

计算机

2017年03月13日

久其软件 (002279) 深度研究

——5大项考核证实新业务周期，上调“买入”评级！（算法系列深度研究之三）

报告原因：调整投资评级

买入（上调）

市场数据：2017年03月10日

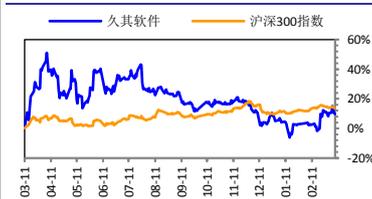
收盘价（元）	17.94
一年内最高/最低（元）	61.99/14.89
市净率	4.8
息率（分红/股价）	-
流通A股市值（百万元）	3608
上证指数/深证成指	3212.76/10451.01

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产（元）	3.73
资产负债率%	18.68
总股本/流通A股（百万）	542/201
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：内生同样高速增长，集中业务方向成长再开始！》
2017/02/21

《久其软件（002279）点评：确定业绩夯实的24X底部估值！》 2017/01/23

证券分析师

刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com
刘智 A0230515080003
liuzhi@swsresearch.com

研究支持

孙家旭 A0230115120006
sunjx@swsresearch.com

联系人

孙家旭
(8621)23297818×7460
sunjx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 报告解答久其软件基本面，从业务路径变化、软件要素升级、执行力考核、A股财务比较、子业务拆分验证利润来源，A股政务软件第一，人工智能新标的。
- 1) 业务转型：管理软件公司的优势在于客户粘性，痛点在于渗透率饱和导致的螺旋成长。久其的原始业务是财务管控软件，2006-2008年、2010-2011年是软件公司的两次收入高峰（见图1），原因是功能软件的渗透率提高，2014年后渗透率饱和导致收入减缓。管理软件公司的成长分为销售量驱动（渗透率）和功能点驱动（客户要求新功能），以大数据为核心的新需求带入新成长。
- 2) 要素升级：完成软件企业三要素升级宣告摸索大获成功，业务线从“集中—分散—集中”变化。描述软件企业的三大要素为商业模式、客户资源与技术禀赋，升级后带来产品定位、服务功能和客户范围的重构成长。亿起联、华夏电通加入后，投资者曾担心业务整合能力，比较14家整合公司，从2012到2015年，久其软件实现收入增长189.8%、利润增长591%、人均利润增长451.7%、ROE提升237%、应收账款周转率提升36.8%，财务数据说明整合成功，原因是形成以大数据为核心的服务产品线，而非业务拼凑，A股领先，BI软件大数据化是人工智能发展。
- 3) 执行力考核：人力特征决定计算机公司的成功多源自执行力，原久其软件、亿起联、华夏电通单独分析结果再超预期。久其最早提供报表管理软件，2008年已经22.5%的市场占有率，公司研发的小型数据库管理技术可替代国外的dbase、Paradox等桌面数据库，更适合国内的软件运行环境，同时实施独特的客户粘性竞争策略。亿起联在行业还不清晰的时候，保持行业中极少数三年经营性现金流和利润为正的公司，大幅领先多盟和亿动。华夏电通在债务、存货、应收账款管理几乎与上市公司公告华宇软件一致，2014年预收款增加2885万元、2015年预收款增加1.3亿。
- 4) 财务比较：考察运营资本、经常性净利率趋势、人均净利、经营性利润增速CAGR防御型利润表都验证久其软件A股政务软件第一。
- 5) 股价催化剂：超越市场预期的业绩增长可能、BI到人工智能、持续抢占市场份额。
- 上调为“买入”评级，维持盈利预测2016/2017/2018年净利润为2.31亿、3.75亿、4.62亿，8月21日已上调16年盈利预测21%，1月24日已上调2017年、2018年盈利预测幅度为17%、18%，17年对应PE为26X，估值处于历史底部。2016/2017/2018年收入增速为77%、84%、30%、利润增速为71%、62%、23%，对应PE为42X、26X、21X，17年利润包括现金并表上海移动。采用行业平均35倍动态PE，对应市值涨幅空间为35%。主要风险为业绩增速不达预期。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	717	742	1,267	2,334	3,025
同比增长率（%）	119.38	134.23	76.79	84.21	29.61
净利润（百万元）	135	76	231	375	462
同比增长率（%）	85.72	90.36	71.14	62.34	23.20
每股收益（元/股）	0.62	0.14	0.43	0.69	0.85
毛利率（%）	65.9	56.8	62.2	54.8	55.5
ROE（%）	6.9	3.8	10.5	14.6	15.2
市盈率	29		42	26	21

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

投资案件

投资评级与估值

综合报告第五部分所有分拆业务，久其软件 2016/2017/2018 年收入为 12.67 亿、23.34 亿、30.25 亿，利润为 2.31 亿、3.75 亿、4.62 亿。收入增速为 77%、84%、30%、利润增速为 71%、62%、23%，对应 PE 为 42X、26X、21X。

2017 年对应 PE 为 26X，涨幅区间超过 35%。比较同类可比公司，平均估值为 34X，假设久其软件估值到 35X，对应市值涨幅空间为 35%。另外，久其软件市盈率（PE，TTM）均值为 52.5，最新的 TTM 值为 43.9 倍，80%的时间段 TTM 估值水平大于 43.9 倍，同样验证估值处于低位。

关键假设点

财务假设。预测电子政务和集团管控领域 2016 年、2017 年、2018 年收入增速为 28%、30%、28%，预测移动营销领域 2016/2017/2018 三年收入增速为 65%、35%、15%，预测大数据增值服务领域 2016/2017/2018 三年收入增速为 75%、30%、30%。

行业假设。2016-2017 年，政企大数据功能需求开始支持产品放量。

有别于大众的认识

市场认为久其软件的历史并购是在散乱的装入利润，我们认为久其软件对行业周期敏感，业务模式“集中-分散-集中”探索大获成功。一方面，管理软件公司的增量市场缺失、存量市场滞后，软件公司的商业模式、客户资源、技术禀赋三要素需要升级。另一方面，亿起联、华夏电通加入后，比较 14 家整合公司，从 2012 到 2015 年，久其软件实现收入增长 189.8%、利润增长 591%、人均利润增长 451.7%、ROE 提升 237%、应收账款周转率提升 36.8%，财务数据说明整合成功，原因是形成以大数据为核心的服务产品线，而非业务拼凑，A 股领先，BI 软件大数据化是人工智能发展。

市场担心久其软件执行力，我们认为缺少解读掩盖了久其软件的执行力风格。久其到 2008 年已经 22.5% 的市场占有率，公司研发的小型数据库管理技术可替代国外的 dbase、Paradox 等桌面数据库，更适合国内的软件运行环境，同时实施独特的客户粘性竞争策略。亿起联在行业还不清晰的时候，保持行业中极少数三年经营性现金流和利润为正的，大幅领先多盟和亿动。华夏电通在债务、存货、应收账款管理几乎与上市公司华宇软件一致，2014 年预收款增加 2885 万元、2015 年预收款增加 1.3 亿。

