

博思软件 (300525.SZ)

财政信息化领军企业，电子采购助力新一轮成长

买入

核心观点

公司为财政信息化领军企业。公司成立于2001年，从成立之初就一直专注于财政信息化领域，经过二十余年的发展，目前公司已经形成了智慧财政财务、电子采购、智慧城市及数字乡村等业务布局，其中智慧财政财务主要包括财政预算一体化系统以及非税票据业务，电子采购主要包括政府采购、企业和高校采购以及金融科技业务，总体来说公司的业务主要围绕着财政的收与支进行开展。在公司的发展过程中，不仅引入了林芝腾讯和福建省电子信息集团这两个重磅股东，还给员工多次实施激励计划用以绑定核心员工。公司自从2016年上市以来，收入复合增长率达到约50%，利润复合增长率达到约47%，已经发展成为财政信息化领域的龙头企业。

预算一体化成功卡位，非税票据稳扎稳打。财政预算一体化是新时代下财政信息化建设的重点，也是深化财政体制改革的重要一环，随着政策推动的逐渐加强，财政一体化有望在全国范围内推广。目前按照预算一体化省级平台到下面区县预算单位平台建设以及后续预算单位财务等软件需求测算，整体的市场空间有望达到百亿，公司的财政预算管理一体化平台目前已经占据了财政部的制高点，同时推广到了陕西、上海、吉林等多个省份。同时，公司的传统非税系统建设以及电子票据业务稳步增长，一方面非税业务通过前几年的收购在省市区域的覆盖面上已经占有率居前，另一方面电子票据除了传统财政电子票据外，在2019年开始推广的医疗电子票据占据先发优势，未来成长空间可期。

电子采购助力公司新一轮成长。随着政府采购制度改革的推进，作为财政重要支出环节的政府采购越来越受到重视，尤其从2019年以来政策频发推动政府采购的电子化进程，目前2021年政府采购的规模已经达到了3.7万亿元。博思数采子公司将公司旗下电子采购业务整合，通过几年的积淀已经在2021年成功实现扭亏为盈，成功将业务范围拓展到企业、高校采购以及金融科技服务，同时凭借着产品布局完善、能够与预算一体化平台形成协同等优势，电子采购业务在行业中竞争力突出，业务已覆盖16个省份。

盈利预测与估值：预计22-24年归母净利润2.83/3.89/5.24亿元（+23.5%/37.7%/34.4%），EPS分别为0.47/0.65/0.87元。通过多角度估值，预计公司合理估值19.5-22.3元，相对目前股价有26%-44%溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：疫情对投标及交付进度影响；预算一体化平台竞争加剧；电子采购竞争加剧，运营业务不及预期；下游客户IT预算不足。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,136	1,564	1,974	2,597	3,327
(+/-%)	26.4%	37.6%	26.2%	31.5%	28.1%
净利润(百万元)	162	229	283	389	524
(+/-%)	51.4%	41.6%	23.5%	37.7%	34.4%
每股收益(元)	0.58	0.57	0.47	0.65	0.87
EBIT Margin	18.4%	17.4%	17.3%	18.2%	19.0%
净资产收益率 (ROE)	11.7%	14.3%	15.4%	18.1%	20.3%
市盈率 (PE)	26.8	27.0	33.0	23.9	17.8
EV/EBITDA	21.7	23.2	27.4	20.5	15.8
市净率 (PB)	3.14	3.85	5.08	4.33	3.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

计算机 · 软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：朱松

021-60875155

zhusong@guosen.com.cn

S0980520070001

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	19.50 - 22.30元
收盘价	15.46元
总市值/流通市值	9322/7498百万元
52周最高价/最低价	27.35/15.11元
近3个月日均成交额	62.16百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司为财政信息化领军企业	5
专注财政收与支，业务布局逐步完善.....	5
多次激励绑定员工，股权结构清晰.....	7
营收与利润均实现快速增长.....	8
预算一体化成功卡位，非税票据稳扎稳打	9
财政预算一体化系统卡位优势明显.....	9
非税业务稳步发展，医疗电子票据优势明显.....	13
电子采购助力公司新一轮成长	15
政府采购规模较大，政策推进电子采购平台建设.....	15
博思数采专注电子采购，助力公司新一轮成长.....	16
海外对标，电子采购成长空间广阔.....	19
数字乡村和智慧城市前瞻性布局	21
政策加持，数字乡村布局正当时.....	21
财务分析	22
公司营收具有季节性.....	22
盈利能力分析.....	22
经营效率分析.....	23
盈利预测	24
假设前提.....	24
未来 3 年业绩预测简表.....	25
盈利预测的敏感性分析.....	26
估值与投资建议	26
绝对估值：17.64-22.3 元.....	26
相对估值：19.5-22.75 元.....	27
投资建议.....	28
风险提示	29
附表：财务预测与估值	30
免责声明	31

图表目录

图 1: 博思软件主要发展历程.....	5
图 2: 博思软件主要产品线.....	7
图 3: 博思软件主要股东.....	7
图 4: 博思软件近年营收及增速（单位：亿元）.....	8
图 5: 博思软件近年归母净利润及增速（单位：亿元）.....	8
图 6: 金财工程主要建设内容.....	9
图 7: 财政预算一体化平台有助于将其他产品推广到预算单位.....	11
图 8: 博思软件预算管理一体化平台产品框架.....	12
图 9: 我国非税收入规模及增速（单位：万亿元）.....	13
图 10: 博思软件非税收缴管理业务体系.....	13
图 11: 博思软件财政电子票据体系.....	13
图 12: 博思软件医疗电子票据业务体系.....	14
图 13: 全国政府采购规模及增速（单位：亿元）.....	15
图 14: 采购平台主要模块和业务体系.....	17
图 15: 博思数采科技近年的营收和净利润（单位：万元）.....	18
图 16: 电子化采购平台与财政预算一体化系统有协同效用.....	18
图 17: COUPA 历年营收及增速（单位：亿美元）.....	19
图 18: COUPA 历年净利润及增速（单位：亿美元）.....	19
图 19: COUPA 客户累计支出规模及增速（单位：十亿美元）.....	20
图 20: 收入/客户累计支出规模的比例变化.....	20
图 21: COUPA 近 5 年股价及 PS 估值倍数.....	20
图 22: 博思软件单季度营收及增速（单位：亿元）.....	22
图 23: 博思软件单季度归母净利润及增速（单位：亿元）.....	22
图 24: 博思软件毛利率和净利率走势.....	23
图 25: 可比公司 ROE.....	23
图 26: 可比公司净利率.....	23
图 27: 可比公司 ROE.....	23
图 28: 对比公司存货周转天数.....	24
图 29: 可比公司应收账款周转天数.....	24

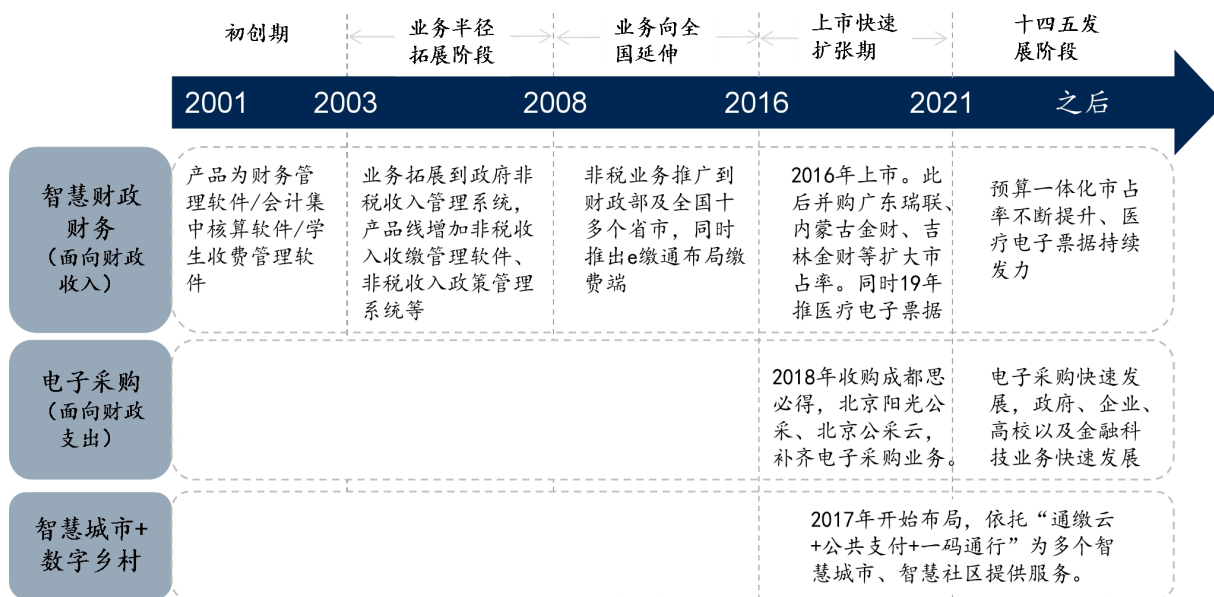
表 1: 博思软件主要并购标的.....	6
表 2: 博思软件历次股权激励及股票期权详情.....	8
表 3: 博思软件近年主要外延式发展统计.....	9
表 4: 财政预算一体化系统建设相关政策.....	10
表 5: 财政预算一体化系统市场空间测算.....	11
表 6: 博思致新主要管理团队履历.....	12
表 7: 医疗电子票据空间测算以及博思软件推广进度.....	14
表 8: 政府电子化采购主要政策一览.....	16
表 9: 公司电子采购业务发展历程.....	17
表 10: 电子采购市场空间大致测算.....	19
表 11: 数字乡村政策利好不断.....	21
表 12: 公司在数字乡村的布局.....	21
表 13: 博思软件业务拆分.....	25
表 14: 未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）.....	25
表 15: 情景分析（乐观、中性、悲观）.....	26
表 16: 公司盈利预测假设条件（%）.....	26
表 17: 资本成本假设.....	27
表 18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）.....	27
表 19: 同类公司估值比较.....	27

公司为财政信息化领军企业

专注财政收与支，业务布局逐步完善

深耕财政收支领域信息化建设，二十余载业务布局逐步完善。公司成立于2001年，适逢国家推进财政管理信息化，开发了财务管理软件等并在福建省内推广；随后在发展的过程中，专注于财政信息化领域，2003年伴随国家对于非税收入管理加强的政策背景，将自身的产品线延伸到财政票据电子化管理软件、非税收入管理系统等领域；在业务逐渐全国化的过程中，公司规模逐渐扩大，并于2016年上市，借助资本市场的力量不断收购并购地方龙头企业扩大市场占有率，同时逐渐布局电子采购、财政预算一体化、医疗电子票据等新的业务方向，其中医疗电子票据业务由于2019年政策的催化已经获得较大发展（公司市占率排名第一）；经过二十余年的发展目前公司已经逐步发展成智慧财政财务、电子采购、智慧城市及数字乡村板块，由于智慧城市业务处于刚起步状态，所以总体公司的业务围绕着财政的收与支进行开展，收指的是围绕着财政收入的财政电子票据、非税收入管理系统、医疗电子票据等领域的信息化建设，支指的是围绕着财政支出的电子采购业务（目前采购业务中占主要的是政府采购）。

图1：博思软件主要发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

具体来说：

- 1) 2001-2003年。公司处于初创阶段，受益于国家推动财政管理信息化的政策推动，公司顺应趋势研发了财务管理软件、会计集中核算软件、学生收费管理软件等产品，并发挥本土优势在福建省内推广，奠定了一定的客户基础。
- 2) 2003-2008年。2003年国家开始加强对非税收入的管理，财政部推出了《财政部关于加强财政非税收入管理的通知》，同时福建省财政厅发布了《福建省财政厅、监察厅关于全面推进财政票据电子化管理改革的通知》响应国家号召在全省范围内推动财政票据电子化改革。公司为了响应政府财政对于非税收入的管理需

求，研发了非税收入收缴管理软件、非税收入政策管理系统等，并在福建省、江西省、北京市、黑龙江省推广，成功将业务范围拓展到了非税收入领域。

3) 2008-2016 年。公司将在前期推广省份的成功经验逐渐复制到全国各个省市，将非税信息化领域的产品及业务成功推广到财政部以及全国十多个省市、直辖市，同时开发了“e 缴通”将业务从财政征缴端逐渐拓展到收费端，并于 2016 年上市。

4) 2016-2021 年。公司 2016 年上市，随后借助资本市场对行业内的多家公司实施了并购，包括内蒙古金财、广东瑞联、吉林金财、成都思必得、阳光公采等，一方面提升了市场占有率，另一方面布局新业务。公司的业务规模也随着外延式发展而逐渐扩大。2022 年以后，公司已经形成了较为完善的业务布局，包括智慧财政财务、电子采购以及智慧城市与数字乡村，总体上围绕着财政收支的信息化建设不断延伸。

表 1：博思软件主要并购标的

并购标的	时间	收购比例	对价	收购标的详细内容
吉林金财	2017.10	30%	1500 万元	吉林金财是吉林地区财政业务的龙头，收购后公司的业务将在吉林地区有较大的发展。
	2018.7	70%	4049.5 万元	
内蒙金财	2017.8	70%	8400 万元	内蒙金财是内蒙古自治区财政部以及商业银行核心 IT 供应商，收购后有利于公司在内蒙古地区业务的拓展。
广东瑞联	2018.9	78%	1.14 亿元	广东瑞联在广东区域为财政部门以及相关单位提供财政信息化产品及解决方案，收购后有利于公司业务在广东等区域的发展。
成都思必得	2018.11	51%		成都思必得主要从事科教行业客户的采购解决方案，与国内多所高校合作，收购后有利于公司在电子采购领域发展高校客户。
北京阳光公采	2018.12	51%		北京阳光公采主要为政府采购和大型企业提供采购信息化解决方案，是中国政府采购网以及中央政府采购商城的运维开发单位，收购后补充公司电子采购业务的经验。
支点国际	2016.11	51.04%		支点国际为政府采购电子化平台建设运维服务及行业解决方案提供商，主要服务财政部、中央机关政府和多省政府采购中心，收购后公司的客户资源将得到有效补充。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从产品及业务布局来看，公司主要涉及智慧财政财务、电子采购以及智慧城市+数字乡村。智慧财政财务主要包括了传统优势业务非税业务系统以及医疗电子票据和公共电子缴费服务，也包括了公司近两年着重发力的财政核心业务一体化系统以及相关业务，其中一体化业务为底座系统具备卡位优势，与上层的预算单位一体化以及电子会计档案平台等互为补充。电子采购主要分为政府采购、企业采购、高校采购以及金融科技等细分领域，其中金融科技是采购业务的增值服务，通过真实的采购订单信息对接小微供应商与银行机构从而实现科技助力金融业务。智慧城市以及数字乡村，主要是公司将收费业务拓展到智慧城市的一码通行，以及数字政府提供智慧政府服务等，同时在国家提倡乡村振兴的背景下努力为乡村的数字化转型提供解决方案。

图2: 博思软件主要产品线

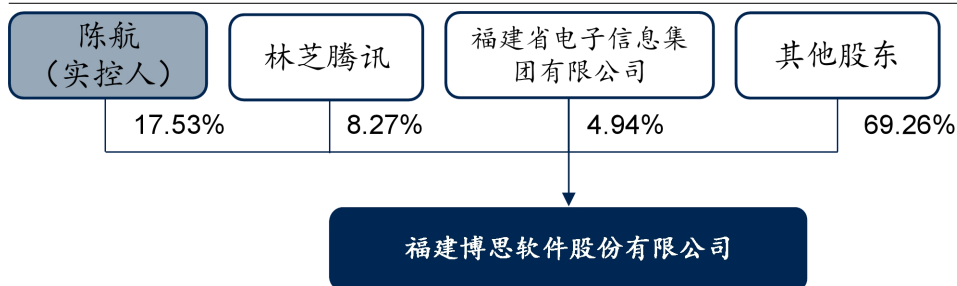


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

多次激励绑定员工, 股权结构清晰

公司股权结构清晰。博思软件的实控人为陈航先生, 除此之外, 公司的股东中还有林芝腾讯以及福建省电子信息集团有限公司这两个重磅股东。其中, 福建省电子信息集团有限公司实际控制人为福建省国资委, 所以福建省国资委的资源以及影响力对公司的业务拓展起到帮助; 林芝腾讯是腾讯系产业基金, 2019 年通过 4.8 亿元定增入股, 公司和腾讯业务的协同有望为公司赋能促进更好的发展。

图3: 博思软件主要股东



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司从上市后多次实施激励计划, 绑定核心员工。公司 2016 年上市, 此后主要实施了 4 次激励计划, 其中包括 2 次限制性股票激励和 2 次股票期权激励, 总体覆盖 1700 余号核心员工。从员工覆盖情况来看, 覆盖的人数越来越多, 给予的激励计划分数也越来越多; 从解锁的条件来看, 均是以公司的净利润增长为目标, 一般分为 3 期解锁。公司通过多次的股权激励计划, 将员工的利益与公司的长远利益实现捆绑, 有助于员工的团结稳定。

表2：博思软件历次股权激励及股票期权详情

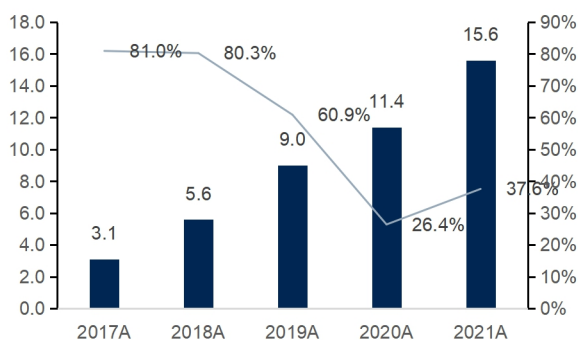
授予数量：	激励对象：	授予价格：	解锁条件：	首次授予日：
2022年7月员工持股计划				
本次员工持股计划共有4亿份，每份1元，其中董事长认购7000万份。股票来源为回购账户中的股票和二级市场购买的股票，持股计划的股票售价不低于回购成本，从二级市场回购的则按照回购价格确定售价。目前，回购账户的股票已经完成非交易过户。				
2021年8月股票期权激励计划				
450万股	415名员工	17.84元/股	第一个行权期，以2018-2020年平均净利润为基数，2021年净利润增长率不低于59.14%； 第二个行权期，以2018-2020年平均净利润为基数，2022年净利润增长率不低于81.88%； 第三个行权期，以2018-2020年平均净利润为基数，2023年净利润增长率不低于108.40%；	2021.9.13
2020年12月限制性股票激励计划				
1450万股	776名员工	25.56元/股	第一个归属期：30%，以2017-2019年平均净利润为基数，2021年净利润增长率不低于110%； 第二个归属期：40%，以2017-2019年平均净利润为基数，2022年净利润增长率不低于140%； 第三个归属期：30%，以2017-2019年平均净利润为基数，2023年净利润增长率不低于175%	2021.1.5
2018年8月发布股票期权计划				
594.9万份	413名员工	21.06元/股	第一个归属期：20%，以2015-2017年平均净利润为基数，2018年净利润增长率不低于10%； 第二个归属期：40%，以2015-2017年平均净利润为基数，2019年净利润增长率不低于25%； 第三个归属期：40%，以2015-2017年平均净利润为基数，2020年净利润增长率不低于40%	2018.9.28
2017年5月发布限制性股票激励				
390万股	196名员工	33元/股	第一个归属期：40%，以2014-2016年净利润均值为基数，2017年净利润增长率不低于15%； 第二个归属期：30%，以2014-2016年净利润均值为基数，2018年净利润增长率不低于30%； 第三个归属期：30%，以2014-2016年净利润均值为基数，2019年净利润增长率不低于50%。	2017.5.31

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

营收与利润均实现快速增长

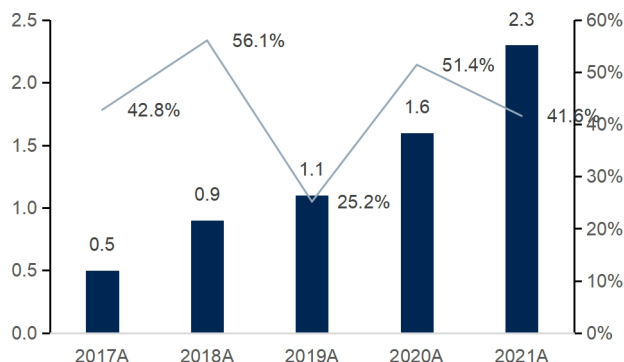
公司近几年营收与利润均实现快速增长。公司从2016年登陆资本市场以来，就一直保持着快速的增长态势，在营收层面，公司收入从2017年的3.1亿元，保持复合增长率49.8%，2021年达到15.6亿元，在利润层面，公司归母净利润从2017年的0.5亿元，保持复合增长率46.5%，2021年达到2.3亿元，和营收保持一致的增长方向。公司能够保持快速的增长，一方面得益于公司自身产品线的不断拓展，从非税信息化系统到财政电子票据、医疗电子票据、财政预算一体化系统、电子采购等，盈利半径不断扩大，另一方面得益于公司不断借助资本市场力量实现对优质标的的并购，在补齐业务能力的同时还扩张了其他地区的业务。

图4：博思软件近年营收及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：博思软件近年归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司近年通过外延式发展扩张业务版图，助力公司快速成长。2016年公司上市后正值快速扩张期，公司采取外延式并购的方式不断扩大，在业务领域，公司主要收购的标的分为财政信息化建设领域的标的以及对电子采购业务的前瞻布局，其中在财政信息化领域主要并购了吉林金财、内蒙古金财以及广东瑞联等，通过这

些在当地比较有影响力的财政信息化厂商的加入，公司在对应地区的业务快速打开，也为后续其他业务的进入提供了良好的基础；在电子采购领域，公司并购的标的主要有成都思必得、北京阳光公采、支点国际等，通过整合客户资源以及补足电子采购建设经验，经过几年的整合与打磨，目前公司电子采购业务已经形成了较为完备的业务布局，覆盖政府采购、高校采购、企业采购等领域，同时利用金融科技打通了银行与供应商的最后一公里，为供应商提供金融服务。

表3：博思软件近年主要外延式发展统计

并购标的	时间	股权比例	对价	标的详情
吉林金财	2017年10月	30%	1500万元	吉林金财是吉林地区财政业务的龙头，收购后公司的业务将在吉林地区有较大的发展。
	2018年7月	70%	4049.5万元	
内蒙古金财	2017年8月	70%	8400万元	内蒙古金财为内蒙古自治区财政部分以及商业银行核心IT供应商，收购后有利于公司在内蒙古地区业务的拓展
广东瑞联	2018年9月	78%	1.14亿元	广东瑞联科技在广东区域为财政部门以及相关单位提供财政信息化产品及解决方案，收购后有利于公司业务在广东等区域的发展
成都思必得	2018年11月	51%		成都思必得从事科教行业客户的采购解决方案，与国内多所高校合作，收购后有利于公司在电子采购领域发展高校客户
北京阳光公采	2018年12月	51%		北京阳光公采为政府采购和大型企业提供采购信息化解决方案，是中国政府采购网以及中央政府采购商城的运维开发单位，收购后补充公司电子采购业务的经验
支点国际	2016年11月	51%		支点国际为政府采购电子化平台建设运维服务及行业解决方案提供商，主要服务于财政部、中央机关政府采购中心和多省政府采购中心，收购后公司的客户资源将得到有效补充。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整

预算一体化成功卡位，非税票据稳扎稳打

财政预算一体化系统卡位优势明显

财政预算一体化系统为新时代下的财政信息化建设重点。财政信息化的建设最早可以追溯到国务院在2002年规划建立的“金财工程”(即政府财政管理信息系统)，根据金财工程的规划建设内容可以分为公共基础设施、系统运行保障建设以及业务管理及信息系统建设等，在业务系统里面主要有8大系统，分别为预算编制系统、国库集中支付系统、非税收入收缴管理系统、政府采购系统、债务管理系统、现金管理系统、决策支持系统以及行政管理系统，其中预算编制系统改革是践行深入财政预算改革、建立现代财政制度的重要抓手，在此背景下，财政预算一体化系统的建设是当务之急。

图6：金财工程主要建设内容



资料来源：中科江南招股说明书，国信证券经济研究所整理

政策持续推动财政预算一体化系统建设加速。为了推动财政预算一体化的建设，更好的深化财政预算改革，财政部印发了一系列的政策和文件，财政部包括各个省级财政也逐步开始落地实施。2019年，财政部印发了《财政信息化三年重点规划》、《财政核心业务一体化系统实施方案》、《财政信息系统集中化推进工作方案》和《关于推进财政大数据应用的实施意见》，基本标志着预算一体化的加速；2020年，财政部进一步印发了更加细致的《预算管理一体化规范（试行）》；2021年，《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》也部署了深化预算管理制度改革的具体措施。总体上来看，政策力度正逐渐加大对于财政预算一体化在全国范围内展开的支持作用，未来有望通过财政一体化建设达到全国财政一盘棋的效果。

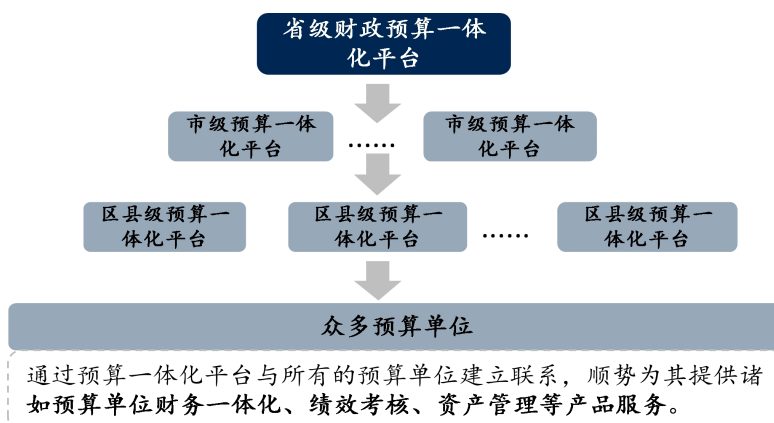
表4: 财政预算一体化系统建设相关政策

时间	法规、政策名称	相关内容
2019年	《财政信息系统集中化推进工作方案》	全面深化预算制度改革，加快建立现代财政制度。新的财政核心业务一体化系统符合十九大提出的加快建立现代财政制度的要求，用软件系统固化预算管理流程，严格落实预算法。
2019年	《财政核心业务一体化系统实施方案》	财政部就财政业务系统建设工作，提出由省级财政统建统管的财政核心业务一体化系统建设。2019年7月财政部召开财政核心业务一体化系统建设现场会暨全国财政信息化工作会议，提出了推进财政核心业务一体化系统建设的总体目标。
2019年	《财政信息化三年重点规划》	
2019年	《关于推进财政大数据应用的实施意见》	
2020年	《预算管理一体化规范（试行）》	要求进一步提高对预算管理一体化建设的认识，参照《规范》要求开展预算管理一体化建设，扎实推进试点实施工作。其中，财政部将确定5-6个试点省份于2020年依据《规范》开展预算管理一体化系统建设。
2020年	《预算管理一体化系统技术标准 V1.0》	对预算管理一体化系统的数据描述、接口标准、逻辑库表、系统软件质量标准等技术规范做出了规定。
2021年	《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	重点强调了，加大预算收入统筹力度，增强财政保障能力；规范预算支出管理，推进财政支出标准化；严格预算编制管理，增强财政预算完整性；强化预算执行和绩效管理，增强预算约束力；加强风险防控，增强财政可持续性；增强财政透明度，提高预算管理信息化水平等七个方面内容。

资料来源：中科江南招股说明书，国信证券经济研究所整

财政预算一体化卡位效应明显，市场空间上百亿元。目前财政一体化的建设思路一般先从省级财政开始建设，而后推广到市级以及区县级，最终触达所有的预算单位。公司通过财政预算一体化平台与所有预算单位建立联系后，还可以结合自身其他的产品线为预算单位提供诸如预算单位财务一体化产品、绩效考核产品以及资产管理产品等，有效将预算一体化平台带来的卡位优势发挥到极致。从市场空间来看，主要分为单纯财政预算一体化带来的软件建设空间以及预算单位其他产品需求带来的市场空间：1) 财政预算一体化带来的空间主要包括省级平台以及市区县级平台，根据公司陕西省的中标情况（省级平台中标 3467.8 万元，市县级中标 5063 万元），假设省内总体建设金额在 0.8-1 亿元，则 36 个省市的市场空间为 28.8-36 亿元；2) 目前预算单位数量有 69.9 万个，假设预算单位的其他产品需求价值量在 1-2 万元（根据中科江南招股说明书中对预算单位财务服务平台单价为 4500 元的描述进行假设），则总体空间为 69.9-139.8 亿元。所以总体预算一体化以及其他产品的市场空间约为 98.7-175.8 亿元。

图7：财政预算一体化平台有助于将其他产品推广到预算单位



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5：财政预算一体化系统市场空间测算

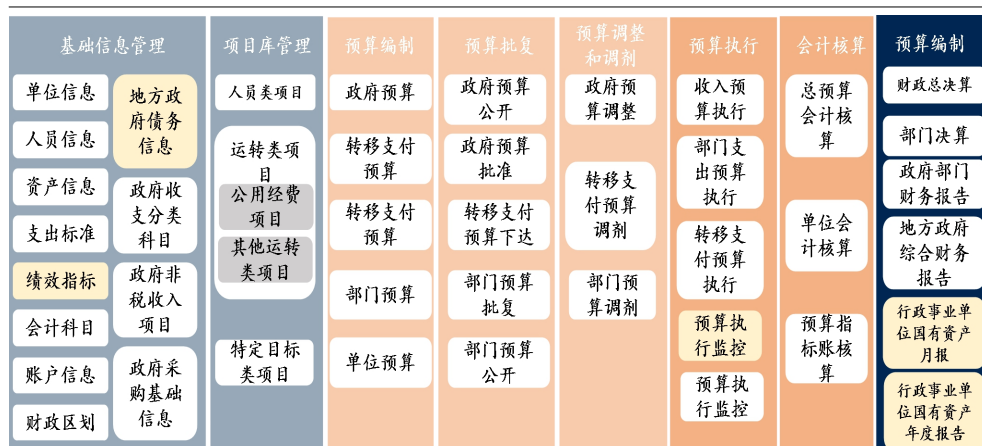
项目分类	明细
财政单位数量	省级有 36 个（31 省和 5 个计划单列市） 市级财政单位有 328 个 区县级财政单位有 2846 个
财政一体化系统空间：	假设每个省本级预算一体化平台软件建设费用为 0.8 到 1 亿（包括旗下所包含区县建设费用），则总体市场为 28.8 到 36 亿元。
全国财政预算单位	69.9 万个
预算单位财务服务产品规模：	假设每个预算单位的财务产品价值量在 1-2 万元，则总体市场为 69.9-139.8 亿元
总体市场规模：	财政预算一体化以及延伸的预算单位业务产品总市场规模约为 98.7 到 175.8 亿。

资料来源：中科江南招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司预算一体化占领制高点，竞争优势突出，主要体现在产品、团队以及覆盖省份等方面的优势。具体来说：

1) 在产品方面采用全面云化部署。公司的财政预算管理一体化产品主要包括基础信息管理、项目库管理、预算编制、预算批复、预算调整和调剂、预算执行、会计核算以及预算编制等模块，基于全面云化、国产化和分布式微服务架构以及中台管理，采用全省大集中的部署模式，实现了财政数据横向一体化，纵向集成化的管理要求。财政部在第一批试点中主要选取的示范项目为海南省、陕西省、河北省（分别由海南金财、博思软件、中科江南担任主要承建商），公司的产品优势主要在于数据存储和交互全面云化，采用分布式微服务架构以及中台管理的方式，能够在满足财政部要求的基础上实现更加安全稳定的信息服务、开放的生态系统，满足更多精细化和多元化的预算管理要求；

图8: 博思软件预算管理一体化平台产品框架



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

2) 从人员方面来看, 预算一体化业务团队优秀。公司的预算管理一体化产品主要由博思致新子公司(上市公司控股 51%) 研发与推广, 其核心团队及管理成员均来自于业内老牌公司, 比如总经理张奇此前任职用友政务副总裁, 副总经理王庆刚此前任职用友政务研发总监, 副总经理李铮此前任职用友政务方案市场部总经理等。同时, 博思致新的股权结构较为清晰, 除了博思软件控股了 51% 之外, 其余 49% 的股权都集中在公司的运营及管理团队手中, 激励机制良好;

表6: 博思致新主要管理团队履历

核心人员	任职	履历
张奇	总经理	2003年9月-2009年9月, 历任北京方正春元科技有限公司, 研发经理、研发部经理、研发总监, 后被用友政务并购。 2009年9月-2016年7月, 历任北京用友政务软件有限责任公司, 研发总监、研发部总经理、助理总裁、副总裁。 2016年7月-至今, 历任福建博思软件股份有限公司, 副总经理、北京博思致新互联网科技有限责任公司, 总经理
王庆刚	副总经理	2004年7月-2009年9月, 北京方正春元科技有限公司, 项目管理、实施经理、产品经理; 2009年9月-2017年2月, 北京用友政务软件有限责任公司, 产品总监、研发总监 2017年2月-至今, 北京博思致新互联网科技有限责任公司, 副总经理
李铮	副总经理	2006年1月-2009年9月, 北京方正春元科技有限公司, 实施项目经理 2009年9月-2016年12月, 北京用友政务软件有限公司, 售前经理、方案市场部总经理 2017年1月-至今, 北京博思致新互联网科技有限责任公司, 副总经理
吴开兵	产品总监	2000年7月-2003年2月, 北京昌盛燕晶药业中心, 高级软件工程师 2003年2月-2009年9月, 北京方正春元科技有限公司, 高级软件工程师、实施项目经理、开发经理 2009年9月-2016年6月, 北京用友政务软件有限公司, 开发经理、产品经理 2016年7月-至今, 北京博思致新互联网科技有限责任公司, 产品经理
冯建强	战略客户总监	2000年7月-2000年10月, 北京市建筑材料专科学校, 计算机任课教师 2000年11月-2006年1月, 北京中财信科技有限公司, 实施经理 2006年2月-2009年9月, 北京方正春元科技有限公司, 产品经理 2009年9月-2016年7月, 北京用友政务软件有限公司, 事业部副总经理 2016年8月-至今, 历任北京博思致新互联网科技有限责任公司, 市场总监; 博思兴华非税票据市场总监; 现任北京博思广通信息系统有限公司, 副总经理

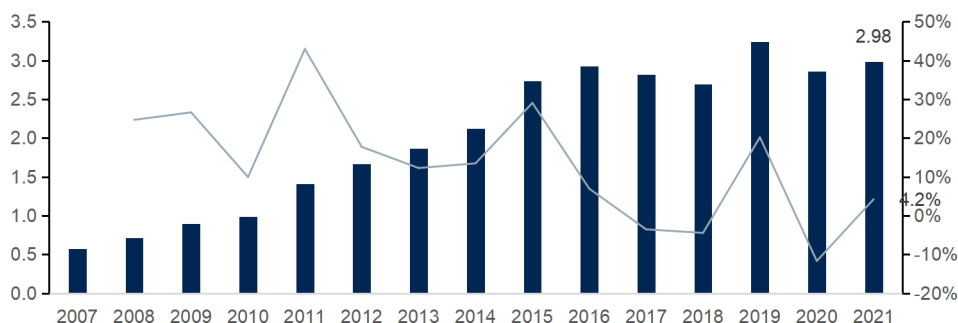
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3) 从覆盖范围上来看, 预算一体化已占据财政部制高点。截止目前, 公司预算一体化系统已经覆盖了财政部、陕西、上海、吉林、广东、福建、厦门、湖北、黑龙江、内蒙古等省市, 其中财政部的中标代表着公司产品已经占据财政领域的制高点, 说明公司的产品在云化架构下得到了财政部的充分认可, 未来在其他省市级财政的推广中有较大优势。

非税业务稳步发展，医疗电子票据优势明显

国家非税收入规模较大。我国的非税收入规模稳步上升，在2021年达到2.98万亿的规模，在财政一般公共预算收入中的重要性日益凸显。所谓非税收入，在我国主要包括了行政事业型收费、政府性基金、国有资源有偿使用收入、国有资产有偿使用收入、国有资本经营收益、彩票公益金、罚没收入、捐赠收入、主管部门集中收入和政府财政资金产生的利息收入等。非税收入的规模越来越大，也催生了政府对于管理非税收入的信息化系统需求。

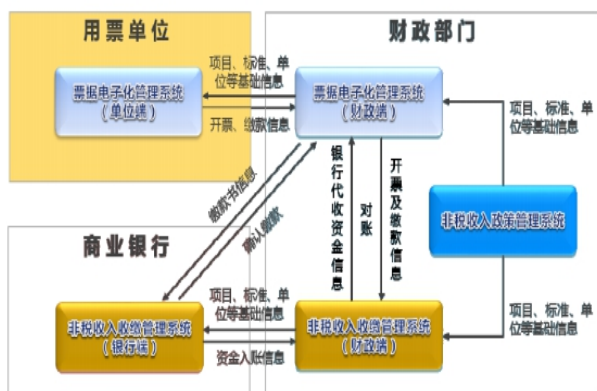
图9：我国非税收入规模及增速（单位：万亿元）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

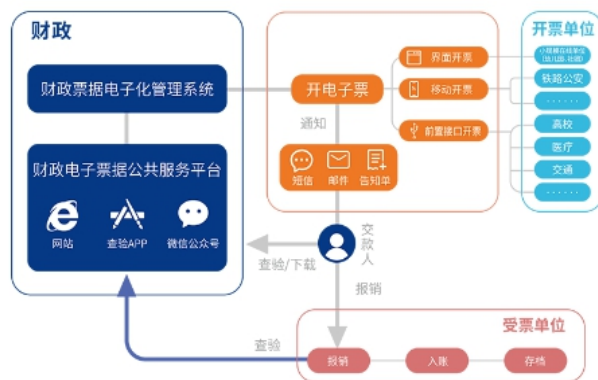
政府通过非税收缴系统和财政电子票据加强非税收入管理。改革开放初期，国家将非税收入的权利下放，但是在后续实施的过程中会有各个地方收费标准复杂、征收手段和监管手段落后等问题，所以非税业务的信息化建设需求迫切。政府对于非税业务系统信息化的建设大体分为两步走：1) 第一，2004年财政部发布了《财政部关于加强非税收入管理的通知》，要求各级政府加强非税收入管理，完善非税收入收缴及管理方式，逐步构建非税收缴业务管理系统；2) 第二，2012年12月，财政部发布了《关于印发〈关于推进财政票据电子化改革的方案〉的通知》，明确要求统一规划、分步实施财政票据电子化改革，以此加强财政电子票据管理系统的建设。公司顺应财政改革的需要，适时推出了非税收缴管理业务系统和财政票据电子化管理系统，为非税收入管理作出贡献。

图10：博思软件非税收缴管理业务体系



资料来源：博思软件招股说明书，国信证券经济研究所整理

图11：博思软件财政电子票据体系



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

医疗电子票据稳步发展，未来拓展空间较大。 财政电子票据通常可以分为非税收入类票据、结算类票据以及其他财政票据，其中其他财政票据包括公益事业捐赠票据、医疗收费票据、社会团体费票据。政府为了持续推动财政电子票据改革（此前的财政电子票据主要集中在非税类票据），财政部联合国家卫生健康委、国家医疗保障局于 2019 年 8 月 1 日发布了《关于全面推行医疗收费电子票据管理改革的通知》，要求各地区应在充分总结财政电子票据改革试点经验的基础上，在 2020 年底前全面推行医疗收费电子票据管理改革，推广运用医疗收费电子票据。我们经过测算，认为医疗电子票据的市场保守估计在 60-110 亿元之间，未来还有基层医疗卫生机构（乡村卫生院、社区卫生服务中心等）和专业卫生医疗机构（疾控中心、妇幼保健院等）并未计算在内，总体空间较大。从公司的推广进度来看，未来此项业务的收入水平还将继续增长，截止到 2021 年公司已经覆盖了 5000 家以上的二级及以上医院。

表 7: 医疗电子票据空间测算以及博思软件推广进度

医疗电子票据空间测算				医疗电子票据推广进度	
医疗机构	数量（家）	单价	市场空间	时间	推广进度
三级医院	3178	50-70 万元/家	15.9-22.2 亿元	2019A	百余家三级及以上医院
二级医院	10787	20-40 万元/家	21.6-43.1 亿元	2020A	3000 家二级及以上医院
二级以下医院	22485	10-20 万元/家	22.5-45 亿元	2021H1	3500 家二级及以上医院
总体	36450		60-110.3 亿元	2021A	5000 家二级及以上医院

资料来源：公司公告，国家卫健委，国信证券经济研究所整理

图 12: 博思软件医疗电子票据业务体系



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

非税及电子票据业务市场占有率居前，为公司基石业务。 公司的非税业务以及电子票据的市场占有率较高：1) 在非税业务领域，公司在 2017-2018 年收购了诸如广东瑞联、内蒙古金财、吉林金财等同业竞争者，迅速扩大了市场份额，目前公司的非税业务已经进入了 22 个省份，按照 31 个省以及 5 个计划单列市来看，市场占有率在 60%以上；2) 在电子票据方面，公司推广较早取得了先发优势，目前已经覆盖了 26 个省和计划单列市，覆盖率较高，且在二级及以上医院中覆盖 5000 家以上，市场占有率在 36%左右，未来有望进一步提升。公司的非税业务在电子

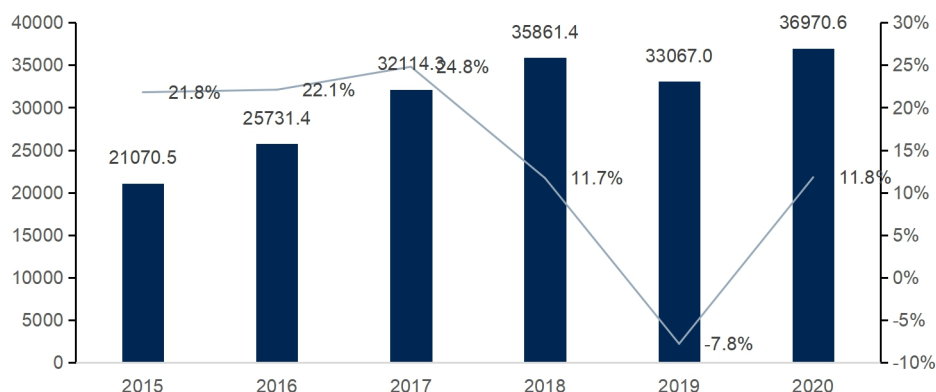
采购、预算一体化、数字乡村等收入较小的情况下为公司的基石业务，贡献稳定的利润和现金流，由于此块业务的主要客户都为政府以及事业单位，且公司市占率较高，所以有较为稳定的改造、更新和运维收入。

电子采购助力公司新一轮成长

政府采购规模较大，政策推进电子采购平台建设

政府公共采购的规模较大，2021年接近3.7万亿元。目前根据iFind数据显示，政府采购规模2020年为3.7万亿元，同比增长11.8%，从政府采购规模基本上可以看出总体呈现稳中有升的态势。以2020年采购数据为例：1)从层级来看，中央和地方政府的采购金额分别为0.28万亿元和3.41万亿元；2)从采购内容上来看，货物、工程、服务采购分别为0.92、1.75、1.03万亿元；3)从组织形式上来看，政府集中采购、部门集中采购以及分散采购分别为1.24、0.41、2.05万亿元。根据中国物流与采购联合会发布的《中国公共采购发展报告(2021)》，2021年我国的公共部门采购已经达到了45万亿（这个口径覆盖了政府采购、国有企业采购、学校医院等公共机构采购工程、货物和服务的内容）。总体上来说，政府采购规模较大，已经成为财政支出的重要组成部分。

图13：全国政府采购规模及增速（单位：亿元）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

政策驱动政府电子化采购持续推进。目前，为了规范政府采购行为，除了国家出台的《中华人民共和国政府采购法》，政府在大力推广电子化采购，尤其是在2019年以来出台了许多的促进政策，一方面政府采购电子化平台的建设是金财工程的重要内容，是我国建设现代化财政制度的重要一环，另一方面，通过电子化采购平台的建设可以实现政府采购的降本增效。从政策推出的顺序来看逐渐加码：2019年11月，中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过了《深化政府采购制度改革方案》，其中重点指出了要强化采购人主体责任、建立集中采购机构竞争机制等；2020年紧接着财政部就发布了《中华人民共和国政府采购法（修订草案征求意见稿）》，促进政府采购的市场化、法治化和国际化运营环境；2021年以及2022年分别发布了《政府采购需求管理办法》以及《政府采购框架协议采购方式管理暂行办法》，都对政府采购的实施方法、计划、制度等做了更加细化的规定。

表8：政府电子化采购主要政策一览

时间	政策文件	详细
2019年7月	财政部发布《关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》	要求全面清理政府采购领域妨碍公平竞争的规定和做法，严格执行公平竞争审查制度，加强政府采购执行管理，加快推进电子化政府采购，提升政府采购透明度，完善政府采购质疑投诉和行政裁决机制。
2019年11月	中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过了《深化政府采购制度改革方案》	深化政府采购制度改革要坚持问题导向，强化采购人主体责任，建立集中采购机构竞争机制，改进政府采购代理和评审机制，健全科学高效的采购交易机制，强化政府采购政策功能措施，健全政府采购监督管理机制，加快形成采购主体职责清晰、交易规则科学高效、监管机制健全、政策功能完备、法律制度完善、技术支撑先进的现代政府采购制度。
2020年2月6日	财政部发布《关于疫情防控期间开展政府采购活动有关事项的通知》	提出推进采购项目电子化实施
2020年2月8日	国家发展改革委发布《关于积极应对疫情创新做好招投标工作保障经济平稳运行的通知》	提出加快推进招投标全流程电子化、全面推行在线投标、开标、积极推广电子评标和远程异地评标、改进投标保证金方式、支持社会力量参与提升招投标服务供给、大力推进招投标行政监督电子化等要求。
2020年12月4日	财政部发布《中华人民共和国政府采购法（修订草案征求意见稿）》	《中华人民共和国政府采购法》的修订将有利于优化政府采购法律制度体系，打造市场化、法治化、国际化的运营环境。
2021年4月	财政部出台了《政府采购需求管理办法》	自此，政府采购采购需求管理“有章可循”，明确了适用范围、主体责任、采购需求内容、采购实施计划的编制和审查、采购风险控制等方面的内容。
2022年1月	财政部又公布了《政府采购框架协议采购方式管理暂行办法》	规范多频次、小额度采购活动，提高政府采购项目绩效。《办法》借鉴国际经验，明确了框架协议采购方式的管理制度，将框架协议采购分为封闭式框架协议采购和开放式框架协议采购两种形式，并明确以封闭式框架协议采购为主。该文件的颁布将从根本上系统性解决相关问题，构筑长效机制。除了政府采购，各高校、国企、军队等领域的采购业务也将全面实现电子化。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

电子化采购有望实现降本增效。政府采购通过电子化的方式，有助于实现采购过程的公开透明，帮助政府实现降本增效：1）在降本方面，通过电子化采购的方式，可以将以往人工采购过程的不透明极大程度的杜绝，为政府节省财政开支，如前文所述，政府采购2020年的规模为3.7万亿元，若通过电子化采购的方式节省10%的费用（即3700亿元），这将会大大提升政府财政支出的自由度，若将电子采购推广到所有的公共部门，则产生的效益会更大；2）在增效方面，以往人工采购的方式不仅需要到处线下联系政府所需产品或者服务的供应商，统一管理难度较大，包括后期的监督、相关文件整理等会消耗较多的人力物力，通过电子化采购平台则可以将采购的整个流程都实现电子化（尤其在疫情期间，可以通过平台进行招投标等），为采购流程节约大量的人力物力，提升采购效率。

博思数采专注电子采购，助力公司新一轮成长

经过前期的布局和发展，博思数采快速成长。公司于2020年11月已经将旗下所有的采购业务都并入了博思数采科技发展有限公司。就采购业务发展而言，公司的发展较为快速：1）2017年率先研发了电子卖场平台、执行交易平台和监督管理平台等；2）2018年公司为了解决政府采购领域诚信缺失的问题建立了诚信新系统，为了实现事中事后的监管预警体系建立了政府采购监督预警平台，同时收购了成都思必得和北京阳光公采，拓展了高校采购领域以及补齐了政府采购业务经验；3）2019年，公司推出了公采云平台（将采购交易和采购监管集合于一体），同时开拓了政采贷业务，利用采购数据风控模型帮助中小微企业对接银行金融机构；4）2020年，公司利用电子化采购平台在疫情期间帮助多个省份实现线上化采购，同时公司省级客户进一步拓宽；5）截止到2021年，公司的电子采购业务已经拓展到了全国16个省份，其中有7个省份整体的采购一体化业务都是应用公司的解决方案。

表9：公司电子采购业务发展历程

时间	事件
2017年	研发政府采购系列产品，包含电子卖场平台、执行交易平台和监督管理平台等产品，并在福建省全面应用。
2018年	为了解决政府采购领域诚信缺失的问题，建立政府采购行业的诚信新系统； 建立了政府采购监督预警平台，实现了“事中、事后”的监管预警体系； 收购了成都思必得和北京阳光公采，补齐了业务能力； 通过对政府采购系列产品的优化整合，形成政府采购一体化平台，并在福建、陕西、内蒙等省全面推广。 上半年推出公采云平台，集采购交易和采购监管于一体，实现公共采购业务全场景、全流程电子化； 在高校采购领域，在资产管理一体化的基础上，扩展到采购管理，为高校智慧校园建设实现“采资一体化”；
2019年	在企业采购领域，以近年来企业数字化转型为契机，加强电商直购商城、寻源采购、专业市场采购平台的研发； 业务客户已经拓展到财政部、国务院事务管理局以及陕西、山东、北京、广东、福建、内蒙、甘肃等十余省、多家高校、企业提供服务。 开拓政采贷业务，赋能参与政府采购的中小微企业金融科技服务，向银行机构推广政采贷大数据风控相关产品； 疫情期间，公司快速为湖北、陕西、山东等省建设了疫情防控物资采购专区； 公司以公采云平台为核心，先后为广东、内蒙、黑龙江等区域建设了覆盖省、市、县(区)三级，集监管、交易和服务于一体的政府采购云平台；
2020年	政府采购业务省级客户拓展至14个，产品覆盖政府采购全过程，包括采购监管、采购交易和采购内控全业务领域； 高校采购打通采购、资产、财务系统，初步实现全流程电子化采购能力，夯实在行业领先优势。 上半年陆续中标“中央国家机关政府采购中心信息系统统一运维服务采购项目”、“福建省政府采购公开信息系统二期建设项目”项目； 公司政府采购一体化业务已取得福建、广东、内蒙、黑龙江、陕西、四川、辽宁7个省份业务，电子招投标、电子卖场等子系统已进入北京、山东等9个省份；
2021年	在高校采购和企业采购方面，合作的高校和企业的家数进一步增加，其中高校客户达180余所，分布在19个省市； 企业客户包括一汽大众、平安集团、中国人寿等大型央企。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

博思数采产品及业务布局全面。从公司的电子采购布局来说，主要涉及的领域包括政府采购、企业采购、高校采购以及金融科技业务：1) 政府采购主要以各个省以及计划单列市财政部为主要服务对象，为政府财政部门提供包括电子卖场、诚信监督、交易平台、监管预警等在内的一体化电子采购平台；2) 高校和企业采购主要是为高校以及企业客户建立电子化采购平台，或者直接通过公采云平台为客户提供服务，目前已经积累了180多所高校以及包括平安、一汽大众、中国人寿等知名企业在内的重磅客户；3) 金融科技业务主要是指公司利用自身积累打磨的大数据风控模型帮助中小微企业更好的对接银行金融机构，协助中小微企业获得资金支持。从具体的平台功能来说，公司的公采云采购平台有私有云和公有云版本，一般除了采购门户网站以及基础平台和数据库之外，其余的功能板块主要包括采购监管、监督预警、质疑投诉、诚信管理、电子交易、电子卖场以及金融服务平台。

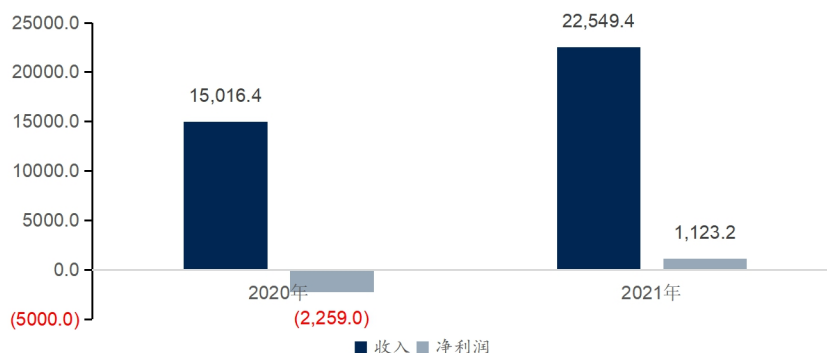
图14：采购平台主要模块和业务体系


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

博思数采营收快速增长，扭亏为盈进入良性发展过程。公司经过几年的发展和布局，博思数采的营收和利润都已经实现了质的发展，2021年收入达到2.25亿元，同比增长50%，净利润实现1123万元，相比2020年的亏损2259万元已经扭亏为

盈，进入良性发展阶段。

图 15: 博思数采科技近年的营收和净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

博思数采科技竞争优势突出。目前政府采购的竞争者主要有政采云、中采云以及当地小厂商等，博思数采的竞争优势主要体现在产品布局完善、产品市占率较高以及和预算一体化平台协同效应明显。具体来说：

- 博思数采的产品布局完善。**如前文所述，公司可以建立覆盖所有采购流程的子系统以及各种数据库，相比之下政采云等竞争对手主要是以门户网站、招投标子系统以及电子卖场子系统为主，故公司在产品覆盖范围上有优势；
- 博思数采的电子化采购平台市占率较高。**截止 2021 年底，博思电子采购平台已经占据福建、广东、内蒙、黑龙江、陕西、四川、辽宁 7 个省份的政府采购一体化业务，同时电子招投标以及电子卖场等子系统中标了北京、山东等 9 个省市，值得一提的是在 2021 年还中标了“中央国家机关政府采购中心信息系统统一运维服务采购项目”（861 万元），占据了行业的制高点。相比之下，政采云为最大的竞争对手，其电子卖场也占据了近 10 个省市，其他的竞争对手市场占有率均较低；
- 博思数采的电子采购平台能够和公司的预算一体化平台形成协同效用。**公司财政预算一体化系统是公司在智慧财政财务领域的重要抓手产品，电子化采购平台可以与一体化系统有效对接，在采购的时候就能够知道是否有充足的预算，同时在采购行为完成后也能够将采购公告、采购合同以及支付信息等反馈到一体化系统中，便于政府对于财政支出的流程化跟踪以及精细化管理。

图 16: 电子化采购平台与财政预算一体化系统有协同效用



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

电子采购盈利模式升级，发展天花板较高。目前电子采购的盈利模式有项目制收费、运营服务费以及金融科技服务费，其中相比于传统的项目制开发收费，运营服务和金融服务的收入会有效改善公司的盈利模式。具体来说：1) 运营费用，主要是帮助政府机构运营电子卖场，政府采购电子卖场的商品上架来源一般有 2 种，一种是通过程序接口直接推送，另一种是人工审核并录入商品信息后并上架。由于对商品进行标准化管理会提升采购人体验度、降低交易中心审核商品的压力、便于监管商品的价格变动等益处，所以电子卖场需要运营（主要体现在对成千上万种商品进行有效管理，包括制定上架条件、规划审核依据、价格跟踪、同一商品的跨市场对比等功能）；2) 金融服务费用，主要是公司可以基于自身的大数据风控模型去帮助小微企业更好地对接银行金融机构，从而产生一定的收入。总体来说，电子采购的空间有数十亿规模，相对于公司现阶段的收入体量发展的天花板较高。

表 10: 电子采购市场空间大致测算

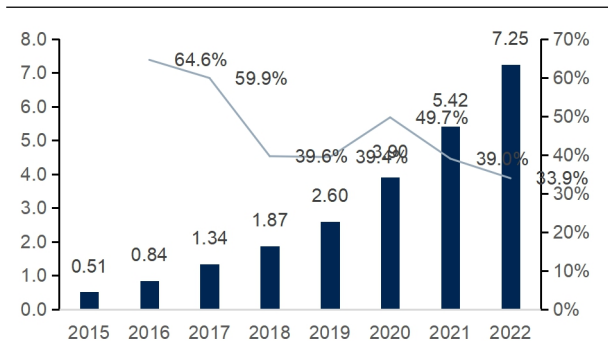
费用分类	详细
项目建设费用	每个省级电子化采购平台，建设费用假设在 3000-5000 万元之间；31 个省级平台的建设空间在 9.3 到 15.5 亿元之间。
运营费用	政府端：假设每个省级平台的电子卖场运营费用在 2000-4000 万元之间，则 31 个省级平台的总体空间为 6.2 到 12.4 亿元之间；企业及高校端：由于企业以及高校数量较为庞大，所以面向企业和高校端的采购平台市场规模也较大。
金融服务费用	以 2021 年全国政府采购金额 3.7 万亿为基础，假设金融科技服务的收入比例占千分之一，对应的空间也有 37 亿元，所以总体发展空间较大。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

海外对标，电子采购成长空间广阔

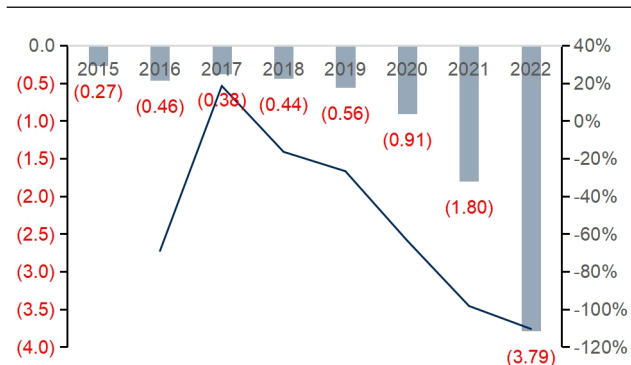
美股上市的 COUPA 公司是全球知名的支出管理解决方案供应商 (Business Spend Management, BSM)，用 SAAS 的方式主要为客户提供采购管理 (包括合同、供应商、采购)、企业供应链管理、发票管理、金融支出等企业支出解决方案。COUPA 目前已经积累了 2500 多个客户，汇聚了 700 多万家供应商，培养了 7000 多个专业顾问，通过公司的采购云平台发生的支出金额达到 3.2 万亿美元，并且呈现快速增长态势。目前，COUPA 公司的收入呈现快速增长趋势，从 2015 财年的 0.51 亿美元增长到 2022 财年的 7.25 亿美元，年复合增长率为 46.1%，由于公司是以 SAAS 模式推广云产品和服务，所以在销售费用和研发费用投入较多，利润还处于亏损状态，随着收入的不断增长、规模化优势的不断扩大，公司有望进入到盈利状态。

图 17: COUPA 历年营收及增速 (单位: 亿美元)



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

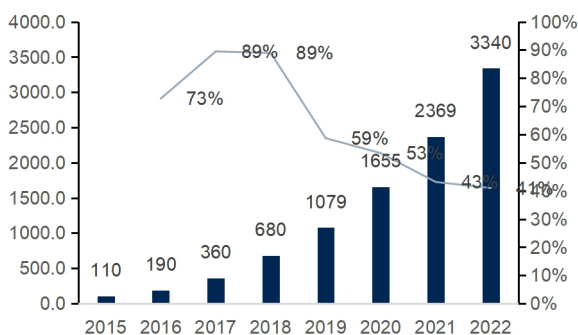
图 18: COUPA 历年净利润及增速 (单位: 亿美元)



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

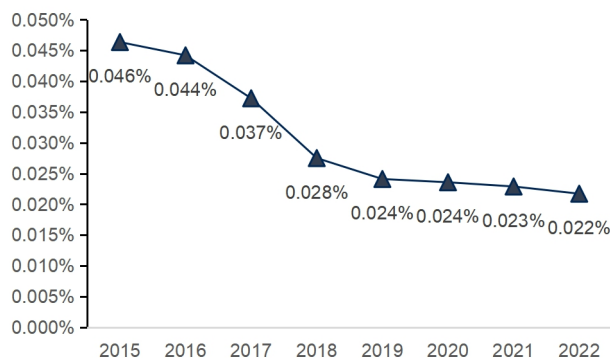
客户支出规模为重要衡量指标，收入与客户累计支出规模的比例进入稳态。由于 COUPA 公司提供的产品是帮助客户进行更好的采购等支出费用管理，且另一端连接着 700 多万的供应商，所以在客户数量和供应商数量进入良性循环的基础上，客户支出规模是平台价值的重要考量。截止到 2022 财年，在 COUPA 的平台上，客户通过采购支出的交易金额达到 3.34 万亿美元，相比 2015 年的 110 亿美元，连续 7 年复合增长率达到 62.8%，呈现快速增长态势，也侧面说明了公司的平台价值越来越高。除了客户支出规模这一衡量指标外，收入与客户支出规模的比例指标也是公司经营质量的重要考量，虽然本身 COUPA 的收入与盈利模式和平台上客户支出规模并无明显联系，但是可以通过收入与客户支出规模的比例从另一个角度看出平台对于客户的价值。目前，收入与客户支出规模的比例这一指标近几年稳定在万分之 2 到万分之 2.5 左右，也就意味着平台上的采购金额每增加 1 万美元，那么公司的收入大约可以增加 2-2.5 美元。

图 19: COUPA 客户累计支出规模及增速 (单位: 十亿美元)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

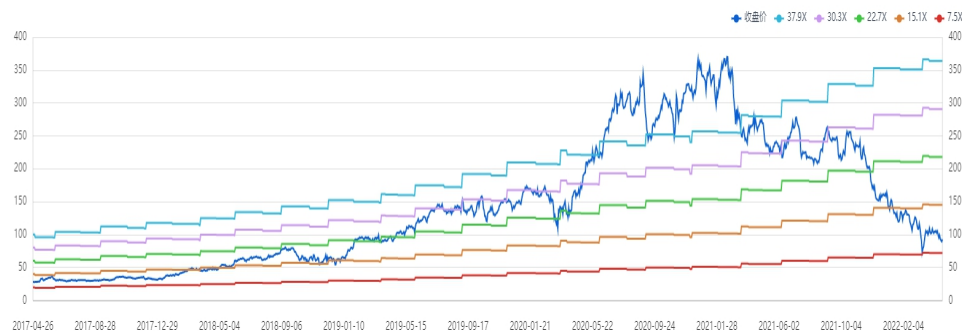
图 20: 收入/客户累计支出规模的比例变化



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

COUPA 未来成长空间较大，估值高企。从盈利模型中可以看出，COUPA 的收入规模取决于客户的数量增长以及每个客户贡献的价值量的增长，目前公司的客户 2500 多家，年度订阅收入贡献超过 10 万美金的客户 2022 财年中有 1370 个，所以公司的未来成长空间很大（如果客户拓展到 10 万个，每个客户价值量达到 5 万美元/年，那么 SAAS 收入每年就有 50 亿美元）。正是由于未来的成长空间较大且短期未盈利，所以 COUPA 一般采用 PS 估值方式，目前对应 70 亿美元的市值，对应的 PS 倍数为 10 倍左右。总体而言，COUPA 公司不管是从成长空间的角度，还是从估值方式的角度，都为国内从事电子采购业务的公司提供良好的标杆作用。

图 21: COUPA 近 5 年股价及 PS 估值倍数



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

数字乡村和智慧城市前瞻性布局

政策加持，数字乡村布局正当时

政策不断助推数字乡村建设。从先后发布的政策来看，数字乡村正成为十四五期间建设的重点内容：1) 2021年9月，由农业农村部、国家发展改革委等组织编制的《数字乡村建设指南1.0》再次强调，数字乡村建设的核心在于利用数字技术全面赋能乡村振兴；2) 2022年1月12日，国务院发布了《十四五经济规划》，重点提及了要逐步提高农业数字化水平；3) 2022年1月，中央网信办等十部门近日印发《数字乡村发展行动计划（2022-2025年）》，强调了将数字乡村建设作为十四五发展的重要内容；4) 2022年2月23日，国新办举行2022年全面推进乡村振兴重点工作发布会。

表11：数字乡村政策利好不断

时间	政策
2021年3月	“十四五规划”发布，其中明确提出加快推进数字乡村建设，建立涉农信息普惠服务机制，推动乡村管理服务数字化。
2021年9月	由农业农村部、国家发展改革委等组织编制的《数字乡村建设指南1.0》再次强调，数字乡村建设的核心在于利用数字技术全面赋能乡村振兴。
2022年1月	国务院发布了《十四五经济规划》，重点提及了要逐步提高农业数字化水平
2022年1月	中央网信办等十部门近日印发《数字乡村发展行动计划（2022-2025年）》，强调了将数字乡村建设作为十四五发展的重要内容
2022年2月	《国务院关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》，重点提及了农业的数字化升级以及乡村的产业化发展方向，在共同富裕的背景下，乡村振兴是十四五发展的重点

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司数字乡村前瞻性布局。截止到2021年底，公司已推出若干产品，部分如数字乡村综合治理平台、乡村民宿民居产业互联网平台、认养农业服务平台等产品已在部分地区进行试点运行。公司在数字乡村的布局从2020年就开始了，当时与衡阳市人民政府共同签署“数字乡村战略合作协议”，此后在2021年4月，与福州市人民政府签订“数字乡村合作框架协议”，同时在2022年3月成立了福建织巢网络科技有限公司专注数字乡村发展。总体来说，公司紧扣国家乡村振兴战略，积极探索数字乡村新模式，未来有望打造“数字乡村”全国样板。

表12：公司在数字乡村的布局

时间	详细
2020年10月	博思软件集团与衡阳市人民政府共同签署“数字乡村战略合作协议”
2021年4月	与福州市人民政府签订“数字乡村合作框架协议”
2022年3月	公司出资成立福建织巢网络科技有限公司，占比例为40%，主要布局数字乡村

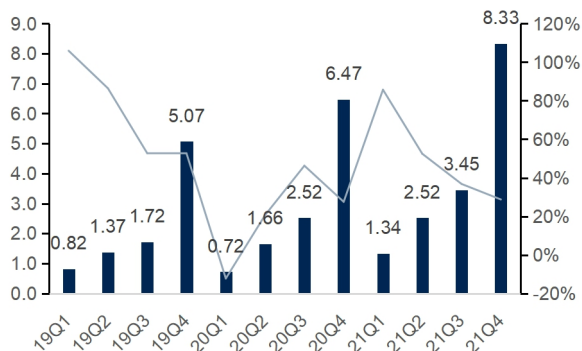
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析

公司营收具有季节性

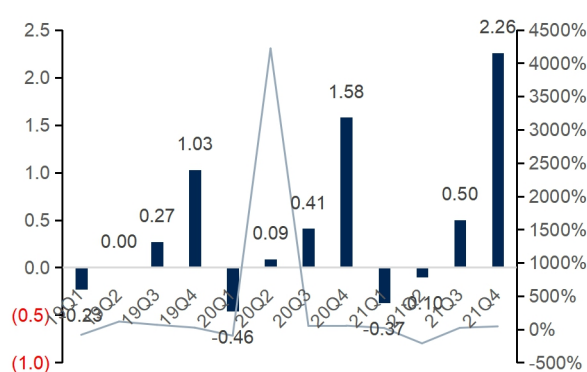
公司的营收一般集中在下半年，尤其是第四季度。从公司 2019-2021 年的经营表现情况来看，2019-2021 年下半年营收占全年的收入比例分别为 75.4%、78.9%、75.5%，其中第四季度的收入占比分别为 56.3%、56.8%、53.4%，2019-2021 年下半年归母净利润占全年净利润的比例分别为 118.2%、124.4%、120.0%，其中第四季度的归母净利润占比分别为 93.6%、98.8%、98.3%。公司营收及业绩具有较强的季节性，主要是因为公司客户主要为政府机构以及各级行政事业单位，这类机构一般在 IT 投入上都有明确的预算管理制度，一般在下半年制定次年预算，所以公司确认收入一般集中在下半年，尤其是第四季度。

图22：博思软件单季度营收及增速（单位：亿元）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图23：博思软件单季度归母净利润及增速（单位：亿元）

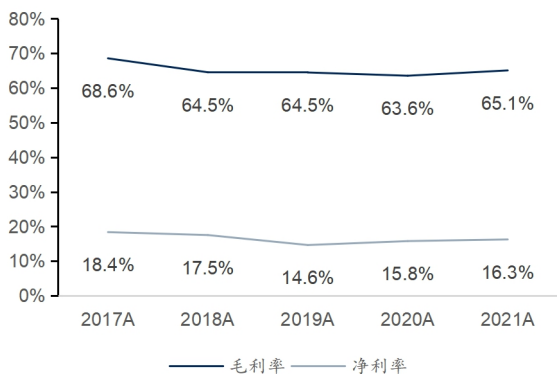


资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

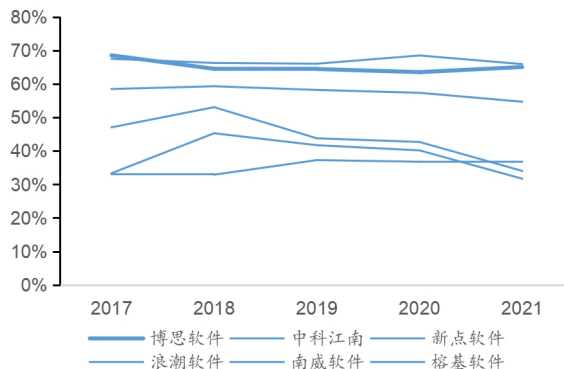
博思软件的毛利率和净利润率水平在近年都维持较为稳定的水平。2017-2021 年的毛利率水平分别为 68.6%/64.5%/64.5%/63.6%/65.1%，基本上维持较为稳定的状态，公司的归母净利润率也维持在 15%-18%之间。我们选取了中科江南、新点软件、榕基软件、浪潮软件、南威软件等做政府信息化的公司作为可比公司：1) 从毛利率水平的对比情况来看，因为对应的集成类项目较少，所以公司的毛利率水平在同行业公司中处于较高位置；2) 从净利率水平来看，公司主要为政府以及各事业单位提供标准软件产品以及定制化开发，还有相当比例的运维服务收入，所以总体的净利率水平较高且保持稳定状态；3) 从 ROE 水平来看，公司的 ROE 水平一直都比较稳定且处于行业平均以上，对于中科江南和新点软件的 ROE 水平较高主要系权益成数较大，公司一直保持较为稳健的发展节奏，所以权益成数这几年一直稳定在 1.5 左右。

图24: 博思软件毛利率和净利率走势



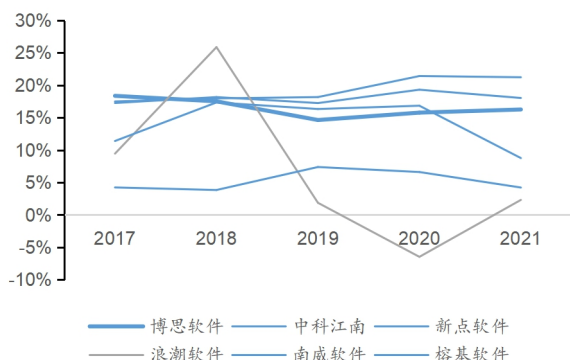
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图25: 可比公司 ROE



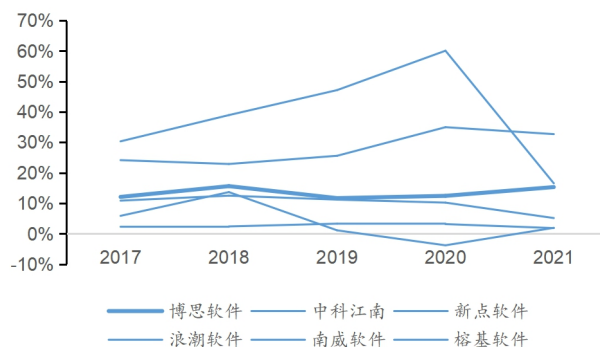
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图26: 可比公司净利率



资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图27: 可比公司 ROE

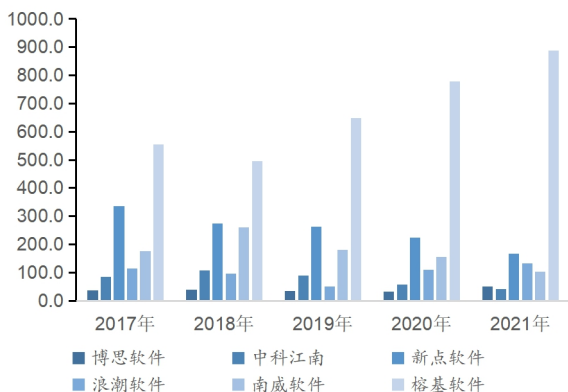


资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

经营效率分析

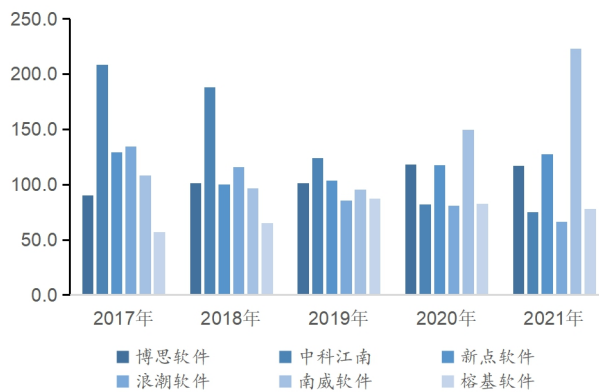
从经营的效率上来看，公司处于行业头部水平。从存货周转天数指标来看，由于公司主要是为客户提供标准化软件、定制化开发、运维服务等服务内容，所以存货的数量较低，周转较快，相比行业中提供系统集成服务的公司而言经营效率较高；从应收账款周转天数指标来看，由于公司的客户主要是财政部、省级财政部门，这些单位的财政预算充足且信用度良好，所以应收账款的周转天数相比行业而言处于较快的状态，也侧面说明了经营效率较好。

图28：对比公司存货周转天数



资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

图29：可比公司应收账款周转天数



资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

技术服务业务：公司的营收结构中，技术服务的营收占比较高（2018-2021年分别占比 57.7%/63.6%/68.5%/70.1%），未来的增长主要由三方面构成，第一为公司传统的运维服务收入，第二是医疗电子票据的运营收入，第三是采购平台的运营服务收入和 SAAS 服务收入。考虑到疫情的影响，预计 2022-2024 年增速分别为 30%、35%、30%，保持较快增速，同时由于技术服务为成熟度越来越高，毛利率预期将有所提升，2022-2024 年分别为 62%、63%、64%。

软件开发与销售业务：此块业务一直是公司营收构成的第二大业务，未来的增长一方面来自于财政预算一体化软件平台的项目开发收入以及各个财政单位的软件产品销售收入，另一方面来自于电子采购平台和智慧乡村等软件产品的建设收入。考虑到疫情的影响，预计 2022-2024 年收入增速分别为 20%、25%、25%，毛利率维持在 85% 高位。

硬件及耗材销售：公司的辅助业务，主要是在技术服务和软件开发业务的过程中为客户购置所需的物品，此块业务预计未来会随着收入规模的增长而逐渐增长。

场地租赁业务：主要为公司产业园的场地租赁收入，此项收入较为稳定。

表 13: 博思软件业务拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
技术服务业务						
收入(百万元)	571.31	778.76	1097.1	1536.0	2073.6	2757.9
增速	77.1%	36.3%	40.9%	30.0%	35.0%	30.0%
毛利率	65.4%	61.3%	62%	62%	63%	64%
软件开发与销售业务						
收入(百万元)	248.04	275.24	347.9	452.3	579.0	712.1
增速	32.7%	11.0%	26.4%	20.0%	25.0%	25.0%
毛利率	75.9%	79.9%	88%	85%	85%	85%
硬件及耗材销售业务						
收入(百万元)	77.18	80.02	116.4	133.9	154.0	177.0
增速	62.1%	3.7%	45.5%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	20.9%	29.5%	25%	25%	25%	25%
场地租赁业务						
收入(百万元)	2.23	2.30	2.61	2.5	2.5	2.5
增速	42.9%	3.1%	13.5%	-4.2%	0.0%	0.0%
毛利率	78.2%	68.1%	11%	66%	67%	67%
合计						
收入(百万元)	898.76	1,136.32	1,564.09	1974.35	2597.13	3327.34
增速	60.9%	26.4%	37.6%	26.2%	31.5%	28.1%
毛利率	64%	64%	65%	64.5%	65.3%	66.1%

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测简表

表 14: 未来 3 年盈利预测表(单位:百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1564	1974	2597	3327
营业成本	546	702	902	1127
销售费用	253	316	416	532
管理费用	238	299	392	502
研发费用	241	300	395	506
财务费用	(0)	(11)	(15)	(20)
营业利润	284	353	486	654
利润总额	284	353	486	654
归属于母公司净利润	229	283	389	524
EPS	0.57	0.47	0.65	0.87
ROE	14.3%	15.4%	18.1%	20.3%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件,我们得到公司 2021-2024 年收入分别为 19.74/25.97/33.27 亿元,同比增速分别为+26.2%/31.5%/28.1%,归属母公司净利润 2.83/3.89/5.24 亿元,同比增速分别为 23.5%/37.7%/34.4%。每股收益 22-24 年分别为 0.47/0.65/0.87 元。

盈利预测的敏感性分析

我们将公司未来三年的情形分为乐观、中性、悲观三种假设。乐观和悲观分别在中性假设基础上，上调和下调收入的 5%，得到预测结果对收入变动并不敏感。

表 15: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,136	1,564	1,995	2,656	3,440
(+/-%)	26.4%	37.6%	27.5%	33.1%	29.5%
净利润(百万元)	162	229	354	489	659
(+/-%)	51.4%	41.6%	54.6%	38.1%	34.6%
摊薄 EPS	0.58	0.57	0.59	0.81	1.09
中性预测					
营业收入(百万元)	1,136	1,564	1,974	2,597	3,327
(+/-%)	26.4%	37.6%	26.2%	31.5%	28.1%
净利润(百万元)	162	229	283	389	524
(+/-%)	51.4%	41.6%	23.5%	37.7%	34.4%
摊薄 EPS(元)	0.58	0.57	0.47	0.65	0.87
悲观的预测					
营业收入(百万元)	1,136	1,564	1,954	2,539	3,218
(+/-%)	26.4%	37.6%	24.9%	30.0%	26.7%
净利润(百万元)	162	229	214	295	398
(+/-%)	51.4%	41.6%	-6.7%	38.1%	34.9%
摊薄 EPS	0.58	0.57	0.35	0.49	0.66
总股本(百万股)	281	400	603	603	603

资料来源：iFind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：17.64-22.3 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表 16: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025	2026E
营业收入增长率	60.90%	26.43%	37.65%	26.23%	31.54%	28.12%	25.00%	22.00%
营业成本/营业收入	35.52%	36.45%	34.92%	35.53%	34.73%	33.87%	33.87%	33.87%
管理费用/营业收入	14.24%	13.85%	14.92%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
销售费用/销售收入	16.96%	15.25%	16.18%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
营业税及附加/营业收入	0.86%	1.02%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
所得税税率	7.22%	14.53%	10.32%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
股利分配比率	44.06%	20.88%	18.88%	18.88%	18.88%	18.88%	18.88%	18.88%

资料来源：iFind，国信证券经济研究所预测

表 17: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	11.0%
无风险利率	2.50%	Ka	10.3%
股票风险溢价	6.5%	有杠杆 Beta	1.21
公司股价 (元)	15.28	Ke	10.34%
发行在外股数 (百万)	603	E/(D+E)	99.46%
股票市值 (E, 百万元)	9288	D/(D+E)	0.54%
债务总额 (D, 百万元)	50	WACC	10.31%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上的主要假设条件, 采用 FCFE 的估值方法, 得出公司价值区间为 17.64-22.3 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表 18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.3%	9.8%	10.34%	10.8%	11.3%
永续 增长 率变 化	3.0%	25.71	23.45	21.50	19.81	18.33
	2.5%	24.33	22.30	20.54	19.00	17.64
	2.0%	23.14	21.30	19.70	18.28	17.03
	1.5%	22.10	20.42	18.95	17.64	16.47
	1.0%	21.18	19.64	18.28	17.06	15.97

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 19.5-22.75 元

博思软件主要从事政府信息化领域, 为政府及各个事业单位提供信息化解决方案。目前在政务领域从事信息化开发业务的企业有新点软件、拓尔思以及南威软件, 故选取上述公司作为估值可比公司。目前行业 22-23 年的平均 PE 为 29.1、22.9 倍, 考虑到博思软件在 22-23 年的业绩增速分别为 23.5%、37.7%, 所以给予 2023 年 PE30-35 倍来估值较合理, 对应 2023 年 PEG 为 0.8-0.9, 对应股价区间 19.5-22.75 元。

表 19: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
688232.SH	新点软件	-	42.87	141.47	1.99	2.67	21.5	16.1
300229.SZ	拓尔思	-	12.90	92.21	0.44	0.57	29.3	22.6
603636.SH	南威软件	-	13.65	80.64	0.38	0.46	35.9	29.7
	平均值						28.9	22.8
300525.SZ	博思软件	买入	15.46	93.24	0.47	0.65	33.0	23.9

资料来源: iFind, 国信证券经济研究所预测 新点软件、拓尔思、南威软件盈利预测均为 iFind 一致预期

投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 19.5-22.3 元之间,相对于公司目前股价有 26%-44%溢价空间。考虑公司是财政信息化领域的龙头地位和较好的成长性,首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在19.5-22.3元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值乐观的风险;
- 2、加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.5%、风险溢价6.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为2%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的企业进行估值比较,选取了可比公司2023年平均PE做为相对估值的参考,同时考虑公司的龙头地位和成长性,给予了一定的估值溢价,可能存在整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

公司未来3年收入增长的假设是建立在非税票据业务稳健增长、财政预算一体化业务顺利推进、电子采购平台在省级财政单位中推广顺利、数字乡村业务探索顺利的基础上,但是也与公司实际经营情况相关,故存在收入增长超预期或低于预期的可能。

同时,公司的销售、管理、研发、财务等费用或存在超预期的风险。

经营风险

疫情反复,影响研发生产、项目交付进度;

财政预算一体化竞争加剧,平台产品推广不及预期;

电子采购竞争加剧,相关产品推广不及预期;

下游客户需求减弱,相关IT预算投入不足。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	949	848	976	1270	1667	营业收入	1136	1564	1974	2597	3327
应收款项	488	619	811	1067	1367	营业成本	414	546	702	902	1127
存货净额	42	113	143	182	225	营业税金及附加	12	13	16	21	27
其他流动资产	22	28	39	52	67	销售费用	173	253	316	416	532
流动资产合计	1501	1678	2040	2642	3396	管理费用	162	238	299	392	502
固定资产	182	306	255	197	137	研发费用	167	241	300	395	506
无形资产及其他	58	72	69	66	63	财务费用	3	(0)	(11)	(15)	(20)
投资性房地产	343	397	397	397	397	投资收益	9	4	0	0	0
长期股权投资	57	77	77	77	77	资产减值及公允价值变动	0	0	(30)	(32)	(34)
资产总计	2141	2528	2836	3378	4069	其他收入	(173)	(235)	(270)	(363)	(472)
短期借款及交易性金融负债	189	67	50	48	45	营业利润	209	284	353	486	654
应付款项	146	210	248	322	408	营业外净收支	1	(0)	0	0	0
其他流动负债	246	360	392	511	648	利润总额	210	284	353	486	654
流动负债合计	581	637	690	881	1100	所得税费用	30	29	39	53	72
长期借款及应付债券	29	0	0	0	0	少数股东损益	18	25	31	43	58
其他长期负债	5	26	26	26	26	归属于母公司净利润	162	229	283	389	524
长期负债合计	34	26	26	26	26	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	615	663	716	907	1126	净利润	162	229	283	389	524
少数股东权益	143	260	286	321	368	资产减值准备	(28)	0	0	0	0
股东权益	1383	1605	1835	2151	2575	折旧摊销	19	22	24	28	29
负债和股东权益总计	2141	2528	2836	3378	4069	公允价值变动损失	0	(0)	30	32	34
						财务费用	3	(0)	(11)	(15)	(20)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	139	(61)	(165)	(115)	(136)
每股收益	0.58	0.57	0.47	0.65	0.87	其它	42	20	26	35	47
每股红利	0.12	0.11	0.09	0.12	0.16	经营活动现金流	334	210	197	370	498
每股净资产	4.93	4.02	3.04	3.57	4.27	资本开支	0	(141)	0	0	0
ROIC	11.46%	14.38%	17%	22%	28%	其它投资现金流	0	(70)	0	0	0
ROE	11.70%	14.27%	15%	18%	20%	投资活动现金流	(9)	(231)	0	0	0
毛利率	64%	65%	64%	65%	66%	权益性融资	0	137	0	0	0
EBIT Margin	18%	17%	17%	18%	19%	负债净变化	(7)	(29)	0	0	0
EBITDA Margin	20%	19%	19%	19%	20%	支付股利、利息	(34)	(43)	(53)	(74)	(99)
收入增长	26%	38%	26%	32%	28%	其它融资现金流	95	(74)	(17)	(2)	(3)
净利润增长率	51%	42%	23%	38%	34%	融资活动现金流	14	(80)	(70)	(76)	(102)
资产负债率	35%	37%	35%	36%	37%	现金净变动	338	(101)	127	295	396
股息率	0.5%	0.7%	0.9%	1.2%	1.6%	货币资金的期初余额	611	949	848	976	1270
P/E	26.8	27.0	33.0	23.9	17.8	货币资金的期末余额	949	848	976	1270	1667
P/B	3.1	3.9	5.1	4.3	3.6	企业自由现金流	0	65	163	333	457
EV/EBITDA	21.7	23.2	27.4	20.5	15.8	权益自由现金流	0	(38)	157	344	472

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032