

公司研究

财政一体化方兴未艾，公采步入收获期

——博思软件（300525.SZ）投资价值分析报告

要点

财政信息化龙头，三大业务均符合高层最新的战略定位：(1) 智慧财政财务，公司深耕政务信息化二十余年，为国内财政电子票据及非税收入信息系统龙头企业，近年来乘着财政核心业务一体化系统建设的东风，布局预算管理一体化等领域。凭借深扎政务信息化的优势，横向布局公共电子采购、智慧城市+数字乡村。

(2) 公共采购，形成了政府采购、企业采购、高校采购、金融科技的业务布局；

(3) 智慧城市+数字乡村，布局统一支付、城市码等智慧城市产品，多项数字乡村产品。**国家层面出台3个重磅政策为公司各项新业务的落地提供保障：**1) 建设全国统一大市场明确公共采购数字化作为必备基础，而疫情也在加速采购电子化的推进；2) 2022年4月习近平总书记主持中央深改委员会强调加强数字政府建设以及推进省以下财政体制改革；3) 2022年4月中央网信办、农业农村部、国家发改委、工信部、国家乡村振兴局五部门联合发文统筹推进数字乡村建设。

智慧财政财务，财政核心一体化开启政务信息化新一轮成长：2019年财政部发文提出由省级财政统建统管财政核心业务一体化系统建设。截至2022年6月底，公司预算管理一体化已取得财政部及9个省级单位业务，其中单一承建省份达8个，为后续预算单位财务服务产品的推广打下坚实基础。根据我们测算，我国预算一体化、预算单位财务服务产品市场规模约66亿元，公司占比近三成，随着预算一体化的逐步落地，预算单位财务服务产品将打开更广阔的成长空间。

公共采购，进一步打开成长天花板：子公司博思数采是公采业务的实施主体，2021年营收2.25亿元，同增50%，净利润扭亏为盈，历经5年的培育已步入收获期。据亿欧智库预测，2022年我国电子采购交易额4.3万亿元，同增17%，随着运营服务、金融科技等进一步发展完善，有望进一步打开公司的成长天花板。

优质成长股，五年营收增长八倍：上市以来，公司营收从2016年1.7亿元增长至2021年15.6亿元，复合增速55%；归母净利润从2016年0.4亿元增长至2021年2.3亿元，复合增速超40%。2022年前三季度营收9.6亿，同比增长31%，延续高增长态势。2021年毛利率开始提升，2020年利润增速开始超过收入增速等信号，表明公采等新业务步入收获期，为未来高成长奠定根基。

盈利预测、估值与评级：我们预测公司22-24年营收19.37/26.22/34.79亿元，归母净利润2.75/4.07/5.52亿元，当前股价对应PE为47x/32x/24x，公司三大业务战略定位高，看好公司财政核心一体化业务的发展，并且随着公共采购等新业务逐步步入收获期，有望进一步打开公司收入成长的天花板，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：财政核心一体化、公共采购、数字乡村发展不及预期等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,136	1,564	1,937	2,622	3,479
营业收入增长率	26.43%	37.65%	23.84%	35.37%	32.66%
净利润(百万元)	162	229	275	407	552
净利润增长率	51.42%	41.62%	20.13%	48.05%	35.46%
EPS(元)	0.58	0.57	0.45	0.67	0.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.70%	14.27%	14.95%	18.52%	20.59%
P/E	37	37	47	32	24
P/B	4.3	5.3	7.1	5.9	4.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-01-31，2020/2021/当前总股本分别为2.8/4.0/6.1亿股

买入（首次）

当前价：21.23元

作者

分析师：吴春咏

执业证书编号：S0930521080002

021-52523686

wuchunyang@ebscn.com

联系人：颜燕妮

021-52523656

yanyanni@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.12
总市值(亿元)	129.93
一年最低/最高(元)	11.48/22.96
近3月换手率	83.57%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.63	-22.84	1.45
绝对	-1.71	-4.37	37.33

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1、技术服务业务：包括软件技术服务、SaaS 服务（公共缴费服务、公共采购领域的电子交易服务以及电子票据的综合服务）、运营服务（公共采购平台运营服务）。2021 年博思数采营收同比增速 50%，净利润扭亏为盈，我们认为公共采购领域的运营服务有望带动技术服务收入快速增长，预计 2022-2024 年技术服务业务营收增速分别为 27%/39%/36%。

2、软件开发与销售：包括财政票据及政府非税收入、财政财务软件，也包括政府采购、高校采购等领域的软件产品和定制软件业务。我们预计未来财政票据及非税收入将保持平稳增长。目前财政预算一体化已基本完成省级开发阶段的招投标，看好公司后续预算单位财务服务产品的发展，预计软件开发与销售业务 2022-2024 年营收增速分别为 17%/25%/23%。

我们区别于市场的观点

1、市场认为，2020-2022 年为预算管理一体化业务建设高峰期，担忧高峰期建设后的增长空间。我们认为，预算管理一体化业务的建设将逐步向市县一级下沉，仍有一定成长空间，并且预算管理一体化业务的建设只是整个财政核心一体化业务的前奏，预算单位财务服务产品有更大的市场空间。公司通过前期预算管理一体化业务抢占市场份额，为后续预算单位财务服务产品的推广奠定坚实的基础。

2、市场认为，公共采购收入主要来源于系统建设和运维服务，不具有持续性。我们认为系统建设只是前期铺垫，建设之后的运营服务、金融科技收入更具有想象力和持续性。根据我们测算，运营服务和金融科技每年的市场规模达 45 亿元。

3、市场认为，目前医疗电子票据建设在三、二级医院的渗透率已较高，公司该领域的增长后劲不足。我们认为，随着医疗电子票据逐步向一级及其他医院渗透，该业务领域增速有望维持在一定水平。我们整理统计了中国政府采购网上 531 条有关医疗电子票据系统建设的中标、成交公告，发现医疗电子票据系统的建设存在向低级别医院下沉的趋势。医疗电子票据系统建设中，2018 年-2022 年三级和二级医院占比总共有 100%、89%、87%、69%、63%，逐年下降，一级及其他医院占比逐年上升，2018-2022 年分别为 0%、11%、13%、31%、37%。

股价上涨的催化因素

(1) 预算单位财务服务产品采购超预期：预算单位财务服务为公司在财政一体化领域的重要增长点，若采购超预期将带动公司智慧财政财务业务快速增长。

(2) 公共采购的运营服务模式发展超预期：运营服务为 SaaS 收费模式，按照采购平台交易额进行收费，商业模式和盈利可持续性相比项目制系统建设更好。

(3) 数字乡村+智慧城市发展超预期：目前该业务在公司总营收占比较低，考虑到数字乡村和智慧城市市场空间大，若发展超预期将为公司开启新的增长点。

估值与目标价

我们预测公司 22-24 年营收 19.37/26.22/34.79 亿元，归母净利润 2.75/4.07/5.52 亿元，当前股价对应 PE 为 47x/32x/24x，公司三大业务战略定位高，看好公司财政核心一体化业务的发展，并且随着公共采购等新业务逐步步入收获期，有望进一步打开公司收入成长的天花板，首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、 财政信息化领军企业，业绩高质量增长	6
1.1、 根基扎实，专注财政信息化二十余年.....	6
1.2、 多次股权激励政策彰显公司发展信心.....	7
1.3、 上市以来营收、净利润 CAGR 分别为 55%、43%.....	8
2、 智慧财政财务，接力增长	11
2.1、 财政一体化，方兴未艾.....	11
2.1.1、 财政部发文并主导新一轮财政信息化建设	11
2.1.2、 财政一体化市场规模约 66 亿元，预计公司占三成	12
2.1.3、 拿下财政部制高点项目，单一承建省份达 8 个.....	14
2.2、 非税收入及财政电子票据业务，稳健增长	15
2.2.1、 非税收入信息化和财政电子票据改革持续加码	15
2.2.2、 医疗电子票据业务潜在市场规模超百亿元，预计公司占 65% 以上	18
2.2.3、 财政部电子票据唯一开发实施商，具有绝对优势	20
3、 公共采购，打开中长期增长空间	23
3.1、 电子采购潜力大，是深化政府采购改革的重要抓手.....	23
3.2、 预计电子采购平台每年市场规模约 46 亿元.....	24
3.3、 2021 年博思数采营收高增，业绩扭亏为盈	25
4、 智慧城市+数字乡村，前景广阔孕育新机遇	27
5、 盈利预测、估值水平与投资评级	29
5.1、 关键假设与盈利预测	29
5.2、 相对估值和绝对估值	30
6、 风险分析	32

图目录

图 1: 博思软件发展历程.....	6
图 2: 一图读懂博思软件的主要业务	7
图 3: 博思软件股权结构 (截至 2022 年三季报)	8
图 4: 2016-2021 年公司营收 CAGR 约 55%.....	9
图 5: 2016-2021 年公司归母净利润 CAGR 约 43%.....	9
图 6: 公司分业务营收占比.....	9
图 7: 公司 2021 年四季度的营收占比为 53%	10
图 8: 公司 2021 年四季度的归母净利润占比为 99%	10
图 9: 公司毛利率和归母净利率均保持在较高水平	10
图 10: 公司软件开发与销售毛利率水平维持在 70% 以上	10
图 11: 2016-2021 年公司研发、销售、管理费用率基本保持平稳	11
图 12: 财政预算管理一体化建设内容包括八大模块.....	12
图 13: 博思软件预算一体化的市场份额约 29% (按金额)	14
图 14: 博思软件预算单位财务服务的市场份额约 35% (按数量)	14
图 15: 2018-2020 年博思致新营收稳步增长.....	15
图 16: 2018-2020 年博思致新净利润稳步增长	15
图 17: 2011-2020 年非税收入规模翻倍增长	16
图 18: 非税收入管理信息化理论模型和核心流程	16
图 19: 财政电子票据管理结构示意图.....	16
图 20: 医疗电子票据系统建设主要集中在 2020 年及以后.....	19
图 21: 目前医疗电子票据系统建设主要集中在三、二级医院.....	19
图 22: 一级及其他医院医疗电子票据系统建设占比由 2019 年的 11% 增长至 2022 年 37%	20
图 23: 总体上博思软件医疗电子票据系统中标/成交占比 65%	20
图 24: 博思软件在三级医院中的医疗电子票据占比达 72%	20
图 25: 博思软件财政电子票据医疗行业应用示意图.....	22
图 26: 公司财政电子票据在全国的拓展情况.....	22
图 27: 据亿欧智库预测, 2022 年我国电子采购市场规模将达 4.32 万亿元	23
图 28: 博思软件的政府采购业务包括政府、高校、企业采购以及金融科技四大模块.....	26
图 29: 博思软件政府采购业务发展历程	26
图 30: 2021 年博思数采扭亏为盈	27
图 31: 城市统一支付平台	28
图 32: 城市码平台	28
图 33: 数字人民币综合服务平台	28
图 34: 数字乡村 “1+N+1” 总体架构	29

表目录

表 1: 公司 2017-2021 年股权激励计划	8
表 2: 预算管理一体化相关法规及政策.....	11
表 3: 据我们测算, 我国预算管理一体化及预算单位财务服务产品市场规模约 66 亿元.....	13
表 4: 博思软件预算管理一体化业务部分合同展示	15
表 5: 非税收入信息化的部分政策和法律法规.....	17
表 6: 财政票据电子化改革部分政策和法律法规	17
表 7: 财政电子票据市场规模超百亿元.....	18
表 8: 公司在非税收入和财政电子票据的收购情况	21
表 9: 电子采购相关法规及政策.....	23
表 10: 据测算, 国内电子采购平台每年市场规模约 46 亿元 (不考虑系统建设和运维服务)	24
表 11: 博思软件在公共采购领域收购\增资情况.....	27
表 12: 公司分业务财务数据预测.....	30
表 13: 可比公司盈利预测与估值.....	30
表 14: 博思软件绝对估值核心假设	31
表 15: 博思软件 FCFE 现金流折现及估值表	31
表 16: 敏感性测试结果 (元)	32
表 17: 估值结果汇总 (元)	32

