

2015年01月15日

久其软件 (002279)

——真正经营移动互联网事业

报告原因：有信息公布需要点评

增持

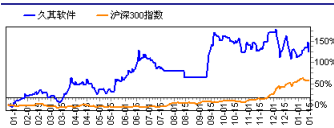
维持

市场数据:	2015年01月14日
收盘价(元)	28.45
一年内最高/最低(元)	37.4/12.5
上证指数/深证成指	3222/11238
市净率	7.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	4298

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	3.9
资产负债率%	2.46
总股本/流通A股(百万)	176/151
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《久其软件(002279)点评报告：控股股东与实际控制人自愿重锁定力度堪比IPO》 2014/12/08

《晨会推荐 141030》 2014/10/30

证券分析师

刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

联系人

刘畅
(8621)23297818x7391
liuchang@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率
2013	290	17	59	204	0.34	97.3	8.4	84
14Q1-Q3	164	13	9	75	0.05	94.1	1.3	
2014E	394	36	70	18	0.36	97.0	9.4	71
2015E	754	91	140	100	0.73	72.3	16.5	36
2016E	934	24	182	30	0.95	70.2	19.0	27

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点:

- **产品与运营均体现真正经营移动互联网项目。**司机驿站是小驿科技打造的公路干线货物运输 O2O 模式。研发方面，截至 1 月 14 日，版本更新至 2.1.2。银行网上支付和信用认证机制已经引入。运营方面，已在海南、广东、上海等十余省、直辖市进行推广。项目几乎同时入驻物流大省的一线城市，并将从一线城市渗透二三线城市。开始快速培育代理商，并给与人员、营销、车费补贴等支持。代理团队目前快速增长利于公司模式较低成本的复制。
- **司机驿站商业模式区别于对手。**货运 O2O 项目和滴滴打车项目的区别在是否存在地域性。滴滴打车可局部城市运营，而货运 O2O 应在启动时完成物流大省同步推广。这对追赶者的运营经验和财力支持提出更高的要求。竞争对手中，物流公司转型的项目太注重短期盈利，软件公司轻视运营常制约用户体验，北斗运营团队在“两客一危”强制安装易引发用户抵触。95%的对手属以上三类，与司机驿站商业模式不同。交通信息服务软件获奖的稀缺性已暗示行业地位。
- **商业模式逐渐清晰。**海南交通运输厅认为项目降低物流总成本达 18%。未来线上变现通过虚拟加油卡、代缴手机费分成、代缴罚款、彩票、媒体版权、数字营销，线下变现的选项是衣食住行的流水。有两处已暗示潜在商业模式。
- **11-12 月再出现开放思维三种迹象。**控股股东坚定锁定、零资金要求的合作伙伴计划全国招募、寻求创业孵化平台新项目均表明公司战略彻底转型开放。
- **维持“增持”评级。维持盈利预测。**预计 2014-2016 年净利润为 0.70、1.40、1.82 亿元。暂不假设 2015 年起新潜在并购，预计每股收益为 0.36、0.73、0.95 元，现价对应的 2014-2016 年市盈率为 71、36、27 倍。维持“增持”评级。

久其软件的互联网产品和运营均反映在真正经营移动互联网事业。降低物流成本18%仅是起点，将出现盈利模式，2014年11-12月市场不关注小市值公司时又出现开放思维的三种迹象。

真正经营移动互联网事业

2014年6月12日晚，久其软件公告，全资子公司海南久其云计算科技有限公司拟出资700万元与自然人王宏斌、自然人曲天来合资在海南设立一家控股子公司小驿科技（海南）有限公司。

司机驿站是小驿科技打造的公路干线货物运输O2O模式。线上，司机驿站是为货运司机和货运企业提供的一款智能配货手机应用。线下，司机驿站是分布在全国各地物流园区内的驿站化服务网点。

司机驿站的产品研发、运营方式都体现公司真正经营互联网事业。

研发方面，截至1月14日，版本更新至2.1.2。银行网上支付和信用认证机制已经引入（见图1和图2），引入时间即在最近一个月。产品“常见问题”栏目解释了信用认证原因：“我们想要把这些奖励，发放到真正的用户身上”，“增强货运和货运企业的信任感”。网上支付增加便捷程度。产品研发路径优化客户体验。

图1：司机驿站产品出现身份认证

The screenshot shows a mobile application interface for phone number verification. At the top, there is an orange header with the text '验证手机号' (Verify Mobile Number). Below this, there is a white input field for the phone number, with the placeholder text '手机号' (Mobile Number) and a blue '10' on the right side. Below the phone number field, there is a white input field for the verification code, with the placeholder text '验证码' (Verification Code) and '请输入验证码' (Please enter verification code). To the right of the verification code field is a grey button labeled '获取验证码' (Get Verification Code). Below the input fields, there is a red checkmark icon followed by the text '阅读并同意 [相关条款](#)' (Read and agree to [relevant terms](#)). To the right of this text is a red question mark icon followed by the text '收不到验证码?' (Can't receive verification code?). At the bottom of the form is a large orange button labeled '提交' (Submit).

