人、信息、知识等连接在一起的移动工作管理门户——“移动 KK”，发力移动协同办公市场，微信于 2014 年 9 月份正式开启了企业号公测，插足协同办公市场，OA 系统的市场销售价格越来越低，公司产品价格也逐年下降：如同样一款办公软件 5 年前单价为 25 万，现在增加了很多模块和功能，单价只有 10 万，公司每年通过销售软件未来获得后续服务费的压力也逐渐增大，如过去一些客户在购买软件后的若干年仍会支付服务费，费率在软件金额的 8%-15%不等，但是现在尽管公司仍为客户提供相关后续服务，但客户的付费意愿大大减少，公司去年收上来的服务费只有不到 1000 万。

公司今年为此也加快了移动互联网转型，更多推出适应市场需求的产品服务以维持业绩的稳定增长。

第一，公司今年上半年推出了移动 OA 与传统 OA 完美互补与结合的金和互联网+协同管理平台，它是专为 IOS 和 Android 用户量身打造的新一代商务智能办公平台，可以为用户提供面向移动互联网的企业咨询服务与解决方案，提高企业管理运营效率，平台推出后带动了公司软件产品收入的较快增长，上半年该部分收入达到 3677 万元，同比增速 30%，创出近年来较高水平，从目前公司获得的订单情况来看，预计下半年仍将保持较快增长，全年可以为公司贡献至少 1500 万的利润。

第二，随着金和 IU-APP 自助平台市场影响力的扩大及用户的高速增长，截至 8 月底已经有 APP 数量超过 110 万，活跃 APP 占比达到 21%，超过 Apple 商店 APP 活跃度约 19-20%的水平，后端注册用户超过 7000 万，每日活跃用户已经超过 436 万(DAU)，并且每日都在无推广的情况下自发的稳定增长(每天增加 500-1000 左右)，公司从中获得商业变现的能力也开始增强，盈利模式也更清晰成型。如上半年公司移动互联网产品服务收入为 1386 万，超过去年全年水平，这些收入主要来源于公司去年底推出的正品 O2O 商城的贡献。目前该商城已经有 200 多个商家入驻，销售 1900 多种商品，由于这些商品的上架都经过公司严格审核，厂商也承诺价格比其他电商渠道低，不少商品的重复购买率都较高，这也使得 O2O 商城交易流水增加较快，上半年交易金额达到几个亿，公司通过获取商家销售商品毛利 5%左右的提成也获得了较多佣金收入。

此外，部分收入还来源于公司为用户提供 APP 定制及运营服务。如随着用户 APP 定制需求的增多，公司今年 5 月底正式推出 APP 定制开发及代运营服务，由此也吸引了更多大的用户，获得了更高金额的订单，如今年 6 月公司通过为茅台镇定制并运营独立电商 APP，不仅一次性获得开发收入 200 万左右，还可以今后每个月获得 14 万的运维收入。

而考虑到以下因素，预计下半年公司移动互联网产品服务收入将会保持更快的增长，预计可以为公司贡献利润 3500 万元左右。

第一，今年 6 月开始公司开始借助各地渠道商力量大力推广 APP 定制开发及代运营服务，经历 2，3 个月时间，公司就已经与 200 多个用户签约拟提供 APP 定制服务，以每个用户订单平均金额保守 20 万，公司需要给予经销商分成 50%估计，考虑到每个 APP 定制服务周期时间短（如一个普通的 APP 制作只需要公司 7，8 个技术人员 1 个工作日时间），公司未来较短时间内就能确认收入至少 2000 万，预计下半年 APP 定制开发收入的快速增加也会使得它成为今年公司移动互联网产品收入的最大部分。

第二，公司大力推广正品 O2O 商城的诸多措施也有利于 O2O 商城交易量与公司佣金收入的增加。如目前 IU-APP 自助平台中的不少活跃 APP 已经内置了正品 O2O 商城的入口，随着活跃 APP 数量的增多，也会给正品 O2O

商城带来更多流量，而从目前发展形势来看，受益于以下因素，活跃 APP 数量及用户数都有加快增长的趋势，如作为工信部推动“互联网+小微企业”工作内容的公司新育林计划——“互联网+百城行”活动正在全国 100 个城市推广，公司将为 1 万家中小企业免费制作 APP，这有利于公司 IU-APP 自助平台流量的快速增加；再如接受公司 APP 定制服务的企业通常由于投入力度大，有着更强的推广自身 APP 的动力，它们积累的用户数量也会更多，粘性更强；公司正品 O2O 体验柜今年 7 月开始试点，目前已经在新疆等地区推广了 200 多个，预计通过各地代理商的努力，年底将有 1 万个体验柜布局在全国主要二、三线城市人口稠密的公共场所，这些体验柜外贴的二维码也将可以称为公司正品 O2O 商城导流的入口。

我们由此也预计今年公司移动互联网业务的快速增长将能推动今年业绩出现爆发性增长，全年净利润有望达到 5000 万，相比于去年 411 万大幅提升。

明年公司移动互联网转型将现明显成效

如果说今年公司移动互联网转型迈出了成功坚实的第一步的话，明年随着公司更大胆推出更多创新措施，移动互联网业务还将迎来更快的全面性发展。

如为了尽快实现 IU-APP 自助平台活跃用户 1000 万的目标（DAU），增强用户粘性，公司未来拟采取的可能措施包括：金币是公司 IU-APP 自助平台交易的通用“货币”，为了拓展金币的使用场景，增强用户对于平台的粘性，公司拟引入互联网金融产品，让金币可以购买理财产品获得收益，而更多的场景应用还包括金币可以用来冲抵游戏点卡的充值等；目前金和 APP 市场分发平台一共有 130 多万个 APP，除了 110 多万是平台生成的，只有 20 多万 APP 是第三方上传的，今后为了吸引更多用户进入平台，扩大金和 APP 分发平台的影响力，未来可能将采取更开放的策略允许第三方进驻平台；公司还将把协同办公领域与移动互联网 APP 自助平台业务打通，使其相互关联，相互作用，这样也能较大程度上促进 APP 业务的较快发展，如公司将为现有的 8 万多家 OA 企业定制他们所需的 APP，从而使得它们可以利用 OA 提高管理效率的同时，还可以通过 APP 运营拓展业务发展空间，提高客户服务水平，再如公司还可以在为用户定制 APP 的同时，将集成入协同办公软件的功能，这样就能更好实现用户内部管理与外部客户管理，业务拓展之间的无缝互通，从而较大程度上提高企业管理与业务的运营效率。

IU-APP 自助平台活跃用户量的激增以及由此带来的市场影响力的扩大也将为公司移动互联网业务的商业变现提供了较大潜能。如虽然公司不少 APP 类型都比较小众，但却在长尾市场中处于领先地位，也在利基市场具有较大的流量入口价值，公司明年将推精确营销系统，可以让有着较多流量，且用户群特征符合广告主要求的 APP 可以成为广告主精准广告的投放对象，从而实现金和、APP 主、广告主、用户四者利益共享与共赢；再如公司在掌握大量用户数据，精准把握用户画像基础上，既可以通过广告等方式为正品 O2O 商城导流，增加商城活跃度，还可以通过 C2B 的方式向商户发起采购，以鼓励更多的商户推出新奇商品，这都有利于公司正品 O2O 商城发展目标的较快实现，即商家数量与商品种类快速分别增加至 1000 家与 10000 种，也为公司获取更大规模电商收入提供了可能。

图 2:正品 O2O 体验柜

资料来源：民族证券

公司移动互联网业务的快速增长还会带动与之融合的公司线下业务的发展。如伴随着正品 020 商城业务的扩张，作为展示正品 020 商城产品的体验柜数量也将更多广泛地在线下布局，它们利用物理流量优势为正品 020 商城导流的价值也将更加凸显。如目前已经有商家愿意付费将商品陈列在 020 体验柜或利用 020 体验柜的屏幕为商品广告，可以预计，随着公司正品 020 体验柜规模的扩大，未来正品 020 商品展示广告收入也将成为公司收入的重要来源。

当然，公司快速推进移动互联网业务的措施也很可能影响到传统 OA 软件业务的增长，如公司在用户定制的 APP 中集成了更多协同办公软件功能时，现有协同办公软件收入的增长也会受到影响，但考虑到由此刺激的移动互联网业务的快速增长，传统办公软件业务的规模减少不会对于公司未来整体业绩影响不大。

因此今年我们在保守给予公司传统业务 20 倍 PE 估值，移动互联网业务 40 倍估值情况下，公司 15 年的合理市值可达到 17 亿，公司目前市值约 11.3 亿有所低估，给予增持评级。

财务预测

资产负债表				
单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	2,459	3,070	5,357	15,926
现金	458	48	175	233
应收账款	1,679	2,672	4,322	14,335
其它应收款	256	321	180	597
预付账款	10	13	660	739
存货	55	16	20	21
其他	0	0	0	0
非流动资产	4,192	4,479	5,824	7,938
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2,900	2,689	2,482	2,432
无形资产	1,050	864	2,072	3,195
其他	241	926	1,270	2,311
资产总计	6,651	7,550	11,181	23,864
流动负债	3,727	4,672	7,892	9,740
短期借款	2,400	2,150	3,200	5,739
应付账款	62	19	321	378
其他	1,265	2,503	4,371	3,624
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	3,727	4,672	7,892	9,740
少数股东权益	0	0	0	0
股本	2,257	2,257	2,257	6,624
资本公积金	96	96	96	1,495
留存收益	473	571	524	936
归属母公司股东权益	2,924	2,877	3,289	14,123
负债和股东权益	6,651	7,550	11,181	23,864

现金流量表				
单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	3	9	12	-63
净利润	1	2	4	51
折旧摊销	516	576	653	136
财务费用	412	418	241	269
投资损失（收益前加-号）	81	160	160	50
营运资金净变动（增加为负）	279	-175	1	11,350
其它	-1,286	-972	-1,047	-11,918
投资活动现金流	-1	-2	-20	-17
资本支出	68	72	2,000	0
长期投资	0	0	0	0
其他	-69	-74	-2,020	-17
筹资活动现金流	-7	-5	8	80
短期借款	-450	-250	1,050	2,539
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	4,367
资本公积增加	0	0	0	1,399
其他	443	245	-1,042	-8,224
现金净增加额	-5	2	0	1

利润表				
单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	73	72	83	233
营业成本	12	6	10	14
营业税金及附	2	1	1	3
营业费用	37	43	49	107
管理费用	24	23	22	54
财务费用	2	2	2	3
资产减值损失	1	2	2	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	-5	-4	-3	52
营业外收支	6	7	8	7
利润总额	1	2	5	60
所得税	0	0	1	9
净利润	1	2	4	51
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净	1	2	4	51
EBITDA	6	8	14	64
EPS（元）	0.01	0.04	0.06	0.77

主要财务比				
单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	42.62%	-0.68%	14.94%	180.00%
营业利润		14.60%	25.24%	1712.86%
归属母公司净	106.15%	142.65%	74.24%	1132.20%
获利能力				
毛利率	83.3%	92.0%	87.4%	94.0%
净利率	1.3%	3.3%	4.9%	21.7%
ROE	3.3%	8.2%	12.5%	35.9%
ROIC	-9.1%	-7.0%	-1.3%	73.1%
偿债能力				
资产负债率	56.04%	61.89%	70.59%	40.82%
净负债比率		0	0	0
流动比率	0.66	0.66	0.68	1.64
速动比率	0.64	0.65	0.68	1.63
营运能力				
总资产周转率	1.10	0.96	0.74	0.98
应收帐款周转	4.34	2.71	1.93	1.63
存货周转率	22.13	36.70	53.29	66.89
每股指标(元)				
每股收益	0.01	0.04	0.06	0.77
每股经营现金	0.04	0.13	0.18	-0.95
每股净资产	0.44	0.43	0.50	2.13
估值比率				
P/E	587	135	340	22.29
P/B	38.63	39.25	34.34	8.00
EV/EBITDA	67.38	49.29	30.52	18.66

数据来源：贝格数据，民族证券

分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10 年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)