股价表现的催化剂

越市场预期的业绩增长可能、BI 到人工智能、持续抢占市场份额。

核心假设风险

业务线收入增速不达预期。

1	
目录	
<hr/>	
管理软件公司可选三类成长方向.....	6
2. 完成软件企业三要素升级宣告摸索大获成功	7
3. 历史检验过的执行力是核心竞争力	10
4. 财务比较验证 A 股政务软件第一	11
5. 盈利预测来自逐项业务拆分	13
5.1 电子政务和集团管控业务	13
5.2 移动营销业务	15
5.3 大数据增值服务业务.....	15
5.4 合并预测表.....	16
6. PE 估值处于历史底部.....	17
7. 附表	18

图表目录

图 1: 管理软件公司的两次收入增速高峰在 2006-2008 和 2010-2011 (单位: %)	6
图 2: 国内管理软件市场规模 (亿元)	6
图 3: 软件技术由主动变化转入被动变化	6
图 4: 久其软件新产品线的技术均来自老产品线衍生	7
图 5: 久其软件通过产品化和互联网化解决商业模式弊端	8
图 6: 完成三要素升级后久其业务开始集中	9
图 7: 2008 年报表管理市场情况	10
图 8: 久其软件早年的竞争策略	10
图 9: 母公司单季度收入同比增长情况	14
图 10: 久其软件月市盈率 (PE, TTM)	17
表 1: 久其软件凭借产品质量获取客户	8
表 2: A 股主要并购公司 2015 年对 2012 年经营数据的提升比例	9
表 3: 亿起联、多盟和亿动的三年财务数据比较	11
表 4: 亿起联的媒体 App 资源分布 (截止到 2014 年中)	11
表 5: 华夏电通和华宇软件的数据比较 (来自经审计的财务报表)	11
表 6: 新增运营资本投入回报 (单位: 百万元)	12
表 7: 久其软件利润能力 (单位: 百万元、万元)	12
表 8: 久其软件业务拆分明细	13
表 9: 久其软件盈利预测模型	13
表 10: 母公司报表情况可以代表综合收入 (亿元)	13
表 11: 久其软件历史业绩收入 (亿元)	14
表 12: 久其软件电子政务和集团管控业务收入预测 (百万元)	14
表 13: 亿起联收入预测 (百万元)	15
表 14: 上海移通收入预测 (百万元)	15
表 15: 久其软件利润表预测 (单位: 百万元)	16
表 16: 主要可比公司的估值情况 (市值为 2017 年 3 月 9 日)	17

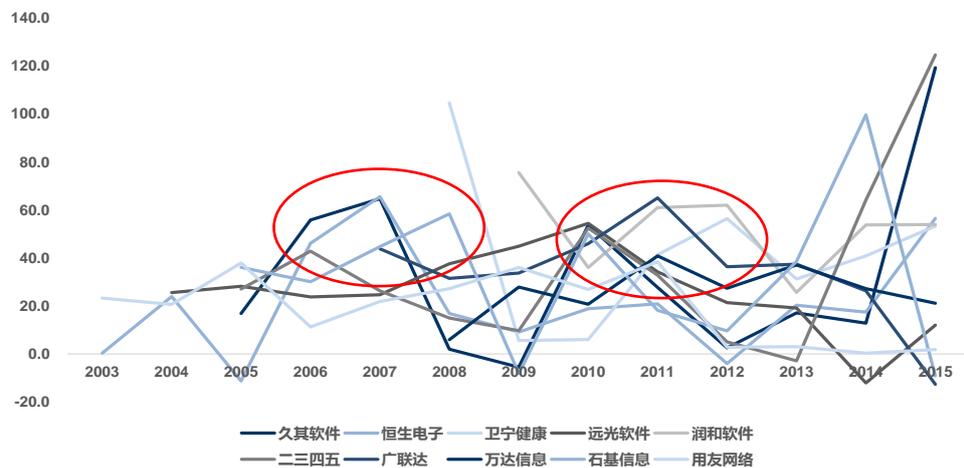
附表 1：计算机主要可比并购公司 2012 年和 2015 年的财务数字细节 18

根据招股说明书和历年年报，久其软件为国内各级政府机构、公共管理部门和大型国有企业提供报表管理软件、电子政务软件、商业智能软件的咨询、开发和服务，客户数量逾百万。2013年开始，公司为这些客户提供新的业务形态，即互联网软件和大数据。2016年形成以大数据解决方案为核心的业务线。

1. 管理软件公司可选三类成长方向

软件公司的最初商业模式是“软件销售+维护服务”，收入可以持续高增长。最近几年，投资者对软件公司业绩依旧期盼高增速，实际大多数细分行业都低于期望。原因为信息化的基础软件较为成熟，初级软件产品的市场渗透率高。2006-2008年、2010-2011年是软件公司的两次收入高峰（见图1），2014年进入互联网行情后，软件公司从商业模式到业绩开始被市场淡化。

图 1：管理软件公司的两次收入增速高峰在 2006-2008 和 2010-2011（单位：%）



注：二三四五的前身海隆软件为软件定制公司，卫宁健康之前为卫宁软件，用友网络之前为用友软件；

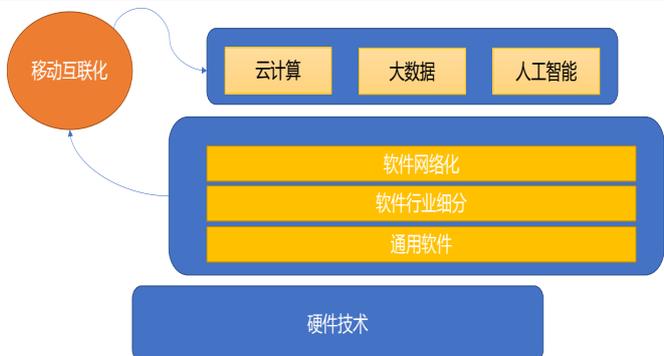
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：国内管理软件市场规模（亿元）



资料来源：计世资讯，申万宏源研究

图 3：软件技术由主动变化转入被动变化



资料来源：申万宏源研究

一方面是增量市场缺失：管理软件市场面向政务和企业，渗透率近饱和（图 2）；另一方面是存量市场滞后：新技术诞生导致软件退化为底层技术（图 3），新技术层出不穷，较多软件成为基础设置，单产品销售价格下降。