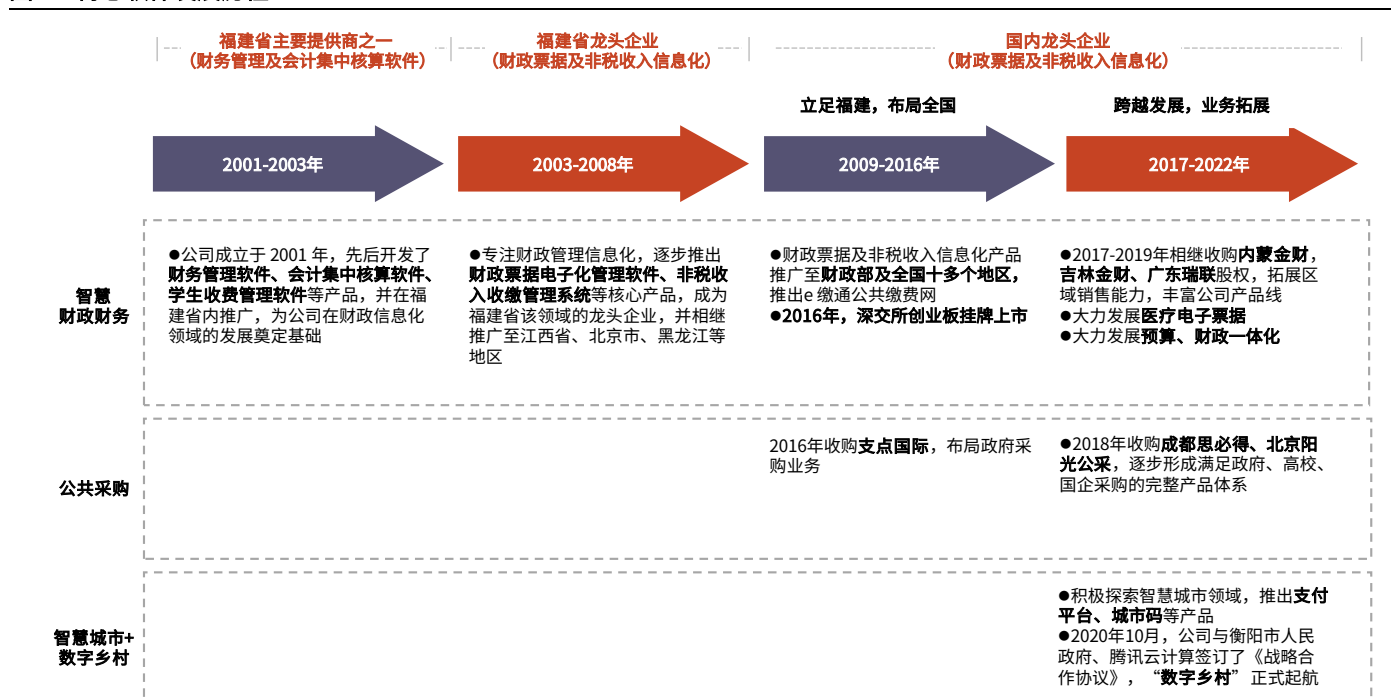
1、财政信息化领军企业，业绩高质量增长

1.1、根基扎实，专注财政信息化二十余年

博思软件成立于 2001 年，始终专注于财政信息化领域。成立初期，公司抓住国家对财政信息化积极推动的契机，先后开发了财务管理软件、会计集中核算软件等产品，是福建省行政事业单位在该领域的主要提供商之一。2003 年伴随着福建省财政厅在全省范围内对财政票据电子化改革的全面推行，公司进入财政票据及非税收入信息化领域，成为福建省在该领域的龙头企业，2008 年开始进一步将业务推广至全国。近年来，公司继续紧跟政策需求，大力发展医疗电子票据、预算一体化等业务。

近年来公司也积极布局公共采购、智慧城市+数字乡村等领域。1) 在公共采购方面，2016 年收购支点国际布局政府采购业务，2018 年通过收购成都思必得等公司，形成了满足政府、高校、国企采购的完整产品体系。2) 在智慧城市方面，公司推出支付平台、城市码等产品；2020 年数字乡村正式起航，随后推出数字乡村综合治理平台等产品，目前已在部分地区展开试点运行。

图 1：博思软件发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，光大证券研究所整理

公司的三大业务为智慧财政财务、公共采购、智慧城市+数字乡村。

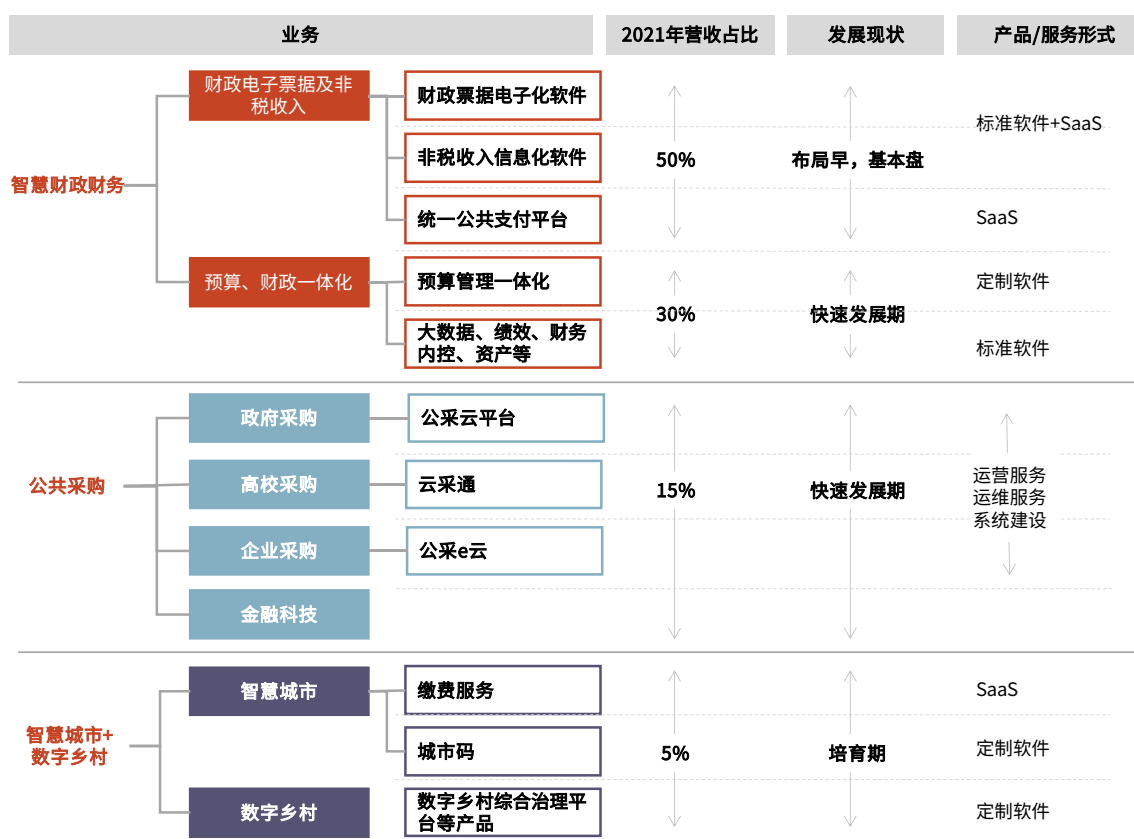
(1) 智慧财政财务，主要包括财政电子票据及非税收入、预算管理一体化及财政一体化相关产品。1) 财政电子票据及非税收入，为财政票据用票单位、各级财政部门提供财政票据电子化管理及政府非税收入信息化管理相关的软件产品和服务，在此基础上，通过公司自主研发的统一公共支付平台，为社会公众提供“开单、缴费、开票”的一站式网上业务办理服务。2) 预算管理一体化、财政一体化相关产品，为政府客户提供财政预算管理业务一体化、财政大数据、财政及行政事业单位绩效信息化和咨询业务、行政事业单位预算管理一体化、行政事

业单位财务内控及报销、财政及行政事业单位资产等软件产品和服务，全面支撑财政部预算管理一体化改革。

(2) **公共采购**，为政府采购、高校采购和企业采购等相关单位提供采购管理、执行交易和信息服务于一体的电子化平台及其运营服务，为采购监管部门提供数字化的预警监管手段；为政府部门和企事业单位等采购人提供智能化采购履职保障；为供应商提供多样化的营销工具和数据分析等服务。

(3) **智慧城市与数字乡村**，公司将缴费服务拓展到除政务服务外如公共交通、健康体育、文旅景点、校园教育、社区管理等公共服务领域；同时以城市码等产品，“一码通行”城市服务模式为各级政府实现数字城市赋能。在数字乡村领域，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、农产品交易结算平台等产品已在部分地区进行试点运行。

图 2：一图读懂博思软件的主要业务



资料来源：公司官网，公司公告，光大证券研究所整理测算

1.2、多次股权激励政策彰显公司发展信心

公司控股股东、实际控制人为陈航先生，腾讯为第二大股东，第三大股东为福建省电子信息（集团）有限责任公司，具有国有资产监督管理委员会背景。1) 公司创始人陈航先生，其拥有二十多年的财政信息化经验积累，主持研发出国内早期的财务软件、华兴通用财会电算化软件以及财政票据电子化改革管理软件等多项产品。2) 林芝腾讯为公司第二大股东，其一致行动人腾讯云计算（北京）有限责任公司与公司达成战略合作协议，双方将发挥各自领域的资源优势，在电子票据、云计算、大数据、区块链、支付以及人工智能等领域加强合作。3) 2019

年 1 月，福建省电子信息（集团）有限责任公司接手福建省财政信息中心持有的公司股票，目前为公司第三大股东。

图 3：博思软件股权结构（截至 2022 年三季度）



资料来源：wind，光大证券研究所

2017-2021 年，公司共实施 4 次股权激励计划，通过股权激励调动员工积极性，促进公司持续健康发展。从 2017 年至 2021 年，公司共实施过四次股权激励计划，其中包括 2017、2020 年的限制性股票激励计划，2018、2021 年的股票期权激励计划，激励对象包括管理人员和核心技术（业务）骨干，公司通过持续推出激励计划，增强团队稳定性，有效地将股东利益、公司利益和员工利益结合在一起。2017 年限制性股票激励计划和 2018 年股票期权激励计划的行权条件均已达成，2020 年限制性股票激励计划的第一个归属期和 2021 年股票期权激励计划第一个行权条件已达成。

表 1：公司 2017-2021 年股权激励计划

	激励总数 (万股)	授予/行权价格 (元)	期权行权特别条件
2017 年限制性股票激励计划	389.30	33.33	第一个解除限售期：以 2014-2016 年净利润均值为基数，2017 年净利润增长率不低于 15% 第二个解除限售期：以 2014-2016 年净利润均值为基数，2018 年净利润增长率不低于 30% 第三个解除限售期：以 2014-2016 年净利润均值为基数，2019 年净利润增长率不低于 50%
2018 年股票期权激励计划	891.46	13.91	以 2015-2017 年平均净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 35%；（行权比例：20%） 以 2015-2017 年平均净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 55%；（行权比例：40%） 以 2015-2017 年平均净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 75%（行权比例：40%）
2020 年限制性股票激励计划	1,448.80	25.56	本激励计划首次及预留授予的限制性股票的考核年度为 2021-2023 年三个会计年度，每个会计年度考核一次，各年度业绩考核目标如下表所示： 第一个归属期 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 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 年股票期权激励计划	447.46	17.84	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%（行权比例：30%） 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%（行权比例：40%） 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%（行权比例：30%）

资料来源：wind，光大证券研究所整理

1.3、上市以来营收、净利润 CAGR 分别为 55%、43%

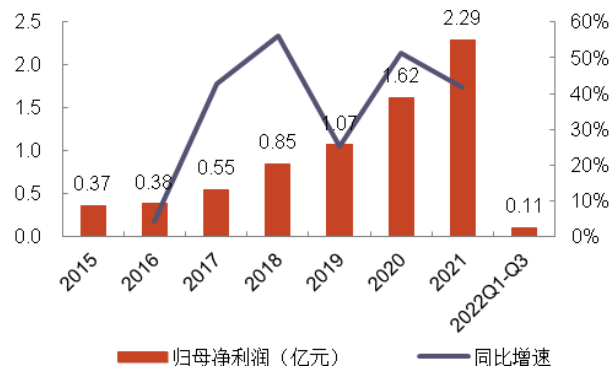
2016-2021 年公司营收复合增速约为 55%，归母净利润复合增速约 43%。2016 年公司营收 1.71 亿元，2021 年为 15.64 亿元，增长超 8 倍，2022 年前三季度营收 9.58 亿元。2016 年归母净利润 0.38 亿元，2021 年为 2.29 亿元，增长 5 倍。

图 4: 2016-2021 年公司营收 CAGR 约 55%



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 5: 2016-2021 年公司归母净利润 CAGR 约 43%



资料来源: wind, 光大证券研究所

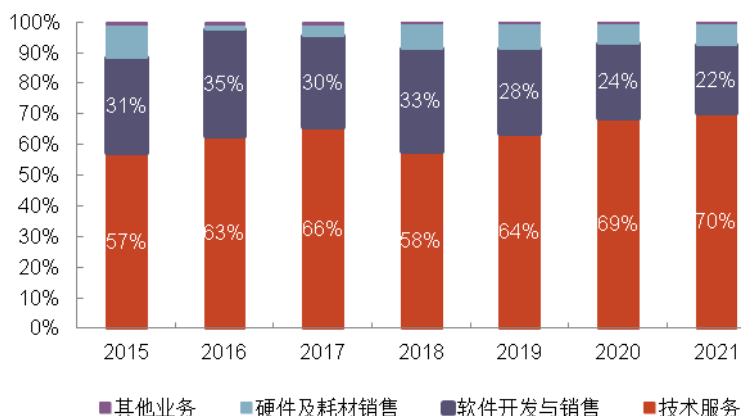
公司将主营业务划分为技术服务、软件开发与销售、硬件及耗材销售三大类，其中 2021 年技术服务、软件开发与销售营收占比分别为 70%、22%。

(1) 技术服务，1) 软件技术服务：主要是为客户提供软件产品的技术服务，包括软件实施、已有功能的质量维护、功能障碍的消除、参数及配置修改及产品功能扩展、升级等服务。2) SaaS 服务：公共缴费服务、公共采购领域的电子交易服务以及电子票据的综合服务。3) 运营服务：为客户的公共采购平台提供持续运营服务，包括为平台使用方提供单位采购内控管理、财政监管服务、电子招投标、框架协议采购、电子卖场、采购电子档案等业务支撑的相关工具，同时面向不同用户主体提供在线培训、技术支持、业务咨询等服务。

(2) 软件开发与销售，主要包括财政票据及政府非税收入、财政财务软件，具体为财政票据电子化管理系统、财政电子票据管理系统、非税收入收缴管理系统及非税收入政策管理系统等与财政管理相关的其他软件产品，也包括政府采购、高校采购等领域的软件产品和定制软件业务。

(3) 硬件及耗材销售，向客户提供外购的软、硬件产品满足 IT 集成需求。

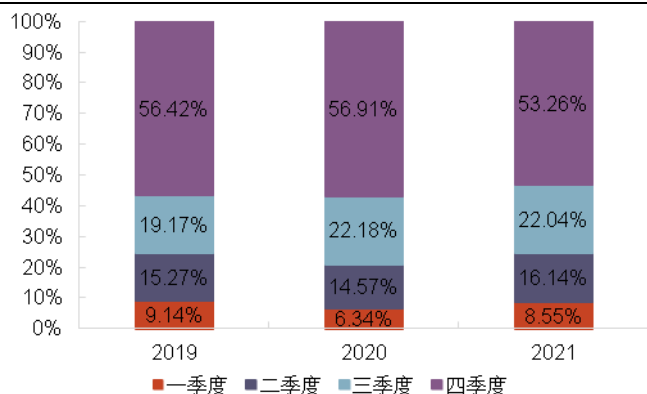
图 6: 公司分业务营收占比



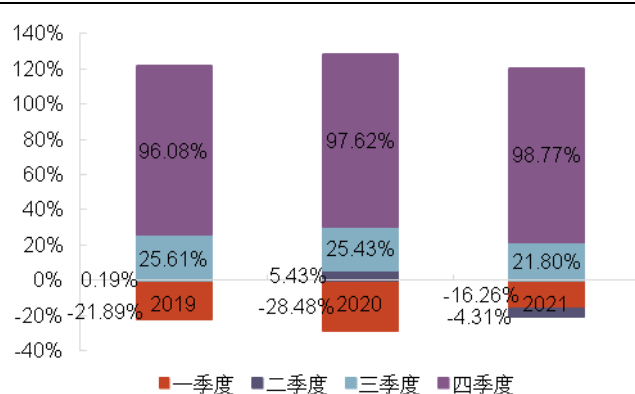
资料来源: wind, 光大证券研究所

2021 年公司四季度的营收占全年营收比重为 53%，归母净利润占全年比重为 99%，显示公司经营有较为明显的季节性。公司的营业收入和净利润主要集中在

下半年特别是第四季度,这是由于公司的主要客户为政府部门及各级行政事业单位,这些客户通常采取预算管理制度,一般下半年制定次年年度预算,审批通常集中在次年的上半年,因此上半年公司销售收入较少,大多集中在下半年特别是第四季度,公司的销售呈现较明显的季节性分布。

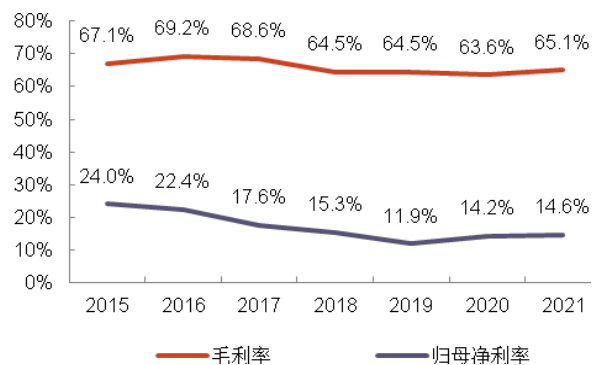
图 7: 公司 2021 年四季度的营收占比为 53%


资料来源:公司公告,光大证券研究所

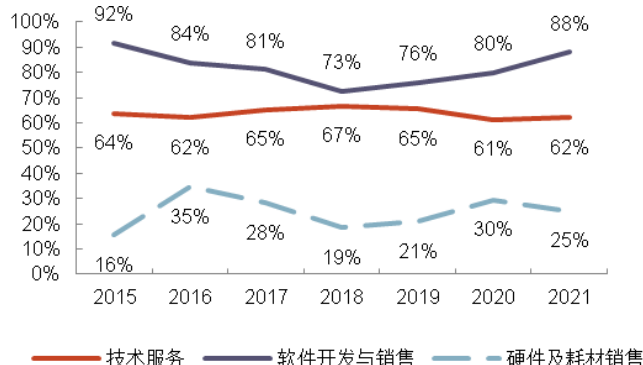
图 8: 公司 2021 年四季度的归母净利润占比为 99%


资料来源:公司公告,光大证券研究所

公司毛利率长期保持在 65%左右。其中,软件开发与销售毛利率水平均在 70%以上,技术服务毛利率水平总体上维持在 60%以上。公司销售费用率、管理费用率、研发费用率较为稳定。

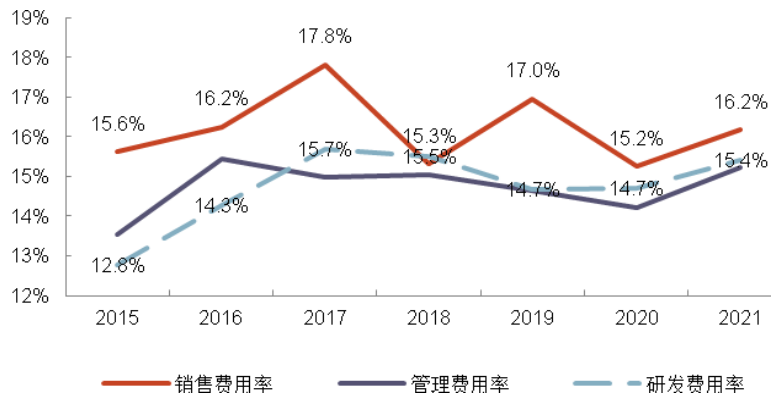
图 9: 公司毛利率和归母净利率均保持在较高水平


资料来源:wind,光大证券研究所整理

图 10: 公司软件开发与销售毛利率水平维持在 70%以上


资料来源:wind,光大证券研究所整理

图 11: 2016-2021 年公司研发、销售、管理费用率基本保持平稳



资料来源: wind, 光大证券研究所

2、智慧财政财务，接力增长

2.1、 财政一体化，方兴未艾

2.1.1、 财政部发文并主导新一轮财政信息化建设

在政府智慧财政财务领域，财政预算管理业务是财政信息化的标志项目。党的十九届五中全会对建立现代财税金融体制、深化预算管理制度改革作出部署。习近平总书记强调，财政是国家治理的基础和重要支柱，科学的财税体制是优化资源配置、维护市场统一、促进社会公平、实现国家长治久安的制度保障。

财政部提出由省级财政统建统管财政核心业务一体化系统建设，并统一了新一轮财政信息化体系建设的业务规范和技术标准。2019 年财政部就财政业务系统建设工作，先后印发了《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》、《关于推进财政大数据应用的实施意见》和《财政信息系统集中化推进工作方案》等四个制度文件，提出由省级财政统建统管财政核心业务一体化系统建设，并于同年召开财政部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安排。2020 年财政部制定并发布了《预算管理一体化规范》和《预算管理一体化系统技术标准》，统一了新一轮财政信息化体系建设的业务规范和技术标准。

2022 年 4 月习近平总书记主持召开中央全面深化改革委员会第二十五次会议，审议通过了《关于加强数字政府建设的指导意见》、《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》等，并强调加强数字政府建设，加强省以下财政体制改革。

财政预算管理一体化系统建设，可分为**业务系统开发**和**推广实施**两个阶段，即各省先在省本级财政完成业务系统开发，再向市县进行推广实施部署。业务系统开发分为**自建模式**和**跟随模式**，自建模式由各省财政部门自主选择系统开发商；跟随模式由各省财政部门直接参照完成试点的海南或河北实施部署系统。截至 2021 年 5 月，全国 31 个省级财政中，采取自建模式的为 17 个。

表 2: 预算管理一体化相关法规及政策

时间	发行单位	文件名称	具体内容
2019 年	财政部	《财政信息化三年重点工作规划(2019—2021)》	目前财政信息化建设存在业务系统不衔接、各级财政部门信息化建设分散、全国上下

时间	发行单位	文件名称	具体内容
		年))	级断层断档等核心问题,三年中将围绕“横向一体化、纵向集中化、全国系统化”的思路展开。为实现上述目标,需推广云架构、微服务和大数据等新型技术应用,进行新一轮财政信息化建设工作。
2019年	财政部	《财政核心业务一体化系统实施方案》	加快财政核心业务一体化系统建设,就是按统一的业务规范和技术标准,整合预算编制、预算执行、资产和债务管理、绩效管理等业务环节。
2019年	财政部	《关于推进财政大数据应用的实施意见》	到2023年底,建成以大数据价值为基础,以大数据智能应用为支撑的数字智慧型财政。
2020年	财政部	《预算管理一体化规范(试行)》	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,并严格按照《规范》试点实施。
2020年	财政部	《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3月	国务院	《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	明确了6个方面的重点改革措施。一是加大预算收入统筹力度,增强财政保障能力;二是规范预算支出管理,推进财政支出标准化;三是严格预算编制管理,增强财政预算完整性;四是强化预算执行和绩效管理,增强预算约束力;五是加强风险防控,增强财政可持续性;六是增强财政透明度,提高预算管理信息化水平。
2022年	财政部	《中央财政预算管理一体化资金支付管理办法(试行)》	加快推进中央财政预算管理一体化建设,进一步优化预算单位资金支付管理和规范预算单位资金支付行为,面向中央一体化试点部门及其所属相关预算单位,资金支付实行全流程电子化管理,通过中央预算管理一体化系统办理业务。具体包含用款计划、资金支付一般规定、资金支付特殊规定、监督管理。

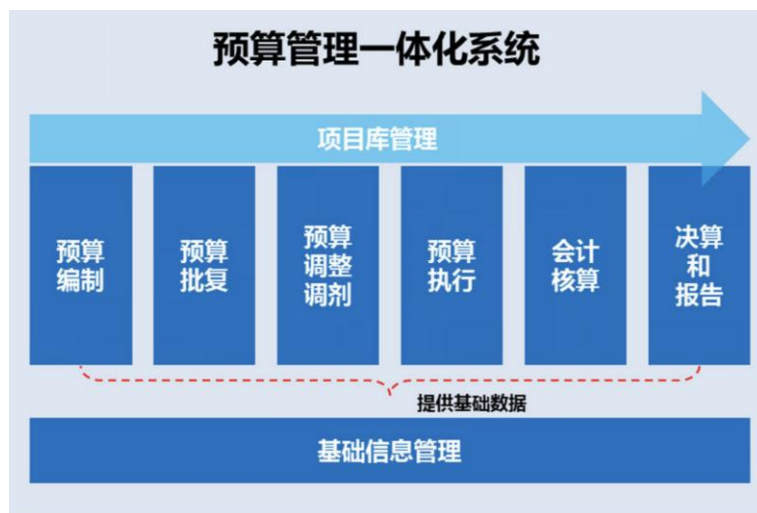
资料来源:政府网站,光大证券研究所整理

根据中科江南招股说明书,目前新政下首轮财政预算管理一体化建设已基本完成各省开发阶段的市场招投标。

2.1.2、财政一体化市场规模约66亿元,预计公司占三成

根据财政部《预算管理一体化规范》,财政预算管理一体化建设内容包括基础信息管理、项目库管理、预算编制、预算批复、预算调整调剂、预算执行、会计核算、决算和报告8个部分。

图 12: 财政预算管理一体化建设内容包括八大模块



资料来源:中科江南招股书,光大证券研究所

根据我们测算,全国预算管理一体化及预算单位财务服务平台的市场规模约66亿元。

(1) 财政预算管理一体化市场规模约 29 亿元: 1) 目标客户群体: 财政一体化业务直接对接各省级财政管理部门, 各省先在省本级财政完成业务系统开发, 再向市县进行推广实施部署, 因此我们将目标客户群体定位于省级单位。2) 售价: 参考博思软件陕西省的中标情况 (省级平台一二期共中标 4483.18 万元, 市县级中标 5063 万元), 单个省建设费用约 8000-10000 万元。

(2) 预算单位财务服务产品市场规模约 31 亿元。1) 根据中科江南招股说明书, 全国预算单位约 69.90 万个。2) 单价: 参考中科江南招股说明书, 其主要产品“预算单位财务服务平台 V2.0”规格“网络版-C6”产品在 100 许可时的标准报价, 4500 元/许可。

(3) 配套运维服务费约 6 亿元。根据中科江南招股说明书, 在产品及服务销售后, 通常会续签专项运维服务合同, 并按原产品及服务销售合同的一定比例确定销售价格。假定上述市场需求均衍生相应的运维服务, 收费水平参考中科江南历史收费水平, 假定配套运维服务费为上述需求收入的 10%。

表 3: 据我们测算, 我国预算管理一体化及预算单位财务服务产品市场规模约 66 亿元

	单位	市场规模
预算管理一体化及预算单位财务服务产品市场规模		66
预算管理一体化平台软件建设	亿元	29
全国财政单位数量 (省级) ¹	个	36
单价	万元	8000
预算单位财务服务产品	亿元	31
全国财政预算单位数量 ²	万个	69.9
单价	万元	0.45
配套运维服务费	亿元	6.0
配套运维服务比例	%	10%

资料来源: 中科江南招股书, 博思软件公告, 《2020 年 5 月中华人民共和国县级以上行政区划代码》, 光大证券研究所测算
注: 蓝色字体为实数, 黑色字体为计算所得数

根据我们测算, 预算管理一体化市场中, 博思软件、中科江南市场份额分别为 29%、25%, 预算单位财务服务市场中, 博思软件、中科江南市场份额分别为 35%、17%。

(1) 预算管理一体化: 1) 博思软件: 截至 2022 年 6 月底, 公司预算管理一体化业务已取得财政部及 9 个省份的业务, 其中单一承建八大模块的省份有 8 个, 单一承建的省份以及财政部的系统单价按照 8000 万元、非单一承建的省份单价按照 4000 万元计算, 得出公司已取得/预计能取得的收入约 8.4 亿元 (考虑 10% 运维费), 市场份额 29.0%。2) 中科江南: 截至 2021 年 5 月底, 公司已取得省本级财政单位的数量为 10 个, 金额为 1.04 亿元; 已取得/预计能取得的市级、区县级财政单位的数量分别为 129、1039 个, 总金额为 5.5 亿元。截至 2021 年底, 公司预算管理一体化业务覆盖的省级、市级、区县级财政单位的数量分别为 11、165、1520 个, 数量分别为 2021 年 5 月底的 110%、128%、146%,