资料来源：申万研究

图 2：网上银行已引入



资料来源：申万研究

运营方面，根据司机驿站网站，司机驿站已在海南、广东、广西、福建、江西、浙江、上海、安徽、河南、河北、陕西、北京等十余省、直辖市进行推广。项目几乎同时入驻物流大省的一线城市，并将从一线城市渗透二三线城市。网站信息同时披露，正培育各地代理商，并给与代理商品牌、人员、营销、车费补贴、活动支撑等支持。代理团队目前快速增长利于公司模式较低成本的复制。

货运 020 项目和滴滴打车项目的区别在是否存在地域性。滴滴打车项目属于短途运输，城市内可单独运营。该项目属于公路干线运输，仅局部路线开通影响司机初始用户体验，并限制产品生命力。司机驿站已在项目启动时完成全国物流大省一线城市同时推广，这是成功的起点，也对追赶者的运营经验和财力支持提出更高的要求。

投资者疑惑物流公司、软件公司、北斗运营团队是否有完成类似项目的的能力。首先，物流公司转型的项目常担忧项目短期盈利，双方经营理念不同。其次，软件公司在完成产品后，常不开展终端客户地推，轻视运营，用户体验不佳。再次，北斗运营团队通过在“两客一危”车辆强制安装北斗和附加软件的形式推广，终端用户在有免费

软件诱惑时会抵触此类项目。市场上 95% 的项目属于以上三类，与司机驿站商业模式不同。

小驿科技的理念体现公司在真正经营移动互联网事业。

降低成本 18%是起点，将出现商业模式

根据海南交通运输厅网站¹，2014 年 11 月 20 日，由国家科技部高新技术发展及产业化司、国家科技部高新技术研究发展中心、交通运输部网络安全和信息化领导小组办公室等指导，中国智能交通协会主办的“第九届中国智能交通年会暨智能交通创新成果展览会”中，司机驿站荣获“全国十佳交通信息服务手机软件”称号。“司机驿站”是货运运输行业唯一获此殊荣的 APP。

政府也量化评价项目成效。海南省交通运输厅副厅长姚建勇表示，海南物流运输成本占 GDP 的比重可下降 5% 左右，司机驿站降低物流总成本达 18% 以上²。

我们预计 2015 年开始出现商业模式雏形，可能的线上选项是虚拟加油卡、代缴手机费分成、代缴罚款、彩票、媒体版权、数字营销（并购亿起联提供），可能的线下选项是衣食住行的流水。一个证据是产品“常见问题”披露“可以找运营商和中石油给大家争取更多的利益...”；另一个证据是媒体认为货车每年油价可节省 1.2 万³。

再出现开放思维三种迹象

管理层方面，2014 年 12 月 4 日晚，久其软件控股股东和实际控制人公告股份锁定承诺自愿锁定三年。转型渐入佳境，推测锁定力度与业务信心增强有关。

传统业务方面，根据久其软件 2014 年 12 月 11 日微信公开发布，开启合作伙伴计划全国招募，零资金投入、无技术障碍、不强加任务开放传统软件业务。而传统软件有 17 年政府统计报表品牌、百万报表选择、近千政府统计任务交付的积累。

创新业务方面，海南省工业和信息化厅、海南省澄迈县人民政府主办 2015 海南省移动互联网创新创业大赛。获奖者将获得由海南久其提供的丰厚奖金，还将有机会入驻创业孵化平台。久其软件在已开放的心态迎接新的孵化项目，扩充司机驿站、e 快递、哒咭考勤以外的创新产品线。

维持“增持”评级

预计亿起联 2015 年起全年并表，2014-2016 年净利润为 0.70、1.40、1.82 亿元（见表 1）。考虑到收购亿起联股本摊薄，暂不计入 2015 年起新潜在并购，每股收益为 0.36、0.73、0.95 元，现价对应的 2014-2016 年市盈率为 71、36、27 倍。维持“增持”评级。

¹海南省交通运输厅网站，海南“司机驿站”软件荣获“全国十佳交通信息服务手机软件”，2014/11/19

²全省成大物流园区 海南创智能物流 o2o 新模式，新华网，2014/8/9

³宁夏新闻网：中石化宁夏公司柴油让利，持卡加油货车年省 1.2 万，中交兴路网站

表 1：久其软件利润表预测（2015 年起亿起联并表，百万元，元）

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	241	247	290	394	754	934
营业总成本	184	238	237	321	608	744
其中：营业成本	8	9	8	12	209	278
营业税金及附加	6	3	2	3	5	6
销售费用	16	24	22	30	51	63
管理费用	160	206	204	280	344	397
财务费用	(8)	(6)	(3)	(5)	(3)	(1)
资产减值损失	2	3	4	1	3	1
加：公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0
投资收益	3	(2)	4	(7)	(6)	(7)
营业利润	60	8	57	67	140	183
加：营业外收入	6	15	8	10	13	17
减：营业外支出	0	0	2	0	0	0
利润总额	66	22	63	77	153	200
减：所得税	4	3	4	7	13	18
净利润	61	19	59	70	140	182
少数股东损益	0	(0)	(0)	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	61	20	59	70	140	182
全面摊薄每股收益	0.32	0.10	0.31	0.36	0.73	0.95

资料来源：Wind，申万研究

。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。