

博思软件 (300525.SZ)

动态分析

非税收入信息化服务商领跑者，核心业务发展空间可观

投资要点

- ◆ **非税收入信息化服务商领跑者，核心业务发展空间可观：**1) 非税收入受重视，信息化建设前景广阔，非税收入是政府财政收入的重要组成部分，财政部公开发布的信息，政府非税收入呈现持续增长的态势，2014年全国非税收入21192万元，占总财政收入的15.1%，该比重相比2010年上升了3.2个百分点；2) 公司是非税信息化领域龙头，代表产品非税收入收缴管理系统、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，确保政府非税收入按规定及时、准确、足额上缴国库或财政专户。博思财政票据电子化管理系统市占率稳居全国第一，且仍有较大的进一步推广的空间，未来核心业务收入增长可观。
- ◆ **向公共缴费平台延伸，抢占市场先机：**公司发展战略清晰，希望在现有产品及服务的基础上深入挖掘电子票据的业务机会，利用公共缴费服务平台业务将公司业务的服务主体从征收环节（财政部门、执收单位、执罚单位）向缴纳环节（社会公众）扩展。公司发展公共缴费服务是由非税收入管理应用业务发展的延伸。随着政府部门积极推进服务型政府的建设以及公司非税收入管理产品在各单位的广泛应用，公司具备将业务从征收环节（单位）向缴纳环节（公众）扩展的天然优势。
- ◆ **投资建议：**我们预计2016-2018年公司主营业务收入分别为18.94亿元，23.64亿元和29.63亿元；EPS分别为0.64元，0.79元，0.94元，给予增持-A评级，六个月目标价108元。
- ◆ **风险提示：**1、公共收费平台和电子票据业务推进不及预期；2、宏观经济增长不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	120.0	153.2	189.4	236.4	296.3
同比增长(%)	28.0%	27.7%	23.7%	24.8%	25.4%
营业利润(百万元)	31.5	35.7	44.3	55.0	68.6
同比增长(%)	15.0%	13.5%	26.5%	25.4%	21.1%
净利润(百万元)	31.2	36.7	43.6	53.7	64.3
同比增长(%)	12.2%	17.8%	18.7%	23.1%	19.7%
每股收益(元)	0.46	0.54	0.64	0.79	0.94
PE	220.7	187.4	157.9	128.2	107.1
PB	36.0	30.3	15.7	14.0	12.3

数据来源：Wind，华金证券研究所

投资评级

增持-A(首次)

6个月目标价

108元

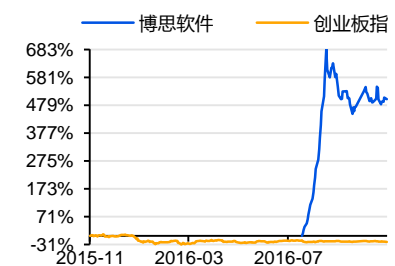
股价(2016-11-07)

101.00元

交易数据

总市值(百万元)	6,882.04
流通市值(百万元)	1,727.10
总股本(百万股)	68.14
流通股本(百万股)	17.10
12个月价格区间	14.02/136.95元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.01	179.67	19.96
绝对收益	5.1	180.67	

分析师

谭志勇

 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20655640

报告联系人

朱琨
 zhukun@huajinsec.cn
 021-20655647

相关报告

内容目录

一、短期业绩承压，2016 年 Q3 营收增长约 3.02%	3
二、非税收入信息化服务商领跑者，核心业务发展空间可观	3
（一）非税收入受重视，信息化建设前景广阔	4
（二）公司核心优势明显，进一步增长可期	4
三、向公共缴费平台延伸，抢占市场先机	5
四、预计全年业绩将继续保持增长，给予增持-A 评级	6
五、风险提示	6

图表目录

图 1：博思软件产品情况	3
图 2：公司主营业务收入情况	3
图 3：公司归母净利润情况	3
图 4：全国非税收入情况	4
图 5：非税收入管理信息化理论模型与核心流程	5
图 6：公司产品市场分布情况	5
图 7：e 缴通平台组成	5