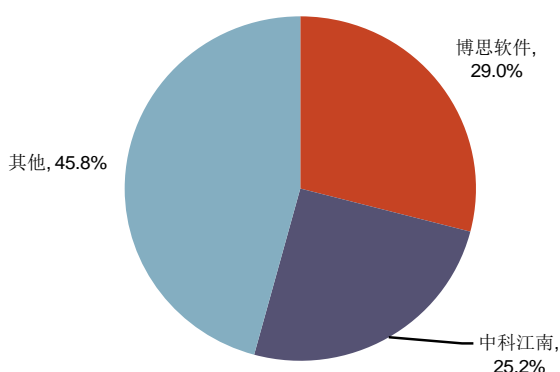
¹ 全国共有 34 个省级行政区 (包括 23 个省、5 个自治区、4 个直辖市、2 个特别行政区) 和 5 个计划单列市。基于业务可开展性, 省级数量不考虑香港、澳门特别行政区和台湾省。

² 根据中科江南招股说明书, 财政部门地方预算管理一体化建设进展情况通报统计, 截至 2021 年 4 月, 地方预算管理一体化系统已覆盖 20.48 万个预算单位, 覆盖率为 29.3%, 由此推算预算单位整体数量为 69.90 万个。

参考预算单位数量增长的情况,预计 2021 年底中科江南预算管理一体化已取得/预计能取得的收入约 7.3 亿元,市场份额 25.2%。

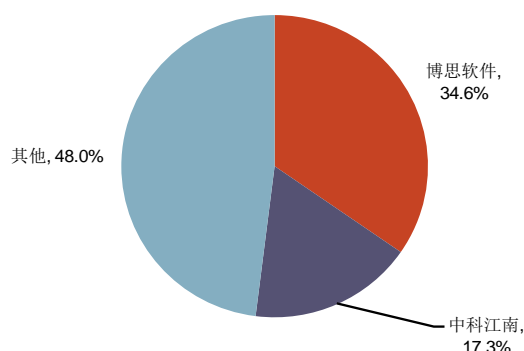
(2) 预算单位财务服务产品:若公司单一承建省份预算管理一体化项目,则假定省份内所有预算单位均采购公司的预算单位财务服务产品。我们通过各公司单一承建的预算管理一体化省份数量来测算各厂商的市场份额,不考虑其他省份可能实现的业务销售。1) 博思软件:公司单一承建预算管理八大模块的省份有 8 个,约 24.22 万个预算单位数³,占全部预算单位数(69.90 万个)的比例为 34.6%。2) 中科江南:根据公司招股说明书,其明确负责单位会计核算/财务服务平台建设部分的省份数有 4 个,共有 12.11 万个预算单位,占全部预算单位数的比例为 17.3%。

图 13: 博思软件预算一体化的市场份额约 29% (按金额)



资料来源:博思软件公告,中科江南招股说明书,光大证券研究所测算
注:统计时间截至 2021 年底

图 14: 博思软件预算单位财务服务的市场份额约 35% (按数量)



资料来源:博思软件公告,中科江南招股说明书,光大证券研究所测算
注:博思软件统计时间截至 2021 年底,中科江南统计时间截至 2021 年 4 月底

2.1.3、拿下财政部制高点项目,单一承建省份达 8 个

截至 2022 年 6 月底,公司预算管理一体化业务已取得财政部及 9 个省级单位业务。公司承做的陕西财政一体化是目前唯一一个全面云化、集中式、全省上线的一体化标杆案例。

1) 2020 年陕西省财政厅一体化建设项目得到国家相关部委的认可,其采用数据存储与交互全面云化的模式,该模式在全面满足财政管理统一要求的基础上能实现安全稳定的信息服务、开放的系统生态,以及定制化的要求以满足更精细和多元化的预算管理要求,具有较强的推广价值和复制预期。在财政核心业务领域,围绕新预算法、中长期规划、国库电子支付和现金管理、大数据应用等多项管理改革,为实现财政管理“集中式、国产化、大数据”的需求,公司及下属子公司基于财政部预算管理一体化标准规范,和云化厂商合作,采用云化微服务架构和国产数据库,在行业内首创研发了集中式云化财政核心业务一体化系统。该系统覆盖预算、执行、核算、决算的业务闭环管理过程,包含财政授权和运行监控中心、财政集中式一体化管理系统、财政大数据中心,并在部分省份得到成功应用,加大了公司在财政核心业务领域的竞争力。

2) 公司凭借参与制定行业标准及打造标杆案例建立了良好的业务口碑,为后期相关业务向下复制推广创造了基础条件。2022 年 2 月,博思致新在众多厂商的

³ 参考中科江南招股说明书,其明确负责单位会计核算/财务服务平台建设部分的省份数有 4 个,共有 12.11 万个预算单位

角逐中脱颖而出，成功中标上海市预算管理一体化信息系统采购项目，进一步夯实了公司在财政信息化领域的领先地位。

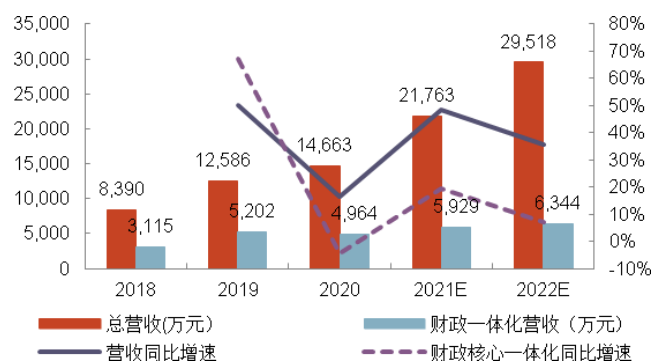
表 4：博思软件预算管理一体化业务部分合同展示

年份	合同名称	合同金额 (万元)
2018 年	陕西财政云（一期）预算管理一体化系统项目开发合同	3,467.80
2019 年	陕西省财政厅财政云预算管理一体化二期项目	1,015.38
2019 年	陕西财政云核心业务应用系统市县推广项目供货合同	5,063.00
2020 年	陕西省财政云平台接入项目技术服务合同	509.43
2020 年	吉林省财政一体化平台项目-预算管理一体化系统项目	1,450.00
2020 年	广东省“数字政府”公共财政综合管理平台（一期）项目	1,822.23
2020 年	广东省财政厅财政核心一体化业务	1,633.13
2021 年	福建省预算管理一体化系统建设项目	2,057.00
2021 年	厦门市预算管理一体化系统项目	958.80
2021 年	湖北省财政厅预算管理一体化系统建设项目	106.80

资料来源：公司公告，光大证券研究所

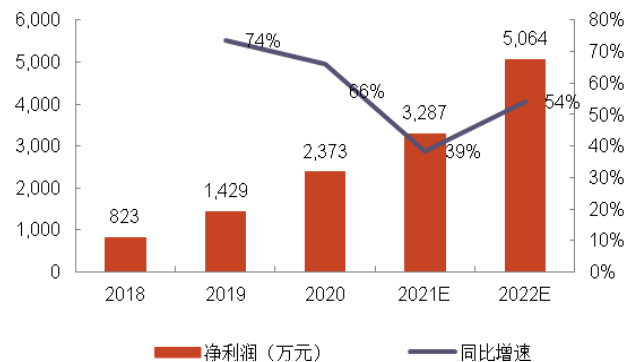
控股子公司博思致新（博思软件持股比例 51%）是公司预算管理一体化的实施主体。根据公司公告，营收方面，2018-2020 年博思致新营收分别为 0.84、1.26、1.47 亿元，其中财政核心一体化营收分别为 0.31、0.52、0.50 亿元。根据公司公告，预计 2022 年博思致新营收为 2.95 亿元，其中财政核心一体化营收为 0.63 亿元。净利润方面，2018-2020 年博思致新净利润分别为 0.08、0.15、0.24 亿元，预计 2022 年净利润为 0.51 亿元。

图 15：2018-2020 年博思致新营收稳步增长



资料来源：公司公告数据及预测，光大证券研究所

图 16：2018-2020 年博思致新净利润稳步增长



资料来源：公司公告数据及预测，光大证券研究所

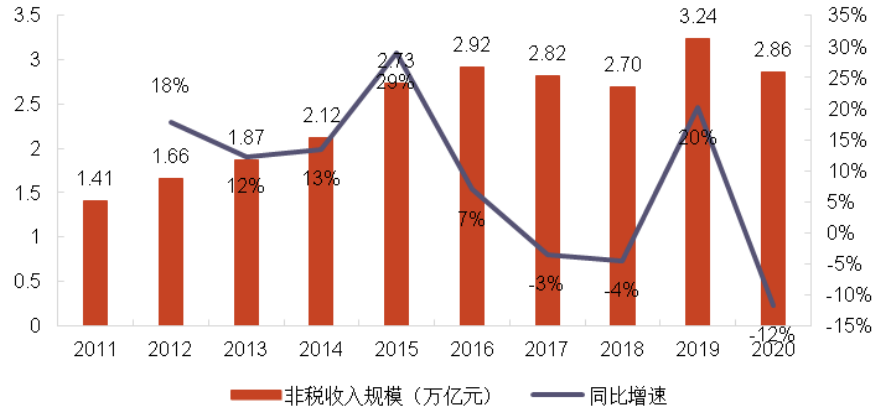
2.2、非税收入及财政电子票据业务，稳健增长

2.2.1、非税收入信息化和财政电子票据改革持续加码

2011-2020 年财政非税收入翻倍增长，2020 年达 2.9 万亿元。非税收入是指除税收以外，由各级政府、国家机关、事业单位等依法利用政府权力、国家资源、国有资产或提供特定公共服务、准公共服务而取得的财政性资金。据中国统计年

鉴披露的数据,从 2011 年到 2020 年,中国一般公共预算中非税收入规模从 1.41 万亿元增长至 2.86 万亿元,增长 102.33%,2019 年一度达到约 3.24 万亿元。

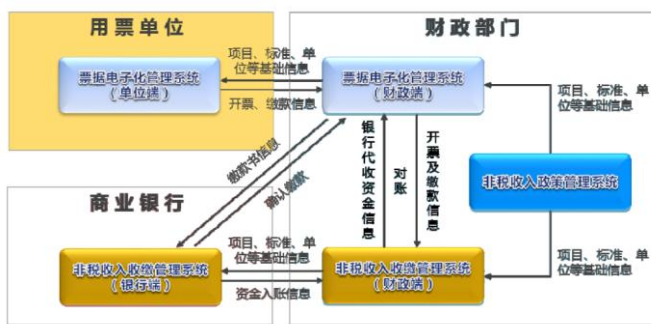
图 17: 2011-2020 年非税收入规模翻倍增长



资料来源:中国统计年鉴,光大证券研究所

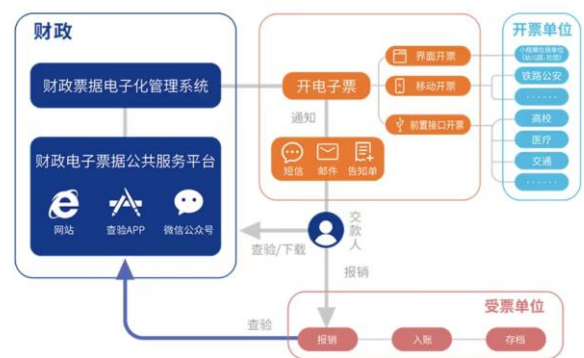
随着“放管服”改革的推进和电子政务的普及,政府通过非税收入信息系统和财政电子票据逐渐加强非税收入管理。非税信息系统是指非税收入收缴管理系统通过与财政票据电子化管理软件、非税收入政策管理系统紧密衔接,实现财政部门、用票单位、代收银行的实时联网,以统一的非税收入政策库为基础,建立起“单位开票、银行代收、财政统管、实时监督、源头分解、自动缴库”的政府非税收入信息化管理体系。财政电子票据管理系统实现了财政电子票据开具、管理、传输、查询、存储、报销入账和社会化应用等全流程无纸化、电子化控制,提升了财政、开票单位及交款人的业务办理便捷性。

图 18: 非税收入管理信息化理论模型和核心流程



资料来源:博思软件招股说明书,光大证券研究所整理

图 19: 财政电子票据管理结构示意图



资料来源:博思软件官方网站,光大证券研究所整理

非税收入信息化和财政电子票据改革试点范围由中央到地方逐步推进,并且财政电子票据改革的票据种类不断丰富。

非税收入信息化改革方面,自 2000 年以来,财政部出台系列政策文件支持非税收入信息化建设,范围从中央财政到省级财政再到地方各级财政部门。2021 年财政部出台政策由财政部负责组织实施电子缴款书试点工作,并决定在中央部门