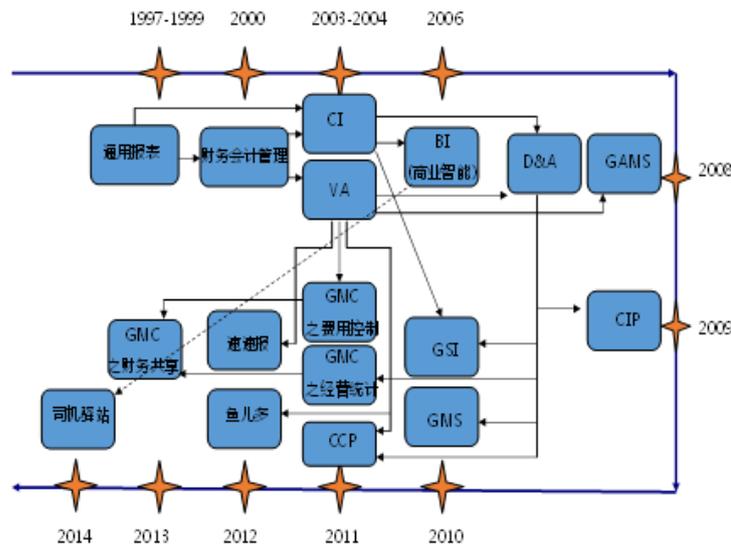
A 股管理软件公司 2013-2014 年开始分化成长，2015-2016 年形成三类成长方向。第一种是第二主业，如海隆软件并购二三四五；第二种是新商业模式，如汉得信息的供应链金融、天源迪科大数据；第三种是存量替换，代表案例为用友、鼎捷等 ERP 国产化。久其软件采用第二种模式。

不同公司管理层对如何开始新业务有不同的时间策略，有公司会选择直接切入新业务，久其选择以时间换空间，差别原因是老业务盈利能力有多恶化、对客户资源粘性的担忧程度。

2. 完成软件企业三要素升级宣告摸索大获成功

久其软件的发展历程恰可概括为技术（产品）迭代、商业模式优化和客户资源变现的三个阶段。1997-2012 年（第一阶段）为技术迭代期，2013-2015 年（第二阶段）为商业模式优化期，第三阶段是客户资源变现的终极阶段。

图 4：久其软件新产品线的技术均来自老产品线衍生



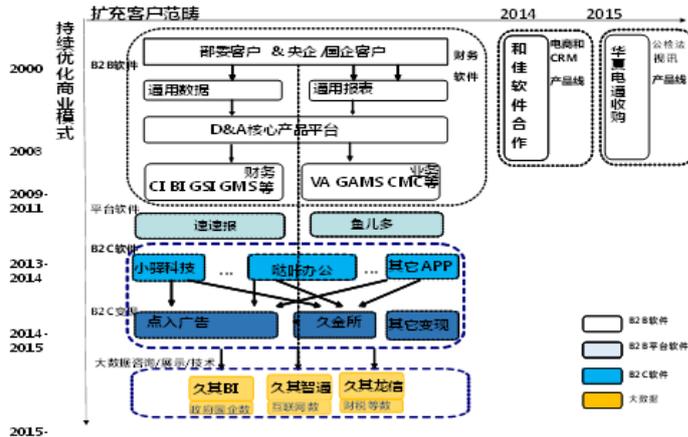
注：实线箭头代表产品线衍生关系，虚线表示预计司机驿站未来的数据处理来自 BI 产品线衍生；外围箭头代表时间轴

资料来源：2006-2012 年年报，2013 年半年报，久其软件 5 月 17 日公告调研演示文稿，久其软件官方网站，申万宏源研究

第一阶段的技术迭代清晰。久其软件 1997-2012 年产品线，功能已涵盖决算报表、合并报表、商业智能、决策分析、战略管理、全面预算、集中核算、财辅管理、资产管理、全面绩效、风险管理、项目管理、经营统计等。久其软件的产品线是新老产品衍生关系清晰（见图 4）。

2013-2015 年是商业模式演进突破期¹，出现 B2C 业务、B2C 变现业务和大数据业务。根据 2013-2014 年年报，司机驿站等 B2C 新产品研发及市场推广；2014 年收购亿起联、2015 年推出久金所涉足互联网金融目的为 B2C 业务变现。2014-2015 年与智通胜创、龙信数据合资完善大数据三个业务环节，即咨询、技术与产品（见图 5）。

图 5：久其软件通过产品化和互联网化解决商业模式弊端



资料来源：wind，申万宏源研究

第三阶段是客户资源的终极变现。第一及第二阶段使久其软件的发展不受限于技术和商业模式。在第三阶段，客户资源优势体现²，我们称其为客户资源的终极变现。

表 1：久其软件凭借产品质量获取客户

时间	客户扩区	意义
1999	财政部，并在全国财政系统广泛推广使用	第一家政府客户
1999-2000	(原) 国家经贸委、国家统计局、民政部等成为客户	
1999	与中国联通建立长期合作关系	企业客户突破
2000	与十大军工企业集团建立长期合作关系	客户突破
2001	与国家烟草总局、国家民政部、国家统计局、国家交通部、中国电信、中国网通建立长期合作关系	
2001	分布式 ERP 集成管理信息系统获得科技部“科技型中小企业技术创新基金”	产品竞争力
2003	《企业纳税申报系统》通过税务总局评审，并在全国部分省市推广使用	产品竞争力
2004	久其统计软件被国家统计局选定为统计系统专用软件	产品竞争力
2005	被确定为国家统计局规范化软件供应商	
2007	成功中标财政部行政事业资产管理系统项目	

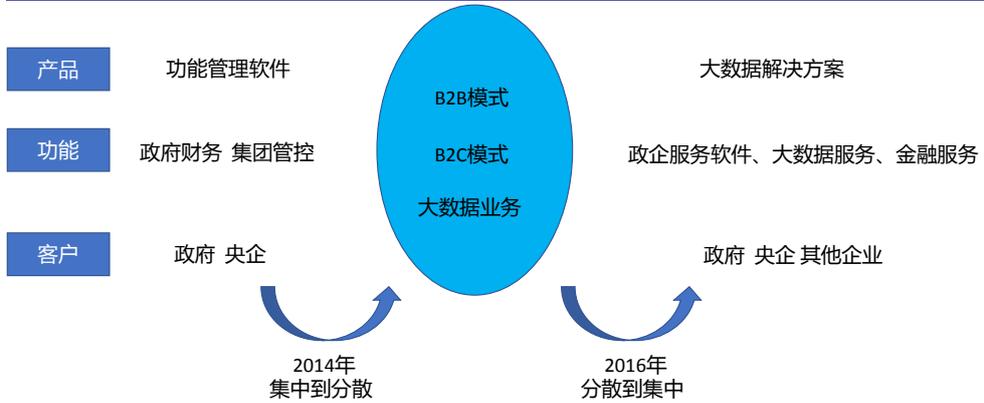
¹久其软件对商业模式有清醒的认识，持续试图弥补其弊端。招股说明书中披露“产品研发将围绕‘整合产品平台，面向服务转型’的思路来展开，…，使核心产品更易于定制和扩展，能快速适应需求的变化”。

²经过多年客户推广（见表 1），久其软件的客户为国内各级政府机构、公共管理部门和大型国有企业，覆盖了国务院公布的行业分类标准划分的 14 大行业。根据 2014 年公开资料，久其的部委用户数达到 40 多家，央企客户数达到 80 多家（渗透率均超过 50%）。根据 2013 年 5 月 17 日公告的调研演示文稿资料，直接用户数量已经超过百万家。

资料来源：久其软件官方网站，申万宏源研究

描述软件企业的三大要素为商业模式、客户资源与技术禀赋。在第三阶段之后，久其软件完成三要素升级。（如图6）升级后带来产品定位、服务功能和客户范围的重构成长。

图6：完成三要素升级后久其业务开始集中



资料来源：久其软件，申万宏源研究

投资者曾经担忧公司业务太过于分散，12年久其敏感嗅到管理软件行业危机，较低成本试水创新方向，经历了2014-2015年短暂探索，2016年产品线回归。2017年上海移通加入³宣告着久其软件经历“集中-分散-集中”业务发展后（见图6），以表2（可比公司主要在2013-2015年展开并购）数据证明转型成功，2012-2015年，久其软件实现收入增长189.8%、利润增长591%、人均利润增长451.7%、ROE提升237%、应收账款周转率提升36.8%，同时权益倍数仅提高12%、存货周转率下降76.4%，原因是亿起联企业级出海服务应收账款周期长。表2中具体的可比公司2012年和2015年财务细节数据参考第7部分附表1。

表2：A股主要并购公司2015年对2012年经营数据的提升比例

公司名称	并购整合效果对比						
	收入	利润	人均效率	ROE	权益乘数	存货周转率	应收账款周转率
久其软件	189.8%	591.0%	451.7%	237.0%	16.0%	-76.4%	36.8%
用友网络	5.1%	-14.7%	-12.4%	-46.6%	6.3%	94.7%	-9.7%
浪潮软件	71.7%	172.9%	53.1%	131.7%	28.5%	-4.5%	11.6%
华宇软件	147.7%	109.9%	0.7%	37.0%	39.0%	-21.9%	11.4%
东华软件	61.2%	100.6%	5.2%	-31.7%	-11.9%	22.6%	-59.2%
佳都科技	268.6%	227.0%	14.6%	35.0%	31.3%	-77.7%	27.8%
浙大网新	5.7%	-706.9%	-622.0%	-725.6%	-2.6%	15.8%	36.9%
中国软件	35.4%	1.8%	-18.3%	-32.8%	-6.7%	2.4%	-14.3%
神州泰岳	96.8%	-18.1%	-10.4%	-49.6%	3.7%	28.9%	40.6%
东方国信	197.5%	223.0%	45.6%	35.4%	28.6%	-63.6%	-35.5%
启明星辰	110.8%	231.5%	94.0%	135.8%	32.1%	-41.4%	4.1%

³ 久其软件1月20日晚间公告，久其软件和控股股东拟以14.4亿现金分别受让上海移通51%股权和49%股权，上海移通以现金支付方式作价1,000万元受让上海恒瑞100%股权。业绩对赌2016年-2018年净利润不低8,000万元、10,400万元和13,500万元。

捷成股份	204.2%	270.4%	145.3%	31.2%	23.7%	-21.1%	-61.4%
美亚柏科	118.0%	69.8%	-5.4%	-5.7%	11.7%	-28.8%	11.1%
润和软件	197.4%	197.0%	-8.0%	-42.2%	14.7%	-14.1%	-52.5%
万达信息	111.2%	107.1%	-16.2%	38.0%	104.4%	-91.1%	-35.6%

资料来源：申万宏源研究

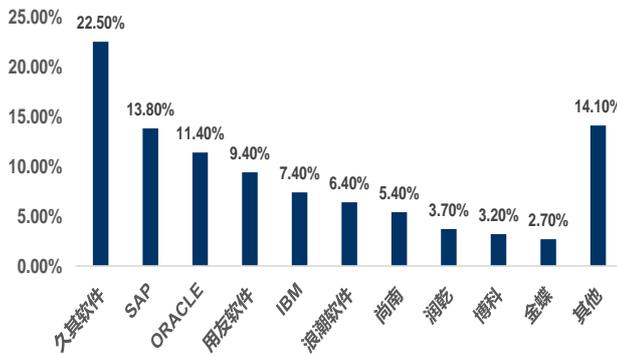
3. 历史检验过的执行力是核心竞争力

久其从最初的软件提供商到移动互联和大数据运营，来定位基于高端客户资源大数据和移动互联网变现的不断执行公司。公司创立之初以报表管理软件切入，为政府提供结构化数据分析和整理，并进一步提供完整解决方案，现已发展成集大数据、集团管控、电子政务和移动互联领域软件于一身的大数据解决方案提供商。

表 2 通过久其整合后的财务指标验证整体协同性，单独考虑，无论久其自身，还是外延的亿起联、华夏电通⁴，都是优质基因。

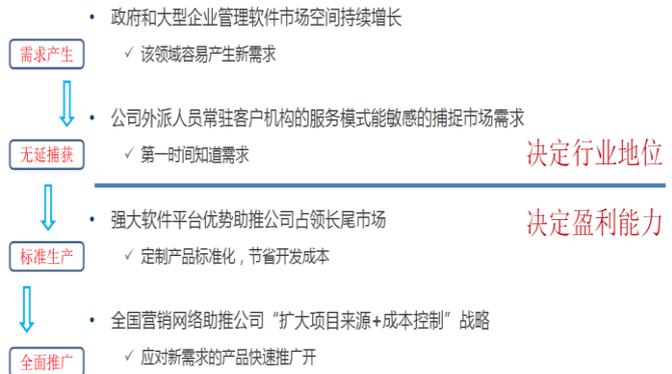
久其最早提供报表管理软件，2008 年久其报表管理软件收入规模 0.9 亿，产品市占率 22.5%（见图 7），久其胜过对手主要有两方面原因。一方面技术适用性，比如公司研发的小型数据库管理技术可替代国外的 dbase、Paradox 等桌面数据库，更适合国内的软件运行环境，既提高了运行速度，又降低了成本。另一方面，久其软件对客户粘性有独特的竞争策略（见图 8）。

图 7：2008 年报表管理市场情况



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 8：久其软件早期的竞争策略



资料来源：申万宏源研究

2014 年公司为提高商业模式并购亿起联，单从收入规模考察亿起联并不出色，与众不同之处是，亿起联是行业中极少数三年经营性现金流和利润为正的，大幅领先多盟和亿动（见表 3），同时亿起联掌握优质游戏广告主（见表 4）。目前，亿起联已经成为布局国内营销(点入移动)、海外营销(PandaMobo 平台)、自媒体平台(玩否)和游戏业务(点入游戏)四个版块协同发展的企业解决方案公司；亿起联在国际上是 Facebook、Google、Twitter 等企业的合作伙伴，在国内是百度、小米、360、优酷、今日头条等企业的合作伙伴。借助大

⁴ 亿起联、华夏电通有公开的财务信息，上海移通采用现金并购，所以未公开。

数据技术，与久其大数据体系下的久其智通、华夏电通等平台深入对接，分析挖掘政府大数据和企业大数据，了解用户的行为和喜好，实现大数据精准营销。

表 3：亿起联、多盟和亿动的三年财务数据比较

	2012			2013			2014		
	亿起联	多盟	亿动	亿起联	多盟	亿动	亿起联	多盟	亿动
营业收入	531			2234	13945	30400	13872	44916	38300
净利润	(22)			258	(529)	(3278)	3250	(271)	(29000)
经营活动产生的现金流	59			216			844H1		

资料来源：久其软件公告，蓝色光标公告，申万宏源研究

表 4：亿起联的媒体 App 资源分布（截止到 2014 年中）

类别	游戏类	工具类	生活服务类	社交通讯类	阅读视频类	教育学习类	商务类	资讯类	合计
数量	1498	1047	491	107	931	86	78	44	4282
占比	34.98%	24.45%	11.47%	2.50%	21.74%	2.01%	1.82%	1.03%	100.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2015 年为完善政务财务软件到政务大数据服务能力过度，并购华夏电通。华夏电通主要客户为高法和省级法院，主要可比公司为华宇软件。表 5 描述主要数据比较，2014 年华夏电通在债务、存货、应收账款管理几乎与上市公司华宇软件一致，华夏电通现金流量好于权责发生制收入和利润，主要原因是来自预收款项，华夏电通 2014 年预收款增加 2885 万元、2015 年预收款增加 1.3 亿。

表 5：华夏电通和华宇软件的数据比较（来自经审计的财务报表）

指标	2013 年		2014 年	
	华夏电通	华宇软件	华夏电通	华宇软件
资产负债率	0.48	0.23	0.4	0.36
流动比率	1.31	3.69	1.57	2.18
销售商品提供劳务收到的现金/收入	201.2%	102.8%	146.5%	146.0%
经营活动产生的现金流净额/净利润	595.3%	-9.9%	147.7%	195.9%
应收账款周转率	1.9	5.34	4.74	4.98
存货周转率	1.69	2.17	1.42	1.73

资料来源：wind，申万宏源研究

4. 财务比较验证 A 股政务软件第一

考察运营资本、经常性净利率趋势、人均净利、经营性利润增速 CAGR 验证久其软件 A 股政务软件第一。

表 5（颜色说明见表注）考核 A 股主要软件服务公司运营资本投入效果。久其软件维持 5 年收入持续增长，运营资本增加都能转化为收入增长，13-15 近三年新增加 1 元运营资本对应收入增加 2.6 元，除了逊色于华宇软件，明显高于其他可比公司。

表 6：新增运营资本投入回报（单位：百万元）

	新增运营资本					新增营业收入					收入变动/运营资本变动				
	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
久其软件	-43	-29	10	15	350	52	6	42	37	390	-1.22	-0.21	4.12	2.55	1.12
用友网络	200	-222	397	686	488	1143	113	127	12	77	5.71	-0.51	0.32	0.02	0.16
鼎捷软件	36	65	86	517	-333	240	36	64	-6	-33	6.60	0.56	0.74	-0.01	-0.10
浪潮软件	-72	-21	-15	-339	95	106	162	160	209	145	-1.47	-7.57	-10.91	-0.62	1.52
华宇软件	579	-66	42	-12	30	66	81	124	233	449	0.11	-1.23	2.94	-20.13	14.79
恒生电子	11	103	247	62	-290	181	-42	204	211	804	16.38	-0.41	0.83	3.40	-2.77
石基信息	180	157	206	-189	2212	111	69	305	1091	-199	0.62	0.44	1.48	-5.78	-0.09
远光软件	243	203	372	-51	-75	164	137	149	-112	98	0.67	0.68	0.40	2.18	-1.31

蓝色背景：当年新增运营投入为负、新增收入为正

橙色背景：当年新增运营投入为正、新增收入为负

红色背景：当年新增运营投入为负、新增收入为负

白色背景：当年新增运营投入为正、新增收入为正

资料来源：历年年报，申万宏源研究

表 6 考核经常性净利润和人均利润能力。由于经常性净利润计算涉及利润表和资产复制表细节，暂不考察 2016 年，2013-2015 年的 CAGR 增速为 135.4%，即使单独对久其剔除 15 年并表利润（合计 5777 万元）后，CAGR 为 102.6%，显著优于可比公司，原因是久其软件的利润来自经营，不依赖投资收益、非经常损益等。考核人均净利润，久其软件 15 年达到 8.2 万元，且为逐年提高，原因是第三阶段围绕优质客户变现的商业模式降低期间费用。

表 7：久其软件利润能力（单位：百万元、万元）

	经常性净利润增速					人均净利润增速				
	2012	2013	2014	2015	CAGR	2012	2013	2014	2015	CAGR
久其软件	12	74	45	155	135.4%	1.5	4.5	5.5	8.2	76.7%
用友网络	395	508	595	246	-14.6%	3.0	4.4	4.5	2.6	-4.3%
鼎捷软件	132	132	85	15	-51.2%	2.9	2.7	1.8	0.3	-51.6%
浪潮软件	-11	31	-32	11	125.7%	3.8	0.3	4.8	5.8	15.3%
华宇软件	60	71	218	299	71.2%	8.4	7.9	7.6	8.4	0.2%
恒生电子	140	264	251	353	36.1%	6.7	9.7	9.0	8.9	9.9%
石基信息	313	398	424	385	7.1%	26.7	27.2	24.2	20.5	-8.4%
远光软件	271	334	168	112	-25.5%	11.2	11.6	5.5	3.2	-34.3%

资料来源：历年年报，申万宏源研究

5. 盈利预测来自逐项业务拆分

久其软件的业务分拆参考客户类型较为明确。1) 政府客户主要提供电子政务，业务由久其软件母公司（财政部、交通部等客户）、华夏电通（高法等客户）、上海移通实施。2) 央企客户主要提供集团管控，业务主要有久其软件母公司（大型央企）、上海移通、华夏电通（部分企业，涉及较少）实施。3) 其他企业客户主要提供的移动营销等服务，业务主要由亿起联和上海移通提供。

表 8：久其软件业务分拆明细

客户类型	业务类型	典型客户	实施主体
政府	电子政务	财政部、交通部、高法	久其软件、华夏电通、上海移通
央企等	集团管控	国资委下的集团型企业	久其软件、华夏电通、上海移通
其他企业	移动营销	游戏类等 app 服务公司	亿起联、上海移通

注：华夏电通、亿起联、上海移通为全资子公司

资料来源：久其软件，申万宏源研究

为提高盈利预测准确度，根据公司 2015、2016 财年公告情况，1) 电子政务和集团管控分为原久其软件和华夏电通两部分预测，2) 移动营销预测亿起联，3) 上海移通为政府、央企、其他企业提供同类型的数据增值服务，独立预测。

表 9：久其软件盈利预测模型

业务	客户	预测对象
电子政务和集团管控	财政、交通、央企等	原久其
	高法	华夏电通（2015 年并入）
移动营销	一般企业	亿起联（2014 年并入）
数据增值服务	政企	上海移通（2017 年并入）

资料来源：久其软件，申万宏源研究

5.1 电子政务和集团管控业务

2014 年之前，久其软件所有业务收入都为电子政务和集团管控，主要客户为财政、交通、央企等。2015 年起华夏电通并表计入营业收入，主要客户为法院领域。

受亿起联和华夏电通并表干扰，2014 年后难以直接从财务数据上拆分出每个季度的原有业务。历史上，会计准则下的母公司报表营业收入占合并报表营业收入的 80% 以上（见表 10），图 9 中我们通过母公司报表的营业收入研究剔除华夏电通的电子政务和集团管控业务⁵。

表 10：母公司报表情况可以代表综合收入（亿元）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
综合报表收入	0.43	0.5	0.78	1.28	1.3	1.23	1.89	2.41	2.47	2.9	3.27	3.86

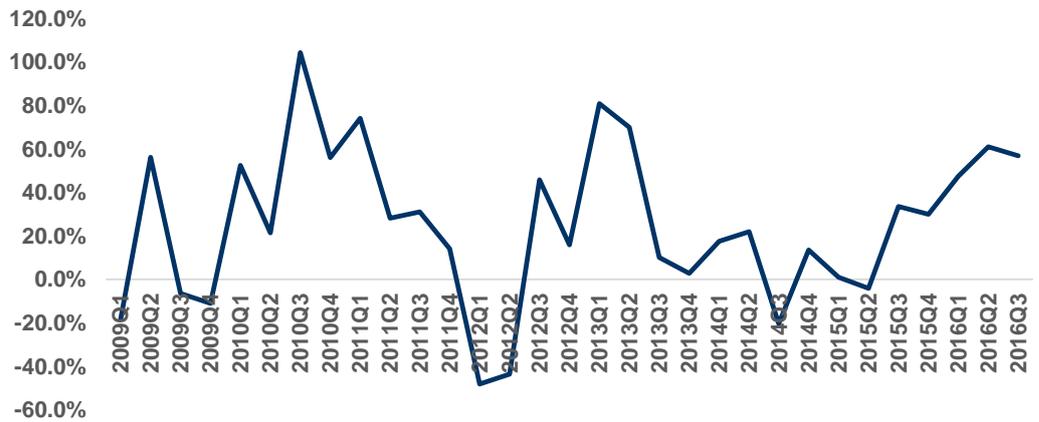
⁵ 图 10 要描述久其内生业务的单季收入变化趋势，由于子公司单个季度财务细节不公开，无法用（总收入-亿起联-华夏电通）来计算内生的收入，所以用母公司报表的收入来替代，替代的理由是后者占比都在 80 以上%。

母公司报表收入	0.39	0.46	0.61	0.86	1.05	1.05	1.61	2.02	2.05	2.41	2.57	3.1
母公司/综合	90.7%	92.0%	78.2%	67.2%	80.8%	85.4%	85.2%	83.8%	83.0%	83.1%	78.6%	80.3%

资料来源: wind, 申万宏源研究

2015Q2、2015Q3、2016Q1、2016Q2、2016Q3 收入同比增速分别为-4.07%、33.60%、29.94%、47.51%、61.12%、56.96% (图 9)。2015Q3 加速, 公告解释, 业务增速的主要原因是财政部和交通部等财务、统计平台向大数据建设。表 2 解释原因, 完成三要素升级, 客户变现商业模式业务持续性更好, 假设恢复到 2011 年增速水平, 预测 2016 年、2017 年、2018 年收入增速为 28%、30%、28%。

图 9: 母公司单季度收入同比增长情况



资料来源: 公开资料, 深交所, 申万宏源研究

表 11: 久其软件历史业绩收入 (亿元)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
收入	0.43	0.5	0.78	1.28	1.3	1.23	1.89	2.41	2.47	2.9	3.27	3.86
增速		16.8%	55.8%	64.8%	1.9%	-5.5%	53.6%	27.7%	2.5%	17.1%	12.8%	18.0%

注: 2014、2015 年收入剔除亿起联和华夏电通

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

华夏电通面向法院系统的业务收入占到总收入的 80%以上。“十三五”法院 3.0 信息化是热点政务信息化投入领域, 以青海为例十三五投入 6 个多亿⁶, 30 个省市自治区面对 180 亿市场, 粗略假设高法单独 20 亿投入, 高法领域面对 200 亿市场空间。华夏电通 2015 年全年收入为 1.64 亿, 2016H1 为 1.02 亿收入, 2015 年 1.3 亿预收款, 假设预付比例为 50%, 2016 年转化收入可达到 2.6 亿。预测 2016 年、2017 年、2018 年收入增速为 75%、65%、55%。

综合两部分, 久其软件未来 2016、2017、2018 三年电子政务和集团管控业务收入规模为 7.82 亿、11.17 亿、15.57 亿, CAGR 为 41%。

表 12: 久其软件电子政务和集团管控业务收入预测 (百万元)

⁶ <http://www.qh.gov.cn/ztl/system/2016/01/10/010196761.shtml>

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
久其软件	290	327	386	494	642	822
增速	17%	13%	18%	28%	30%	28%
华夏电通	103	148	164	287	474	735
增速		44%	11%	75%	65%	55%
合并	393	475	550	782	1,117	1,557
增速		21%	16%	42%	43%	39%

资料来源：wind，申万宏源研究

5.2 移动营销业务

亿起联的业务主要包含四部分：点入移动、panda modo、玩否、点入游戏。点入移动，定位为精准营销，是中国最大的广告大数据营销平台。panda modo 是解决国内一站式出海，国内的内容直接推广。第三是泛娱乐产品玩否。第四是点入游戏，帮助 CP 和分发商在国内和海外变现的平台，游戏发行。

业务收入核心是流水。2016H1，亿起联收入为 1.99 亿，月均流水为 3300 万。由于上半年新业务启动较晚，Pandamodo 和点入游戏又有极高的成长性，全年假设月均 4000 万，16 年收入增速接近 65%，预测 2016/2017/2018 三年收入增速为 65%，35%，15%。

表 13：亿起联收入预测（百万元）

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	22	139	295	486	654	736
增速		531%	113%	65%	35%	15%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5.3 大数据增值服务业务

大数据业务发展对个人数据安全要求增加，短信验证等信息应用解决方案成为客户必选的数据增值服务。梦网科技借壳荣信股份、国都互联被吴通通讯拟 5.5 亿元控股收购完成上市、漫道被茂业通信 8.78 亿收购完成上市，都说明企业级短信服务与大数据业务结合的重要性。

久其软件现金并购上海移通获得企业级大数据的增值服务。根据艾瑞网数据报告，2014-2016 年短信市场收入规模分别为 400、600、800 亿元，CAGR 为 50%。2015 年收入增速为 117%，估计 2016 年收入增速高于 50%，预测 2016/2017/2018 三年收入增速为 75%，30%，30%。

表 14：上海移通收入预测（百万元）

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	114	247	433	563	732
增速		117%	75%	30%	30%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5.4 合并预测表

综合所有分拆业务，久其软件 2016/2017/2018 年收入为 12.67 亿、23.34 亿、30.25 亿，利润为 2.31 亿⁷、3.75 亿、4.62 亿。8 月 21 日已上调 16 年盈利预测 21%，1 月 24 日已上调 2017 年、2018 年盈利预测幅度为 17%、18%。

重要并表和财务说明。1 月 21 日公司与控股股东现金并购上海移通，总价 14.4 亿，久其软件控股 51%（对价 7.24 亿），分三年支出年均 2 亿多，来自自有资金，2017 年、2018 业绩承诺为 1.1 亿、1.4 亿。久其软件 1 月 13 号发行 7.8 亿可转债，发行可转债考核财务和 ROE，通过证明报表水平，通常可转债前几年利率低于 0.5%-1%。

表 15：久其软件利润表预测（单位：百万元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	241	247	290	327	717	1,267	2,334	3,025
收入 YoY		2.5%	17.1%	12.8%	119.4%	76.8%	84.2%	29.6%
二、营业总成本	184	238	237	280	593	1,040	1,881	2,454
其中：营业成本	8	9	8	16	244	479	1,055	1,347
营业毛利率	96.8%	96.3%	97.3%	95.0%	65.9%	62.2%	54.8%	55.5%
营业税金及附加	6	3	2	2	3	7	13	17
主营业务税金及附加比率	2.6%	1.3%	0.7%	0.6%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	16	24	22	24	53	90	150	200
营业费用率	6.5%	9.5%	7.6%	7.3%	7.4%	7.1%	6.4%	6.6%
管理费用	160	206	204	238	296	465	665	892
管理费用率	66.4%	83.2%	70.5%	72.8%	41.3%	36.7%	28.5%	29.5%
财务费用	(8)	(6)	(3)	(3)	(4)	(4)	(5)	(4)
资产减值损失	2	3	4	3	1	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	(2)	4	19	14	6	8	6
非核心投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0
核心投资收益	0	0	0	0	0	6	8	6
三、营业利润	60	8	57	66	137	233	461	577
营业利润率	24.9%	3.2%	19.7%	20.1%	19.1%	18.4%	19.7%	19.1%
营业外收入	6	15	8	11	15	36	39	42
营业外支出	0	0	2	1	1	1	0	1
特殊调整项						-	-	-
四、利润总额	66	22	63	76	151	268	500	618
所得税	4	3	4	4	22	39	75	91
所得税率(实际税率)	6.7%	13.6%	7.2%	7.3%	15.7%	14.9%	15.2%	14.8%
五、净利润	61	19	59	72	130	229	425	527
少数股东损益	0	(0)	(0)	(1)	(5)	(2)	50	66
少数股东损益占比	0.2%	-1.8%	-0.5%	-1.4%	-4.0%	-0.9%	11.8%	12.6%

⁷ 2016 年不包含上海移通业绩。

归属于母公司所有者的净利润	61	20	59	73	135	231	375	462
净利润率	25.4%	7.9%	20.5%	22.2%	18.8%	18.2%	16.1%	15.2%

资料来源：wind，申万宏源研究

6. PE 估值处于历史底部

2017 年 3.75 亿利润，对应 PE 为 26X，久其软件市值空间涨幅超过 35%。

比较可比公司，久其软件市值空间涨幅为 35%。保守的久其软件估值，选择广联达和同花顺的 2017 年净利润申万宏源预测值、其余公司的 wind 机构预测最大值（对应 PE 为预测的最小值），平均估值为 34X，若久其软件估值到 35X，动态估值对应市值涨幅空间为 35%。

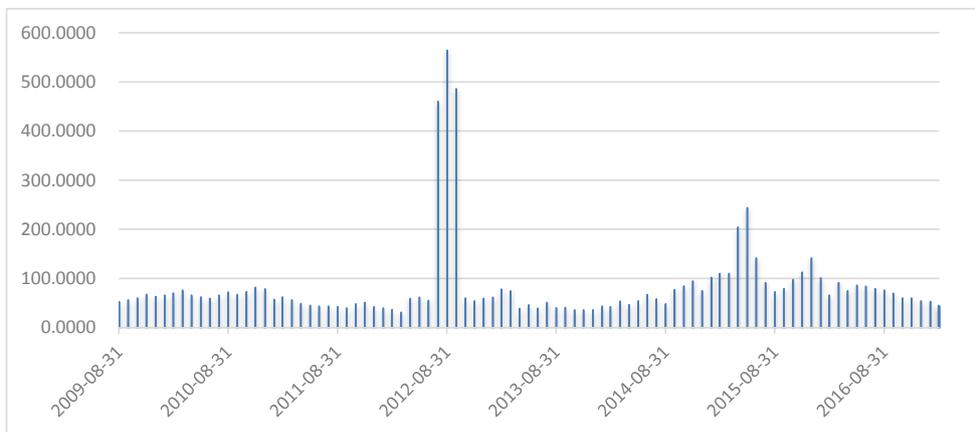
表 16: 主要可比公司的估值情况（市值为 2017 年 3 月 9 日）

	市值	17 年净利润	PE	利润来源
恒生电子	278	8.41	33	Wind 最大值
卫宁健康	161	3.81	42	Wind 最大值
远光软件	78	2.43	32	Wind 最大值
润和软件	111	4.44	25	Wind 最大值
广联达	176	6.36	28	申万宏源
万达信息	192	4.80	40	Wind 最大值
石基信息	247	5.91	42	Wind 最大值
用友网络	285	6.90	41	Wind 最大值
天源迪科	58	1.90	31	Wind 最大值
同花顺	363	12.65	29	申万宏源
东方国信	141	5.30	27	Wind 最大值
平均			34	

资料来源：Wind，申万宏源研究

根据 TTM 估值，同样验证久其软件处于估值底部。依据历史数据（图 10），久其软件月市盈率（PE，TTM）均值为 52.5，且 70% 的时间段 TTM 估值水平大于 52.5 倍，最新的 TTM 值为 43.9 倍，80% 的时间段 TTM 估值水平大于 43.9 倍。

图 10: 久其软件月市盈率（PE，TTM）



资料来源：公开资料，深交所，申万宏源研究

7. 附表

附表 1: 计算机主要可比并购公司 2012 年和 2015 年的财务数字细节

	2012 年财务数据						2015 年财务数据							
	收入	利润	人均利润	ROE	权益乘数	存货周转率	应收账款周转率	收入	利润	人均利润	ROE	权益乘数	存货周转率	应收账款周转率
久其软件	247	20	1.5	2.9	1.1	23.7	4.2	717	135	8.2	9.9	1.2	5.6	5.7
用友网络	4,235	380	3.0	12.8	2.0	31.7	3.3	4,451	324	2.6	6.8	2.1	61.7	3.0
浪潮软件	716	40	3.8	5.1	1.6	3.2	2.9	1,230	108	5.8	11.9	2.1	3.0	3.3
华宇软件	546	99	8.4	11.5	1.2	2.5	3.7	1,352	208	8.4	15.8	1.7	2.0	4.1
东华软件	3,491	569	16.8	22.6	1.5	1.9	4.2	5,629	1,142	17.7	15.4	1.3	2.3	1.7
佳都科技	724	52	12.6	9.7	1.8	9.2	3.0	2,667	170	14.5	13.1	2.4	2.1	3.8
浙大网新	4,985	-35	-0.7	-1.9	2.5	5.9	5.4	5,269	213	3.8	11.8	2.5	6.9	7.4
中国软件	2,681	58	1.1	4.5	2.7	3.1	4.0	3,630	59	0.9	3.0	2.6	3.1	3.4
神州泰岳	1,410	429	9.4	14.2	1.1	4.8	2.2	2,773	351	8.5	7.2	1.2	6.2	3.1
东方国信	313	71	5.9	10.1	1.1	20.1	2.5	931	229	8.6	13.6	1.4	7.3	1.6
启明星辰	728	74	4.5	6.5	1.2	5.5	2.4	1,534	244	8.6	15.3	1.6	3.2	2.5
捷成股份	727	144	14.3	13.6	1.1	5.1	5.9	2,211	533	35.1	17.8	1.4	4.0	2.3
美亚柏科	350	78	10.4	10.8	1.2	1.7	3.2	763	133	9.8	10.2	1.3	1.2	3.5
润和软件	380	66	4.9	14.5	1.4	10.8	3.9	1,129	195	4.5	8.4	1.6	9.3	1.9
万达信息	885	111	6.9	9.5	1.2	17.0	3.9	1,869	231	5.7	13.1	2.5	1.5	2.5

注：以上公司主要在 2013-2015 年展开并购

资料来源：Wind，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	327	717	1,267	2,334	3,025
A	0	0	0	0	0
B	0	0	0	0	0
C	0	0	0	0	0
D	0	0	0	0	0
营业总成本	280	593	1,040	1,881	2,454
营业成本	16	244	479	1,055	1,347
A	0	0	0	0	0
B	0	0	0	0	0
C	0	0	0	0	0
D	0	0	0	0	0
营业税金及附加	2	3	7	13	17
销售费用	24	53	90	150	200
管理费用	238	296	465	665	892
财务费用	-3	-4	-4	-5	-4
资产减值损失	3	1	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	19	14	6	8	6
营业利润	66	137	233	461	577
营业外收支	10	14	35	39	42
利润总额	76	151	268	500	619
所得税	4	22	39	75	91
净利润	72	130	229	425	528
少数股东损益	-1	-5	-2	50	66
归属于母公司所有者的净利润	73	135	231	375	462

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	430	1,215	1,797	2,998	3,922
现金及等价物	338	850	1,204	1,922	2,561
应收款项	92	259	402	680	860
存货净额	0	87	171	377	482
其他流动资产	0	19	19	19	19
长期投资	155	55	55	55	55
固定资产	143	223	208	193	179
无形资产及其他资产	97	1,004	976	974	977
资产总计	825	2,497	3,036	4,221	5,133
流动负债	64	499	809	1,568	1,952
短期借款	0	78	78	78	78
应付款项	59	322	632	1,391	1,775
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	1	21	21	21	21
负债合计	66	520	830	1,589	1,973
股本	176	217	217	217	217
资本公积	276	1,336	1,336	1,336	1,336
盈余公积	45	52	63	81	104
未分配利润	253	362	581	938	1,377
少数股东权益	9	12	10	60	126
股东权益	759	1,977	2,206	2,631	3,159
负债和股东权益合计	825	2,497	3,036	4,221	5,133

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	72	130	229	425	528
加:折旧摊销减值	20	21	17	17	17
财务费用	0	0	-4	-5	-4
非经营损失	-19	-17	-6	-8	-6
营运资本变动	10	40	82	275	100
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	83	174	318	704	634
资本开支	33	14	-26	0	5
其它投资现金流	37	161	-38	20	12
投资活动现金流	5	113	-12	20	7
吸收投资	2	234	0	0	0
负债净变化	0	77	0	0	0
支付股利、利息	32	21	-4	-5	-4
其它融资现金流	-6	-20	0	0	0
融资活动现金流	-36	270	4	5	4
净现金流	52	558	311	730	646

资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标(元)					
每股收益	0.13	0.25	0.43	0.69	0.85
每股经营现金流	0.15	0.32	0.59	1.30	1.17
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	1.38	3.63	4.06	4.75	5.60
关键运营指标(%)					
ROIC	11.0	8.6	18.9	51.7	76.4
ROE	9.7	6.9	10.5	14.6	15.2
毛利率	95.0	65.9	62.2	54.8	55.5
EBITDA Margin	18.7	19.5	19.1	20.0	19.4
EBIT Margin	13.4	16.7	17.8	19.3	18.8
收入同比增长	12.8	119.4	76.8	84.2	29.6
净利润同比增长	22.3	85.7	71.1	62.3	23.2
资产负债率	7.9	20.8	27.3	37.7	38.4
净资产周转率	0.44	0.36	0.58	0.91	1.00
总资产周转率	0.40	0.29	0.42	0.55	0.59
有效税率	7.3	15.7	14.9	15.2	14.8
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	134.4	72.4	42.3	26.1	21.2
P/B	13.0	5.0	4.4	3.8	3.2
EV/Sale	28.7	12.5	6.8	3.4	2.4
EV/EBITDA	154.0	64.3	35.5	17.0	12.6

资料来源：申万宏源研究

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

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。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、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

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。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。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。

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。

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。