一、短期业绩承压，2016年Q3营收增长约3.02%

公司的主营业务为软件产品的开发、销售与服务，是我国非税收入信息化建设的龙头企业之一，主要服务于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，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。

公司的主要产品和服务包括财政票据电子化管理软件、非税收入收缴管理系统、非税收入政策管理系统、博思公共缴费平台管理系统、行政事业单位资产管理信息系统、政府采购平台、财务管理软件等。

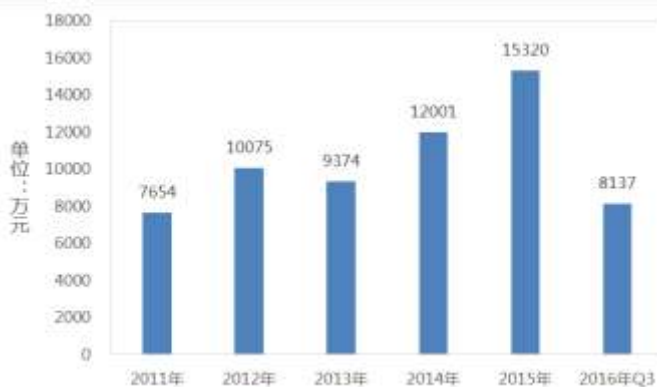
图1：博思软件产品情况



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

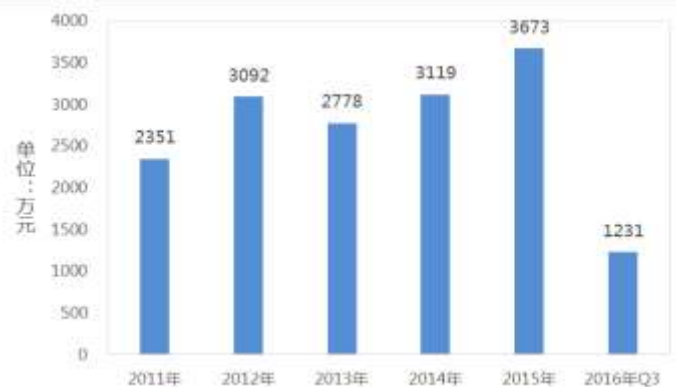
2016年1-9月，公司实现营业收入8137.49万元，较上年同期增长3.02%。运维服务收入持续增长，是公司主营业务收入稳定增长的主要来源；由于期间费用增长，公司实现归属于母公司净利润1231.26万元，同比下降9.88%。

图2：公司主营业务收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图3：公司归母净利润情况



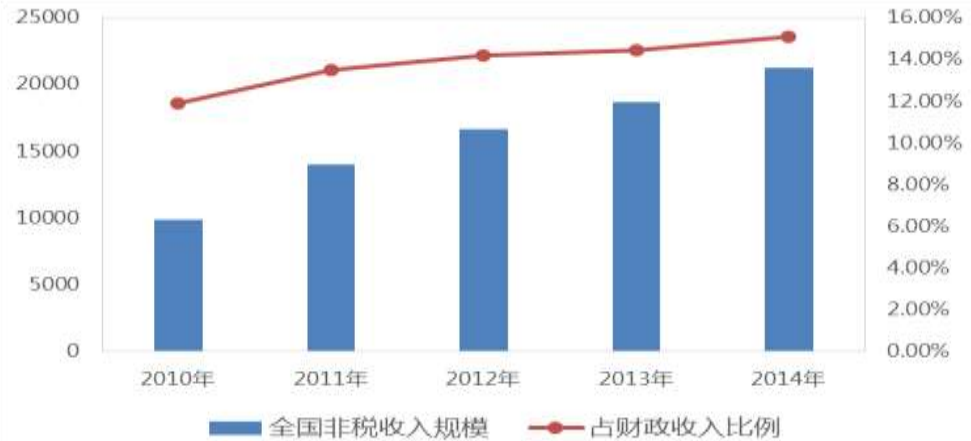
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、非税收入信息化服务商领跑者，核心业务发展空间可观

（一）非税收入受重视，信息化建设前景广阔

非税收入是政府财政收入的重要组成部分，财政部公开发布的信息，政府非税收入呈现持续增长的态势，2014年全国非税收入21192万元，占总财政收入的15.1%，该比重相比2010年上升了3.2个百分点。

图4：全国非税收入情况



资料来源：财政部，华金证券研究所

在发达国家，如美国、加拿大等，联邦政府层面的非税收入增长情况与我国非税收入的发展趋势基本一致，即非税收入金额增长较快，在财政收入中占比显著提高，对非税收入的重视程度日益提高。1994财年到2012财年美国联邦政府非税收入由1517亿美元增加到4578亿美元，年均增长6.3%，明显高于同期税收收入3.7%的增幅，占联邦政府财政资源的比重由10.9%提高到16.3%。

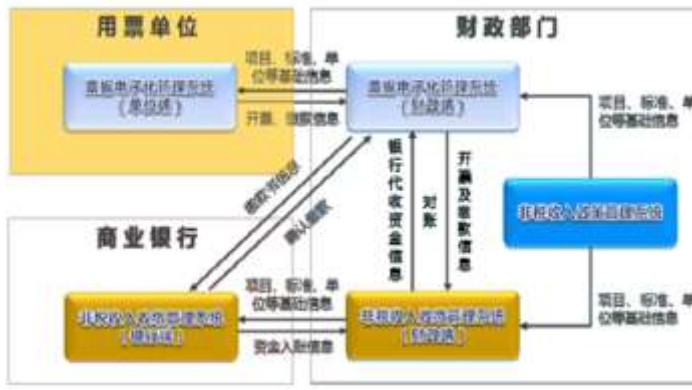
加强政府非税收入管理，有利于健全“一体两翼”的公共财政体系。“一体”即公共财政体制，“两翼”即以税收收入为主体、政府非税收入为有力补充的公共财政收入体系和以人为本的公共财政支出体系。就公共财政收入体系来说，我国已建立了比较完善的税收体系，但现阶段政府非税收入管理落实还不到位，在一定程度上影响了非税收入的形象和公共财政体系的构建，影响了政府宏观调控水平的充分发挥，不利于国民经济健康稳健地发展。

（二）公司核心优势明显，进一步增长可期

公司是非税信息化领域龙头，代表产品非税收入收缴管理系统、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，确保政府非税收入按规定及时、准确、足额上缴国库或财政专户。

公司非税以及票据系统在财政部及全国十余个省、近100个城市、超过500个县区、10万家以上单位用户中得到推广应用；其中博思财政票据电子化管理系统的市占率稳居全国第一，且仍有较大的进一步推广的空间，未来核心业务收入增长可观。

图 5：非税收入管理信息化理论模型与核心流程



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 6：公司产品市场分布情况



资料来源：公司官网，华金证券研究所

三、向公共缴费平台延伸，抢占市场先机

公司发展战略清晰，希望在现有产品及服务的基础上深入挖掘电子票据的业务机会，利用公共缴费服务平台业务将公司业务的服务主体从征收环节（财政部门、执收单位、执罚单位）向缴纳环节（社会公众）扩展。

公司发展公共缴费服务是由非税收入管理应用业务发展的延伸。非税收入管理应用面向国家机关、事业单位、卫生教育部门、具有公共管理或者公共服务职能的社会团体及其他组织，一般情况下，非税收入征收的另一面就对应着社会公众的缴费业务。随着政府部门积极推进服务型政府的建设以及公司非税收入管理产品在各单位的广泛应用，公司具备将业务从征收环节（单位）向缴纳环节（公众）扩展的天然优势。

公司推出的“e 缴通和公共缴费平台”是通过互联网为缴费人提供一站式的网上业务办理、缴费和领取电子票据的平台，基于 SaaS 软件模式，执收单位不需要另外投入硬件设备及软件系统，只需将业务系统接入平台，购买平台提供的公共缴费服务，即可为公众办理缴费业务。

图 7：e 缴通平台组成



资料来源：公司官网，华金证券研究所

e 缴通公共缴费网（博思公共缴费平台）已在福建、云南、黑龙江省的大庆市等省市进行推广，主要应用于福建省网上处理道路交通违章行为和缴纳罚款、网上缴纳福建省司法考试考务费、网上缴纳会计从业资格考试报名费、网上缴纳福建省自学考试、公务员录用考试报名费等业务，已累计为 100 多万用户提供网上缴费服务，但目前尚处于起步阶段，仍有巨大的拓展空间。

公司是全国较早进入政府非税收入管理信息化及公共缴费服务领域的软件提供商之一，累计拥有近十万家用户，并间接为超过数亿人次提供缴费服务，拥有丰富的行业经验，并且公司多年来形成的各种业务系统对接能力，技术安全层面和安全管理层面相结合的能力能够直接应用于公共缴费服务平台，此外，公司针对网上缴费的业务特点，研发了 REST 架构、分布式数据一致性中间件、电子票据云存储等技术，解决了跨系统接入、多用户高并发、大数据存储等技术难题，积累了公共缴费服务领域的技术优势。

公司现有的财政票据电子化管理软件及非税收入管理系统在全国范围内得到了较为广泛的应用，使得执收单位对公司的公共缴费服务平台具有较强的黏性。由于公众缴费和非税收入征收存在一体两面的关系，成功的公共缴费服务平台必然依托执收单位内部的信息化系统及其与财政部门、商业银行的系统对接，因此财政票据电子化管理软件及非税收入收缴管理系统的软件和服务提供商均有较强的天然优势，及在自身市场内相对的排他性，竞争者数量很少，容易抢占市场先机。

四、预计全年业绩将继续保持增长，给予增持-A 评级

公司是非税收入信息化龙头，高市场占有率为其核心收入持续增长提供保障，而在公共缴费领域的业务拓展也将为公司业绩增色，我们预计 2016-2018 年公司主营业务收入分别为 18.94 亿元，23.64 亿元和 29.63 亿元；EPS 分别为 0.64 元，0.79 元，0.94 元，给予增持-A 评级，六个月目标价 108 元。

五、风险提示

- 1、公共收费平台和电子票据业务推进不及预期；
- 2、宏观经济增长不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	120.0	153.2	189.4	236.4	296.3	年增长率					
减:营业成本	35.3	50.4	54.1	71.6	90.6	营业收入增长率	28.0%	27.7%	23.7%	24.8%	25.4%
营业税费	1.5	1.6	2.3	2.7	3.3	营业利润增长率	15.0%	13.5%	26.5%	25.4%	21.1%
销售费用	18.7	23.9	30.6	37.3	50.0	净利润增长率	12.2%	17.8%	18.7%	23.1%	19.7%
管理费用	33.5	40.3	56.9	68.8	84.4	EBITDA 增长率	13.0%	23.8%	10.3%	24.1%	21.1%
财务费用	-0.5	-0.3	-0.9	-1.6	-1.9	EBIT 增长率	14.1%	14.3%	24.9%	24.3%	21.3%
资产减值损失	0.4	2.0	1.4	1.2	1.5	NOPLAT 增长率	14.0%	14.7%	24.7%	24.3%	21.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	38.3%	1.2%	8.4%	6.8%	3.7%
投资和汇兑收益	0.2	0.4	0.2	0.3	0.3	净资产增长率	19.7%	18.9%	92.9%	12.4%	13.2%
营业利润	31.5	35.7	45.2	56.6	68.6	盈利能力					
加:营业外净收支	4.7	6.8	5.6	5.7	6.0	毛利率	70.6%	67.1%	71.4%	69.7%	69.4%
利润总额	36.2	42.5	50.8	62.3	74.6	营业利润率	26.2%	23.3%	23.8%	24.0%	23.1%
减:所得税	4.3	5.0	6.0	7.4	8.8	净利润率	26.0%	24.0%	23.0%	22.7%	21.7%
净利润	31.2	36.7	43.6	53.7	64.3	EBITDA/营业收入	27.2%	26.4%	23.6%	23.4%	22.7%
						EBIT/营业收入	25.8%	23.1%	23.4%	23.3%	22.5%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	21.1%	17.5%	11.8%	12.3%	12.6%
货币资金	60.0	89.8	289.4	334.3	394.2	负债权益比	26.7%	21.2%	13.4%	14.1%	14.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.11	2.89	6.15	6.15	6.27
应收帐款	38.8	35.6	61.1	73.1	89.6	速动比率	2.00	2.70	5.99	5.94	6.08
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-62.39	-122.52	-49.07	-34.50	-35.81
预付帐款	4.1	6.5	6.2	9.9	10.3	营运能力					
存货	6.0	9.3	9.5	14.8	15.1	固定资产周转天数	10	142	225	180	143
其他流动资产	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	流动营业资本周转天数	7	3	22	34	37
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	320	294	482	608	572
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	100	87	92	102	99
长期股权投资	2.4	1.9	1.9	1.9	1.9	存货周转天数	19	18	18	18	18
投资性房地产	-	7.9	7.9	7.9	7.9	总资产周转天数	658	615	743	816	738
固定资产	2.7	118.3	118.1	117.9	117.7	投资资本周转天数	342	313	266	229	192
在建工程	121.6	-	-	-	-	费用率					
无形资产	6.4	6.3	6.2	6.0	5.8	销售费用率	15.5%	15.6%	16.2%	15.8%	16.9%
其他非流动资产	2.7	3.1	2.8	2.9	2.9	管理费用率	27.9%	26.3%	30.1%	29.1%	28.5%
资产总额	244.9	278.8	503.2	568.7	645.5	财务费用率	-0.4%	-0.2%	-0.5%	-0.7%	-0.6%
短期债务	-	3.0	-	-	-	三费/营业收入	43.1%	41.7%	45.8%	44.2%	44.7%
应付帐款	23.7	14.7	28.5	31.2	41.2	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	16.3%	16.2%	9.9%	10.9%	11.5%
其他流动负债	27.8	31.1	31.1	39.1	40.0	ROA	13.0%	13.5%	8.9%	9.7%	10.2%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	28.5%	23.6%	29.1%	33.4%	37.9%
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	51.6	48.8	59.6	70.2	81.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	2.2	3.0	4.1	5.4	6.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	51.0	51.0	68.1	68.1	68.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	140.1	175.9	371.3	425.0	489.3						
股东权益	193.3	230.0	443.6	498.5	564.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	31.9	37.5	43.6	53.7	64.3	EPS(元)	0.46	0.54	0.64	0.79	0.94
加:折旧和摊销	1.8	5.2	0.4	0.4	0.4	BVPS(元)	2.80	3.33	6.45	7.24	8.18
资产减值准备	0.4	2.0	-	-	-	PE(X)	220.7	187.4	157.9	128.2	107.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	36.0	30.3	15.7	14.0	12.3
财务费用	0.0	0.1	-0.9	-1.6	-1.9	P/FCF	-1,250.	180.7	235.0	157.4	117.7
投资损失	-0.2	-0.4	-0.2	-0.3	-0.3	P/S	57.3	44.9	36.3	29.1	23.2
少数股东损益	0.7	0.8	1.2	1.3	1.6	EV/EBITDA	-	-	147.5	118.1	96.6
营运资金的变动	-3.0	7.3	-11.4	-10.4	-6.2	CAGR(%)	19.9%	20.6%	15.8%	19.9%	20.6%
经营活动产生现金流量	28.9	48.8	32.7	43.1	57.8	PEG	11.1	9.1	10.0	6.4	5.2
投资活动产生现金流量	-34.0	-23.0	0.2	0.3	0.3	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-0.0	2.9	166.8	1.6	1.8						

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn