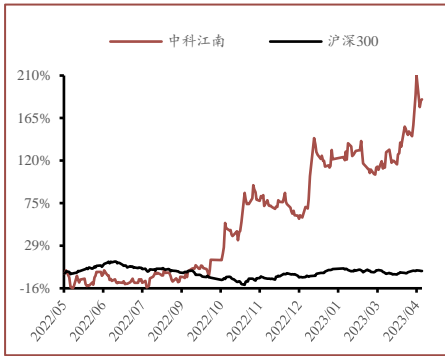


★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-04-12
收盘价(元)	149.28
流通股本(亿股)	0.24
每股净资产(元)	14.31
总股本(亿股)	1.08

最近 12 月市场表现



分析师 杨焱
 SAC 证书编号: S0160522050001
 yangye01@ctsec.com

分析师 罗云扬
 SAC 证书编号: S0160522050002
 luoyy@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **高稀缺的智慧财政领军。**实际控制人为广州市国资委,中科江南深耕财政 IT 领域十余年,迅速成为行业稀缺的智慧财政领军企业。稀缺性体现在:1) 善抓机遇,精准把握多轮财政改革机遇,业务覆盖“三方案一服务”,并向多行业延伸。2) 营利双收,2017-2022 年营收 CAGR 为 29%,归母净利润 CAGR 高达 41%。3) 品类稀缺,公司是智慧财政领域稀缺的上市企业。
- ❖ **高景气行业:政策催生财政数字化新蓝海。**传统“金财工程”难以满足现代财政发展需求,乘数字政府建设东风,依托预算管理一体化系统建设、国产化软硬件适配、智能化财政数据应用,财政数字化开创新蓝海。
- ❖ **高成长赛道:相关赛道市场近百亿元,公司精准卡位。**预算管理一体化市场规模约 33 亿元,呈三足鼎立格局,公司覆盖省份最多;预算单位财务服务平台市场规模约 32 亿元;支付电子化业务释放 19 亿元市场规模,公司独占鳌头。
- ❖ **高竞争壁垒加持,一体化加速、行业扩维、数币赋能轮番驱动增长。**公司拥有多位懂财政 Know-how 的复合型专家、在支付电子化和预算管理一体化具有技术优势,覆盖 99%省市县财政客户具有推广先发优势,构筑高竞争壁垒。短期看,一体化系统加速向市县乡级财政推广驱动业绩增长;中长期看,行业电子化产品持续向医保、会计、产权保护等多行业扩维,数字人民币赋能国库集中支付开辟新机,将轮番驱动增长。
- ❖ **投资建议:**我们预计公司 2023-2025 年分别实现收入 12.19/15.50/18.80 亿元,分别实现归母净利润 2.95/3.80/5.20 亿元,对应 PE 估值分别为 55 倍、42 倍和 31 倍。首次覆盖,给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:**行业政策变化风险、市场竞争加剧风险、创新失败风险

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	738	913	1219	1550	1880
收入增长率(%)	25.72	23.66	33.53	27.19	21.27
归母净利润(百万元)	156	259	295	380	520
净利润增长率(%)	25.20	65.68	14.19	28.60	36.90
EPS(元/股)	1.93	2.67	2.73	3.52	4.81
PE	0.00	39.87	54.61	42.46	31.02
ROE(%)	28.11	16.73	16.85	18.82	20.48
PB	0.00	7.44	9.20	7.99	6.35

数据来源:wind 数据,财通证券研究所

内容目录

1	高稀缺的智慧财政领军.....	5
1.1	乘改革东风启航，引国资入股腾飞.....	5
1.2	精准把脉改革需求，公司业务布局合理.....	6
1.3	业绩持续高速增长，盈利能力不断提升.....	9
2	政策不断催化，财政数字化开创新蓝海.....	12
2.1	现代财政发展和数字政府建设双轮驱动，财政数字化乘风起航.....	12
2.2	一体化、国产化、智能化，财政数字化开创新蓝海.....	15
3	财政数字化市场广阔规模近百亿元，公司整体卡位优势显著.....	17
3.1	预算管理一体化整体市场规模约 33 亿元，呈三足鼎立格局，公司覆盖省份最多.....	17
3.2	受一体化业务带动，预算单位财务服务平台市场规模约 31.5 亿元.....	20
3.3	多需求拉动支付电子化释放约 19 亿元市场，公司独占鳌头.....	21
4	人才技术客户三重优势构筑核心竞争力，多因素驱动持续增长.....	23
4.1	三大核心竞争力：稀缺人才多、技术实力强、客户覆盖广.....	23
4.2	三大驱动因素：预算管理一体化加速推广、行业应用持续扩维、数字人民币试点顺利.....	25
5	盈利预测与投资评级.....	27
6	风险提示.....	29

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	5
图 2.	公司股权结构图（截至 2022Q4）.....	5
图 3.	公司主要业务对比.....	6
图 4.	公司主要业务收入结构（2017-2022）.....	7
图 5.	公司主要业务毛利率对比数据（%）（2017-2022）.....	7
图 6.	支付电子化改革前业务流程图.....	7
图 7.	支付电子化改革后业务流程图.....	7
图 8.	财政预算管理一体化系统框架.....	8
图 9.	预算管理一体化收入（百万元，%）（2019-2022）.....	8
图 10.	公司新版预算单位财务服务平台使用界面.....	8
图 11.	预算单位财务服务平台系统框架图.....	8

图 12. 运维服务类型对比.....	9
图 13. 运维服务收入数据（百万元，%）（2017-2022）	9
图 14. 行业电子化应用平台项目.....	9
图 15. 电子证照管理平台.....	9
图 16. 公司营业收入数据（2017-2022）	10
图 17. 公司归母净利润数据（2017-2022）	10
图 18. 公司三大费用数据（2017-2022）	10
图 19. 公司销售毛利率和归母净利率数据（2017-2022）	10
图 20. 公司研发费用数据（2017-2022）	11
图 21. 公司应收账款数据（2017-2022）	11
图 22. 早期财政信息化“金财工程”的结构图.....	12
图 23. 传统财政信息化“分散”问题突出.....	13
图 24. 数字政府相关政策（2019-2023）	14
图 25. 预算管理一体化建设相关政策（2019-2022）	15
图 26. 预算管理一体化建设步骤.....	16
图 27. 各领域的信创应用落地进程（截至 2021 年 12 月底）	16
图 28. 财政智能化应用举例.....	17
图 29. 预算管理一体化市场规模测算.....	18
图 30. 预算管理一体化市场主要供应商对比.....	19
图 31. 预算管理一体化市场主要供应商覆盖省份情况.....	19
图 32. 预算管理一体化市场主要供应商订单金额情况.....	19
图 33. 公司预计可获得预算管理一体化订单金额测算.....	20
图 34. 公司预计可获得预算单位财务服务平台订单金额测算.....	21
图 35. 支付电子化业务市场空间测算.....	22
图 36. 公司支付电子化赛道省市县三级市场占有率.....	22
图 37. 公司核心技术人才情况.....	23
图 38. 公司实施团队人才梯队构成.....	23
图 39. 与可比公司的研发占营收比例对比（%）	24
图 40. 与可比公司的研发人员占比情况对比（%）	24
图 41. 财政客户在公司下游客户中的相互关系.....	24
图 42. 2021 年公司合同获取方式占比情况.....	25
图 43. 公司行业应用解决方案典型项目.....	26
图 44. 运用数字人民币优化集中支付的直接支付业务.....	26

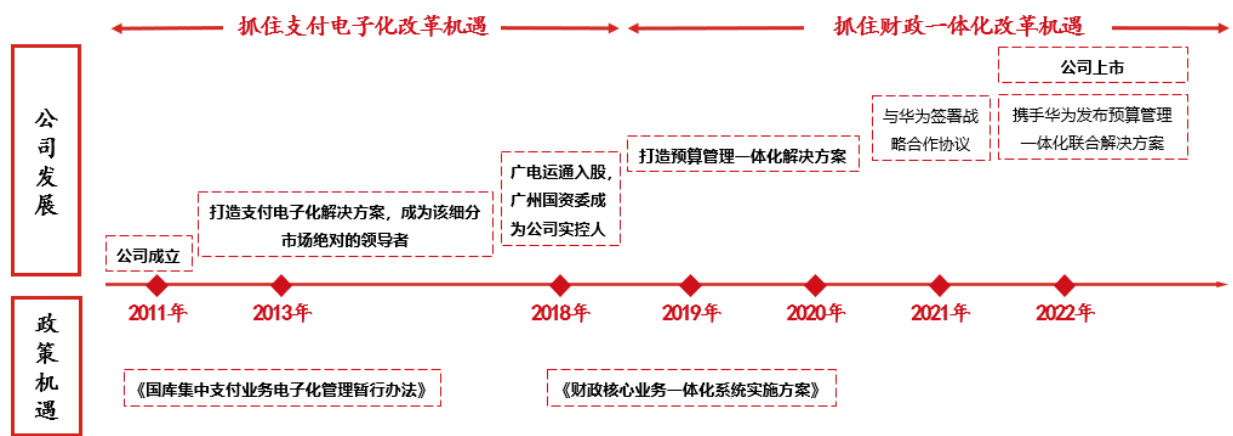
图 45. 数字人民币国库集中支付试点进展.....	26
图 46. 公司收入拆分预测（2023-2025 年，单位：百万元）	28
图 47. 可比公司 PE 估值.....	29

1 高稀缺的智慧财政领军

1.1 乘改革东风启航，引国资入股腾飞

精准把握政策机遇，十年铸就智慧财政领军。公司成立于2011年，深耕财政信息化十余年，是行业领先的智慧财政综合解决方案供应商。2013年，公司抓住国库集中支付业务电子化改革机遇，打造支付电子化核心解决方案，成为该细分市场的领导者。2019年，作为财政部技术标准制订小组成员，中科江南再次抓住财政核心业务一体化改革机遇，推出预算管理一体化解决方案，找到第二增长曲线。历经多轮与政策的协同共振，公司现已成为国内稀缺的智慧财政领军企业。

图1.公司发展历程



数据来源：公司官网、公司招股书、财通证券研究所

国资入股，实际控制人为广州市国资委。2018年，智慧金融服务商广电运通（002152.SZ）收购公司当时46%的股份，其背后的广州市国资委成为公司的实际控制人。伴随财政信息化改革不断深化，结合广电运通智慧金融布局，公司重整行装再出发，顺利抓住多轮政策机遇，坚定做“财政信息化和数字经济基础设施的建设者”。

图2.公司股权结构图（截至2022Q4）



数据来源：公司年报、公司招股书、财通证券研究所

1.2 精准把脉改革需求，公司业务布局合理

公司主业覆盖“三方案一服务”，并向多行业延伸。“三方案”主要包括支付电子化解决方案、财政预算管理一体化解决方案、预算单位财务解决方案。“一服务”主要是基于客户需求提供配套的运维服务。此外，依托在财政金融领域积累的技术储备和项目经验，公司正打造行业电子化应用平台，为医疗、会计、海关、税务等领域提供电子化解决方案，向多行业延伸发展。

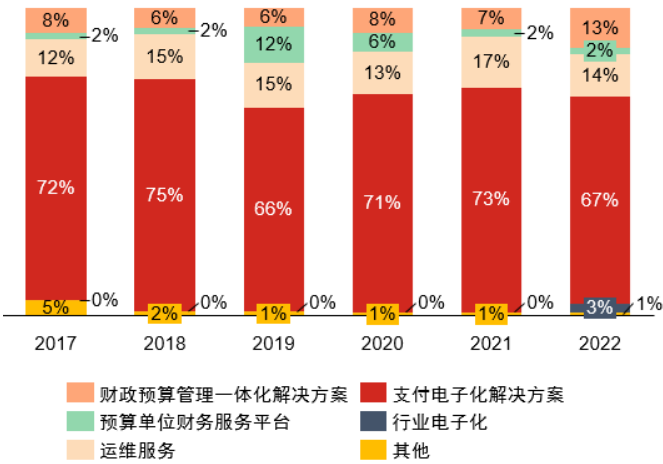
图3.公司主要业务对比

分类	代表产品和服务	适用客户	整体标准化程度
支付电子化解决方案	电子凭证库系统、电子印章系统、银行支付柜面系统、银行自助柜面系统	财政部门、人民银行、代理银行	不属于标准化软件产品
财政预算管理一体化解决方案	财政综合业务管理系统	财政部门	不属于标准化软件产品
预算单位财务服务平台	预算单位财务管理系统及电子化	预算单位	属于标准化软件产品
运维服务	技术支持、产品升级、系统安全运行保障	财政部门、人民银行代理银行、预算单位	不属于标准化软件产品
行业电子化应用平台	证照电子化解决方案、支付电子化解决方案、票据电子化解决方案、政府采购电子化解决方案、财务电子化解决方案	各政府机关、事业单位金融机构等	建设中

数据来源：公司招股书、财通证券研究所

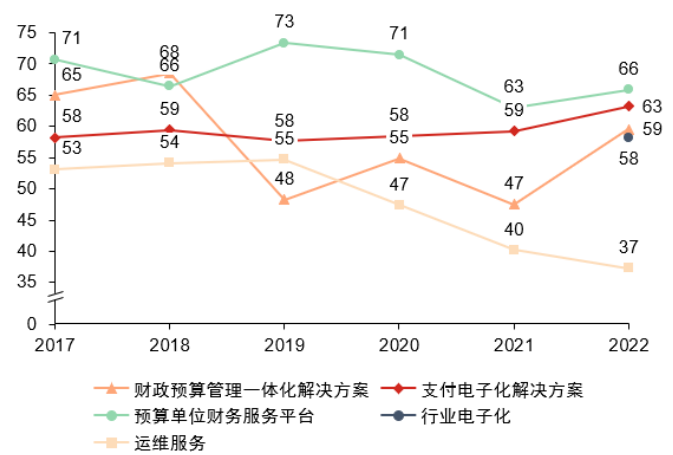
公司核心业务稳定，产品化程度不断提升。公司的现金牛业务为支付电子化解决方案，2022年贡献了67%的收入，随着规模效应日渐凸显，毛利率呈稳步上升态势。第二大收入来源为预算管理一体化业务，2019年起受政策驱动进入多项目定制开发阶段，毛利率波动较大，目前已进入推广阶段，毛利率迅速攀升至59%。预算单位服务平台业务属于标准化软件产品，毛利率明显高于其他业务。

图4.公司主要业务收入结构（2017-2022）



数据来源：Choice、财通证券研究所

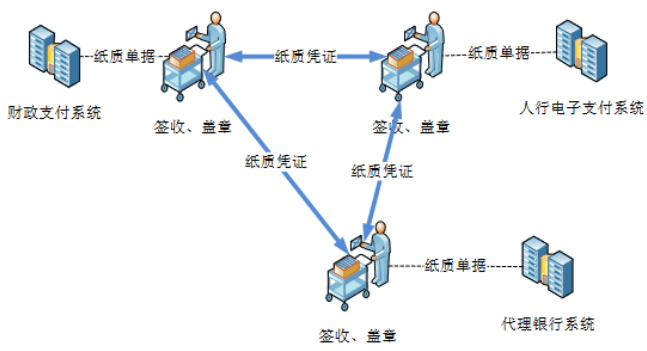
图5.公司主要业务毛利率对比数据（%）（2017-2022）



数据来源：Choice、财通证券研究所

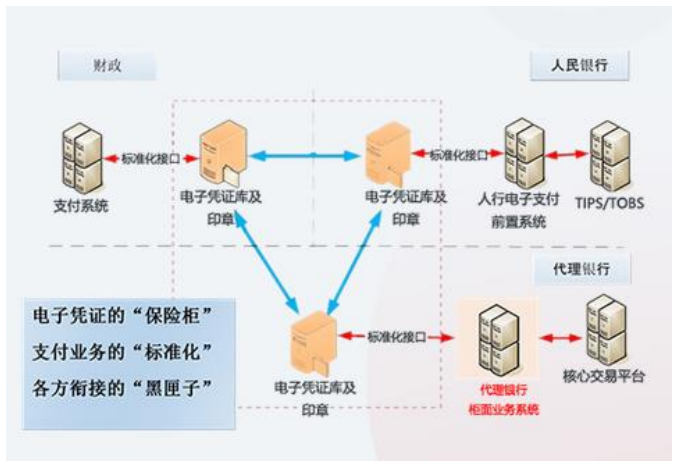
支付电子化方案，助力财政支付实现安全、高效、无纸化。2013年财政部要求各级财政部门牵头开展国库集中支付电子化管理。传统模式下，财政支付需要依靠纸质单据办理，辨伪难且效率偏低，而公司开发的支付电子化解决方案，基于统一的规范标准，在财政、人行、代理银行三方同步部署电子凭证库及印章，用电子指令替代纸质单据凭证，大幅提升了国库支付的安全性和效率。2017-2022年，公司该业务以每年27%的复合增长率快速抢占市场。截至2021年底就已覆盖97%的省级财政、100%的市级财政和99%的县级财政。

图6.支付电子化改革前业务流程图



数据来源：公司招股书、财通证券研究所

图7.支付电子化改革后业务流程图



数据来源：公司招股书、财通证券研究所

预算管理一体化业务，构建现代财政治理“数字底座”。2019年，财政部启动了财政核心业务一体化改革。一体化系统建设要求用一套系统贯穿财政资金管理的全流程，让财政数据真正在上下级财政间、不同业务间实现流动。公司基于“微

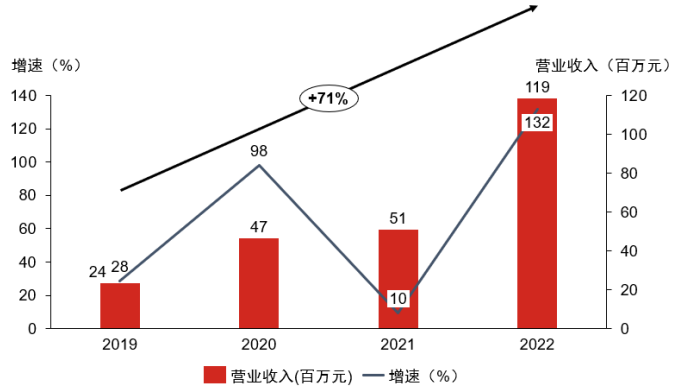
服务+财政中台”的设计理念，开发预算管理一体化解决方案，为现代财政治理提供了“数据底座”。2019-2022年，公司该业务CAGR高达71%。截至2022年底，公司财政预算管理一体化业务覆盖14个省级财政单位，覆盖数量位居行业前列。

图8.财政预算管理一体化系统框架



数据来源：公司官网、财通证券研究所

图9.预算管理一体化收入（百万元，%）（2019-2022）



数据来源：Choice、财通证券研究所

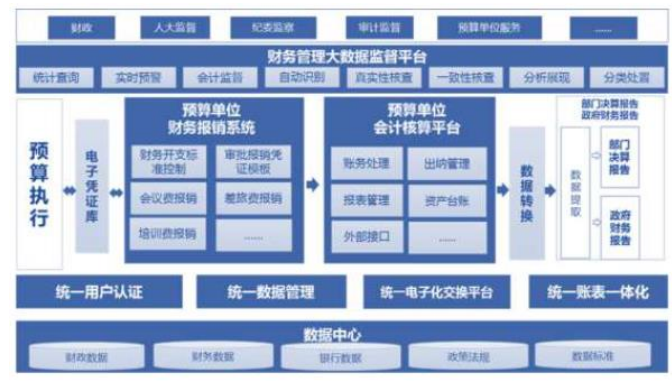
预算单位财务服务平台，打通财政资金监管最后一公里。预算单位是财政资金的最终使用者，公司基于2019年施行的政府新会计制度，为预算单位开发了一套同时满足预算会计和财务会计双需求的财务管理软件。在财政一体化系统建设背景下，通过在预算单位部署统一的财务服务平台，不仅可以高效管理两套会计账，还能打通财政资金监管最后一公里，实现穿透式监管，让财政资金在阳光下接受监督。

图10.公司新版预算单位财务服务平台使用界面



数据来源：公司微信公众号、财通证券研究所

图11.预算单位财务服务平台系统框架图



数据来源：公司招股书、财通证券研究所

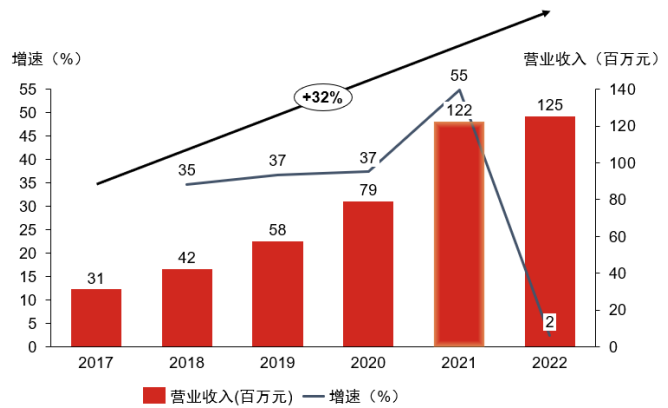
依托核心业务，运维服务实现稳健增长。因为支付电子化等核心业务定制化程度较高，且财政等客户对系统稳定性要求极高，公司基于客户需求，提供了不同层级不同类别的运维服务，比如技术支持、产品升级、安全保障等。依托迅猛增长的核心业务，2017-2022年运维服务收入实现32%的复合增速，随着预算管理一体化业务加速推广，运维收入将维持稳健增长。

图12.运维服务类型对比

类型	标准服务	增值服务	拓展服务
主要内容	系统日常维护、运行跟踪、故障排查、缺陷修复等全方位技术支持服务	为用户提供个性化的定制服务	完全定制的服务
服务方式	依托“CRM+呼叫中心+知识库”提供远程服务支持	通过长期驻场更好地满足特定客户产品使用过程中的个性化需求	针对客户特定需求的、非常规的运维服务需求，如应客户要求帮助客户构建自身运维管理体系等，
主要客户	财政部门、人民银行、代理银行、预算单位		

数据来源：公司招股书、财通证券研究所

图13.运维服务收入数据（百万元，%）（2017-2022）



数据来源：Choice、财通证券研究所

打造行业电子化产品矩阵，向多行业进军。作为财政行业领先的国库集中支付电子化系统供应商，公司积累了深厚的电子化技术和实施经验，通过将其转化为证照/支付/票据/政府采购/财务五大电子化解决方案，打造电子政务产品矩阵，不仅可以更好地服务现有财政金融客户，更能先人一步向多行业进军，开拓税务、医疗、教育、海关等领域电子化市场，打开自身成长空间。2022年，该业务实现从0到1的突破，营业收入达到2385万。

图14.行业电子化应用平台项目



数据来源：公司招股书、财通证券研究所

图15.电子证照管理平台

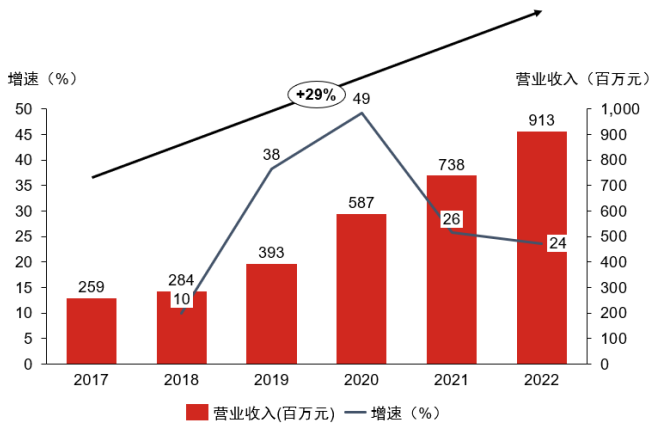


数据来源：公司官网、财通证券研究所

1.3 业绩持续高速增长，盈利能力不断提升

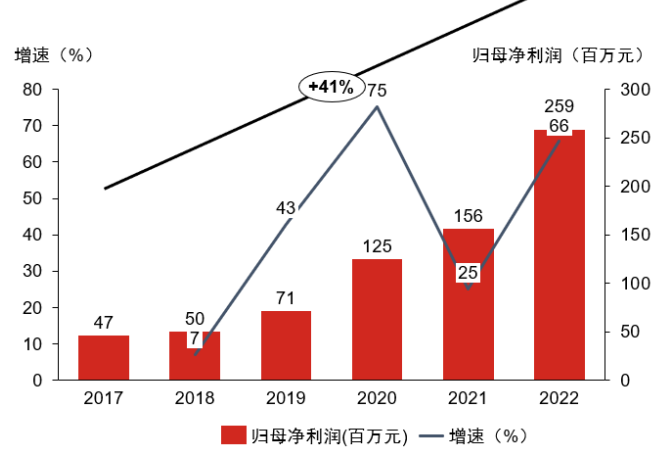
业绩持续高速增长，归母净利润节节攀升。随着2019年财政部部署全国财政核心业务一体化建设，利好政策频频发布，公司2022年营业收入攀升至9.1亿元，2017-2022年复合增长率高达29%，实现高速增长。2022年归母净利润高达2.59亿元，5年归母净利润复合增长率高达41%，归母净利润节节攀升。

图16.公司营业收入数据（2017-2022）



数据来源：Choice、财通证券研究所

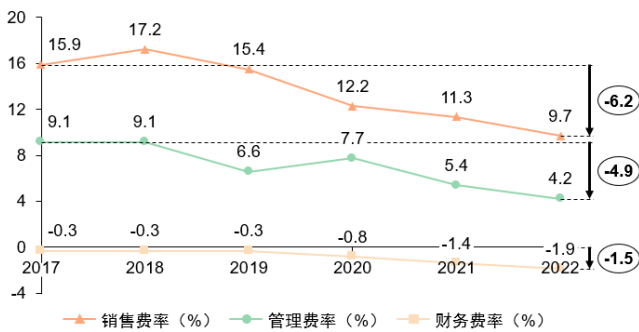
图17.公司归母净利润数据（2017-2022）



数据来源：Choice、财通证券研究所

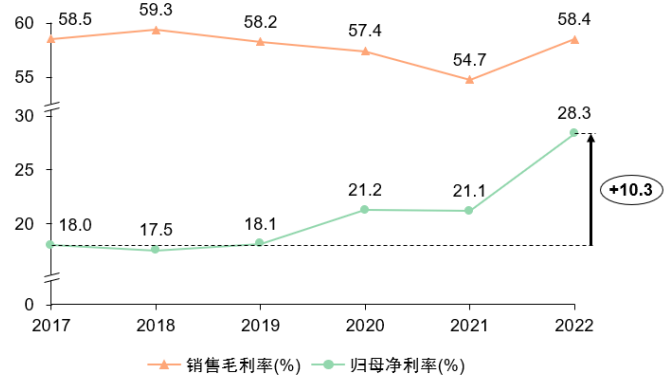
营运效率不断优化，盈利能力持续提升。2017-2022，随着各业务持续发展，规模效应显现，公司的销售费用率、管理费用率、财务费用率持续下降，分别下降6.2个百分点、4.9个百分点和1.5个百分点，营运效率不断优化。得益于卓越的产品和服务竞争力，公司整体毛利率在2022年迅速回升至58%，叠加优秀的费用管控力，归母净利率较2017年提高了10.3个百分点，盈利能力不断提升。

图18.公司三大费用数据（2017-2022）



数据来源：Choice、财通证券研究所

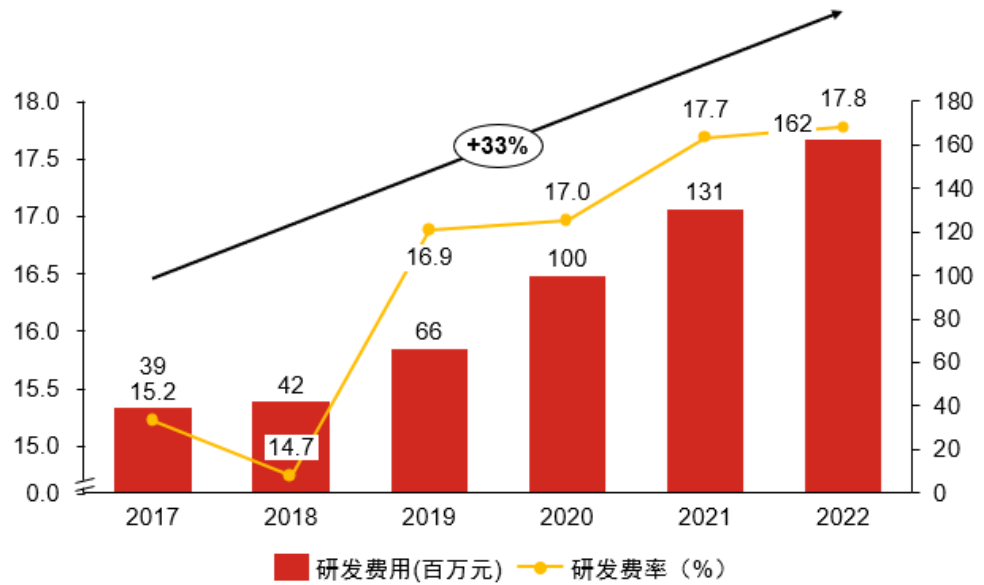
图19.公司销售毛利率和归母净利率数据（2017-2022）



数据来源：Choice、财通证券研究所

研发力度持续加大。公司高度重视研发工作，研发费用率逐年攀升，2022年高达18%。2017-2022年，公司研发费用复合增长率高达33%，2022年已突破1.6亿元，高强度的研发投入帮助公司在财政信息化、数字化领域深挖技术护城河。截至2022年5月，公司已积累了10项核心技术、4项发明专利、77项软件著作权等。

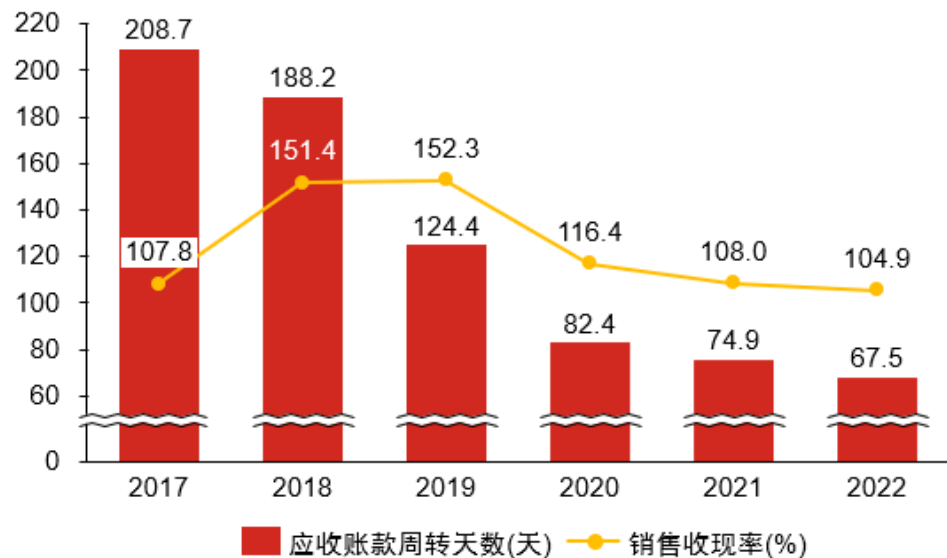
图20.公司研发费用数据（2017-2022）



数据来源：Choice、财通证券研究所

回款能力不断提升。公司客户多为各级财政部门、金融机构和行政事业单位，信用水平良好，所以应收账款质量较高，2017-2022年，公司每年销售收现率均超过100%。通过持续加强的业务管理和销售回款考核，公司的应收账款周转天数大幅下降，从2017年的208.7天下降至2022年的67.5天，缩短141.2天。

图21.公司应收账款数据（2017-2022）



数据来源：Choice、财通证券研究所

2 政策不断催化，财政数字化开创新蓝海

2.1 现代财政发展和数字政府建设双轮驱动，财政数字化乘风起航

现代财政发展对财政信息化、数字化提出新要求。党的十八届三中全会明确指出“财政是国家治理的基础和重要支柱”，赋予财政在国家治理中的全新地位，标志着我国正式进入现代财政阶段。在数字经济蓬勃发展和财政紧平衡状态下，现代财政发展亟需运用新一代数字技术和数字化思维，全面深化预算制度改革，加快建立现代财政制度，推动财政数字化转型。

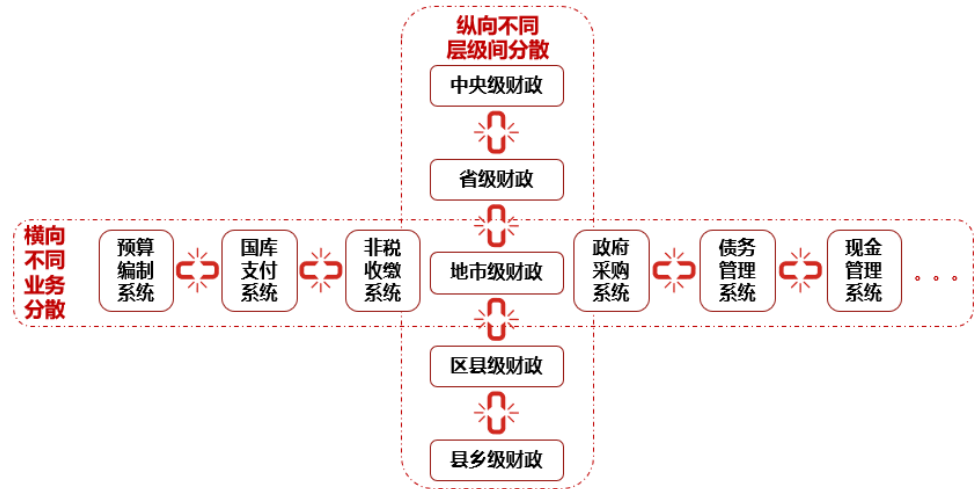
图22.早期财政信息化“金财工程”的结构图



数据来源：公司招股书、财通证券研究所

“分散”的“金财工程”，难以满足现代财政发展需要。2002年初启动的“金财工程”，基于八大财政实务，分别开发了对应的信息化系统，奠定了财政信息化的基础。但由于顶层设计不足，“分散”的“金财工程”愈难满足现代财政发展需要，纵向上下级财政系统较为“分散”，中央/省/市/县/乡五级财政部门的数据报送需要依靠人工操作，横向不同业务系统较为“分散”，比如预算数据与国库数据无法通过系统互联互通。现代财政发展亟需一场全面而彻底的数字化转型，推动不同层级不同业务形成合力，从而应对日益复杂的治理需要。

图23.传统财政信息化“分散”问题突出



数据来源：公司招股书、财通证券研究所

数字政府重磅政策频出，为财政数字化发展送来改革东风。2019年以来，党和国家高度重视数字政务、数字政府的发展，从党的十九届四中全会首次提及“数字政府建设”，到国务院印发《关于加强数字政府建设的指导意见》对数字政府建设做出全面安排，再到最新印发的《数字中国建设整体布局规划》强调发展高效协同的数字政务。重磅政策频频落地，数字政府建设在全社会掀起了一场数字化转型浪潮，为财政数字化建设提供了广泛的社会基础和改革助力。

图24.数字政府相关政策（2019-2023）

时间	政策或会议	内容或影响
2023年2月	《数字中国建设整体布局规划》	发展高效协同的数字政务。加快制度规则创新，完善与数字政务建设相适应的规章制度。强化数字化能力建设，促进信息系统网络互联互通、数据按需共享、业务高效协同。 将数字中国建设工作情况作为对有关党政领导干部考核评价的参考。
2022年12月	《中共中央国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	“数据二十条”是我国数据基础制度的顶层设计，回应了数据基础制度建设的迫切需求，有助于打造“1+N”数据基础制度体系，更好地激活数据要素潜能，做强做优做大数字经济。
2022年10月	《全国一体化政务大数据体系建设指南》	要深入贯彻落实数字政府建设、加快推进全国一体化政务大数据体系建设的决策部署，推动政务数据平台建设，积极开展政务大数据体系相关体制机制和应用服务创新。
2022年6月	《关于加强数字政府建设的指导意见》	对我国数字政府建设作出了全面安排，成为数字政府领域具有体系性、完备性和指导性的纲领性文件； 在各级党委领导下，建立常态化考核机制，将数字政府建设工作作为政府绩效考核的重要内容，考核结果作为领导班子和有关领导干部综合考核评价的重要参考。
2022年4月	中央全面深化改革委员会第二十五次会议	习总书记在中央全面深化改革委员会第二十五次会议时强调，要全面贯彻网络强国战略，把数字技术广泛应用于政府管理服务，推动政府数字化、智能化运行，为推进国家治理体系和治理能力现代化提供有力支撑。
2021年3月	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	将数字政府建设单列一章，擘画了数字政府发展蓝图
2019年10月	《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》	党的十九届四中全会在国家层面首次明确提出“推进数字政府建设”

数据来源：政府官网、公司招股书、财通证券研究所

顺风起航，预算管理一体化开启财政数字化新征程。同样是在2019年，财政部接连印发四份重磅文件《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》，组织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，部署推动了财政核心业务一体化系统建设，现代财政发展就此踏上了全面拥抱数字化的新征程。

图25.预算管理一体化建设相关政策（2019-2022）

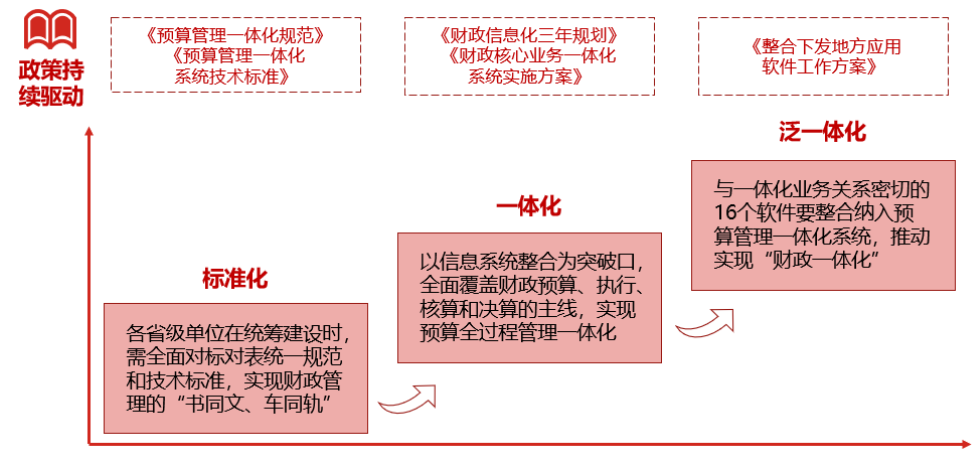
时间	政策或会议	内容或影响
2022年	《财政部关于加快将资产管理、决算和报告等业务纳入预算管理一体化的通知》	要求推进相关系统纳入预算管理一体化系统，丰富了预算管理一体化系统的业务内涵和功能
2022年	《预算指标核算管理办法（试行）》	要求自 2023年7月1日 起在全国范围内统一实施，实现 全国预算指标管理系统一体化、标准化、信息化、数字化 。
2021年	《财政部关于印发<财政部整合下发地方应用软件工作方案>的通知》(财办[2021]25号)	要求进一步推进一体化系统整合， 将关系密切的16个软件整合纳入预算管理一体化系统
2021年	国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见（国发〔2021〕5号）	要求以 省级财政为主体加快建设覆盖本地区的预算管理一体化系统并与中央财政对接 ，动态反映各级预算安排和执行情况，力争 2022年底全面运行 。
2020年	《预算管理一体化规范（试行）》	制定全国统一的财政核心业务管理规范，并依据规范制定全国统一的技术标准，在此基础上 推进全国统一财政业务规范和技术标准全覆盖 ；
2020年	《预算管理一体化系统技术标准 V1.0》	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。
2019年	《财政核心业务一体化系统实施方案》	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	《财政信息化三年重点规划》	财政核心业务一体化系统建设的总体目标： 运用信息化手段全面深化预算制度改革，加快建立现代财政制度 ；
2019年	《关于推进财政大数据应用的实施意见》	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 ，建立全面规范透明、标准科学、约束有力的预算制度，全面实施绩效管理， 用软件系统固化预算管理流程，严格落实预算法 。
2019年	《财政信息系统集中化推进工作方案》	

数据来源：政府官网、公司招股书、公司年报、财通证券研究所

2.2 一体化、国产化、智能化，财政数字化开创新蓝海

预算管理一体化，构建现代财政治理数字底座。预算管理一体化意在围绕财政性资金的预算编制、预算调整、预算执行及决算的主线，为各级财政部门提供全面的数字化解决方案。从实践路径看，前期的关键步骤包括标准化、一体化和泛一体化。标准化重在制定全国统一的业务规范和技术要求，为纵向统一奠定基础；一体化重在将八大和预算管理关系最紧密的系统整合在一起，用软件系统固化预算管理流程，实现“预算管理一体化”；泛一体化则是将其余的财政业务系统整合进一体化系统中，从而为现代财政治理打造出一套横纵贯通、全面整合的数字底座。

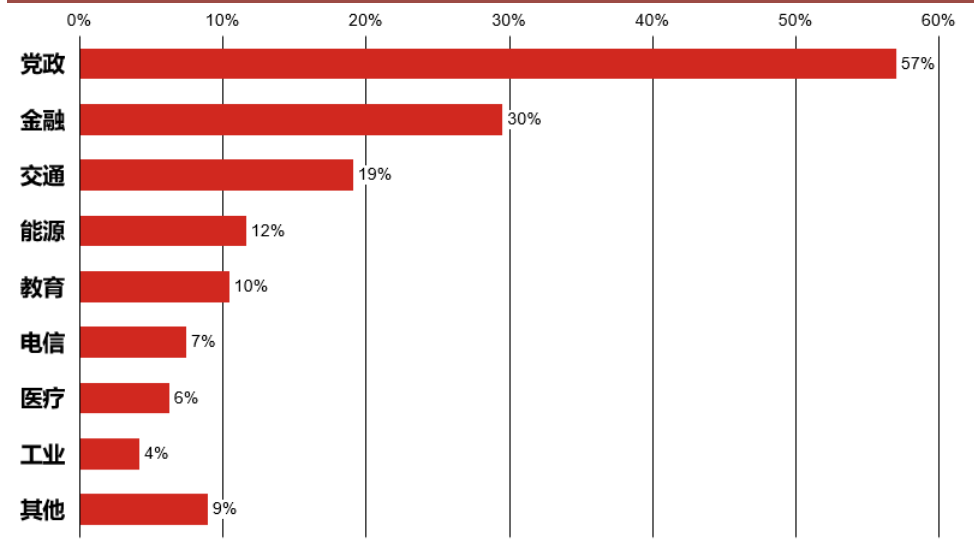
图26.预算管理一体化建设步骤



数据来源:《财政数字化最佳实践白皮书》(陕西财政厅、江苏财政厅、湖北财政厅、华为)、财通证券研究所

信创背景下,财政数字化催生大量国产适配需求。财政部门作为重要政府部门,几乎关联了所有党政群团部门的收支活动和数据,涉及范围广、信息敏感性高,系统一旦被攻击将会影响国家经济的正常运转,因此财政系统的国产化改造势在必行。从实际执行看,财政数字化主要从两方面创造国产适配需求,一是**增量新建系统直接基于国产化软硬件开发**,比如广东省在搭建“数字财政”系统时就明确要求实现软硬件国产化;二是**存量系统国产化改造需求**,比如已广泛推广部署的支付电子化系统需重新进行国产化改造。

图27.各领域的信创应用落地进程(截至2021年12月底)



数据来源:工信部及下属机构、地方经信委、零壹智库、财通证券研究所

向智能化迈进,财政数字化前景广阔。财政数字化的终极目标是实现智能化,财政部在《关于推进财政大数据应用的实施意见》中明确提出,“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”。因此，运用大数据、人工智能、区块链等先进技术，充分挖掘财政数据价值，打造智能化应用具有广阔市场前景，比如可以开发财政业务智慧客服，高效回答各级财政和预算管理人员对系统操作和基本业务方面的问题等。

图28.财政智能化应用举例

应用方向	详细介绍
财政业务智慧客服	通过积累常见业务问题，利用生成式AI技术，建立财政业务知识库客服机器人，高效回答各级财政和预算管理人员对系统操作和基本业务方面的问题
财税政策智能分析	通过人工智能对经济运行指标、财政收支数据和重点税源企业等信息的分析，在政策落地前进行测算，实现政策效益的最大化
执行分析智能助手	自动分析全国、全省、兄弟省份、下级行政区域的经济指标、财政收支执行数据、重大项目建设情况、“三保”情况，生成分析报告，为领导决策提供建议支撑。
智慧监管	实现对各地财政收支、库款情况、“三保”情况、大额支出等进行智慧综合监管

数据来源：《财政数字化最佳实践白皮书》（陕西财政厅、江苏财政厅、湖北财政厅、华为）、财通证券研究所

3 财政数字化市场广阔规模近百亿元，公司整体卡位优势显著

3.1 预算管理一体化整体市场规模约 33 亿元，呈三足鼎立格局，公司覆盖省份最多

预算管理一体化整体市场广阔，市场规模约 33 亿元。根据财政部要求，各省预算管理一体化系统建设分两步走，第一步由各省级财政部门统筹建设，第二步向各下级财政部门推广。实际建设中存在自建模式和跟随模式：17 个省级财政部门选择自建模式，自主选择系统开发商建设一体化系统，成本虽高但更能满足个性化需求；17 个选择跟随模式，跟随并仿照已试点成功的海南或河北进行建设，成本较低且效率高。基于上述情况，测算总市场规模时，可以分别测算自建市场和跟随市场，每种模式下再分别测算省级建设市场和市县级推广市场，经计算预算管理一体化整体市场规模约 33 亿元。

图29.预算管理一体化市场规模测算

测算过程		假设与备注		
预算管理一体化市场规模（万元） $Y=Z+G$	332640			总市场=自建模式市场+跟随模式市场
自建模式（万元） Z	235488			17个省级财政部门选择自建模式，自主选择开发商，统筹建设符合统一要求和本省需求的一体化系统，再向市县推广
项目	省级	地市级	区县级	——数据来源为《2020年5月中华人民共和国县级以上行政区划代码》 ——实际执行时，计划单列市纳入省级考虑 ——基于业务可行性，不考虑香港、澳门、台湾 ——乡镇级单位众多可参考案例少，本次测算暂不考虑
各级财政部门数量（个）	36	328	2846	
自建模式下财政部门数量（个） A	17	155	1344	假设各级财政部门在省际间均匀分布，则17个省级财政部门对应155个地市级财政和1344个区县级财政。
客单价（万元） B	2500	500	70	根据公司招股书和采招网数据，自建模式下成本相对较高，省级单价约为2500万元，地市级为500万元，区县级为70万元
自建模式建设推广市场规模（万元） $C=A*B$	42500	77500	94080	
配套运维服务（万元） $D=C*10\%$	4250	7750	9408	根据公司经验，运维服务费用约为其他费用的10%
自建模式市场规模合计（万元） $E=C+D$	46750	85250	103488	自建模式省级建设市场4.7亿元，市县推广市场18.9亿元，合计23.5亿元
	235488			
跟随模式（万元） G	97152			17个省级财政部门选择跟随模式，跟随并仿照已试点成功的海南或河北进行一体化系统建设，再向市县推广
项目	省级	地市级	区县级	
跟随模式下财政部门数量（个） A	17	155	1344	跟随模式下，不考虑海南和河北，假设剩余17个省级财政对应155个地市级财政和1344个区县级财政。
客单价（万元） B	1000	200	30	跟随模式下，成本相较自建模式更低，假设省级财政部门约1000万元，地市级约200万元，区县级约30万元
跟随模式建设推广市场规模（万元） $C=A*B$	17000	31000	40320	
配套运维服务（万元） $D=C*10\%$	1700	3100	4032	根据公司经验，运维服务费用约为其他费用的10%
跟随模式市场规模合计（万元） $E=C+D$	18700	34100	44352	跟随模式省级建设市场1.9亿元，市县推广市场7.8亿元，合计9.7亿元
	97152			

数据来源：公司招股书、采招网、财通证券研究所

中科江南、博思软件、太极华青三足鼎立，公司覆盖省份最多。根据采招网和公司招股书数据，截至2023年2月底，中科江南、博思软件和太极华青分别获得预算管理一体化订单金额3.1亿元、2.7亿元和2.8亿元，呈三足鼎立格局。三家企业凭借自身独特优势，切入一体化市场，中科江南精于国库集中支付电子化，博思软件长于非税收入和票据电子化，太极华青专于直达资金系统。各省在建设一体化系统时，会基于自身需求，选择单独一家或者分包多家承建。目前中科江南覆盖省份相对最多，在建设阶段，17个自建模式的省级财政部门中参与了11家；截至2022年底，根据公司披露最新数据已覆盖14个省级财政单位。

图30.预算管理一体化市场主要供应商对比

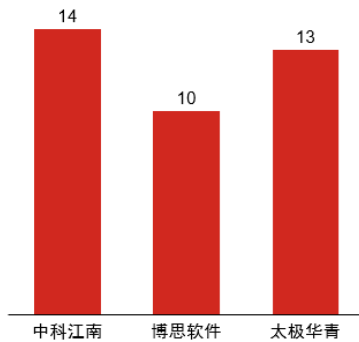
公司	竞争优势	市场覆盖情况	已获得订单金额
中科江南	公司在国库支付电子化领域具有优势，在预算管理一体化领域全程参与了财政部统一业务规范和技术标准制定	建设阶段，覆盖17个自建模式省份中的11个；截至2022年底，已覆盖江苏、辽宁、湖南、广西、广东、河南、青海、贵州等14个省级财政部门	根据采招网和公司招股书数据，估算已获得订单金额超3.1亿元
博思软件	博思软件在财政票据电子化管理、政府非税收入管理信息化及公共缴费服务领域拥有技术和产品优势	根据采招网数据，累计覆盖财政部和9个省级区域，比如福建、陕西、吉林、上海、内蒙古、湖北等地	根据采招网数据，估算已累计获得超2.7亿元订单
太极华青	太极华青是在直达资金监控和专项资金监管领域拥有技术和产品优势	根据采招网数据，累计覆盖财政部和12个省级区域，比如浙江、安徽、北京、广西、四川、宁夏等地	根据采招网数据，估算已累计获得超过2.8亿元订单

数据来源：各公司年报、各公司官网、各公司公告、采招网、财通证券研究所

注：1.存在采招网未完全统计各地市一体化系统项目的可能，因此覆盖省份及订单总额仅供参考，可能与实际情况存有差异

2.根据中科江南年报披露已覆盖了14个省级财政部门（省财政厅局），根据采招网数据已进入17个省级区域市场

图31.预算管理一体化市场主要供应商覆盖省份情况

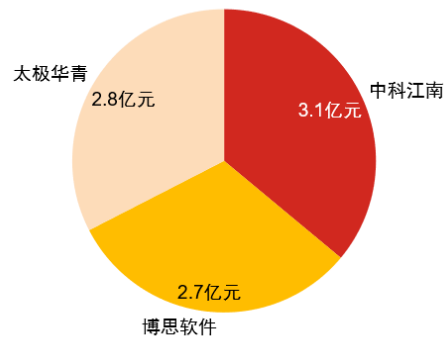


数据来源：各公司年报、各公司官网、各公司公告、采招网、财通证券研究所

注：1.统计时将博思软件和太极华青参与的财政部一体化项目也考虑进来

2.中科江南数据来源为公司年报，博思与太极数据来源于采招网

图32.预算管理一体化市场主要供应商订单金额情况



数据来源：各公司年报、各公司官网、各公司公告、采招网、财通证券研究所

注：三家企业为该赛道主要参与者，其余参与者体量较小，未列入统计，严谨考虑不展示市场占比数据

公司预计可获得约11亿元市场份额。截至2021年底，根据公司招股书数据，预算一体化业务已覆盖11个省级财政，165个地市财政，1520个区县财政。客单价分别为省级客户1053万/单，地市级233万/单，区县级33万/单。考虑运维服务在内，经我们测算，公司在建设和推广阶段总计可获得约11亿元订单，约占总市场规模的33%。

图33.公司预计可获得预算管理一体化订单金额测算

测算过程				假设与备注
项目	省级	地市级	区县级	
公司覆盖财政单位数量 (个) A	11	165	1520	数据来源为公司招股书, 截至2021年底
客单价 (万元) B	1053	233	33	根据公司招股书和采招网数据, 假设公司的客单价为省级客户1053万元/单, 地市级233万元/单, 区县级33万元/单
各级财政单位订单规模 (万元) C=A*B	11583	38445	50160	
配套运维服务 (万元) D=C*10%	1158	3845	5016	运维费用约为其他费用10%
公司可获得各级财政单位订单规模 (万元) E=C+D	12741	42290	55176	获得省级建设市场1.3亿, 市县推广市场9.7亿, 合计11亿元
	110207			

数据来源: 公司招股书、采招网、财通证券研究所

3.2 受一体化业务带动, 预算单位财务服务平台市场规模约 31.5 亿元

受预算管理一体化业务带动, 预算单位财务服务平台市场规模约 31.5 亿元。预算管理一体化系统建设为预算单位财务服务平台创造了新的市场需求, 根据财政部财办[2019]30 号文件要求, 各省可尝试以省为单位集中部署统一的预算单位会计核算系统。假设全国 69.9 万个预算单位均需安装预算单位财务服务平台, 客单价为公司“网络版-C6”产品的标准报价 4500 元/许可, 直接相乘可得市场规模约为 31.5 亿元。

赛道竞争激烈, 公司可获得保守情景 6.8 亿市场, 乐观情景 10.4 亿市场。预算单位财务服务平台产品研发难度相对较低, 赛道竞争激烈, 截至 2022 年底, 公司已覆盖河南、广西、辽宁、云南、贵州等五省预算单位并服务于湖南、安徽、江西等地 5 万家预算单位客户。因为公司开发的财务服务平台横向可与一体化系统无缝衔接, 所以在财政部门主导、统一采购部署的省份具备较强竞争力, 有望抢占更多市场。保守情境下, 公司有望获得约 6.8 亿元市场; 乐观情境下, 可争得约 10.4 亿元市场。

图34.公司预计可获得预算单位财务服务平台订单金额测算

情景		假设或备注
保守情景		仅考虑2022年报披露的已覆盖的河南、广西、辽宁、云南、贵州五省预算单位整体市场和湖南、安徽、江西的5玩家散装客户市场
公司明确获得订单省份的财政单位数量 (万个) A	15	每省约2万个预算单位，五省对应的预算单位数量约为10万家，加上5万家散装客户，共计约15万家
客单价 (元) B	4500	以公司“网络版-C6”产品单价为计
保守情景下公司可取得订单金额 (万元) C=A*B	67500	
乐观情景		除已披露的预算单位客户数量外，假设公司在已进入的11个自建一体化系统省份里，额外获取4家省份的集中采购合同
公司明确获得订单省份的财政单位数量 (个) A	15	上述已测算，约15万家
公司额外获取4个省份集采合同覆盖的预算单位数量 (个) D	8	假设额外获取的四个省份预算单位数量约8万家
客单价 (元) B	4500	以公司“网络版-C6”产品单价为计
乐观情景下公司可取得订单金额 (万元) E= (A+D) *B	103500	

数据来源：公司招股书、公司年报、财通证券研究所

3.3 多需求拉动支付电子化释放约 19 亿元市场，公司独占鳌头

一体化新政、银行对等部署、信创适配、配套运维四大需求，拉动支付电子化释放 19 亿元市场空间。需求 A：基于一体化新政，对财政部门进行支付电子化的升级和下沉推广，预计可创造 4.5 亿元市场。需求 B：通过在与各级财政部门对应的人行和代理银行对等部署支付电子化系统，预计可创造 10 亿元市场。需求 C：基于信创及自主可控要求，需要对各级财政部门 and 省级财政对等部署的银行，进行支付电子化系统的国产软硬件适配，预计可创造 2.5 亿元市场。需求 D：通过提供配套运维服务，预计可创造贡献 1.7 亿元市场需求。

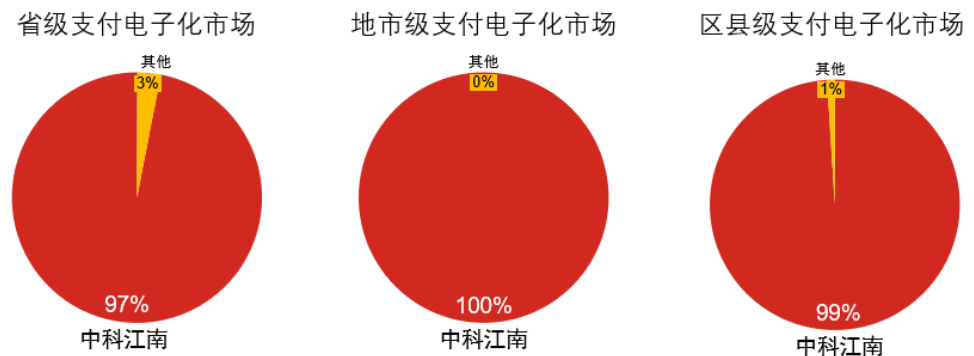
图35.支付电子化业务市场空间测算

项目	省级	地市级	区县级	合计	假设与备注
各级财政单位数量 (个)	36	328	2846	-	——计划单列市纳入省级统计, 不考虑香港、澳门、台湾, 暂不考虑乡镇级财政单位。
支付电子化的进一步升级和推广下沉涉及财政单位数量 (个)	36	328	2846	-	——假设省市县各级财政部门均需进行改造, 因为已实施支付电子化的需对标一体化新政进行升级, 未实施的需加快推广。
支付电子化的进一步升级和推广下沉市场规模 (万元) A	1296	6888	36998	45182	——根据公司招股书, 省/市/县改造费用分别为36/21/13万元。
银行对等部署支付电子化数量 (个)	216	1312	5692	-	——支付电子化系统需在财政、人行和代理行三方对等部署, 一般省级财政部门对应1家人行和5家代理行, 市级对应1家人行和3家代理行, 县级对应1家人行和1家代理行。
银行对等部署支付电子化市场规模 (万元) B	7776	23616	68304	99696	——根据公司招股书, 省/市/县改造费用分别为36/18/12万元。
信创背景下的支付电子化系统的适配改造财政单位和银行数量	252	328	2846	-	——适配对象为各级财政部门 and 省级财政对等部署的银行。因银行系统垂直管理, 省级改造后, 市县级适配工作量可忽略。
信创背景下的支付电子化系统的适配改造市场规模 (万元) C	7560	3280	14230	25070	——根据公司招股书, 省/市/县适配费用分别为30/10/5万元
配套运维服务 (万元) D= (A+B+C) *10%	1663	3378	12010	17052	——支付电子化业务定制化程度高, 需提供运维服务, 费用为其他费用的10%
四大需求合计市场空间 (万元) E=A+B+C+D	187000				

数据来源: 公司招股书、财通证券研究所

公司独占支付电子化赛道鳌头, 预计可获取 18 亿元市场份额。公司在支付电子化产品开发、实施方面具有明显的技术优势, 是人民银行、财政部国库资金电子支付标准的主要参与者。截至 2021 年底, 公司支付电子化产品已覆盖 35 个省级, 328 个地市级, 2828 个区县级, 各级市场覆盖比分别为 97%、100%、99%。根据该市场占有率测算, 公司可获得约 18 亿元支付电子化市场份额。

图36.公司支付电子化赛道省市县三级市场占有率



数据来源: 公司招股书、财通证券研究所

4 人才技术客户三重优势构筑核心竞争力，多因素驱动持续增长

4.1 三大核心竞争力：稀缺人才多、技术实力强、客户覆盖广

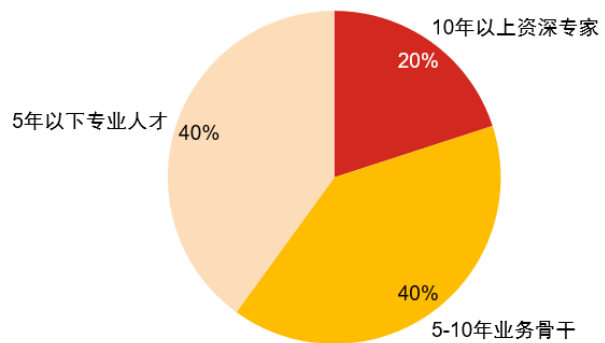
财政业务高度复杂，公司拥有多位高稀缺复合型专家。预算管理一体化系统高度复杂，因为财政作为综合经济管理部门，业务涉及面广、对接单位多、管理流程繁多，以广东为例，其一体化系统涉及 312 个业务场景，2500 多个功能用地。有深耕财政信息化多年，深知行业 Know-how 和信息化技术的复合型专家带队，有利于设计出既符合财政部统一业务规范和技术标准，又满足各省差异化需求的预算管理一体化解决方案。因此，懂财政业务的复合型技术专家是行业的稀缺资源，也是构建核心竞争力的关键。公司拥有以曾纪才为首的 5 位高稀缺的复合型专家，并且构建了梯队分明、实力强劲的实施服务团队，这些稳定且战斗力强的人才队伍是公司巩固市场地位、抢占各细分赛道的核心竞争力。

图37.公司核心技术人才情况

姓名	行业从业年限	主要贡献	简介持股比例
曾纪才	20年以上	总工程师，全面统管研发各产品线，公司技术带头人	3.71%
朱支群	20年以上	负责预算一体化产品线设计和研发	0.43%
张来生	20年以上	负责预算单位财务和运维产品线设计和研发	2.00%
曾明军	15年以上	负责支付电子化产品线设计	0.41%
雷瑞恒	10年以上	负责支付电子化产品线研发	0.20%

数据来源：公司招股书、财通证券研究所

图38.公司实施团队人才梯队构成

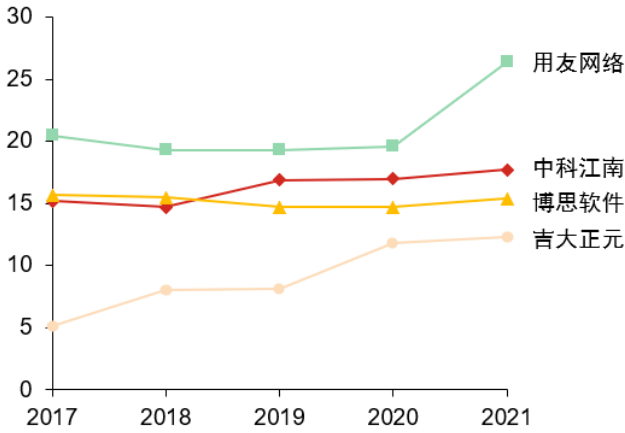


数据来源：公司招股书、财通证券研究所

技术优势是公司卡位各细分市场的重要抓手。公司高度重视研发工作，研发强度和研发人员占比与同行相比均位居前列。将公司的人才优势转化为长期的技术优势，可以帮助公司广泛打开市场。比如在支付电子化领域，公司是财政部“电子凭证安全支撑控件升级改造项目”的唯一中标单位，卓越的技术优势帮助公司支付电子化业务 100% 覆盖地市级财政单位；在预算管理一体化领域，公司是财政部制定的两份重磅文件《预算管理一体化规范》和《预算管理一体化系统技术标准》全程参与者，先人一步占据技术高地，为后续拿下 11 个自建模式的省级合同打下了坚实的基础。此外，依托技术优势，公司也获得了“统信创客北京.鲲鹏

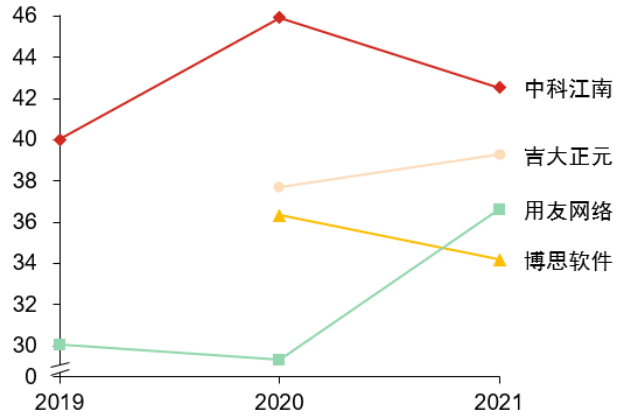
鹏应用创新大赛”优胜奖、2022 信创领军企业、北京市典型解决方案和应用案例奖等荣誉。

图39.与可比公司的研发占营收比例对比 (%)



数据来源：公司招股书、Choice、财通证券研究所

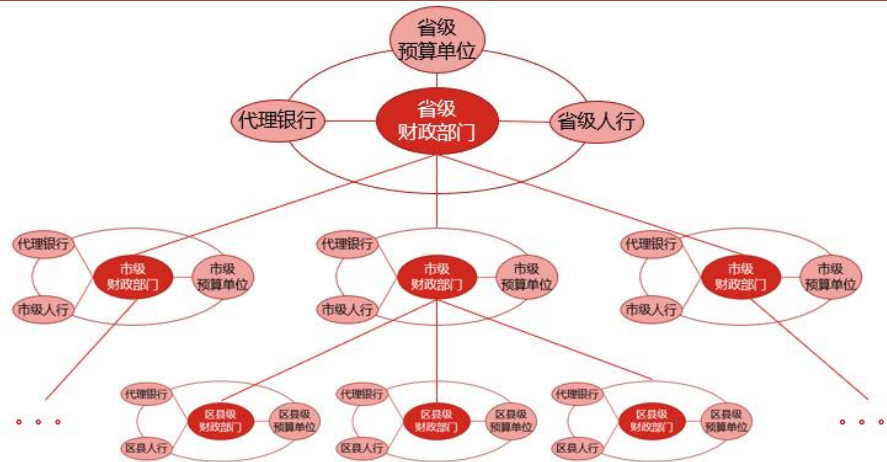
图40.与可比公司的研发人员占比情况对比 (%)



数据来源：公司招股书、Choice、财通证券研究所

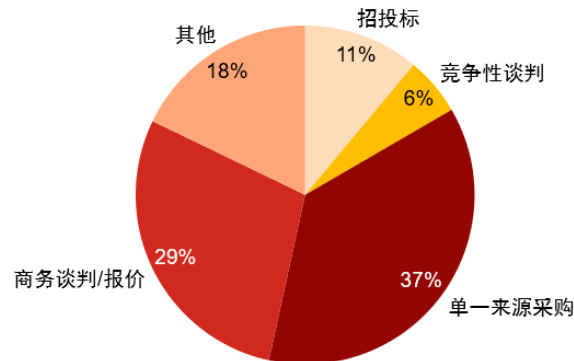
广泛覆盖下游核心财政客户，业务推广具备先发优势。公司具有两大客户优势，一是抓住下游核心客户，公司通过支付电子化业务几乎覆盖了所有省市县级财政客户，而财政部门在财政信息化领域具备主导性，横向银行和行政事业客户，以及纵向下级财政客户，出于系统一致性和连通性考虑，会跟随财政客户采购相应产品和服务。二是客户稳定且黏度高，财政信息化产品关系到财政资金的顺利拨付，是经济脉搏顺利跳动的重要保障，客户对产品稳定性、可靠性及效率、系统的耦合程度要求很高，因此一旦公司取得客户的信任，通常能够保持长期稳定合作，这点从公司订单来源多为单一来源采购和商务谈判或报价也可印证。

图41.财政客户在公司下游客户中的相互关系



数据来源：财通证券研究所

图42.2021年公司合同获取方式占比情况



数据来源：公司招股书、财通证券研究所

4.2 三大驱动因素：预算管理一体化加速推广、行业应用持续扩维、数字人民币试点顺利

一体化业务加速发展，驱动各业务同频共振。1) **预算管理一体化系统将加速向市县乡级财政部门推广。**财政部印发《预算指标核算管理办法(试行)》，要求自2023年7月1日起实现全国预算指标管理系统一体化，明确的时间表有望加速公司该业务的收入增长。2) **预算管理一体化业务迎来功能拓展机遇**，《整合下发地方应用软件工作方案的通知》要求各地将之前由财政部下发的16个与一体化业务关系密切的应用软件，整合纳入预算管理一体化系统，进一步拓宽市场空间。3) **一体化业务发展将会驱动支付电子化和预算单位财务服务平台发展**，即驱动各级国库对标对表一体化新政加速支付电子化升级或推广，驱动部分省份集中采购、统一部署预算单位财务平台。

行业应用持续扩维，拓宽公司市场空间。公司基于在财政信息化领域积累的核心技术和项目经验，加速开辟多行业电子化应用解决方案，目前已成功在产权保护、国资委、医保、会计等领域顺利落地。比如中标国家知识产权局商标局商标电子印章管理项目、国家医疗保障局医疗电子票据应用区块链平台及电子票据共享项目等。虽然短期落地的行业电子化项目金额不大，但是通过打造标杆案例，有望开拓公司的市场空间，未来通过规模化复制，为公司创造新的业绩增长点。

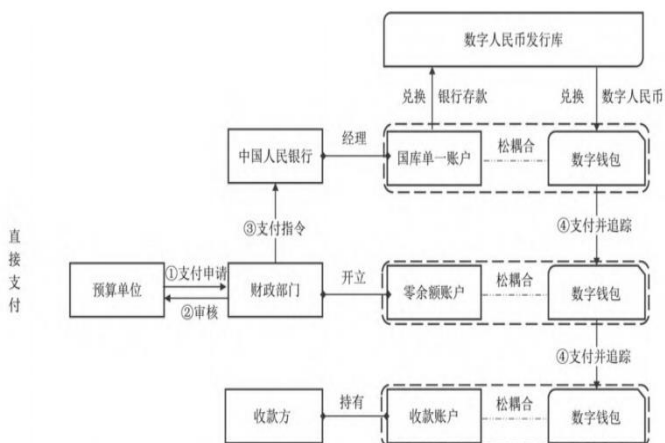
图43.公司行业应用解决方案典型项目

行业领域	项目名	项目金额 (万元)	中标时间
医保	国家医疗保障局医疗电子票据应用软件采购项目	51	2021年12月
	湖南省医保基金财务管理系统对接项目	-	2021年12月
	湖北省银行端医保局医保基金业财一体化项目	242.5	2022年11月
会计	江西省会计行业执业许可证电子证照系统项目	29.9	2022年10月
	云南省会计行业执业许可证电子证照系统建设项目	19.5	2022年3月
产权	国家知识产权局商标局电子印章管理项目	139.0	2022年11月

数据来源：采招网、中国政府采购网、财通证券研究所

数字人民币试点顺利，支付电子化业务开拓新机。2022年10月中国人民银行在《扎实开展数字人民币研发试点工作》文章中表示，支持在财政领域发挥数字人民币优势，为政府数字化和智能化治理提供先进的支付服务。通过将数字人民币与国库集中支付相结合，可以实现财政支付安全、高效、可追溯，公司已率先与苏州等省市财政部门展开合作，目前进展顺利。2022年11月，苏州市财政局宣布数字人民币国库集中支付业务全域全面推开，说明公司已从技术角度验证了数字人民币在国库支付领域的可行性。未来若有相关政策落地，公司有望发展获得新的市场机遇。

图44.运用数字人民币优化集中支付的直接支付业务



数据来源：《数字人民币促进数字财政建设和财政数字化转型》黄国平/李婉溶、财通证券研究所

图45.数字人民币国库集中支付试点进展

时间	事件及影响
2022年4月	中科江南与苏州市财政局签订了基于财政国库集中支付电子化的数字人民币应用开发的战略合作协议。
2022年6月	苏州市相城区首次应用数字人民币向迈宝智能科技(苏州)有限公司发放奖补资金15万元
2022年9月	河北省雄安新区为科技企业办理省内首笔数字人民币财政补贴发放业务，实现数字人民币在河北省财政领域新突破
2022年11月	苏州市财政局召开全市一体化系统数字人民币国库集中支付线上运行会议，标志着该业务在苏州全市全域全面推开
2022年12月	苏州市相城区累计应用数字人民币支付达11.44亿元。
2022年12月	海南省深入推动数字人民币在国库资金收、支、退领域的应用，实现数字人民币缴税、库款实拨、退库、代理集中支付业务全打通，数字人民币缴税超2311笔、金额超5.3亿元。
2023年3月	江苏省召开预算管理一体化工作会议，部署要求试点财政资金数字人民币支付

数据来源：政府官网、财通证券研究所

5 盈利预测与投资评级

支付电子化解决方案：

- 1) **收入预测：**在财政单位升级或推广下沉需求、人行和代理银行的对等部署需求、信创背景下国产化适配需求等带动下，预计支付电子化业务维持稳健增长，预计 2023-2025 年支付电子化解决方案收入增速均为 15%。
- 2) **毛利率预测：**公司在该赛道具有绝对优势，随着规模效应进一步显现，毛利率仍有提升空间，预计 2023-2025 年毛利率均为 64%。

财政预算管理一体化解决方案：

- 1) **收入预测：**根据财政部最新要求，2023 年 7 月全国各级财政部门需要使用一体化平台管理预算指标，因此该业务将加速向市县乡级财政单位渗透，预计 2023-2025 年财政预算管理一体化解决方案收入增速分别为 120%、50%、30%。
- 2) **毛利率预测：**现已进入推广阶段，产品毛利率将稳步提升，预计 2023-2025 年该业务毛利率分别为 60%、61%、62%。

预算单位财务服务平台：

- 1) **收入预测：**随着一体化系统推广，且公司将预算单位内控系统、业财一体化系统并入该业务分类下，预计 2023-2025 年预算单位财务服务平台收入增速分别为 50%、40%、30%。
- 2) **毛利率预测：**该产品标准化程度较高，毛利率将保持稳定，预计 2023-2025 年该业务毛利率均为 66%。

运维服务：

- 1) **收入预测：**伴随其他主要业务快速增长，预计 2023-2025 年运维服务收入增速分别为 20%、15%、10%。
- 2) **毛利率预测：**毛利率将保持稳定，预计 2023-2025 年保持在 37%。

行业电子化：

- 1) **收入预测：**借助电子化优势快速切入医保等行业，预计 2023-2025 年行业电子化收入增速分别为 150%、100%、50%。
- 2) **毛利率预测：**业务早期需打造标杆案例，未来随着业务成熟开始推广，毛利率将稳步提升，预计 2023-2025 年分别为 58%、59%、60%。

综上所述，预计 2023-2025 年公司总收入增速分别为 34%、27%、21%，稳步快速增长，毛利率则分别为 59%、60%、60%。

图46.公司收入拆分预测（2023-2025 年，单位：百万元）

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	营业收入 (百万元)	738.2	912.9	1218.9	1550.3	1880.0
	YoY (%)	26%	24%	34%	27%	21%
	毛利率 (%)	55%	58%	59%	60%	60%
支付电子化解决方案	营业收入 (百万元)	537.0	615.6	707.9	814.1	936.2
	YoY (%)	29%	15%	15%	15%	15%
	毛利率 (%)	59%	63%	64%	64%	64%
财政预算管理一体化解决方案	营业收入 (百万元)	51.1	118.6	260.9	391.4	508.8
	YoY (%)	10%	132%	120%	50%	30%
	毛利率 (%)	47%	59%	60%	61%	62%
预算单位财务服务平台	营业收入 (百万元)	17.7	18.9	28.4	39.8	51.7
	YoY (%)	-53%	7%	50%	40%	30%
	毛利率 (%)	63%	66%	66%	66%	66%
运维服务	营业收入 (百万元)	122.5	125.37	150.45	173.01	190.32
	YoY (%)	55%	2%	20%	15%	10%
	毛利率 (%)	40%	37%	37%	37%	37%
行业电子化	营业收入 (百万元)	-	23.86	59.7	119.3	179.0
	YoY (%)	-	-	150%	100%	50%
	毛利率 (%)	-	58%	58%	59%	60%
其他主营业务	营业收入 (百万元)	9.85	10.50	11.55	12.71	13.98
	YoY (%)	32%	7%	10%	10%	10%
	毛利率 (%)	17%	17%	17%	17%	17%

数据来源：Choice、财通证券研究所

首次覆盖，给予“增持”评级。短期看，公司受预算管理一体化业务加速推广带动各业务协同成长，叠加信创背景下国产化适配，公司迎来高速增长；中期看，随着行业电子化应用持续扩维，以及数字人民币在国库系统试点顺利推进，有望实现持续增长；长期看，财政信息系统向智能化迈进，新蓝海为公司提供广阔成长空间。我们预计公司 2023-2025 年实现收入 12.19 亿元、15.50 亿元和 18.80 亿元，实现归母净利润 2.95 亿元、3.80 亿元和 5.20 亿元，对应 PE 估值分别为 55 倍、42 倍和 31 倍，选取博思软件（智慧财政）、新点软件（智慧政务）、太极股份（电子政务）、用友网络（企业服务）为可比公司，首次覆盖，给予“增持”评级。

图47.可比公司 PE 估值

公司	总市值 (亿元)	收盘价	EPS (元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
博思软件	145.7	23.8	0.66	0.90	-	36	26	-
新点软件	217.9	66.0	2.40	3.08	-	28	21	-
太极股份	274.8	45.3	0.86	1.11	1.34	52	41	34
用友网络	861.7	25.1	0.21	0.34	0.46	119	74	55
平均值	-	-	-	-	-	58.7	40.6	44.5
中科江南	161.2	149.3	2.73	3.52	4.81	54.6	42.46	31.0

数据来源：Wind、财通证券研究所
 可比公司 2023-2025EPS 为 Wind 一致预期

6 风险提示

行业政策变化风险：近年来财政部在财政信息化、国库集中支付领域出台了一系列政策，有力地推动了财政信息化行业的发展。如果未来国家在财政信息化领域的政策发生不利变化，将对公司的经营产生不利影响。

市场竞争加剧风险：公司在国库集中支付电子化业务领域的细分市场中具有突出的竞争优势，但存在互联网基础设施和平台服务的大型行业龙头企业进入财政信息化领域与公司直接竞争新业务的可能，因此公司面临同行业竞争者竞争程度加剧的风险。

创新失败风险：公司作为专注于财政信息化领域的软件企业，技术积累与产品创新是公司发展的持续动力。如果公司不能准确把握技术、产品及市场发展的趋势，研发出符合市场需求的新产品，将会对公司技术及市场地位产生一定的影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	738.20	912.85	1218.90	1550.28	1879.97	成长性					
减:营业成本	334.37	379.37	498.30	627.70	751.05	营业收入增长率	25.7%	23.7%	33.5%	27.2%	21.3%
营业税费	5.50	5.05	10.36	13.18	15.98	营业利润增长率	22.5%	68.8%	12.0%	28.6%	36.9%
销售费用	83.46	88.32	97.51	124.02	150.40	净利润增长率	25.2%	65.7%	14.2%	28.6%	36.9%
管理费用	39.86	38.41	125.90	164.81	143.57	EBITDA 增长率	28.4%	58.9%	23.3%	22.7%	35.8%
研发费用	130.56	162.24	207.21	263.55	319.59	EBIT 增长率	25.0%	59.7%	26.1%	22.8%	35.9%
财务费用	-8.64	-17.11	-26.16	-31.73	-37.62	NOPLAT 增长率	27.1%	57.1%	28.2%	22.8%	35.9%
资产减值损失	-3.81	-2.88	-5.00	-5.00	-5.00	投资资本增长率	41.6%	173.4%	14.6%	16.1%	26.1%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	38.9%	177.5%	13.4%	15.2%	25.7%
投资和汇兑收益	1.47	14.51	2.44	3.26	3.76	利润率					
营业利润	168.88	285.12	319.25	410.47	561.84	毛利率	54.7%	58.4%	59.1%	59.5%	60.1%
加:营业外净收支	-0.31	0.65	-0.31	-0.31	-0.31	营业利润率	22.9%	31.2%	26.2%	26.5%	29.9%
利润总额	168.57	285.77	318.94	410.16	561.53	净利润率	21.2%	28.6%	24.3%	24.6%	27.8%
减:所得税	11.80	24.31	22.33	28.71	39.31	EBITDA/营业收入	22.2%	28.5%	26.3%	25.4%	28.4%
净利润	156.05	258.55	295.25	379.69	519.82	EBIT/营业收入	21.5%	27.8%	26.2%	25.3%	28.4%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	579.66	1373.82	1752.39	2146.55	2820.94	固定资产周转天数	1	1	1	1	1
交易性金融资产	0.00	185.00	185.00	185.00	185.00	流动营业资本周转天数	-25	59	-1	-26	-47
应收账款	162.67	179.47	265.37	297.67	396.94	流动资产周转天数	580	876	792	735	755
应收票据	0.00	0.00	10.00	3.97	12.46	应收帐款周转天数	75	67	67	67	67
预付帐款	36.75	30.25	30.40	34.05	42.43	存货周转天数	41	41	25	26	26
存货	33.77	53.69	10.63	69.02	29.61	总资产周转天数	530	678	725	678	678
其他流动资产	346.58	357.79	357.79	357.79	357.79	投资资本周转天数	282	624	536	489	508
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	28.1%	16.7%	16.9%	18.8%	20.5%
长期股权投资	6.03	3.52	3.52	3.52	3.52	ROA	12.9%	11.6%	11.0%	12.0%	13.2%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	25.9%	14.9%	16.6%	17.6%	18.9%
固定资产	2.32	2.89	3.59	4.26	4.89	费用率					
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用率	11.3%	9.7%	8.0%	8.0%	8.0%
无形资产	0.42	1.11	1.11	1.11	1.11	管理费用率	5.4%	4.2%	10.3%	10.6%	7.6%
其他非流动资产	0.00	0.92	0.92	0.92	0.92	财务费用率	-1.2%	-1.9%	-2.1%	-2.0%	-2.0%
资产总额	1210.19	2226.34	2680.27	3157.80	3927.45	三费/营业收入	15.5%	12.0%	16.2%	16.6%	13.6%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	132.77	148.30	220.88	244.17	312.27	资产负债率	53.7%	30.2%	34.3%	35.7%	35.0%
应付票据	0.00	0.00	0.03	0.00	0.04	权益权益比	116.1%	43.3%	52.1%	55.6%	53.9%
其他流动负债	30.14	29.83	29.83	29.83	29.83	流动比率	1.82	3.27	2.95	2.87	2.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.18	2.61	2.50	2.44	2.63
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	271.00	751.53	243.09	118.40	100.37
负债总额	650.31	672.73	918.63	1128.62	1376.05	分红指标					
少数股东权益	4.82	8.20	9.57	11.32	13.73	DPS(元)	0.00	2.00	1.00	1.00	1.00
股本	81.00	108.00	108.00	108.00	108.00	分红比率					
留存收益	444.13	594.68	801.35	1067.14	1586.95	股息收益率		1.9%	0.7%	0.7%	0.7%
股东权益	559.88	1553.61	1761.65	2029.19	2551.40	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	1.93	2.67	2.73	3.52	4.81
净利润	156.05	258.55	295.25	379.69	519.82	BVPS(元)	6.85	14.31	16.22	18.68	23.50
加:折旧和摊销	5.01	6.77	1.30	1.33	1.37	PE(X)	0.0	39.9	54.6	42.5	31.0
资产减值准备	4.26	4.70	17.00	11.00	9.00	PB(X)	0.0	7.4	9.2	8.0	6.4
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.59	-8.97	1.31	3.31	5.31	P/S	0.0	12.6	13.2	10.4	8.6
投资收益	-1.47	-14.51	-2.44	-3.26	-3.76	EV/EBITDA	-3.5	38.9	44.9	35.6	25.0
少数股东损益	0.72	2.91	1.36	1.75	2.40	CAGR(%)					
营运资金的变动	48.86	-21.39	134.24	96.28	123.81	PEG	0.0	0.6	3.8	1.5	0.8
经营活动产生现金流量	214.34	225.41	448.34	490.43	658.26	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-324.48	-162.90	0.13	0.95	1.45	REP					
融资活动产生现金流量	-4.34	727.47	-69.89	-97.22	14.69						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。