和单位开展电子缴款书试点，同年试点范围进一步扩大，包括 6 个省市和新疆生产建设兵团。

表 5：非税收入信息化的部分政策和法律法规

时间	政策/法律法规名称	相关内容
2004 年	《财政部关于加强非税收入管理的通知》	要继续扩大中央政府非税收入收缴改革范围，完善中央政府非税收入收缴系统，实现中央财政、中央部门和代收银行间政府非税收入收缴信息联网，以及中央财政与省级财政政府非税收入收缴信息联网，保证地方代收的中央政府非税收入或中央分成的政府非税收入及时足额上缴中央财政。
2009 年	《财政部关于深化地方非税收入收缴管理改革的指导意见》	地方各级财政部门要完善通过非税收入收缴管理信息系统收缴非税收入的方式，并将其作为非税收入收缴的主要方式，不断优化收缴流程，更好地满足缴款人和执收单位的需求；省级财政部门要结合本地非税收入收缴管理改革和系统建设实际情况，充分利用现代信息技术和银行先进支付结算工具，研究建立以电子信息为基础的非税收入收缴管理信息系统。
2011 年	《财政部关于进一步加强和规范财政资金管理的通知》	各级财政部门要按照非税收入收缴改革方案与规划，全面推进非税收入收缴管理改革，确保 2012 年底前将改革落实到所有执收单位和所有非税收入项目。要进一步优化非税收入收缴流程，在取消执收单位设立的过渡性账户的基础上，实现非税收入直接上缴财政，逐步推行非税收入电子缴款，提高信息化技术在收入收缴管理方面的应用水平。
2016 年	《财政部关于印发<政府非税收入管理办法>的通知》	各级财政部门应当加快推进非税收入收缴电子化管理，逐步降低征收成本，提高收缴水平和效率。
2017 年 1 月	《财政部关于加快推进地方政府非税收入收缴电子化管理工作的通知》	明确实施政府非税收入收缴电子化管理，是建立现代财政国库管理制度的一项重要基础性工作，提出地方各级财政部门应当积极创造条件，加快推进收缴电子化管理工作。
2021 年 9 月	《关于开展电子非税收入一般缴款书试点的通知》	通过非税收入收缴管理系统开具的电子缴款书，以数字信息代替纸质缴款书，以电子签名代替手工签章，实现缴款书电子开票、自动核销、全程跟踪、源头控制。由财政部负责组织实施电子缴款书试点工作，确定电子缴款书试点单位和实施步骤，建立健全相关管理制度。决定在中央部门和单位开展电子缴款书试点。
2021 年 12 月	《关于稳步推广电子非税收入一般缴款书的通知》	选择河北、辽宁、江苏、浙江、湖南、大连等 6 个省市和新疆生产建设兵团，开展地方电子缴款书试点工作，试点地区要结合收缴电子化和预算管理一体化工作实际，制定本地区工作方案，于 2022 年 1 月底前报财政部（国库司），2022 年 6 月底前完成实施工作。其余省份应主动跟进，2022 年底前实现非税收入收缴电子化与电子缴款书“横向到边、纵向到底”。

资料来源：政府网站，光大证券研究所整理

财政电子票据改革方面，2012 年财政部发布《关于推进财政票据电子化改革的方案》，拉开了财政票据电子化改革的序幕。2013 年财政部发文在中央部门和单位实施试点，之后试点范围不断扩大，除了中央部门和单位，还包括省级单位等，并确定了在试点单位和行业的选择上，要重点选择网上报名考试、交通罚没、教育收费、医疗收费等业务。2018 年财政部发文“试点地区将改革推广至全部单位和全部财政票据种类”。财政电子票据改革的试点范围从中央部门逐步推广到地方，票据种类从部分扩展至全部。2019 年起，医疗、公路等领域陆续发文推进本领域财政电子票据改革。

表 6：财政票据电子化改革部分政策和法律法规

时间	发行单位	文件名称	具体内容
2012 年	财政部	《关于推进财政票据电子化改革的方案》	依托计算机和网络技术手段，对财政票据申请、印制、登记、入库、核发、出库、使用、缴库、保管、核销、审验、销毁等实行全程监管。系统管理范围应涵盖政府非税收入票据、资金往来结算票据、捐赠票据、医疗收费票据、社团会费票据等所有财政票据，具有电子开票、自动核销、资金监管、统计分析等功能。建立统一的财政票据管理信息数据库和信息交流管理平台，实现财政票据电子信息防伪，实现与收入收缴、银行、国库等系统的互联互通，满足政府非税收入征管和财政票据管理需求。
2013 年 5 月	财政部	《关于中央部门和单位开展财政票据电子化改革试点工作的通知》	从 2013 年开始，在中央部门和单位实施财政票据电子化改革试点工作，并确定第一批试点单位名单。
2017 年 6 月	财政部	《关于稳步推进财政电子票据管理改革的试点方案》	选择北京、黑龙江、浙江（宁波）、福建（厦门）、贵州、云南、湖南、重庆等地区，国家开放大学、华侨大学等中央单位，试点开展财政电子票据管理改革工作。在试点单位和行业的选择上，要重点选择网上报名考试、交通罚没、教育收费、医疗收费等业务。

时间	发行单位	文件名称	具体内容
2017年9月	财政部	《关于开展电子票据管理系统建设应用的通知》	相关单位应全力做好财政电子票据管理系统的建设应用工作，确保财政电子票据管理改革工作按计划进行。
2017年11月	财政部	《关于做好财政电子票据管理改革第二批试点有关工作的通知》	选择河北、山西、内蒙古、广东、四川、宁夏、新疆等地区，东北师范大学、中山大学、西安交通大学、合肥工业大学、大连海事大学、中南大学、上海交通大学、吉林大学、中国科学技术大学、华南理工大学、西南大学、天津大学等中央单位，自通知颁布之日起开展财政电子票据管理改革试点工作。
2018年11月	财政部	《关于全面推开财政电子票据管理改革的通知》	试点地区将改革推广至全部单位和全部财政票据种类，非试点地区和部门借鉴经验，结合实际，做好规划，全面推开。2019年1月31日前，完成财政电子票据管理改革工作。
2019年8月	财政部、卫生健康委、医疗保障局	《关于全面推行医疗收费电子票据管理改革的通知》	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。
2020年4月	财政部	《关于启用<收费公路通行费财政票据（电子）>的通知》	正式启用通行费电子票据，使用范围适用于征收政府还贷公路的车辆通行费。
2020年12月	财政部	《财政部关于修改<财政票据管理办法>的决定》	明确财政电子票据和纸质票据具有同等法律效力，是财会监督、审计监督等的重要依据。

资料来源：财政部，光大证券研究所整理

2.2.2、医疗电子票据业务潜在市场规模超百亿元，预计公司占65%以上

财政电子票据管理改革涵盖医疗、教育、交通等行业，其中医疗电子票据为最大的用票领域。根据中国财政数据统计，全国每年有约 100 亿张财政电子票据，医疗电子票据占 50%。

医疗电子票据系统建设的市场规模超百亿元，其中三二级医院市场规模超 40 亿元，高校电子票据市场规模约 7.5 亿元。(1) 医疗电子票据：根据卫健委数据，截至 2021 年末全国三级/二级/一级/未定级/专业医疗机构数分别为 3275/10848/12649/9798/13276 家；根据中国政府采购网各级医院中标、成交信息，估算其医疗电子票据系统建设的单价分别为 45/25/18/2/40 万元。(2) 高校电子票据：根据教育部数据，截至 2022 年 5 月底全国共有 3013 所高等院校；参照中国政府采购网上高校电子票据相关招标、中标信息，估算一所高校电子票据系统建设的单价约 25 万元。

表 7：财政电子票据市场规模超百亿元

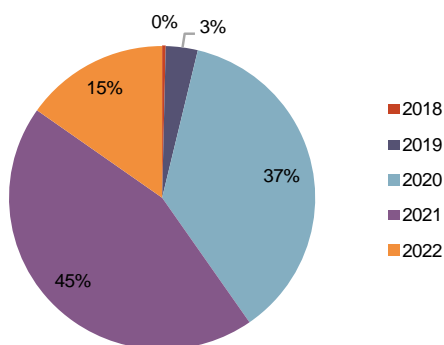
	单位	市场规模
财政电子票据	亿元	127.2
医疗电子票据	亿元	119.7
医疗机构		
三级医院	家	3275
二级医院	家	10848
一级医院	家	12649
未定级医院	家	9798
专业医疗机构	家	13276
单价		
三级医院	万元	45
二级医院	万元	25
一级医院	万元	18
未定级医院	万元	2
专业医疗机构	万元	40
高校电子票据	亿元	7.5
数量	家	3013
单价	万元	25

资料来源：中国政府采购网，卫健委，教育部，光大证券研究所测算
注：蓝色为 2021 年实际数据，黑色为测算数据

我们整理统计了中国政府采购网上 531 条有关医疗电子票据系统建设的中标、成交公告（统计时间 2018.1.1-2022.10.21）⁴，并对统计结果进行分析。

（1）医疗电子票据系统建设主要集中在 2020 年及以后，三级和二级医院合计占比 75%。2019 年财政部联合卫生健康委、医疗保障局发布《关于全面推行医疗收费电子票据管理改革的通知》，全国开始全面推行医疗电子票据系统建设。根据中国政府采购网数据，医疗电子票据系统建设的中标、成交公告主要集中在 2020 年（占比 37%）和 2021 年（占比 45%），2022 年（截至 2022 年 10 月 21 日）占比为 15%。目前医疗电子票据的改造主要集中在三级医院（占比 30%）和二级医院（占比 45%），其他级别的医院占比相对较小。

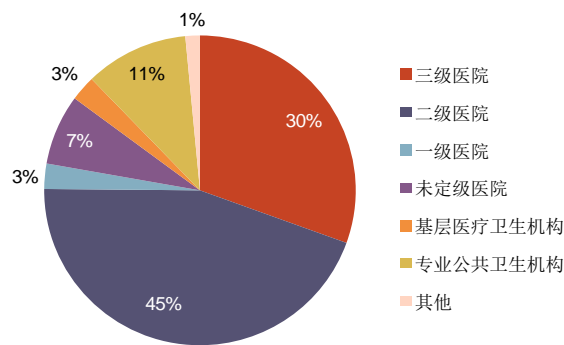
图 20：医疗电子票据系统建设主要集中在 2020 年及以后



资料来源：中国政府采购网，光大证券研究所整理统计

注 1：统计口径为中国政府采购网上医疗电子票据系统建设中标、成交公告的时间分布
注 2：统计时间 2018.1.1-2022.10.21

图 21：目前医疗电子票据系统建设主要集中在三、二级医院



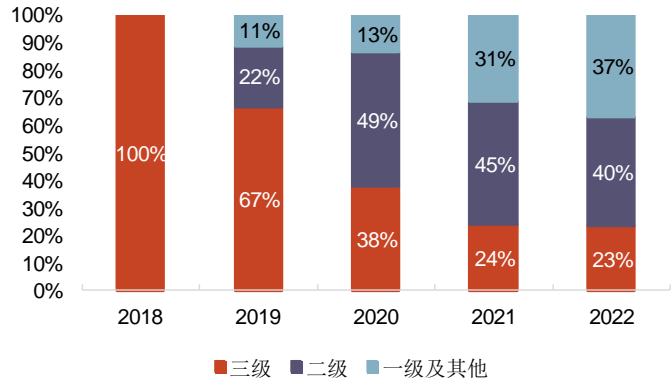
资料来源：中国政府采购网，光大证券研究所整理统计

注 1：统计口径为中国政府采购网上医疗电子票据系统建设中标、成交公告的医院层级分布
注 2：统计时间 2018.1.1-2022.10.21

（2）医疗电子票据系统的建设存在向低级别医院下沉的趋势。医疗电子票据系统建设中，2018 年-2022 年三级和二级医院占比合计为 100%、89%、87%、69%、63%，逐年下降，一级及其他医院占比逐年上升，2018-2022 年分别为 0%、11%、13%、31%、37%。

⁴ 531 个样本选取逻辑：统计中国政府采购网上有关财政电子票据的中标、成交记录，筛选其中带有“医院、医疗”且采购内容为医疗电子票据系统建设的记录进行分析。

图 22: 一级及其他医院医疗电子票据系统建设占比由 2019 年的 11% 增长至 2022 年 37%



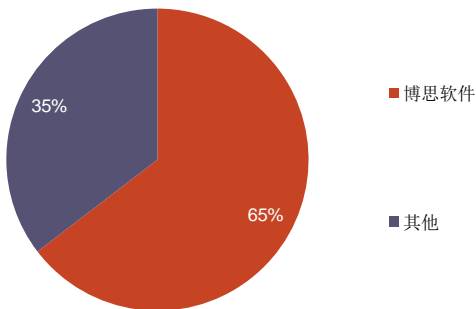
资料来源: 中国政府采购网, 光大证券研究所整理统计

注 1: 其他医院包括未定级医院、基础医疗卫生机构、专业公共卫生机构

注 2: 统计时间 2018.1.1-2022.10.21

(3) 从中国政府采购网的中标、成交情况来看, 博思软件医疗电子票据系统中标/成交占比 65%。在三级、二级、一级及其他医院中博思软件覆盖的医院数量占比分别为 72%、64%、58%, 其在高层级医院中的占比较高。

图 23: 总体上博思软件医疗电子票据系统中标/成交占比 65%

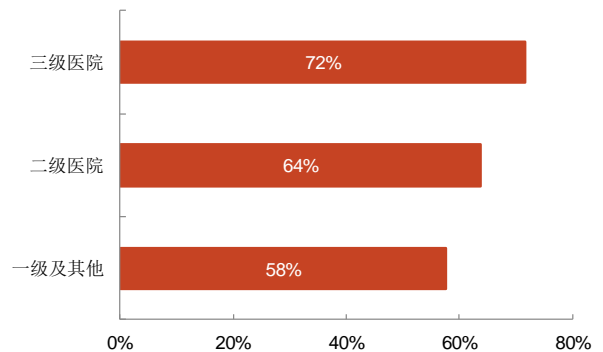


资料来源: 中国政府采购网, 光大证券研究所整理统计

注 1: 生产厂家为博思软件的也计算在内

注 2: 统计时间 2018.1.1-2022.10.21

图 24: 博思软件在三级医院中的医疗电子票据占比达 72%



资料来源: 中国政府采购网, 光大证券研究所整理统计

注 1: 生产厂家为博思软件的也计算在内

注 2: 其他包括未定级医院、基础医疗卫生机构、专业公共卫生机构

注 3: 统计时间 2018.1.1-2022.10.21

博思软件医疗电子票据覆盖二级及以上医院累计 5700 余家, 按照中国政府采购网数据, 公司在二级及以上医院的市占率为 67%, 则全国已完成医疗电子票据系统改造的二级及以上医院的数量约为 8500 家, 二级及以上医院的完成率为 60%。

2.2.3、财政部电子票据唯一开发实施商, 具有绝对优势

公司内生发展与外向收购并举, 加强非税收入和财政电子票据领域的布局。早期, 公司推出非税收入收缴管理系统、非税收入政策管理系统、财政票据电子管理软件等产品, 成为福建省在该领域的龙头企业, 之后逐步向全国推广。2017-2019

年间，公司相继收购了内蒙古自治区财政业务领域的优质企业内蒙古金财 70% 股权、吉林金财 100% 的股份，以及专注电子政务领域的广东瑞联 78% 的股权。相关收购不仅拓展了公司的区域销售能力，而且极大丰富了公司的产品线。

表 8：公司在非税收入和财政电子票据的收购情况

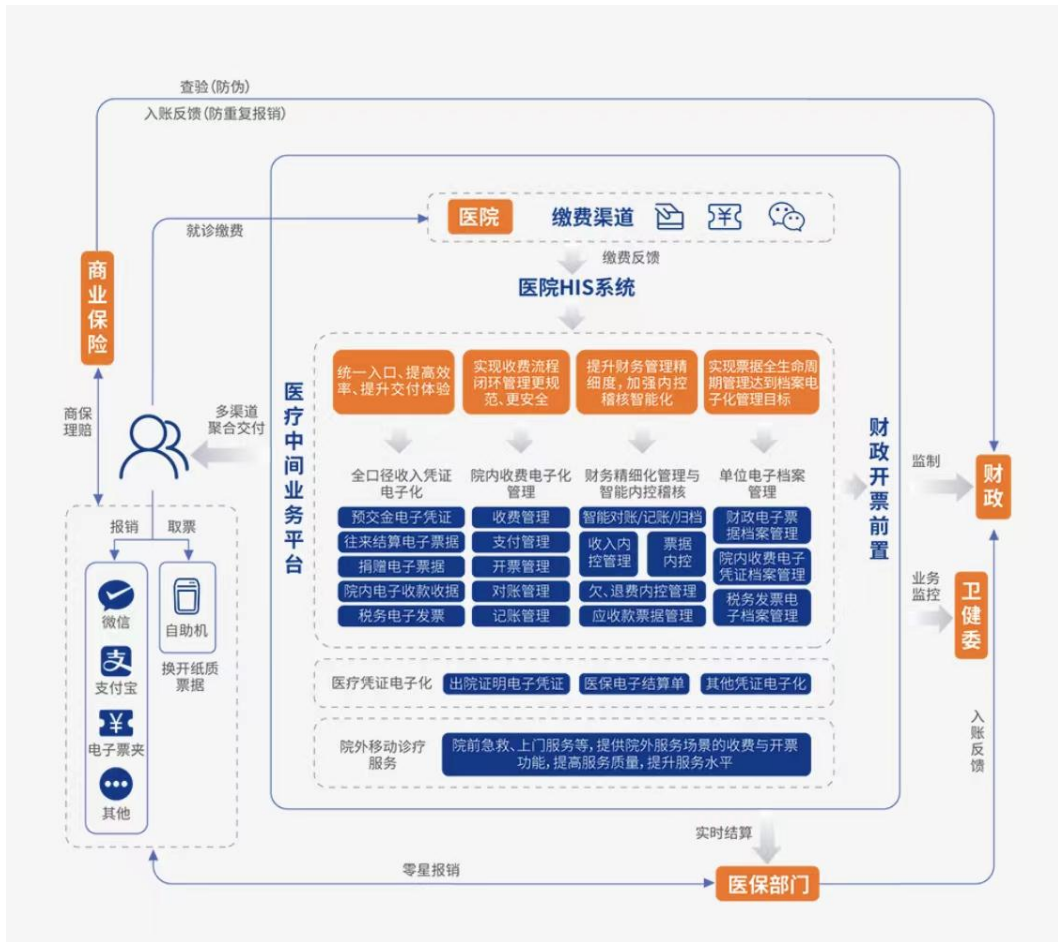
时间	并购标的	收购比例	标的信息
2017 年 9 月	内蒙金财	70%	内蒙古金财信息技术有限公司以专业品质服务于内蒙古自治区“金财工程”建设和银行领域,致力于“金财工程”和银行中间业务的软件产品研发、实施与技术支持服务工作,同时为用户提供网络及设备系统集成的完整解决方案。
2017 年 10 月 2018 年 8 月	吉林金财	30% 70%	吉林金财致力于吉林省“金财工程”专属企业即吉林省财政信息化管理系统,并购后主要负责财政票据信息管理系统在吉林省的市场推广和软件实施工作。
2019 年 3 月	广东瑞联	78%	广东瑞联科技有限公司是一家专注于公共财政和公共资源的高端信息化管理解决方案提供商,致力于为广大公共财政和公共资源管理客户提供优质的咨询服务、信息化解决方案和运维服务。

资料来源：公司公告，Wind，光大证券研究所整理

博思软件为财政部电子票据系统唯一的开发商和实施商，在本次改革中充分受益。财政电子票据的发行主体为财政部，并由财政部统一主导医疗电子票据系统的改革。各企事业单位在系统建设过程中需要与财政端的接口对接、并且统一数据标准。2018 年 11 月，财政部发布的《关于全面推开财政电子票据管理改革的通知》，提到“各地区原则上使用财政部统一开发建设的财政电子票据管理系统。暂时不使用财政部系统的地区，要按照财政部规定的统一数据标准开发本地区系统”。博思软件作为财政部电子票据系统唯一的开发商和实施商，将成为医疗、教育、交通等企事业单位的首选系统开发、实施商，具有绝对优势。

公司在医疗电子票据方面布局已久。早在 2019 年博思软件就已开始加强医疗等行业的财政电子票据深度应用发掘，致力于研发医疗电子票据系统。2019 年年底，该系统已在百余家三级医院上线应用。2021 年博思软件继续投入“医疗电子票据系统平台 V3.0”项目的研发，期望按照医院管理要求建设医院电子票据管理系统，部署在本地与 HIS 系统对接，实现医疗票据的申领、分发、开具、存档管理，满足医院财政电子票据管理的基础需求，并可提供多渠道交付、对账、自动入账、院内凭证电子化电子档案等增值服务。截至 2021 年年底，该项目已经处于验收阶段，正在全国应用推广中。

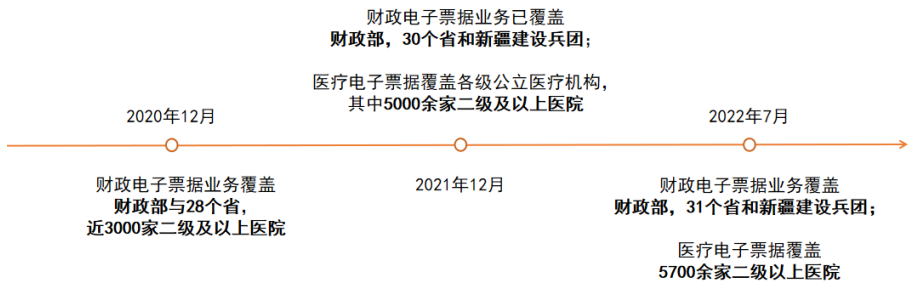
图 25: 博思软件财政电子票据医疗行业应用示意图



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

在非税收入信息化方面, 截至 2022 年 6 月底, 公司非税电子化改革已覆盖全国 23 个省份。在财政电子票据方面, 截至 2022 年 6 月底, 公司财政电子票据业务覆盖财政部、31 个省份和新疆建设兵团, 其中医疗电子票据覆盖二级及以上医院累计 5700 余家。

图 26: 公司财政电子票据在全国的拓展情况



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

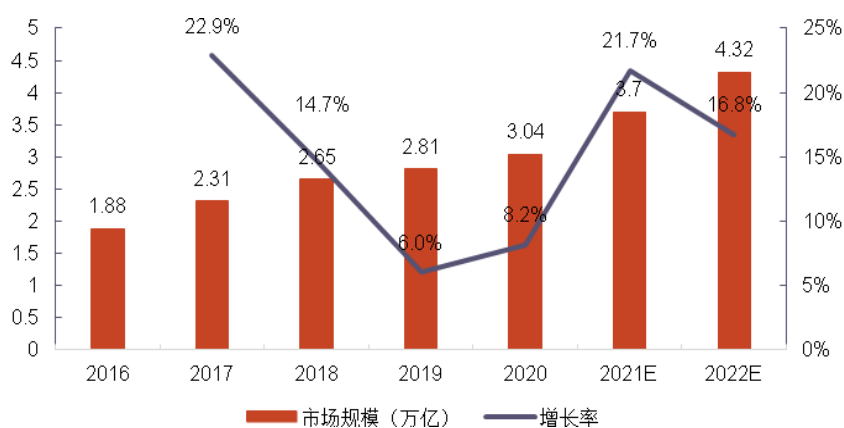
3、公共采购，打开中长期增长空间

3.1、 电子采购潜力大，是深化政府采购改革的重要抓手

目前我国电子采购市场仍处于开拓期，拥有巨大潜力。据亿欧智库预测，2016年我国电子采购行业市场规模为1.9万亿元，2022年将达4.3万亿元，2016-2022年CAGR约为15%。目前我国电子采购市场仍处于开拓期，表现在两个方面：

(1) 目前美国企业线上采购率已达到50%以上，而国内企业线上采购率较低，仍有发展空间；(2) 美国布局电子采购较早，传统软件厂商SAP收购Ariba成为赛道的龙头企业，同时Coupa作为创业企业也有不俗的业绩。但中国还在发展初期，尚未出现拥有绝对优势的龙头企业。

图 27：据亿欧智库预测，2022 年我国电子采购市场规模将达 4.32 万亿元



资料来源：亿欧智库预测，光大证券研究所整理

近年来，尤其是疫情以来，财政部、国家发改委等相继出台政策，提出积极推进电子化政府采购和电子卖场建设，“互联网+政府采购”成为深化政府采购制度改革的重要抓手。

表 9：电子采购相关法规及政策

时间	发行单位	文件名称	具体内容
2019年7月	财政部	《关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》	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。
2020年2月	财政部	《关于疫情防控期间开展政府采购活动有关事项的通知》	推进采购项目电子化实施 。有条件的地方尽量在线提供采购文件、提交投标（响应）文件，实行 电子开标、电子评审 等流程。鼓励各地区电子卖场加强疫情防控相关物资的货源组织，设置专区发布疫情防控采购需求和供应商供应信息，促进供需对接。
2020年2月	国家发展改革委	《关于积极应对疫情创新做好招标投标工作保障经济平稳运行的通知》	加快推进 招标投标全流程电子化 、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、改进投标担保方式、支持社会力量参与提升招标投标服务供给、大力推进招标投标行政监督电子化等要求。
2020年8月	国资委	《加快推进国有企业数字化转型工作的通知》	促进国有企业数字化、网络化、智能化发展，企业采购数字化正成为央企数字化转型升级主要突破口。大力推进“阳光国企”建设，目标实现企业集中采购率100%、线上采购率100%、电子化采购率100%。
2020年12月	财政部	《中华人民共和国政府采购法（修订草案征求意见稿）》	构建统一开放、竞争有序的政府采购市场体系，促进政府采购领域公平竞争、优化营商环境，要加快实施“ 互联网+政府采购 ”行动， 积极推进电子化政府采购平台和电子卖场建设 。

资料来源：政府网站，光大证券研究所整理

3.2、 预计电子采购平台每年市场规模约 46 亿元

我国电子采购平台的市场由运营服务、运维服务、金融科技及系统建设等四大模块构成，每年市场规模约 46 亿元（未考虑运维服务和系统建设）。其中，运营服务每年市场规模约 16 亿元，金融科技每年市场规模约 30 亿元。考虑到电子采购平台厂商对于系统建设倾向于采取少收费模式，因此其对于业务收入的影响将逐步减弱，此处不考虑系统建设带来的市场规模。运维服务主要是针对产品、系统等在运行过程中的技术服务，相比运营服务和金融科技市场规模较小，此处也不考虑运维服务市场规模。

(1) 运营服务：运营服务采用按年收费形式。1) 政府采购：我们认为随着政府采购平台的交易量加大，未来单个省级单位运营服务的单价有望达 3000 万元；按照 36 个省级单位测算⁵，考虑到政府电子化采购政策密集出台，未来渗透率有望达到较高水平，假设渗透率为 90%，政府运营服务每年市场规模约 10 亿元。2) 高校采购：根据教育部数据，全国共有高校 3013 所；渗透率方面，根据中国电子商务研究中心的数据，美国的数字化采购的占比已经达到 53%，对标国外情况，假设未来高校采购渗透率为 50%（企业采购渗透率同样假设为 50%）；考虑到高校相比于省级政府交易体量小，以及参考博思软件 2021 年在高校采购领域的营收和付费高校数量，按照单价 25 万元计算，高校采购每年运营服务市场规模约 4 亿元。3) 企业采购：根据国资认证中心数据，目前认证的国有企业数量为 837 家；假设渗透率为 50%；考虑到企业相比于省级政府交易体量小，以及参考博思软件 2021 年在企业采购领域的营收和付费企业数量，按照单价 50 万元计算，企业采购每年运营服务市场规模约 2 亿元。

(2) 金融科技：根据亿欧智库预测，2022 年我国电子采购市场规模将达 4.3 万亿元，参考 SAP Ariba⁶的交易额和营收，TakeRate 约万分之七⁷，则金融科技每年市场规模约 30 亿元。

表 10：据测算，国内电子采购平台每年市场规模约 46 亿元（不考虑系统建设和运维服务）

	单位	
电子采购	亿元	46
运营服务	亿元	16
政府采购	亿元	10
全国省级单位数	个	36
渗透率		90%
单价	万元	3000
高校采购	亿元	4
全国高校数量	所	3013
渗透率	%	50%
单价	万元	25
企业采购	亿元	2

⁵ 全国共有 34 个省级行政区(包括 23 个省、5 个自治区、4 个直辖市、2 个特别行政区)和 5 个计划单列市。基于业务可开展性，省级数量不考虑香港、澳门特别行政区和台湾省。

⁶ SAP Ariba 是支出管理领域的先驱者。通过支持采购商和供应商开展合作，帮助企业控制支出和削减成本。2012 年，全球知名企业软件公司 SAP 收购了 Ariba，并于 2016 年推出了新的品牌标识。

⁷ 参考 SAP Ariba2017 年营收 11.3 亿美元，采购交易额 1.6 万亿美元，TakeRate 约万分之七。TakeRate-货币化率，指平台从一定的交易额中获得的总收入的占比。

	单位	
全国大型国企央企数量	个	837
渗透率	%	50%
单价	万元	50
金融科技	亿元	30
数字化采购市场规模	万亿元	4.3
采购平台抽成比例	%	0.07%

资料来源：教育部，国资认证中心，亿欧智库，博思软件公告，光大证券研究所测算
 注：蓝色为实数，红色为假设的数据，黑色为计算所得的数

据艾瑞咨询发布的《中国政企采购数字化转型白皮书》，**政采云**成立于2016年8月，是浙江省按照政企合作模式建设的全国首个“互联网+政企采购”的云计算服务平台。政采云的四大业务体系分别为交易体系、资源体系、服务体系、监管体系，目前提供公有云和专有云部署模式，服务范围覆盖浙江、上海、重庆、湖南等1000余个市县区和全国税务系统、国家体育总局等中央单位，入驻供应商逾90万家，采购单位逾22万家，代理机构7000余家，全方位整合采购资源。

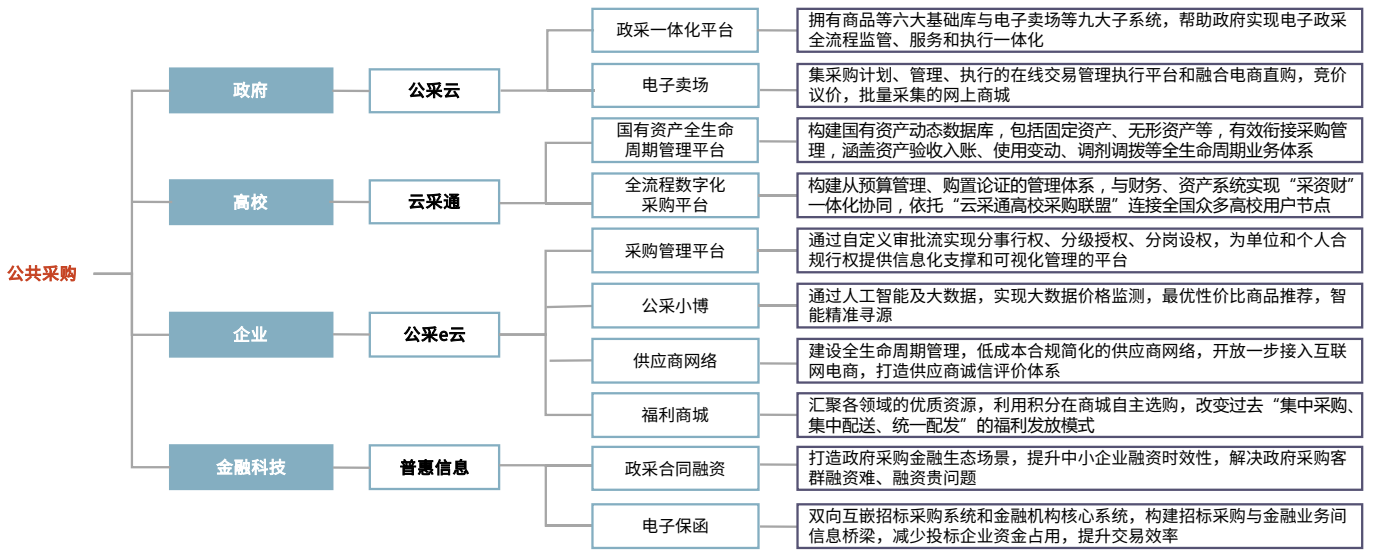
京东中采云是面向政府，军队，高校，医疗等公共类客户采购领域开发的专属数字化采购解决方案，主要包括智能化采购管理，电子化采购交易平台及大数据采购监管能力，为用户提供从采购预算，采购需求，采购执行到资产管理/报销支付的全流程数字化解决方案。

3.3、2021年博思数采营收高增，业绩扭亏为盈

按业务领域看，博思软件公共采购业务包括政府、高校、企业采购及金融科技四大模块。1) 在政府领域，为政府部门提供集采购监督、采购执行、采购服务于一体的综合管理交易云平台——“公采云”平台，并形成了政府采购基础资源库、政府采购诚信平台、政府采购监管平台、政府采购电子招投标平台、政府采购电子卖场平台、供应商服务平台等系列软件产品，产品线完全覆盖了整个政府采购业务范围；2) 在企业领域，为企业提供“公采e云”企业智能化采购平台；3) 在高校领域，“云采通高校采购联盟”为高校采购提供全流程、一站式解决方案；4) 金融科技领域，业务包括政采合同融资、电子保函。

按收费模式看，博思软件公共采购业务的收费模式包括系统建设、运营服务、运维服务、金融科技。其中，系统建设包含私有化部署和SAAS服务两种建设方式。

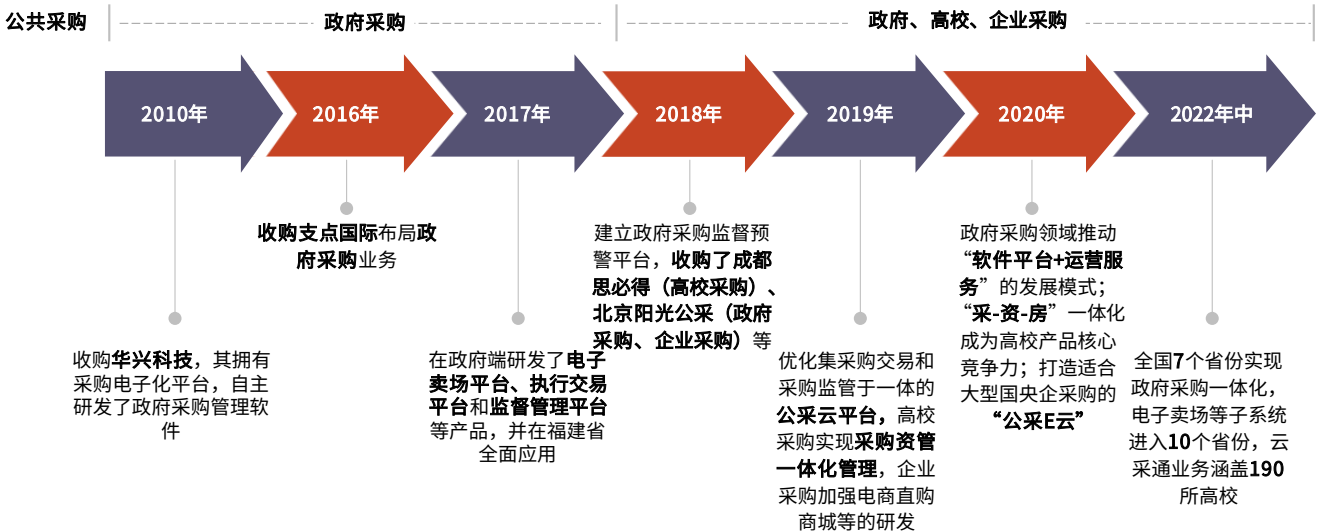
图 28：博思软件的公共采购业务包括政府、高校、企业采购以及金融科技四大模块



资料来源：博思软件官网，博思数采官网，光大证券研究所

公司自 2016 年开始积极布局政府采购，2018 年通过外延式并购进入高校和企业采购领域。2016 年公司收购支点国际积极布局政府采购业务，2018 年收购了成都思必得、阳光公采等多家同行业优质企业，布局高校采购、企业采购。2019 年在政府采购领域优化了“公采云平台”，高校采购领域实现采购、资产一体化管理。2020 年打造了适合大型国央企采购的“公采 E 云”产品。截至 2022 年上半年，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 10 个省份。在高校采购和企业采购方面，合作的高校客户达 190 余所，分布在 21 个省市；企业客户包括一汽大众、平安集团、中国人寿、中国出口信用保险公司等大型国央企。

图 29：博思软件公共采购业务发展历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2020年11月,公司对公共采购业务进行整合并调整架构,将涉及公共采购业务的子公司北京支点国际、北京公采云、北京阳光公采、浙江美科、成都思必得股权划转至子公司博思数采。

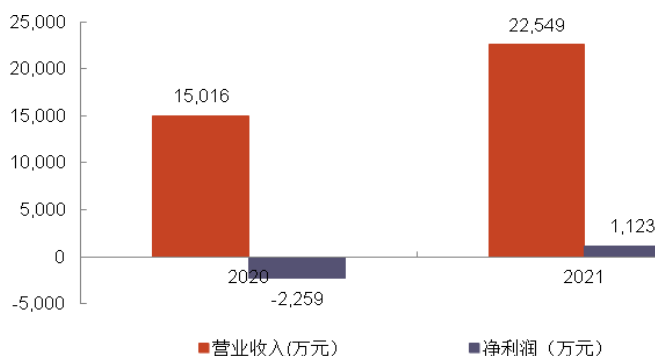
表 11: 博思软件在公共采购领域收购\增资情况

时间	并购标的	收购比例	对价 (万元)	标的信息
2016年12月	北京支点国际	51.04%	1,634.55	北京支点国际为 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。
2017年6月	同力科技	30.00%	900.00	同力科技是一家专注于信息安全和软件开发的高科技企业,专注于 采购全流程精细化管理和风险控制 ,致力于研发具有自主知识产权的 医疗智慧采购一体化平台 ,是全国领先的行政事业单位“采购一体化管理平台”解决方案提供商。
2018年11月	成都思必得	51.00%	2,600.00	成都思必得是一家主要从事 科教行业客户“资产采管体系” 整体解决方案的专业公司,并购后与国内多所高校合作,拓展博思软件 高校采购 业务。
2018年12月	北京阳光公采	51.00%	3,060.00	北京阳光公采科技有限公司持续关注和服务于中国政府采购、公共采购信息化建设,为 政府采购、大型企业集团采购 提供专业、领先的信息化解决方案,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。

资料来源:博思软件公告,光大证券研究所整理

2021年博思数采营收2.25亿元,同比增速50%,净利润扭亏为盈。2021年博思数采实现营收2.25亿元,上年同期为1.50亿元,营收同比增长50.2%;2021年实现净利润0.11亿元,上年同期为-0.23亿元。

图 30: 2021年博思数采扭亏为盈



资料来源:博思软件公告,光大证券研究所

4、智慧城市+数字乡村,前景广阔孕育新机遇

1、智慧城市

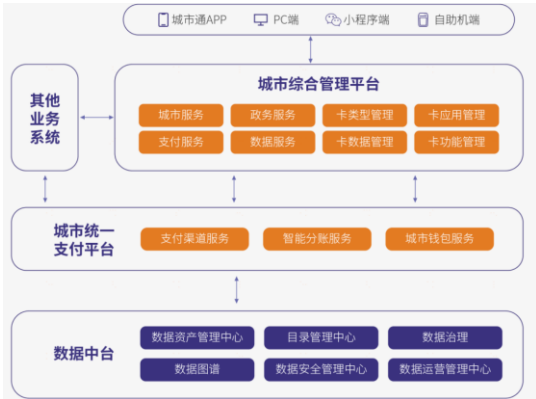
目前公司在智慧城市的布局包括“城市统一支付平台”、“城市码平台”、“数字人民币综合服务平台”等产品。

(1) **城市统一支付平台**:城市统一支付平台以统一支付能力为基础,通过与地方非税票据系统联动,为政务缴费、教育缴费、智慧交通、数字体育、智慧文旅等场景支付需求提供全方位的解决方案。平台形成与合作银行共建城市智能分账及城市钱包的新模式,助力各级政府实现“数字政府一网通办”。

(2) **城市码平台**：城市码是省、市政府打造服务百姓的超级入口，城市码广泛地应用于交通出行、政务办事、看病就医、学校教育、社区管理、疫情管控、文旅景区、数字体育、企业服务等城市服务。

(3) **数字人民币综合服务平台**：随着福州正式成为全国第三批数字人民币试点城市，公司积极参与福州数字人民币试点技术支撑工作，成功上线数字人民币综合服务平台，进一步扩展城市通 APP 建设运营模式。数字人民币场景服务平台打造便捷的数币支付接入，方便支付应用开发者快速接入数字人民币支付能力。

图 31：城市统一支付平台



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 32：城市码平台



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 33：数字人民币综合服务平台



资料来源：公司官网，光大证券研究所

2、数字乡村：

2022 年 4 月中央网信办、农业农村部、国家发展改革委、工业和信息化部、国家乡村振兴局联合印发《2022 年数字乡村发展工作要点》，强调充分发挥信息化对乡村振兴的驱动赋能作用，加快构建引领乡村产业振兴的数字经济体系。

2020 年 10 月，公司与衡阳市人民政府、腾讯云计算（长沙）签订了《战略合作协议》，标志着公司“数字乡村”业务领域的深度拓展正式起航。公司目前已设立子公司博思数村、湖南博思数字乡村，开始探索数字乡村相关业务。经过一年多的探索，公司推出若干数字乡村相关产品，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、农产品交易结算平台等产品已

在部分地区进行试点运行。博思数字乡村平台以“1+N+1”为总体架构，涵盖 1 个资源要素数字化底座，乡村治理、乡村文旅、共享农业、产业金融、集体经济、智慧农业、农交汇、直播电商等 N 个乡村经济新业态应用，以及若干个一张图数据服务。

图 34：数字乡村“1+N+1”总体架构



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

5、盈利预测、估值水平与投资评级

5.1、关键假设与盈利预测

【营业收入预测】

预测 2022-2024 年公司营收分别为 19/26/35 亿元，营收增速分别为 24%/35%/33%，分业务收入预测如下：

1、技术服务：包括软件技术服务、SaaS 服务（公共缴费服务、公共采购领域的电子交易服务以及电子票据的综合服务）、运营服务（公共采购平台运营服务）。2021 年博思数采营收同比增速 50%，净利润扭亏为盈，看好公司电子采购平台运营服务的快速发展，预计技术服务 2022-2024 年营收增速分别为 27%/38.5%/35.5%。

2、软件开发与销售：主要包括财政票据及政府非税收入、财政财务软件，也包括政府采购、高校采购等领域的软件产品和定制软件业务。在财政票据及非税收入领域，未来增速有望保持平稳。目前财政预算一体化已完成省级开发阶段的招投标，看好公司预算单位财政财务业务的发展，预计软件开发与销售 2022-2024 年营收增速分别为 17%/25%/23%。

3、硬件及耗材销售：公司硬件及耗材等销售业务是向客户提供外购的软、硬件产品以满足客户的 IT 集成需求，预计 2022-2024 年营收增速分别为 15%/35%/30%。

【毛利率及费用率预测】

1、毛利率：预计公司未来毛利率水平将保持相对稳定，技术服务毛利率水平约 62%-63%，软件开发与销售毛利率约 88%。

2、期间费用率：随着营收规模扩大，销售、管理、研发费用率有望逐步下降。

表 12: 公司分业务财务数据预测

	单位	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营业收入	百万元	1,136.32	1,564.10	1,937.02	2,622.17	3,478.60
同比增速	%	26.4%	37.6%	23.84%	35.4%	32.7%
技术服务	百万元	778.76	1,097.13	1,393.36	1,929.80	2,614.88
同比增速	%	36.31%	40.88%	27.00%	38.50%	35.50%
软件开发与销售	百万元	275.24	347.94	407.09	508.87	625.90
同比增速	%	10.97%	26.42%	17.00%	25.00%	23.00%
硬件及耗材销售	百万元	80.02	116.41	133.88	180.73	234.95
同比增速	%	3.68%	45.48%	15.00%	35.00%	30.00%
其他业务	百万元	2.30	2.61	2.69	2.77	2.86
同比增速	%	2.91%	13.88%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	%	63.6%	65.08%	65.0%	65.0%	64.9%
技术服务	%	61.26%	62.20%	62.20%	62.70%	63.00%
软件开发与销售	%	79.88%	87.96%	87.96%	88.16%	88.26%
硬件及耗材销售	%	29.54%	25.06%	25.06%	25.06%	25.06%
其他业务	%	68.06%	10.78%	5.00%	5.00%	5.00%
期间费用率	%	44.44%	46.80%	46.80%	46.44%	46.05%
销售费用率	%	15.25%	16.18%	16.18%	16.03%	15.88%
管理费用率	%	14.22%	15.24%	15.24%	15.09%	14.94%
研发费用率	%	14.70%	15.41%	15.41%	15.36%	15.31%
归母净利润	百万元	161.77	229.09	275.22	407.47	551.97
归母净利润增长率	%	-0.7%	41.6%	20.1%	48.1%	35.5%
销售净利率	%	14.2%	14.6%	14.2%	15.5%	15.9%

资料来源: wind, 光大证券研究所预测

预测 2022-2024 年公司营收分别为 19.37/26.22/34.79 亿元, 同比增速分别为 23.8%/35.4%/32.7%; 归母净利润分别为 2.75/4.07/5.52 亿元, 同比增速分别为 20.1%/48.1%/35.5%; 对应 EPS 分别为 0.45/0.67/0.90 元。

5.2、 相对估值和绝对估值

相对估值: 基于公司的业务和客户结构, 选取中科江南、新点软件、南威软件作为可比公司。中科江南主要为银行、政府部门、企事业单位提供电子化解方案, 其产品和服务主要包括电子化安全解决方案、财政信息管理解决方案等。新点软件专注于为智慧城市中的智慧招采、智慧政务及数字建设三个细分领域提供以软件为核心的智慧化整体解决方案。南威软件是智慧城市、数字经济、分享经济平台建设运营的综合科技集团, 2021 年其解决方案、互联网+政务服务、平安城市产品营收占比分别为 49%、29%、14%。2023、2024 年可比公司 PE 平均值分别为 32x、24x, 博思软件分别为 32x、24x。我们认为, 博思软件三大业务战略定位高, 看好公司财政核心一体化业务的发展, 并且随着公共采购等新业务逐步步入收获期, 有望进一步打开公司收入成长的天花板, 因此博思软件可享受更高估值。

表 13: 可比公司盈利预测与估值

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
301153.SZ	中科江南	115.39	125	156.05	251.87	333.29	432.56	80	49	37	29
688232.SH	新点软件	58.01	191	504.10	640.11	838.31	1,101.87	38	30	23	17
603636.SH	南威软件	16.30	96	132.81	179.75	259.00	361.00	73	54	37	27
	平均值							63	44	32	24

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300525.SZ	博思软件	21.23	130	229	275	407	552	57	47	32	24

资料来源: wind, 中科江南、新点软件、南威软件 22-24 年净利润为 Wind 一致预期, 博思软件 22-24 年净利润为光大证券研究所预测
 注: 收盘价和市值日期为 2023 年 1 月 31 日

绝对估值:

1、长期增长率: 长期来看, 政务 IT 高景气度有望持续, 公司为我国财政票据及非税领军企业, 并积极布局公共采购、智慧城市和数字乡村领域, 有望充分受益, 假设长期增长率为 2.0%;

2、β 值选取: 采用中信三级行业分类-行业应用软件的行业β作为公司无杠杆β的近似;

3、税率: 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率为 10.32%。

表 14: 博思软件绝对估值核心假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β(levered)	0.72
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	6.29%
税率	10.32%
Kd	4.05%
Ve	11303.12
Vd	142.84
目标资本结构	1.25%
WACC	6.27%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 15: 博思软件 FCFE 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1668.94	9.27%
第二阶段	2788.07	15.49%
第三阶段 (终值)	13544.72	75.24%
企业价值 AEV	18001.73	100.00%
加: 非经营性净资产价值	246.49	1.37%
减: 少数股东权益 (市值)	490.25	-2.72%
减: 债务价值	142.84	-0.79%
总股本价值	17615.13	97.85%
股本 (百万股)	611.99	
每股价值 (元)	28.78	
PE (隐含 2023 年)	43.23	
PE (动态 2023 年)	31.89	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 16: 敏感性测试结果 (元)

WACC/ 长期增长率	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.27%	31.67	35.06	39.50	45.53	54.23
5.77%	27.64	30.19	33.41	37.62	43.35
6.27%	24.41	26.36	28.78	31.84	35.84
6.77%	21.75	23.29	25.15	27.45	30.36
7.27%	19.55	20.78	22.24	24.01	26.19

资料来源: 光大证券研究所预测

表 17: 估值结果汇总 (元)

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	28.78	23.29-37.62	贴现率±0.5%，长期增长率±0.5%

资料来源: 光大证券研究所预测

基于以上条件假设, 我们利用 FCFF 绝对估值方法, 计算得每股价值为 28.78 元, 高于公司当前股价。

盈利预测与投资评级

公司三大业务均符合国家最新战略定位, 行业景气度高, 并且公司为非税收入信息化领域龙头企业, 在政府、行政事业单位等具有深厚的客户资源壁垒, 看好公司财政核心一体化业务的发展, 并且随着公共采购等新业务逐步步入收获期, 有望进一步打开公司收入成长的天花板, 我们预测公司 22-24 年的归母净利润分别为 2.75/4.07/5.52 亿元, 折合 EPS 分别为 0.45/0.67/0.90 元, 当前股价对应 PE 分别为 47x、32x、24x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

6、风险分析

(1) **财政核心一体化业务推广不及预期**: 若预算管理一体化市县下沉进展不及预期, 或者预算单位财务服务产品的推广进度不及预期, 将影响公司智慧财政财务的营收增长。

(2) **医疗电子票据向低级别医院下沉进展不及预期**: 若一级及其他医院医疗电子票据系统建设的发展不及预期, 将影响公司智慧财政财务的营收增长。

(3) **公共采购的运营服务模式发展不及预期**: 若以 SaaS 为主的运营服务和金融科技发展不及预期, 则可能影响公司公共采购业务的发展。

(4) **竞争格局恶化风险**: 如果未来行业竞争激烈, 可能导致公司市占率与盈利能力下降, 进而影响公司利润水平。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,136	1,564	1,937	2,622	3,479
营业成本	414	546	679	918	1,220
折旧和摊销	19	22	39	39	40
税金及附加	12	13	15	21	28
销售费用	173	253	313	420	552
管理费用	162	238	295	396	520
研发费用	167	241	299	403	533
财务费用	3	0	-1	-1	-3
投资收益	9	4	4	4	4
营业利润	209	284	341	477	646
利润总额	210	284	341	476	645
所得税	30	29	35	24	32
净利润	179	254	306	452	613
少数股东损益	18	25	30	45	61
归属母公司净利润	162	229	275	407	552
EPS(元)	0.58	0.57	0.45	0.67	0.90

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	185	310	113	374	445
净利润	162	229	275	407	552
折旧摊销	19	22	39	39	40
净营运资金增加	-42	285	450	392	497
其他	46	-226	-651	-465	-644
投资活动产生现金流	126	-237	-21	-4	-5
净资本支出	-96	-149	-8	-8	-9
长期投资变化	57	77	0	0	0
其他资产变化	165	-165	-13	4	4
融资活动现金流	26	-178	221	-90	-143
股本变化	67	119	212	0	0
债务净变化	38	-151	261	-43	-75
无息负债变化	81	199	112	223	279
净现金流	337	-105	314	280	297

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	63.6%	65.1%	65.0%	65.0%	64.9%
EBITDA 率	24.1%	21.1%	21.4%	20.7%	20.4%
EBIT 率	21.8%	19.5%	19.3%	19.2%	19.3%
税前净利润率	18.5%	18.1%	17.6%	18.2%	18.5%
归母净利润率	14.2%	14.6%	14.2%	15.5%	15.9%
ROA	8.4%	10.1%	9.6%	12.1%	13.6%
ROE (摊薄)	11.7%	14.3%	15.0%	18.5%	20.6%
经营性 ROIC	15.2%	14.8%	14.7%	18.0%	20.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	29%	26%	33%	32%	32%
流动比率	2.58	2.63	2.29	2.46	2.65
速动比率	2.51	2.46	2.16	2.31	2.48
归母权益/有息债务	6.35	24.13	5.63	7.76	12.85
有形资产/有息债务	8.09	31.84	8.47	11.86	19.74

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	2,141	2,528	3,166	3,751	4,496
货币资金	949	848	1,162	1,442	1,739
交易性金融资产	0	70	70	70	70
应收账款	447	570	877	1,125	1,493
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	40	49	61	82	109
存货	42	113	136	184	244
其他流动资产	9	17	24	38	55
流动资产合计	1,501	1,678	2,344	2,959	3,735
其他权益工具	3	3	3	3	3
长期股权投资	57	77	77	77	77
固定资产	178	174	190	196	194
在建工程	4	132	100	75	57
无形资产	58	72	58	47	38
商誉	275	292	292	292	292
其他非流动资产	1	0	4	4	4
非流动资产合计	640	851	823	792	761
总负债	615	663	1,036	1,215	1,419
短期借款	168	42	303	259	184
应付账款	146	210	261	353	469
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2	2	9	27	48
流动负债合计	581	637	1,024	1,203	1,407
长期借款	29	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	2	2	2	2
非流动负债合计	34	26	12	12	12
股东权益	1,526	1,865	2,131	2,535	3,077
股本	281	400	612	612	612
公积金	646	661	476	517	572
未分配利润	456	624	832	1,151	1,577
归属母公司权益	1,383	1,605	1,840	2,200	2,681
少数股东权益	143	260	290	335	396

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	15.25%	16.18%	16.18%	16.03%	15.88%
管理费用率	14.22%	15.24%	15.24%	15.09%	14.94%
财务费用率	0.26%	-0.02%	-0.03%	-0.04%	-0.08%
研发费用率	14.70%	15.41%	15.41%	15.36%	15.31%
所得税率	15%	10%	10%	5%	5%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.12	0.10	0.08	0.12	0.16
每股经营现金流	0.66	0.78	0.19	0.61	0.73
每股净资产	4.93	4.02	3.01	3.59	4.38
每股销售收入	4.05	3.91	3.17	4.28	5.68

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	37	37	47	32	24
PB	4.3	5.3	7.1	5.9	4.8
EV/EBITDA	22.9	27.5	33.2	25.4	19.4
股息率	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE