

博思软件(300525)深度报告之一： 顺应无纸化刚需，非税信息化龙头 即将腾飞

2019年08月12日

强烈推荐/首次

博思软件 公司报告

报告摘要：

上升势头正劲，非税收入信息化龙头地位稳固。近年来公司营业收入增速、净利润增速和净利率都明显高于竞争对手。2014-2018年，公司营业收入和净利润年均复合增长率分别达到了38.26%和19.94%，2019年第一季度则达到了105.98%，同比业绩翻倍。公司上升趋势明显，势头强劲。

电子政务、互联网+政务服务步伐加快，非税票据业务订单增速迅猛。自2013年财政部实施首批电子票据试点以来，财政票据电子化改革开始正式作为自上而下的要求在全国推广。近年来，特别是2018年11月《关于全面推开财政电子票据管理改革的通知》要求各地区必须在2019年1月31日前完成相关财政电子票据管理改革工作后，地方政府的系统建设需求井喷，截至2019年7月8日，相关订单量增长200%。互联网+政务服务的推进，也创造了可观的系统改造升级一体化需求。预计2019年非税票据业务市场规模将达到7亿元，公司市占率将达到64%。同时，2018年公司业务在地域上得到拓展，接连中标新疆、四川和宁夏等省份的项目。

外延+内生并举，创新业务长线增长可期。公司2018年先后收购了分别在高校采购和政府采购领域具有领先地位的成都思必得与北京阳光公采，2019年发布了融云计算、大数据技术于应用场景的“公采云”平台，在公共采购领域的布局已现轮廓。同时，结合“公缴云”技术的智慧城市建设项目“福码”一码通系统在福州取得成功，也收获了省内外包括莆田、齐齐哈尔等地市的订单，推进顺利。为配合业务扩张，公司补充研发队伍，优化人才结构，研发人员增长128.53%，本科及以上学历员工增长76.98%，以技术研发实力形成公司长期发展原动力。

公司盈利预测及投资评级：公司非税收入信息化龙头地位稳固，创新业务长线可期。我们预计公司2019-2021年归母净利润为1.36/1.71/2.09亿元，对应EPS分别为0.59/0.74/0.90元。当前股价对应2019-2021年PE值分别为34/27/22倍。给予“强烈推荐”评级。

风险提示：电子政务市场竞争加剧，财政电子票据推广不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	309.88	558.59	983.36	1,702.42	2,813.05
增长率(%)	80.95%	80.26%	76.04%	73.12%	65.24%
净利润(百万元)	54.69	85.35	136.28	170.61	209.33
增长率(%)	42.78%	56.07%	59.68%	25.19%	22.69%
净资产收益率(%)	11.36%	14.00%	11.63%	13.00%	14.09%
每股收益(元)	0.80	0.69	0.59	0.74	0.90
PE	24.63	28.84	33.63	26.86	21.90
PB	2.96	4.20	3.91	3.49	3.08

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

公司简介：

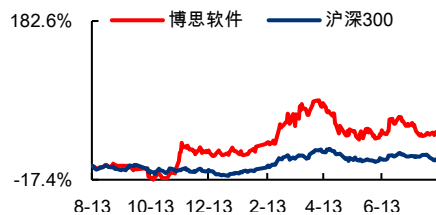
公司是我国非税收入信息化建设的龙头企业之一，主要服务于财政票据电子化管理、政府非税收入管理信息化及公共缴费服务领域，为财政票据用票单位、各级财政部门提供财政票据电子化管理及政府非税收入信息化管理相关的软件产品和服务。

未来3-6个月重大事项提示：

交易数据

52周股价区间(元)	19.77-20.55
总市值(亿元)	38.44
流通市值(亿元)	27.48
总股本/流通A股(万股)	19445/13901
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.43

52周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035

wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050004

研究助理：陈晓博

chenxb_yjs@dxzq.net.cn

目录

1. 政府需求导向的软件服务提供商	4
1.1 公司发展历程	4
1.2 创始人控股掌舵，业务或可受益国资背景	4
1.3 借力政策东风，营收高速增长	6
1.4 新业务布局充实中长期发展，研发部门扩张保证技术支撑	9
2. 深耕财政信息化领域，新旧板块共同发力	10
2.1 电子政务市场体量持续增长，迎来政策密集期	11
2.2 财政电子票据系统全面推广	15
2.3 市占率优势明显，非税收入管理系统加快普及	17
2.4 财政平台迈入 2.0，运维需求创十亿级市场	20
2.5 大举并购，布局公共采购领域	20
2.6 助力互联网+政务，发展智慧城市业务	21
3. 非税收入信息化龙头，先发优势形成用户粘性	23
3.1 非税专家，成长性强	24
3.2 迁移成本高，加深护城河	26
3.3 地位稳固，业内领先	28
4. 盈利预测与公司估值	28
5. 风险提示	28

表格目录

表 1: 近年国务院推进电子政务建设的相关文件	14
表 2: 财政部财政票据电子化改革的相关文件	15
表 3: 非税收入管理的相关文件或讲话	19
表 4: 主要财务指标与核心业务对比	24

插图目录

图 1: 公司历史沿革	4
图 2: 公司股权结构	5
图 3: 公司国有股份变动情况	6
图 4: 公司近年营业收入及增长率（百万元）	6
图 5: 公司近年净利润及增长率（百万元）	6
图 6: 公司营业收入质量	7
图 7: 公司净利润质量（百万元）	7
图 8: 公司流动性指标与行业对比	8
图 9: 公司净利润季节性波动（百万元）	8
图 10: 公司近年第四季度净利润占比（百万元）	8

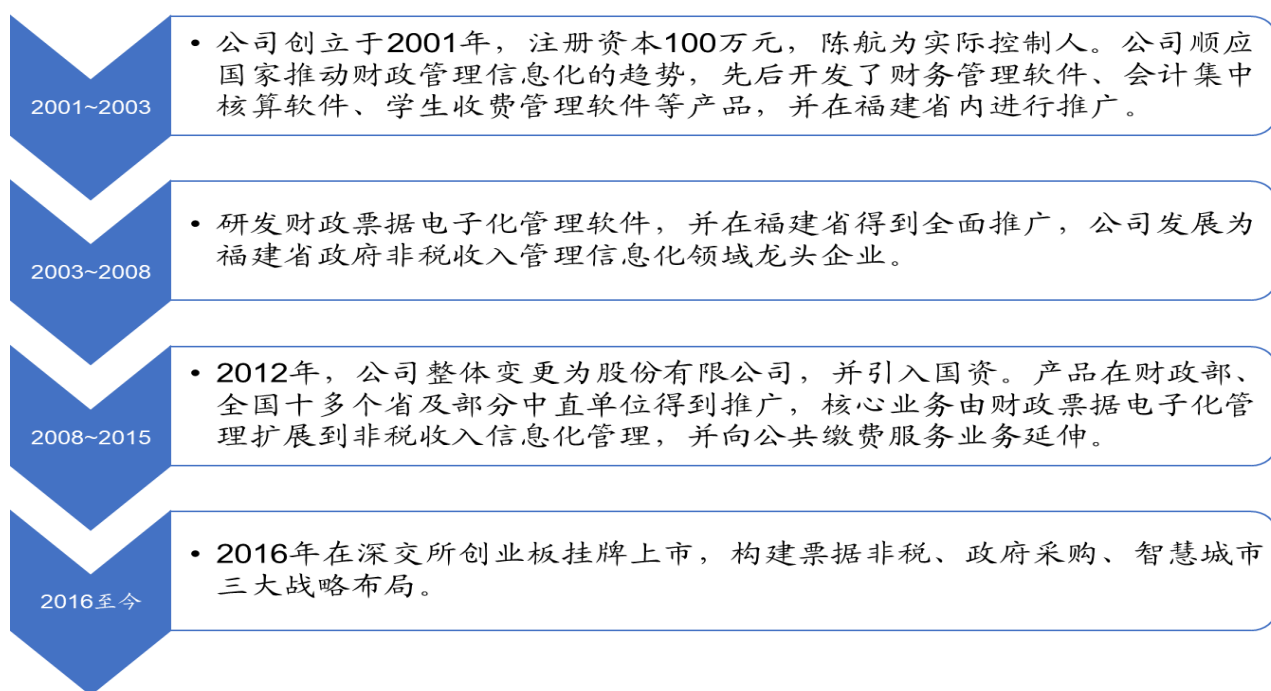
图 11: 公司近年研发支出及增长率 (百万元)	9
图 12: 公司近年技术人员数量及增长率	9
图 13: 公司人员专业结构变化	10
图 14: 公司学历结构变化	10
图 15: 公司核心业务	10
图 16: 中国电子政务发展指数及世界排名	11
图 17: 电子政务市场规模及增长率 (亿元)	12
图 18: 公司业务结构	12
图 19: 电子政务市场结构变化	12
图 20: 公司在产业链中的位置	13
图 21: 电子政务发展阶段	13
图 22: 电子票据相关招标数及增长率	16
图 23: 非税票据市场规模、公司市场占有率及预测	16
图 24: 2009-2018 政府财政收入、税收收入和非税收入变化及增长率 (亿元)	17
图 25: 2009-2018 政府税收收入、非税收入占财政收入比重	18
图 26: 非税收入管理信息化理论模型与核心流程	20
图 27: 2013- 2017 年中国智慧城市试点数量与规划投资规模估算	22
图 28: 2013-2018 年政府智慧城市项目中标数量及地域分布	22
图 29: 2014-2018 年智慧城市各项目类型年均复合增长率	22
图 30: “e 福州”APP 应用场景	23
图 31: 博思软件、用友政务营业收入及增长率 (百万元)	25
图 32: 博思软件、用友政务净利润及增长率 (百万元)	25
图 33: 博思软件、用友政务净利率变化	25
图 34: 博思软件、东软集团营业收入及增长率 (百万元)	26
图 35: 博思软件、东软集团利润总额及增长率 (百万元)	26
图 36: 博思软件、东软集团研发投入、研发投入增速与研发投入占比比较 (百万元)	27
图 37: 东软集团非税收入管理系统结构示意图	27
图 38: 东软财政综合业务解决方案系统架构	27

1. 政府需求导向的软件服务提供商

1.1 公司发展历程

福建博思软件股份有限公司前身系创立于 2001 年的福州博思软件开发有限公司，2012 年更名为福建博思软件股份有限公司。2016 年 7 月 26 日，福建博思软件股份有限公司在深圳证券交易所创业板正式挂牌上市交易。

图 1：公司历史沿革

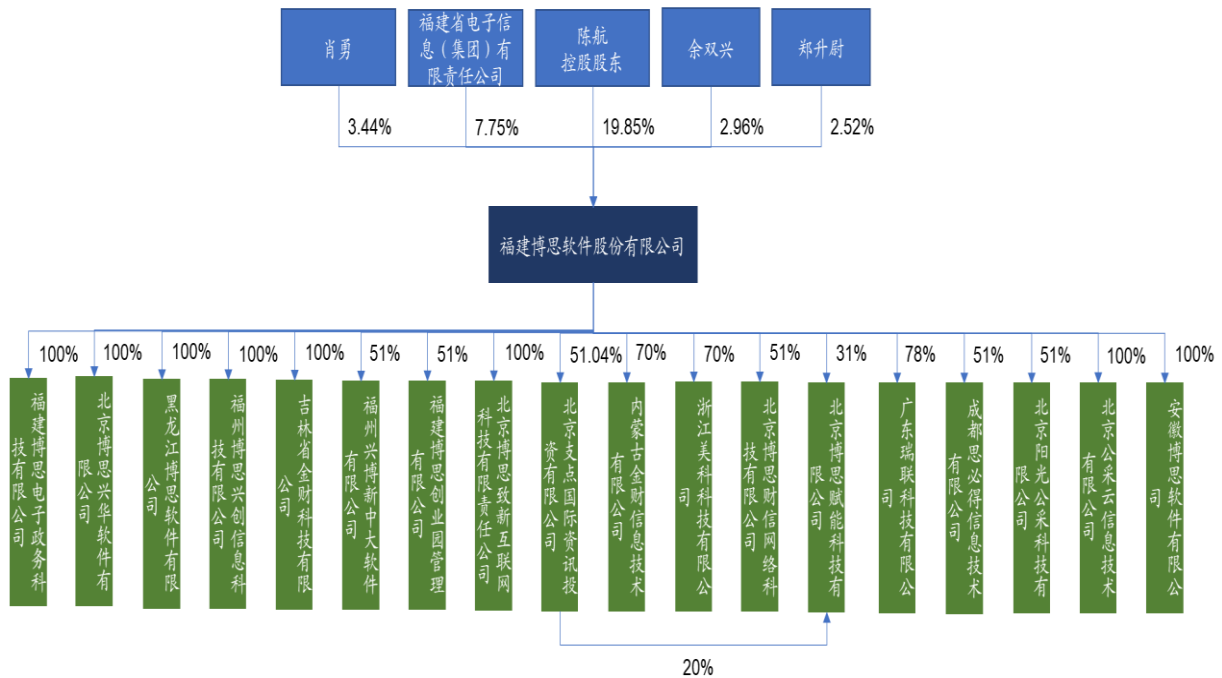


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司自初创伊始就将财政信息化作为核心业务，至今在该领域已有接近 20 年的深厚技术沉淀与丰富客户积累。公司成立后聚焦财政信息化细分领域非税收入管理业务，奠定非税收入信息化龙头地位。同时，公司积极谋求业务拓展，在 2016 年上市后，明确了构建非税票据、政府采购、智慧城市三大战略布局的发展规划。近年来，公司在建立先发优势基础上，将新型技术与政府财政部门应用场景相结合，逐渐形成了以云计算、大数据为核心技术的“互联网+政务服务”产品平台与解决方案，包括互联网云化微服务架构平台、分布式 GRP 应用平台、财政电子票据云平台、智慧城市大数据基础平台、电子缴费公共服务平台以及智能移动端开票等核心产品。在传统业务迎来机遇的同时，创新业务也开始逐渐发力。

1.2 创始人控股掌舵，业务或可受益国资背景

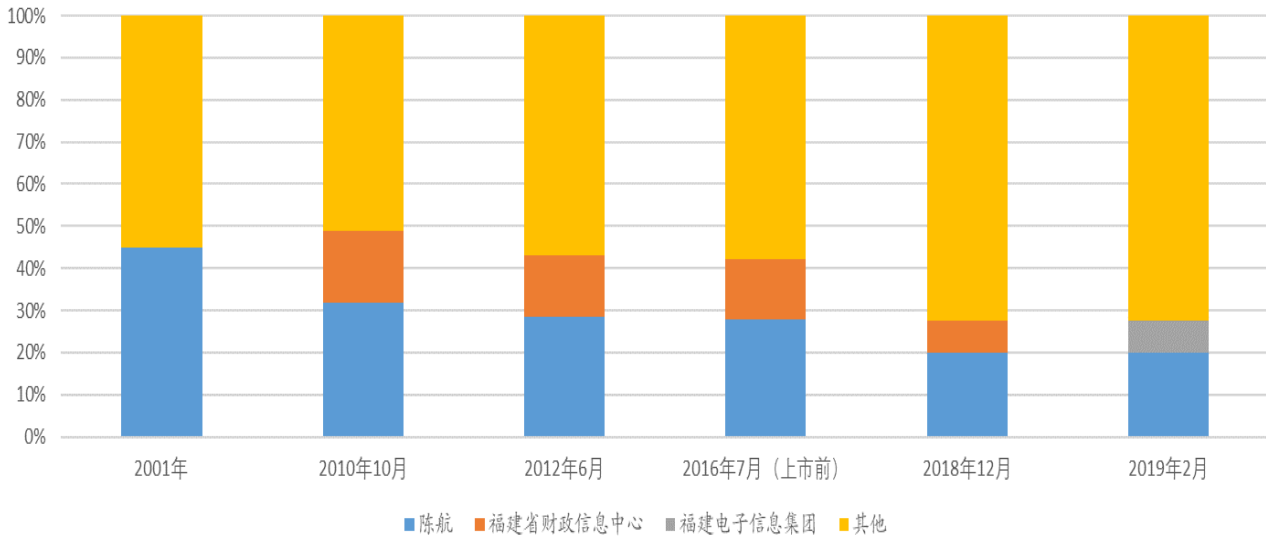
创始人陈航为控股股东，担任公司董事长和总经理职务，公司股权结构稳定。陈航持有 2573.22 万股，占公司总股本的 19.85%，是公司的控股股东和实际控制人。自公司创立以来，陈航一直是公司的控股股东并担任董事长职务，在财政信息化领域有二十多年的丰富经验积累，经营能力得到证明。

图 2：公司股权结构


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

国有企业福建省电子信息（集团）有限责任公司 参股，公司具有国资背景。2010年8月福建省财税信息中心（2011年4月更名为“福建省财政信息中心”）以所持有的华兴科技78.96%的股权作为对博思有限的出资，股权重组完成后福建省财税信息中心持有17%的股权。2019年2月22日，划转双方完成证券过户登记手续，财政信息中心将持有的1004.52万股公司股票无偿划转给电子信息集团。福建省电子信息（集团）有限责任公司于2000年9月设立，是由福建省人民政府国有资产监督管理委员会监管的电子信息技术行业国有独资资产经营公司和投资平台。福建省是最早开展财政票据电子化改革的省份，博思软件把握机遇，开发软件得到福建省财政厅认可，并在全省范围推广，逐步成为国内非税收入管理领域龙头企业，公司发展受益政府支持。公司主要客户是政府部门及各级行政事业单位，股权划转后有望利用电子信息集团在对公领域的客户资源与信息渠道进一步成长，同时国资背景或可使公司在项目竞争中具有一定优势。

图 3：公司国有股份变动情况

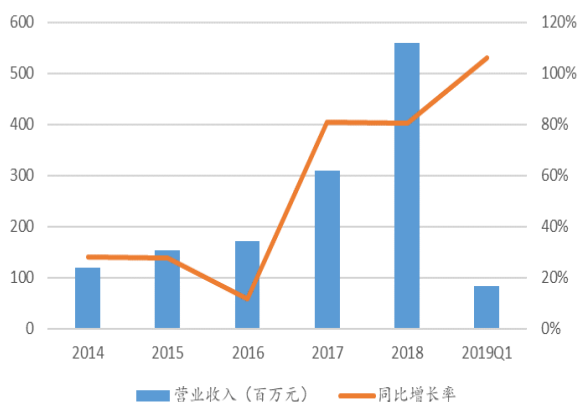


资料来源：公司公告，公司年报，东兴证券研究所

1.3 借力政策东风，营收高速增长

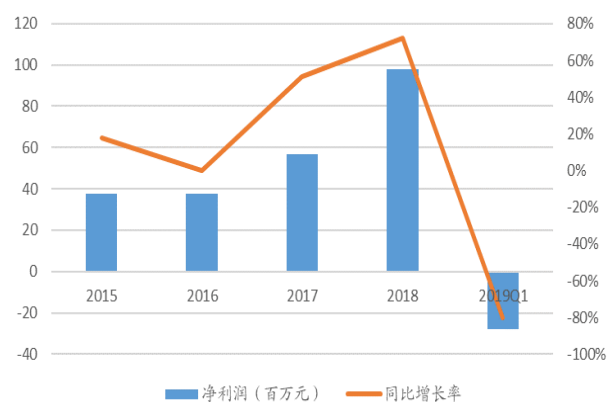
公司营业收入加速增长，进入高速成长期。2018年报告期内，公司实现营业收入5.59亿元，较上年同期增长80.26%；实现营业利润1.06亿元，较上年同期增长66.87%；实现利润总额1.06亿元，较上年同期增长66.52%；实现归属于上市公司股东的净利润3,814.82万元，较上年同期增长56.07%；实现净利润9,784.87万元，较上年同期增长71.89%。2019年一季度，公司实现营业收入8,210.60万元，同比增长105.91%；营业利润亏损2,692.15万元，同比下降77.12%；利润总额亏损2,692.07万元，同比下降76.58%；归属于上市公司股东的净利润亏损2,338.31万元，同比下降83.47%；净利润亏损2,772.50万元。公司营业收入同比增速连续两年高于80%，并在2019年一季度维持加速增长态势，公司成长动能充足。

图 4：公司近年营业收入及增长率（百万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

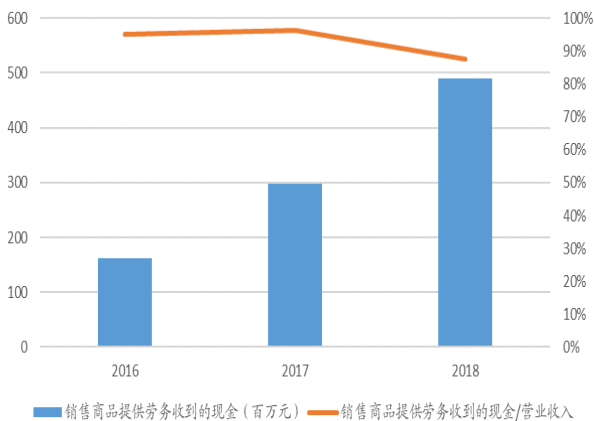
图 5：公司近年净利润及增长率（百万元）



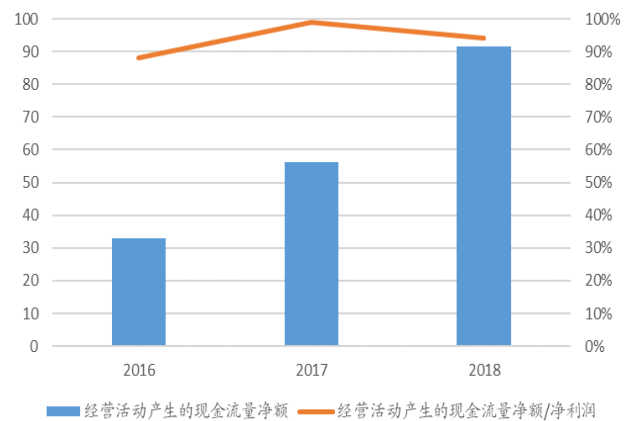
资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司业绩的高速增长主要得益于国家对电子票据工程的全面推行、公司在电子票据领域的领先布局以及并购公司并表作用。财政部近年来接连发布一系列重要文件，加快电子票据信息化步伐。公司紧跟政府部门需求，切实把握各级政府财政票据管理和非税收入管理的特点，提供贴近客户实际应用的软件产品和个性化服务，实现了财政票据管理及非税收入管理与软件信息技术的深度融合，在 2018 年新拓展四川、天津、山东、湖北、贵州、海南、宁波等省市的电子票据业务，并接连中标甘肃、四川和宁夏等省份的财政电子票据系统建设项目，公司市占率保持领先地位。同时，公司围绕主营业务积极寻找并购标的，收购了广东瑞联、吉林金财、成都思必得、阳光公采等多家同行业优质企业，并购企业并表也是公司营收快速增长的重要原因之一。

公司近两年销售商品提供劳务收到的现金与营业收入比值在 90%左右，收入质量较高。公司 2018 年提供劳务收到的现金与营业收入比值为 0.88，经营性现金净流量与净利润比值为 0.94，公司业绩有现金流支撑，收入质量较高。

图 6：公司营业收入质量


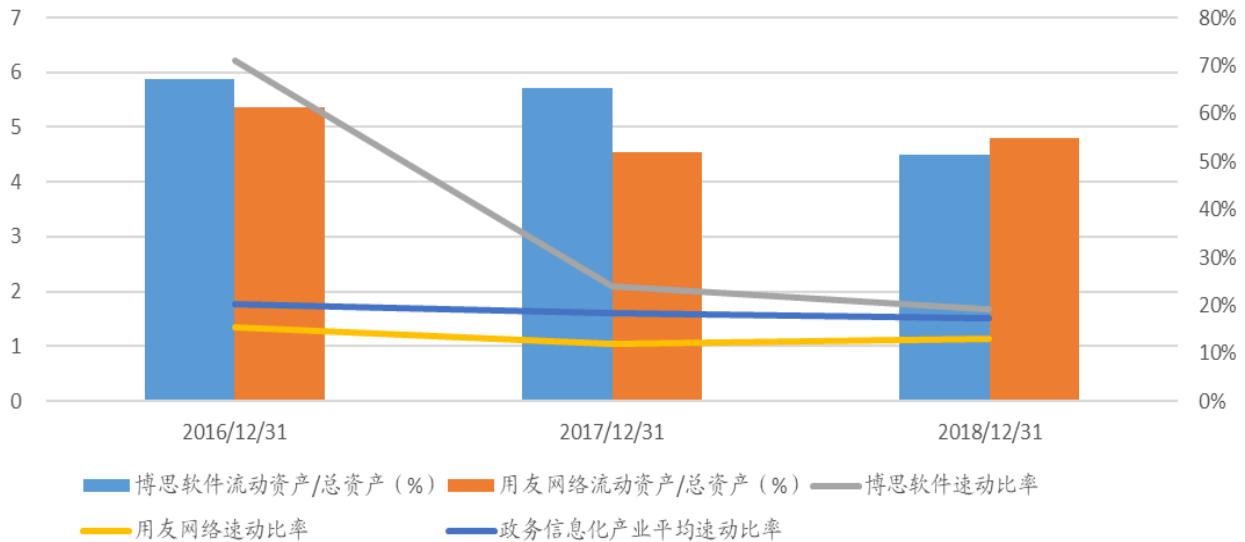
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 7：公司净利润质量（百万元）


资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司速动比率高于行业平均水平，现金流充足。虽然公司近年来规模扩张，并购多家企业，同时持续加大在新业务领域的投资，各类费用和研发支出不断增长，导致 2016-2017 年流动比率出现较大幅度下降，但公司速动比率始终高于行业平均水平，流动资产占总资产比重保持健康，现金流状况良好，资金链稳定，发生流动性风险的概率较低。良好的资金状况为公司业务成长提供了保障，同时也有助于公司及时把握投资机会，抢占行业风口，并购优质资产。

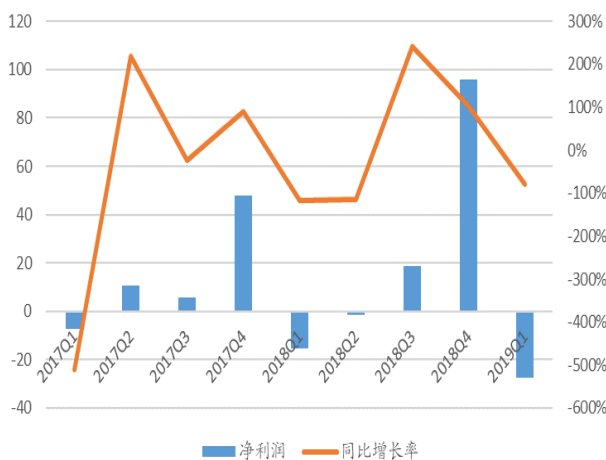
图 8：公司流动性指标与行业对比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

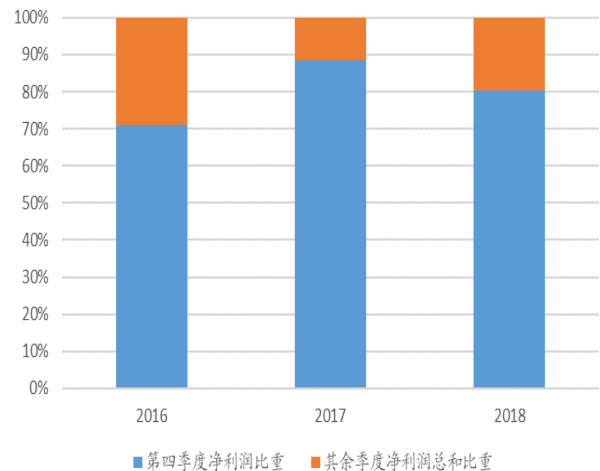
2019 年一季度公司利润亏损，对全年业绩指导意义不大。从公司往年净利润变化情况来看，公司业绩呈现明显的季节性特征。2017-2018 年，公司一季度净利润均出现亏损，同比下降幅度较大，同时在年中的二、三季度，公司净利润扭亏为盈，并在第四季度大幅增加，相较于上半年特别是一季度承压严重，下半年净利润同比增长率为正且增速较快，全年业绩表现出良好的成长性。2016-2018 年公司第四季度实现净利润占全年净利润比重达 70%-90%，反映了公司所处行业和客户群体的特点。我们认为公司利润季节性特点是由于上一年度企业扩张带来的各种费用增加同时收入结算和确认集中在下半年所致，一季度亏损对全年指导意义不大。

图 9：公司净利润季节性波动（百万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10：公司近年第四季度净利润占比（百万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

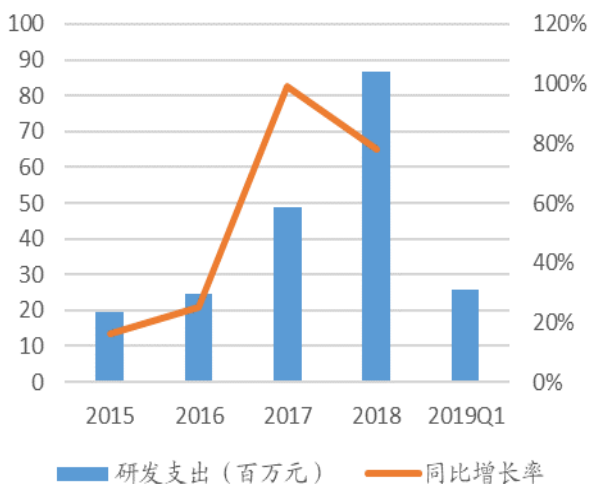
公司一季度利润表现不佳由多方面原因造成。第一，2018年国务院机构改革延续到今年一季度结束，公司主要客户为各级政府机关，机构改革措施会涉及公司客户组织机构的调整，影响公司获取订单和收入确认的进度。并且改革后的机构预算制定、预算审批及款项支付等需要一定的过程，短期对公司的业务及收款会有一定影响。第二，公司2018年和当期进一步拓展电子票据业务，加强对四川、天津、山东、湖北、贵州、海南、宁波等地区的投入，同时公司整体规模扩大，支出增长较大，各项成本、费用特别是人工费用增长较大，随业务展开全年摊销给一季度净利润带来较大压力。第三，由于公司客户采购资金都使用政府预算资金，公司产品销售收入的实现主要集中在下半年，因此公司业务呈现较明显的季节性波动。我们认为公司2019年一季度利润亏损是由公司所处行业、发展时期特点及短期因素影响导致的，因此我们看好公司全年业绩增长。

1.4 新业务布局充实中长期发展，研发部门扩张保证技术支撑

公司在稳固优势业务领先地位的同时，积极拓展新的增长点。在财政财务领域，公司成功中标天津市本级、陕西全省集中一体化系统，财政核心业务一体化取得重大突破；在公共采购领域，公司全面启动公共采购布局，形成了满足政府、高校、国企、军队采购的完整的产品体系。除去传统的财政信息化领域，公司谋求5G、物联网、人工智能和机器学习等新兴技术与公司专注的应用场景之间的融合，智慧城市业务继福州福码系统后，在莆田、泉州、齐齐哈尔、上饶等地也上线了相关产品。

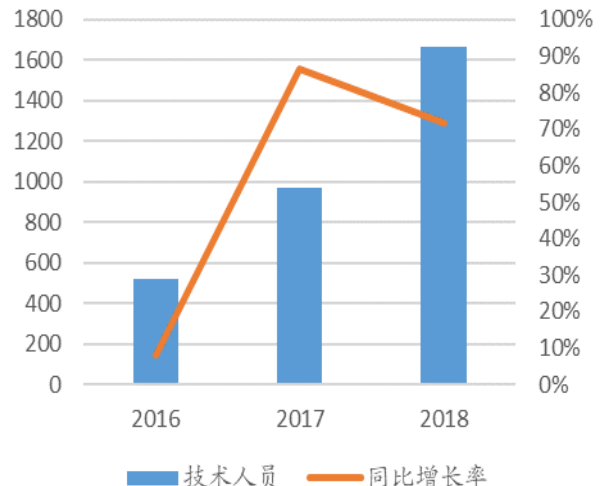
公司加大研发投入，扩大人才储备，为传统业务扩张和创新业务布局提供了坚实基础。公司自2015年起，技术人员一直占公司总员工数的80%左右。2018年，公司研发费用8656.22万元，同比增长77.91%；2019年一季度，公司研发费用2564.93万元，环比增长115.12%。同时，公司研发人员队伍得到扩充，由2017年末的389人增加至889人，增幅128.53%。本科及以上学历的员工数由2017年末的769人增加至1361人，增长76.98%，高于总员工增长比例5.91%，员工队伍向高学历化发展，员工队伍学历结构得到优化。研发投入增长，人才储备扩张，在满足了公司高速增长长期需求的同时，为公司提高研发能力、筑起技术壁垒积蓄了力量。

图 11：公司近年研发支出及增长率（百万元）



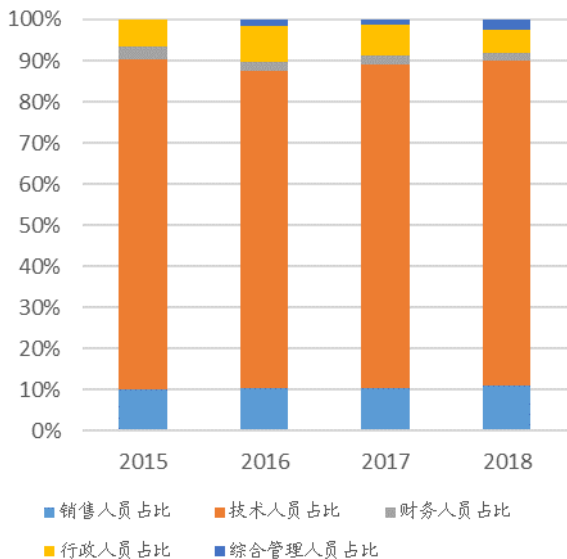
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 12：公司近年技术人员数量及增长率



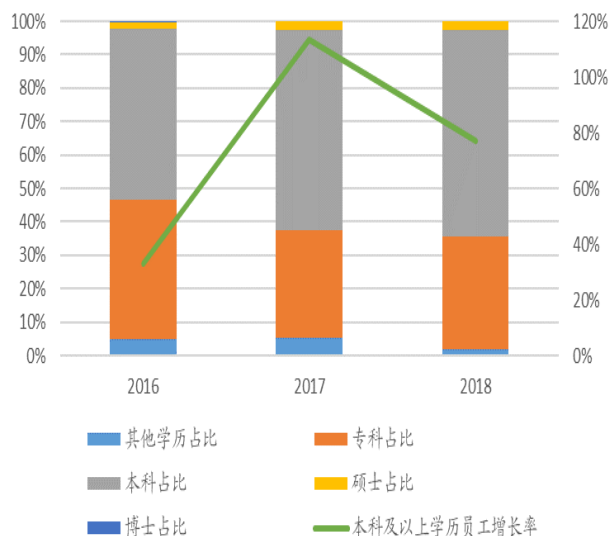
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 13：公司人员专业结构变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 14：公司学历结构变化

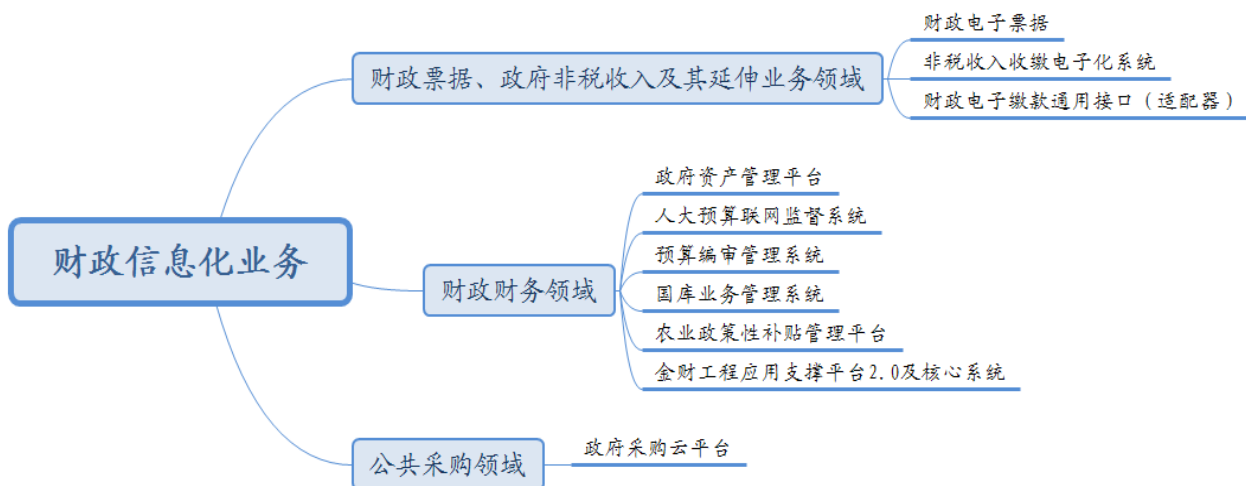


资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 深耕财政信息化领域，新旧板块共同发力

公司 20 年来始终以财政信息化为核心业务，2018 年将其重新划分为非税票据、财政财务和公共采购三大板块。从营收占比来看，非税票据为公司第一大业务，占总营收的 60%，核心产品为财政电子票和非税收入管理系统。财政财务业务核心产品为财政平台 2.0，总营收占比为 20%。2018 年 10 月纳入核心业务的公共采购板块总营收占比为 15%。此外，公司培育的智慧城市等新业务占总营收的 5%。

图 15：公司核心业务

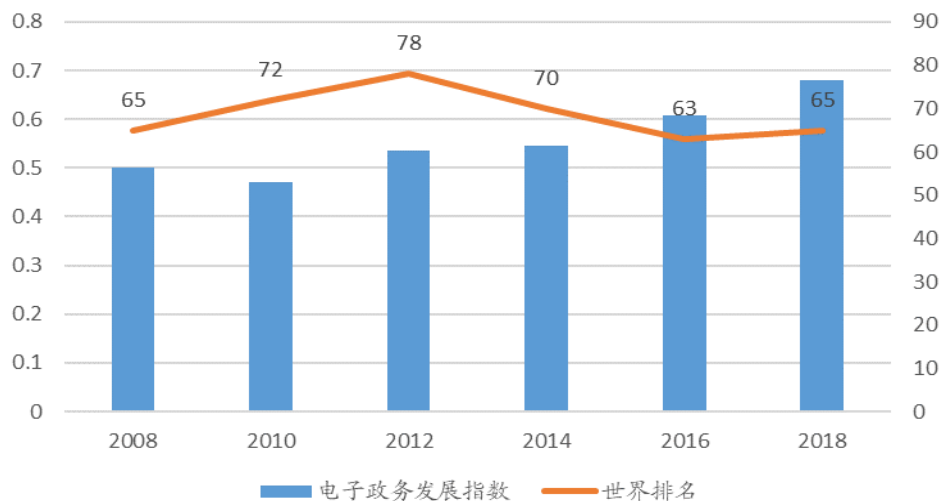


资料来源：公司公开资料，东兴证券研究所

2.1 电子政务市场体量持续增长，迎来政策密集期

我国电子政务与世界先进水平仍有不小差距，发展空间可观。我国电子政务建设始于上世纪 80 年代末，起步较晚，至今经历了办公自动化系统、专业领域信息化、政府上网工程实施和全面电子政务建设四个阶段，发展速度较快，同时根据《2018 联合国电子政务调查报告》，中国的电子政务发展指数 EGDI 为 0.6811，排名第 65 位，与发达国家相比仍有一定差距。在进入 21 世纪以后，随着我国互联网、云计算、大数据、移动通信等信息技术以及社交媒体应用的快速发展，电子政务面临新挑战，政府电子政务建设出现新趋势、新需求。

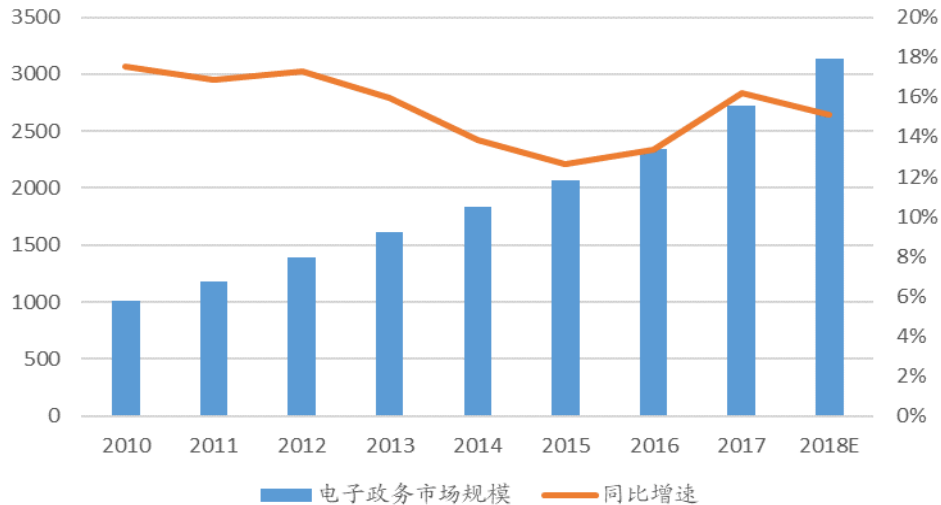
图 16：中国电子政务发展指数及世界排名



资料来源：联合国电子政务调查报告，东兴证券研究所

电子政务市场规模持续扩大，行业红利明显。根据前瞻产业研究院数据，2009-2017 年，我国电子政务市场规模一直维持 10% 以上的增速，复合增长率为 15.44%。2017 年我国电子政务市场规模为 2722 亿元，同比增长 16.2%，并且预计 2018 年将突破 3100 亿元，利好以政府机构为主要客户来源的相关企业，博思软件有望充分享受产业成长期红利。

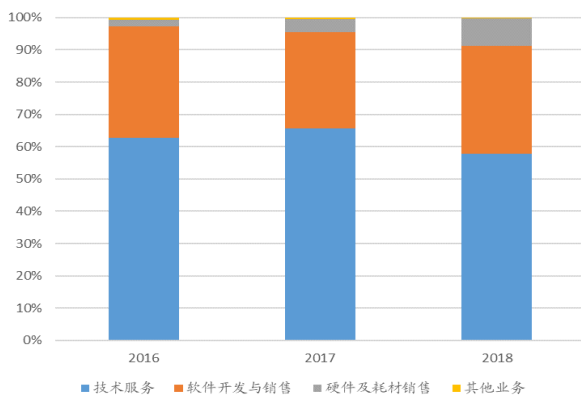
图 17：电子政务市场规模及增长率（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

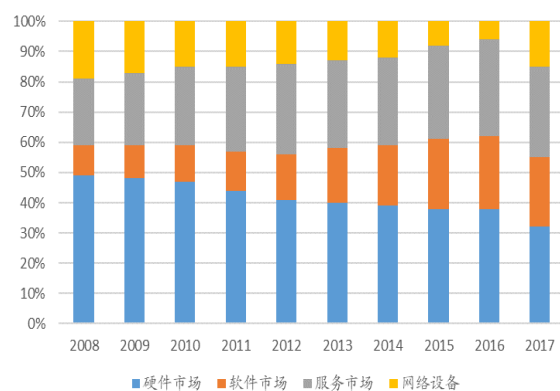
软件和服务市场份额或将占据主导，软件与服务提供商面临更大市场扩张。从我国电子政务的需求结构来看，2008-2017年，硬件市场所占份额最大，但比重不断缩小，与软件和服务市场比重之间的差距逐渐缩小，同时软件与服务市场份额呈现扩大趋势。截至2017年，硬件市场比重已经由2008年的接近一半缩小至32%，软件市场比重由原来的10%上升至23%，服务市场则由22%上升至30%。按这一趋势，软件市场极有可能在最近两年内赶超硬件市场规模，成为电子政务的第一大细分市场。公司主营业务为软件产品的开发、销售与服务，2016-2018年软件产品的开发、销售与服务业务占总营业收入比重一直高于90%，随着市场结构变化，公司面临的需求扩张将更为明显。

图 18：公司业务结构



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 19：电子政务市场结构变化



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

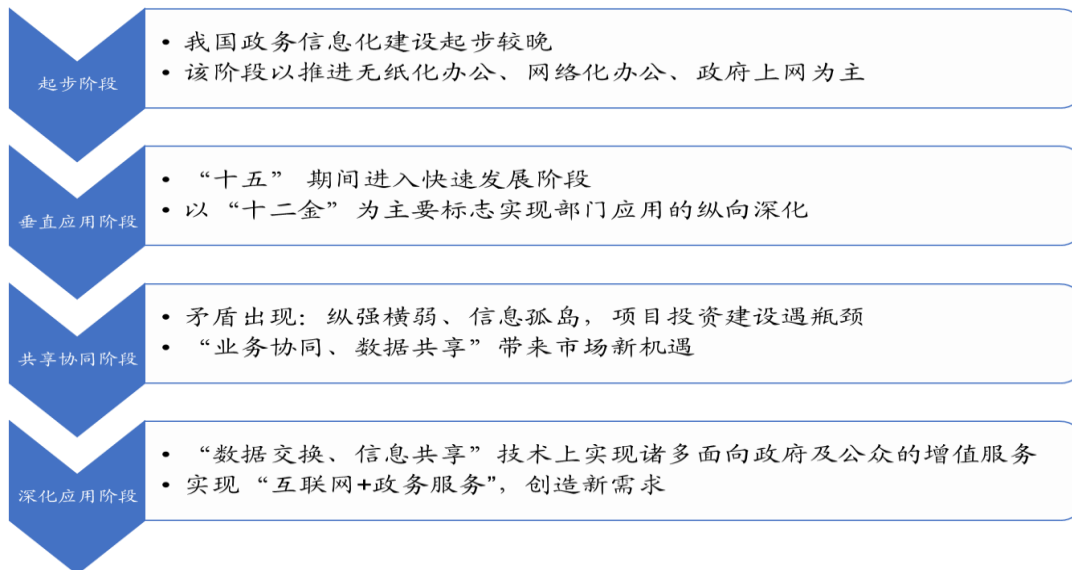
图 20：公司在产业链中的位置



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

一体化已成为政府电子政务建设新趋势，大批升级改造项目落地。从我国电子政务发展的阶段来看，我国政府电子政务发展正面临“各自为政、条块分割、信息孤岛”等问题，正在由“垂直应用阶段”向“共享协同阶段”过渡。而通过近年来出台的各项政策来看，政策重点也大多聚焦于建设一体化的电子政务平台，可见未来几年行业的发展将向“业务协同、数据共享”的一体化方向升级。系统一体化的升级改造需求为电子政务软件与服务提供商创造了机遇。

图 21：电子政务发展阶段



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

国务院高度重视电子政务、互联网+政务服务的建设和推广，2022年将实现“一网通办”。2016年《“十

“三五”国家信息化规划》提出要统筹发展电子政务，创新电子政务投资、建设及服务模式，探索建立第三方建设运行维护机制。同时要求全面开展“互联网+政务服务”，构建形成方便快捷、公平普惠、优质高效的政务服务信息系统。推进农村基层政务信息化应用也被多次提及。2016年12月，国务院办公厅印发《“互联网+政务服务”技术体系建设指南的通知》，加快“互联网+政务服务”系统建设步伐。2017年5月，国务院发布《政务信息系统整合共享实施方案》，要求2018年6月底前实现国务院各部门整合后的政务信息系统接入国家数据共享交换平台，各地区结合实际统筹推进本地区政务信息系统整合共享工作，初步实现国务院部门和地方政府信息系统互联互通。2018年6月，国务院印发《进一步深化“互联网+政务服务”推进政务服务“一网、一门、一次”改革实施方案》，提出到2018年底“省级政务服务事项网上可办率不低于80%，市县级政务服务事项网上可办率不低于50%”的目标。同年7月，《国务院关于加快推进全国一体化在线政务服务平台建设的指导意见》，要求2022年底前政务服务事项全部纳入平台办理，全面实现“一网通办”。可以预计，政府部门电子政务平台的建设、改造、升级、维护以及一体化将会在短期内对产业形成需求冲击，刺激产业发展。

表 1：近年国务院推进电子政务建设的相关文件

时间	文件	内容摘要
2016年12月15日	《“十三五”国家信息化规划》	<ul style="list-style-type: none"> (1) 推进农村基层政务信息化应用；全面提升农业政务信息化能力和水平。 (2) 统筹发展电子政务。 (3) 构建统一的政务服务信息系统。 (4) 全面开展“互联网+政务服务”，大力推进政务服务“一号申请、一窗受理、一网通办”。 (5) 支持政务系统和行业信息系统向云平台迁移。
2016年12月20日	《“互联网+政务服务”技术体系建设指南的通知》	<p>政务服务平台化。打造线上线下融合、多级联动的政务服务平台体系。着力破解“信息孤岛”，建成网上统一身份认证体系、统一支付体系、统一电子证照库，推动跨部门、跨地区数据共享和业务协同；推动政务服务平台向基层延伸，促进实体办事大厅规范化建设，公众和企业办事网上直办、就近能办、同城通办、异地可办。</p>
2017年5月3日	《政务信息系统整合共享实施方案》	<ul style="list-style-type: none"> (1) 2017年12月底前，整合一批、清理一批、规范一批，基本完成国务院部门内部政务信息系统整合清理工作，初步建立全国政务信息资源目录体系，政务信息系统整合共享在一些重要领域取得显著成效，一些涉及面广、应用广泛、有关联需求的重要政务信息系统实现互联互通。 (2) 2018年6月底前，实现国务院各部门整合后的政务信息系统接入国家数据共享交换平台，各地区结合实际统筹推进本地区政务信息系统整合共享工作，初步实现国务院部门和地方政府信息系统互联互通。
2018年6月10日	《进一步深化“互联网+政务服务”推进政务服务“一网、一门、一次”改革实施方案》	<ul style="list-style-type: none"> (1) 到2018年底，省级政务服务事项网上可办率不低于80%，市县级政务服务事项网上可办率不低于50%。 (2) 到2019年底，省级政务服务事项网上可办率不低于90%，市县级政务服务事项网上可办率不低于70%。
2018年7月31日	《国务院关于加快推进全国一体化在线政务服务平台建设的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> (1) 深入推进“互联网+政务服务”，加快建设全国一体化在线政务服务平台。 (2) 2018年底前，国家政务服务平台主体功能建设基本完成，通过试点示范实现部分省（自治区、直辖市）和国务院部门政务服务平台与国家政务服务平台对接。

时间	文件	内容摘要
		(3) 2019 年底前，国家政务服务平台上线运行，全国一体化在线政务服务平台框架初步形成。 (4) 2020 年底前，国家政务服务平台功能进一步强化，各省（自治区、直辖市）和国务院部门政务服务平台与国家政务服务平台应接尽接、政务服务事项应上尽上，全国一体化在线政务服务平台基本建成。 (5) 2022 年底前，政务服务事项全部纳入平台办理，全面实现“一网通办”。

资料来源：中国政府网、东兴证券研究所

2.2 财政电子票据系统全面推广

据 2013 年财政部《关于稳步推进财政电子票据管理改革的试点方案》，财政电子票据是指由财政部门监管的，行政事业单位在依法收取政府非税收入或者从事非营利性活动收取财物时，运用计算机和信息技术开具、存储、传输和接收的数字电文形式的凭证。其基本特征是以数字信息代替纸质文件、以电子签名代替手工签章，通过网络手段进行传输流转，通过计算机等电子载体进行存储保管。其基本要素包括票据名称、票据代码、票据号码、缴款人、收款项目、标准、收款金额、开票单位、开票人、开票日期、开票单位签章、财政部门监制签章。这是由政府机构给出最早的财政电子票据准确定义。

我国财政票据电子化始于福建，继而扩展到广西、辽宁、云南、黑龙江等省份。福建省自 2003 年起就开展了财政票据电子化改革试点工作，在省本级用票单位试点运用“福建省财政票据电子化管理系统”。2005 年在总结试点经验、建立完善票据管理责任制度、票据公示制度、票据稽查制度以及票据使用领用评价体系的基础上将单机版票据系统运用范围扩大到全省所有用票单位。截止到 2012 年年底，已实行票据电子化改革单位占有所有用票单位的比例达到 99.19%，基本实现全覆盖。电子票据的使用强化了政府非税收入征收管理，能够保障非税收入及时缴库；加强了财政票据管理，提升了服务水平；能够从源头扼止“三乱”现象，规范了收费人员的开票行为。博思软件作为福建本地企业，享有充分的地域优势。

近年来，面对基层政府非税收入管理混乱的状况，财政部连续发布多个重要文件，加快财政票据电子化步伐。2013 年 4 月，财政部发布《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》，标志着中央部门和单位自上而下的财政票据电子化改革正式启动。报告发布后，多个省份及直辖市包括甘肃、陕西和重庆等也陆续开始开展改革工作。2017 年 6 月，财政部发布《关于稳步推进财政电子票据管理改革的试点方案》，选取财政票据电子化实践已经成果颇丰的福建、黑龙江等地开展试点工作。2017 年 11 月，财政部又发布了《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》，选取了第二批试点省份和单位进行试点。2018 年 11 月，在充分试点的基础上，同时为保障个人所得税专项附加扣除的顺利实施，财政部发布《关于全面推开财政电子票据管理改革的通知》，要求各地区必须在 2019 年 1 月 31 日前完成相关财政电子票据管理改革工作，电子票据系统建设需求迎来高峰。

表 2：财政部财政票据电子化改革的相关文件

时间	文件	内容摘要
2013 年 4 月 24 日	《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》	凡在财政部财政票据监管中心办理《财政票据领购(用)证》，并领用财政票据的中央国家机关、事业单位、社会团体及其他组织，均应按照统一部署，安装运行财政部组织开发的财政票据电子化

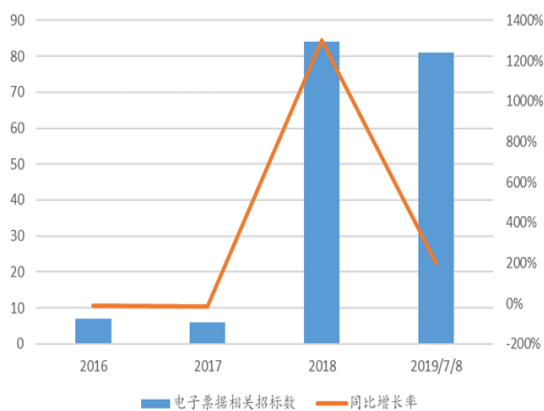
时间	文件	内容摘要
		管理系统，通过票据系统用票、管票。
2017年6月19日	《关于稳步推进财政电子票据管理改革的试点方案》	选择北京、黑龙江、浙江（宁波）、福建（厦门）、贵州、云南、湖南、重庆等地区，国家开放大学、华侨大学等中央单位，试点开展财政电子票据管理改革工作。在试点单位和行业的选择上，要重点选择网上报名考试、交通罚没、教育收费、医疗收费等业务。
2017年11月22日	《财政部关于做好财政电子票据管理改革第二批试点有关工作的通知》	选择河北、山西、内蒙古、广东、四川、宁夏、新疆等地区，东北师范大学、中山大学、西安交通大学、合肥工业大学、大连海事大学、中南大学、上海交通大学、吉林大学、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6日	《关于全面推开财政电子票据管理改革的通知》	为保障个人所得税专项附加扣除的顺利实施，各地区必须在2019年1月31日前，完成相关财政电子票据管理改革工作，抓紧集中本地区相关财政票据数据信息，按规定实现相关数据共享。

资料来源：国家财政部网站、东兴证券研究所

财政票据电子化管理软件是博思软件的代表性产品之一。其以“电子开票，自动核销，全程跟踪，源头控制”为设计理念，采用智能卡加密技术和网络技术，将财政票据管理由原来的手工操作，升级为对财政票据全生命周期的电子化管理，实现“以票管费”的信息化管理系统。该软件实现了对财政票据申请、印制、登记、入库、核发、出库、使用、缴库、保管、审验、核销、销毁等全过程的监控，管理范围涵盖非税收入类票据、结算类票据及其他财政票据等所有财政票据，具备电子开票、自动核销、资金监管、统计分析等功能。

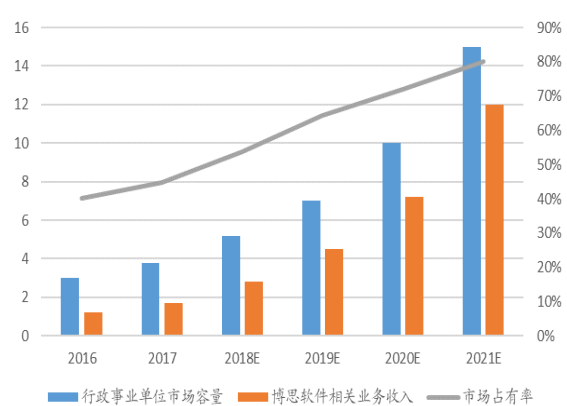
财政票据电子化改革全面推开使各地政府部门电子票据系统需求井喷。根据中国政府采购网公开信息，2015-2017与电子票据相关的招标数不足10例，而2018年则达到84例，同比增长13倍，截至2019年7月8日，2019年度相关招标数为81例，是去年同期的3倍。预计2018年全国电子票据市场规模为5.2亿元，2019年达到7亿元，公司市场占有率将达到64.29%。我们认为博思软件作为该领域的龙头企业之一，订单总量或将再创新高。

图 22：电子票据相关招标数及增长率



资料来源：中国政府采购网，东兴证券研究所

图 23：非税票据市场规模、公司市场占有率及预测



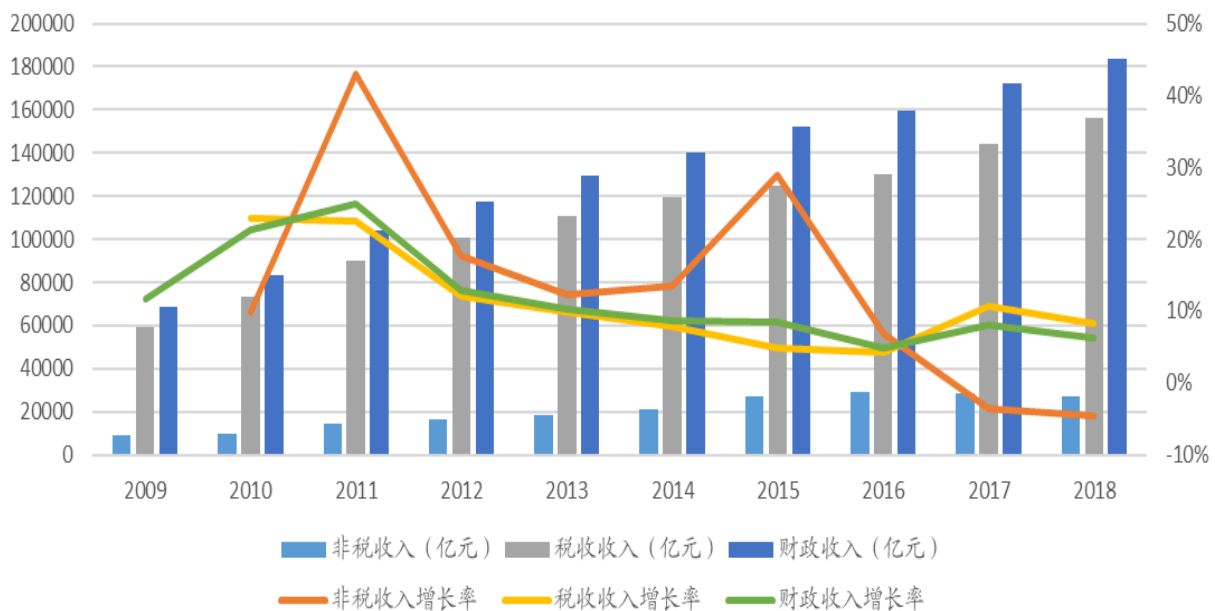
资料来源：公司公开资料，东兴证券研究所

2.3 市占率优势明显，非税收入管理系统加快普及

非税收入是指除税收以外，由各级政府、国家机关、事业单位、代行政府职能的社会团体及其他组织依法利用政府权力、政府信誉、国家资源、国有资产或提供特定公共服务、准公共服务取得的财政性资金，是政府财政收入的重要组成部分。政府非税收入管理范围主要包括：政府性基金、彩票公益金、国有资产有偿使用收入、国有资产有偿使用收入、国有资本经营收益、罚没收入、以政府名义接受的捐赠收入、主管部门集中收入、政府财政资金产生的利息收入等。

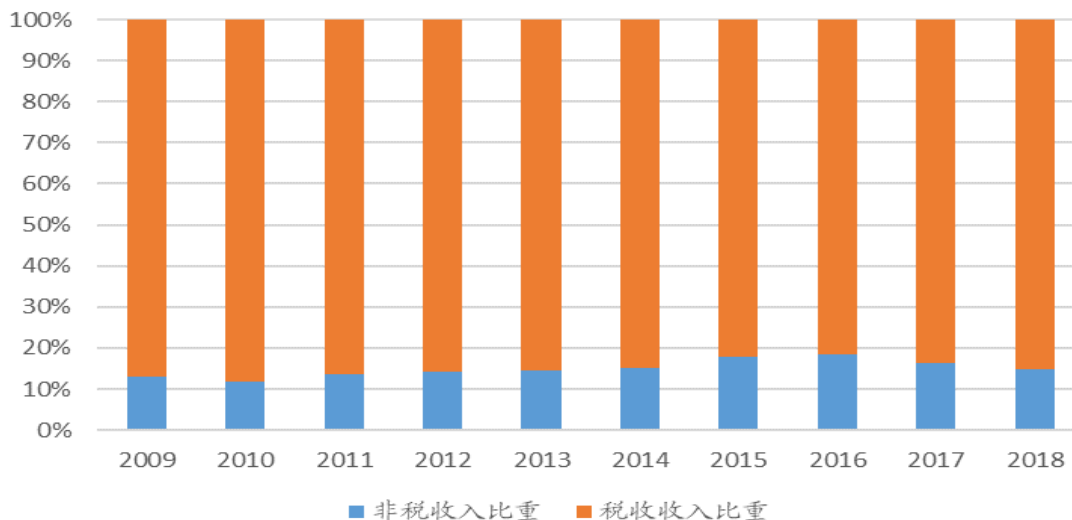
我国非税收入总量可观，管理系统建设、运维市场巨大。2009-2015 年均复合增长率 12.61%，2015 年至 2018 年基本维持在 2.8 万亿元左右，约占政府财政收入的 15%，是除税收收入外政府收入最重要的来源。从中央到地方各级政府种类繁多、数目庞大的非税收入难以统一管理，同时也占用了大量的人力和财政资源，使得建设统一的非税收入管理系统成为必要，相关市场广阔。

图 24：2009-2018 政府财政收入、税收收入和非税收入变化及增长率（亿元）



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 25：2009-2018 政府税收收入、非税收入占财政收入比重



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

我国非税收入管理中存在一些乱象，电子化、统一化成为必要。地方政府越到基层，收费和集资行为越缺乏约束。近几年中央公布许可收费的项目只有 130 多种，而地方上执行的收费项目多达 1000 多项。在市县乡三级政府，其非税收入管理的约束力逐渐弱化，特别是乡一级政府，农村分配关系基本上处于多头管理的无序状态。乡镇统筹资金制度从管理权限和体制上没有理顺，农业部规定乡镇统筹资金由乡镇农村合作经济组织经营管理部门负责管理，财政部规定由乡镇财政管理，实际上是乡镇财力实行乡镇财经所、乡镇农经所、乡镇其他机构的多头管理。其次，“一事一费”现象普遍，没有一个专门部门实行数量控制，而且没有一个统一的收费标准，缺乏监督。构建标准统一、互联互通、公开透明的非税收入管理系统是规范地方基层政府收费行为、避免财政资金流失的重要手段。

政府出台了一系列文件与法规，重视并加强非税收入管理。2010 年 3 月 23 日，时任国务院总理温家宝在国务院第三次廉政工作会议上的讲话明确提出要“把政府所有收支全部纳入预算管理”。同年 6 月 1 日，财政部发布《关于将按预算外资金管理的收入纳入预算管理的通知》，要求在 2011 年 1 月 1 日以前将全部预算外收入纳入预算管理。2014 年修订的新《预算法》规定，政府的全部收入和支出都应当纳入预算。2014 年 12 月 30 日，财政部下发《关于取消、停征和免征一批行政事业性收费的通知》，坚决取缔各种乱收费，凡未经国务院和省级人民政府及其财政、价格主管部门批准，越权设立的行政事业性收费项目一律取消。2016 年《政府工作报告》要求“取消违规设立的政府性基金”。2016 年 3 月，财政部制定《政府非税收入管理办法》，其中特别要求各级财政部门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。2018 年 12 月 26 日，财政部发布《关于税务部门罚没收入等政府非税收入管理有关事项的通知》，强调税务部门在税收征缴过程中收取或产生的相关罚没收入、利息收入和违约金收入，全额上缴中央国库。随着政府部门收紧各类费用收缴约束、加强政府基金管理、提高电子化水平，相关软件与服务需求将面临扩张。

表 3：非税收入管理的相关文件或讲话

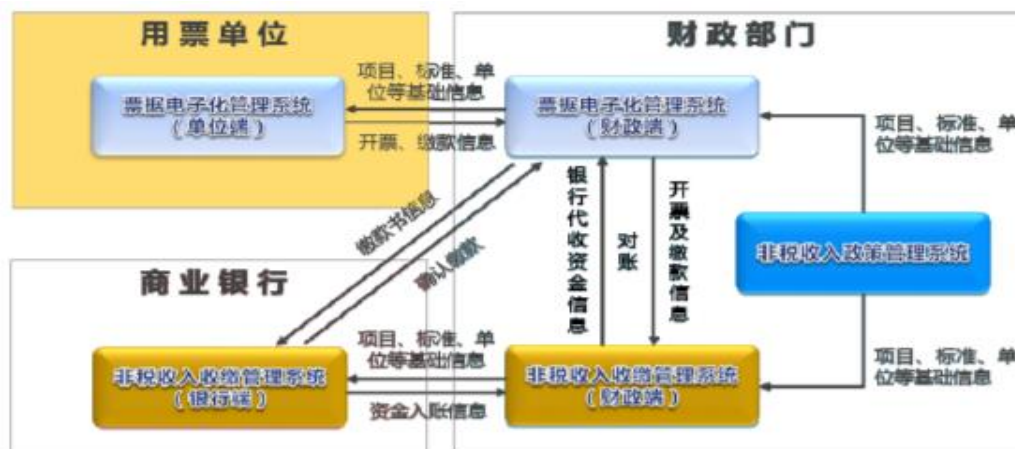
时间	文件或讲话	内容摘要
2010年3月23日	加强重点领域反腐倡廉制度建设 切实提高制度执行力——在国务院第三次廉政工作会议上的讲话	把政府所有收支全部纳入预算管理
2010年6月1日	《关于将按预算外资金管理的收入纳入预算管理的通知》	在2011年1月1日以前将全部预算外收入纳入预算管理。
2014年8月31日	新《预算法》	政府的全部收入和支出都应当纳入预算。
2014年12月30日	《关于取消、停征和免征一批行政事业性收费的通知》	坚决取缔各种乱收费，凡未经国务院和省级人民政府及其财政、价格主管部门批准，越权设立的行政事业性收费项目一律取消。
2016年3月5日	2016《政府工作报告》	取消违规设立的政府性基金
2016年3月15日	《政府非税收入管理办法》	对非税收入的设立、征收、资金管理等作出全面规定，明确应当纳入财政预算管理。同时规定要建立健全非税收入管理系统和统计报告制度，要求各级财政部门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。
2018年12月26日	《关于税务部门罚没收入等政府非税收入管理有关事项的通知》	税务部门在税收征缴过程中收取或产生的相关罚没收入、利息收入和违约金收入，全额上缴中央国库。

资料来源：国家财政部网站，网络公开资料，东兴证券研究所

非税收入收缴电子化系统是公司的优势产品之一。该系统是以非税收入的收费项目及收费标准为监管基础，以财政票据电子化管理、票款分离为手段，实现政府非税收入规范化、精细化、科学化管理，同时加强财政资金监督、简化收缴程序的信息化管理系统。系统采用全国统一的缴款识别码和项目识别码，能够打通项目库管理、收入管控、电子收缴、收入清分、缴库管理、资金核算、收入监控等非税业务流程各个环节，是以全程业务电子化、缴费体验便捷化、数据服务标准化为理念的非税收缴业务一体化管理平台。

非税收入收缴电子化系统精准解决了政府非税管理面临的痛点，在市场占有率方面处于领先地位。该系统利用互联网技术将各级财政部门、用票单位、代收银行有关的收款信息数据有机联系起来，实现了用票单位实时在线开票、代收银行实时在线代收缴款，系统自动进行清算、划转、对账，对财政资金在各个环节、各个流转过程进行实时动态管控。系统一方面采用直接解缴和集中汇缴两种解缴模式，支持自助终端、POS 刷卡、网上缴费等多种缴款方式，实现了整个流程的无纸化，降低了管理成本，高效便民。另一方面，与传统线下缴费相比，采用统一中心数据库管理模式，对用票单位开票额、用票单位应缴额、用票单位实缴额、用票单位欠缴额、银行收款额、银行滞留额、财政实收额进行实时、动态的监控，使每一笔款项收缴都有据可查，减少了舞弊空间。非税收入收缴电子化系统完全匹配了财政部立足全国进行顶层设计，统一部署推进全国非税收缴电子化管理工作，建设全国统一的缴款渠道，实现非税收缴电子化的需求。截止目前为止公司已拿下超 20 个省份的订单，剩余八九个省份也在进行深入洽谈。

图 26：非税收入管理信息化理论模型与核心流程



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2.4 财政平台迈入 2.0，运维需求创十亿级市场

我国财政管理系统存在标准不统一，整体业务信息化缺乏顶层设计，本级各处室之间、上下级之间的业务贯通存在断层和缺口，协同竖效率不高等问题。为解决上述问题，2016 年财政部发布《财政部关于地方财政信息化建设的通知意见》、《应用支撑平台 2.0 升级实施方案》等文件推动应用支撑平台向 2.0 迈进，提高财政信息化水平。

金财工程应用支撑平台 2.0 及核心业务系统是公司财政财务领域最主要的产品。系统实现了政府财政部门上下级、横向的数据打通，包含了预算指标、预算管理、国库统一支付体系、债务管理、绩效评价、资产和政府财务报告等子模块。

财政平台 2.0 后续运维市场规模达十亿级，政府财政信息化投入可观。2018 年各省财政平台 2.0 升级已基本完成，据测算，每省每年将投入 5000 万元用于购买系统运维服务，8000 万元用于财政信息化建设。以此推算仅运维市场就将达到十亿级规模，市场总量庞大。博思软件解决方案获财政部认可，在贵州、吉林、天津等省连续中标财政一体化项目，有望跻身行业前二，畅享产业红利。

2.5 大举并购，布局公共采购领域

2018 年，公司收购成都思必得信息技术有限公司和北京阳光公采科技有限公司 51% 的股权，成为其实际控制人。其中，成都思必得公司控制了成都云采通信息技术有限公司和北京云采通信息技术有限公司全部股权，云采通公司旗下的云采通采购商城是面向全国高校、行业领先的智能电商采购平台，实现了经费支付、订单审核、资产建账、财务报销的采购全流程自动化，用户群体包括清华大学、浙江大学、北京师范大学和南开大学等国内著名高校在内的 50 余所高校。

北京阳光公采则是以政府采购系统和电子商城为主要产品的软件开发与平台运营服务商，在 G 端采购电子化领域处于领先地位。政府采购电子化是指将信息技术和基础设施在线应用于政府采购的管理、实施、评估以及报告各个阶段。它包括三个层面的内容：一是政府采购交易和管理信息系统的开发和应用，这

是电子化建设的基础；二是政府采购信息资源的利用和共享，这是电子化建设的重点和关键；三是政府采购业务的规范化和系统的易用性，这是信息化建设的重要支撑。政府采购电子化建设不仅包括网上采购交易和监管等相关业务管理系统的开发、建设和运维管理，还包括对大量政府采购信息资源的开发和利用、政府采购业务和流程的标准化和电子化改造。

由北京阳光公采科技有限公司自助开发的公共采购系统兼顾电子政务与电子商务的要求，实现**全流程、全方面、全维度的电子化管理与服务**。整个系统包括电子招投标系统、协议供货系统、定点采购系统、网上竞价系统、电子反拍系统、办公自动化系统、电子化系统、汽车维修系统、价格监测系统、信息化公共服务平台以及政策功能产品及资质认定查询系统等主要模块，能够实现对外发布公共采购信息、内部办公、统计分析等功能，并辅助完成采购招投标及合同管理等工作任务。系统通过计划管理、委托管理、实施管理、后续管理、质疑管理、资产管理、信用管理，为采购人和供应商提供完备的采购业务实施功能。办公系统子模块为内部提供行日常的公文管理、消息通讯、电话管理、资料管理、档案管理、通知管理等功能的实现。统计分析系统子模块为电子化采购平台提供数据的统计、分析以及自动生成报表等功能。系统实现了全流程、全方位、全动态的智能化、人性化、实用化管理，实现了标前、标中、标后的数据标准、流程统一、操作方便、界面一致，同时在设计时周密考虑了扩展和定制能力，采用了组件开发模式，方便根据需求进行改动和重新组装，能够迅速开发出适应新需求的功能，使得满足不同用户的定制化需求成为可能。

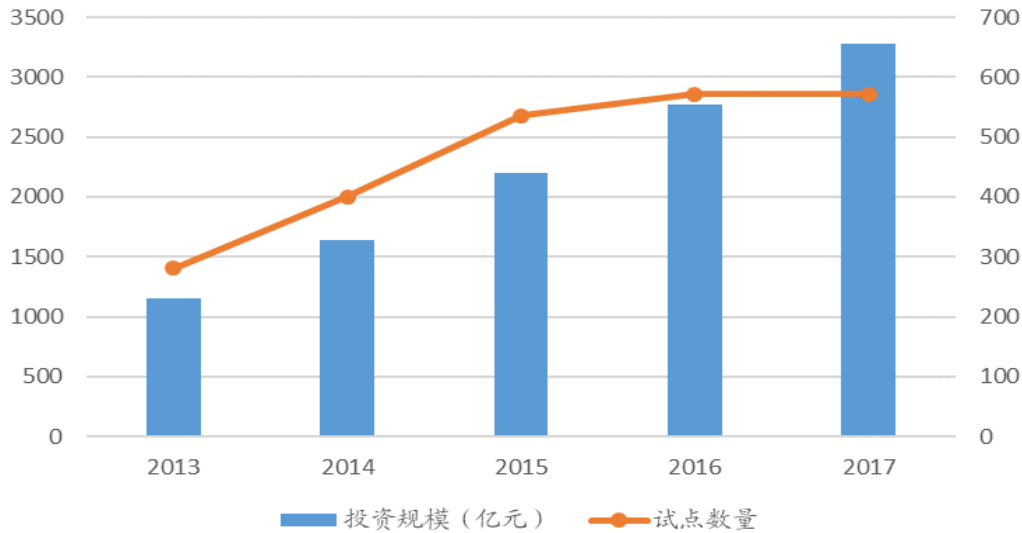
近年来公司持续加大力度投入公共采购项目，目前已拥有一支行业内最大规模的技术团队。在大举并购公共采购领域的领先企业外，凭借在财政信息化领域沉淀多年的技术实力以及政府采购业务的领先优势，公司采购业务逐步向高校采购服务和国企采购服务等领域拓展，公司公共采购业务已有近五百人的技术和研发团队。

“公采云”平台融入云计算、大数据等先进技术，打通了包括采购人、代理机构、供应商、监管机构在内的线上执行交易全过程。公司在2018年数字中国建设峰会上首次发布了产品“公采云”平台，为采购人打造了全线上的交易平台，提高采购效率的同时也强化了采购过程的内控管理；为代理机构建立了全线上的操作平台，是代理机构快速提高专业化水平的最佳工具；为供应商建立了完整的供应链服务，优化企业内部供应链管理；为监管机构提供了采购监督管理手段，提高了采购监督管理信息化水平，是公共采购平台的又一大升级。经过一段时间的培育，公共采购平台或能成为支撑博思软件下一步高速发展的引擎之一。

2.6 助力互联网+政务，发展智慧城市业务

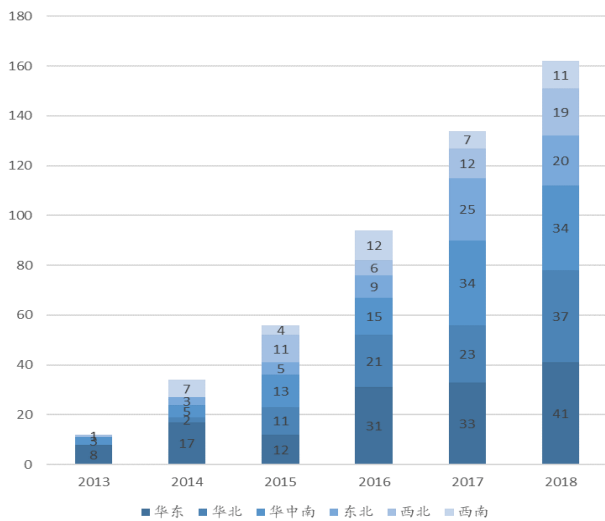
智慧城市是把新一代信息技术充分运用在城市中各行各业基于知识社会下一代创新（创新2.0）的城市信息化高级形态。智慧城市从概念提出到落地实践，历经近十年发展。2013-2018年，地方政府智慧城市项目中标数量不断增长，2018年共计162个。据不完全统计，全国提出智慧城市规划的城市超过300个，所有副省级以上城市、89%的地级及以上城市，47%的县级及以上城市均提出建设智慧城市。我国智慧城市市场规模可观。

图 27：2013- 2017 年中国智慧城市试点数量与规划投资规模估算



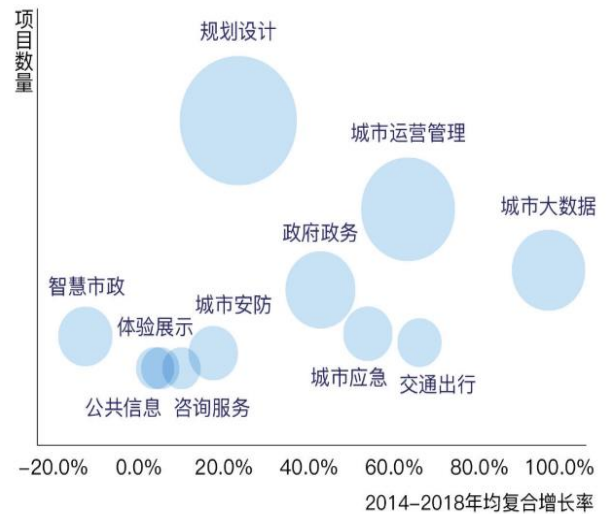
资料来源：艾瑞咨询研究院，东兴证券研究所

图 28：2013-2018 年政府智慧城市项目中标数量及地域分布



资料来源：艾瑞咨询研究院，东兴证券研究所

图 29：2014-2018 年智慧城市各项目类型年均复合增长率

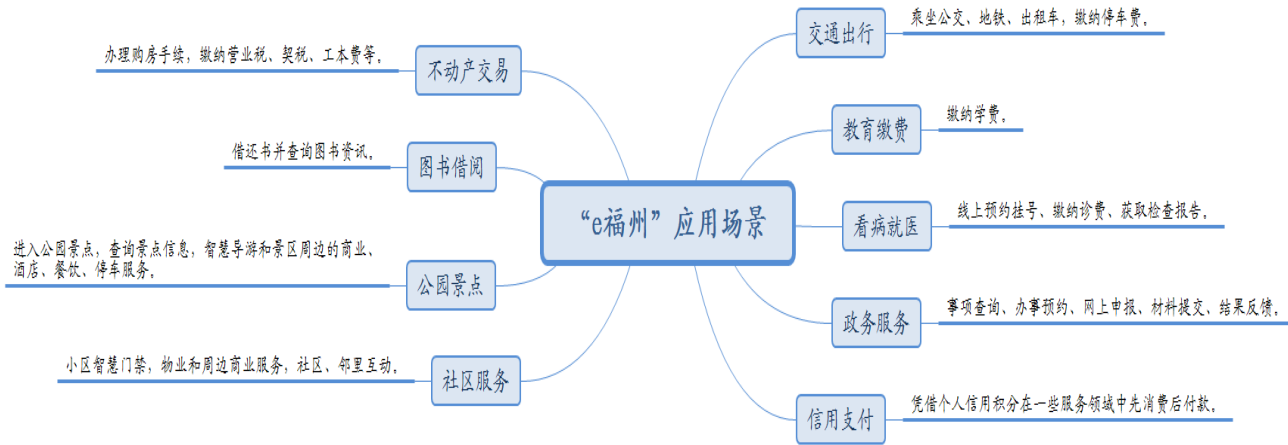


资料来源：艾瑞咨询研究院，东兴证券研究所

“互联网+政务服务”是智慧城市题中应有之义，公司开发福码通缴费云提供“互联网+”公共缴费解决方案。2014-2018 年政府政务类智慧城市项目年均复合增长率达 40%，呈现高速增长态势。同时近年来，“互联网+政务服务”成为政府治理的新需求，国务院文件包括政府工作报告中多次强调全面开展“互联网+政务服务”，大力推进政务服务“一号申请、一窗受理、一网通办”。公司顺应市场趋势和政府需求，在原 E 缴通公共缴费网基础上升级研发福码通缴费云，以统一身份认证为基础，聚合多种支付能力，除政务服务外拓展到更多如公共交通、旅游景点等公共服务领域，为各级政府实现“数字政府，一网通办”、“智慧城市，一码通行”的数字城市建设提供软件支持和运维服务。

公司典型项目“福码”系统获得政府与公众广泛认可，业务扩展到 C 端。由公司承建的“福州市公共服务电子支付二维码——福码”系统经过 1 年多的运行，目前已覆盖政务缴费、公共交通、看病就医、教育缴费、不动产交易、24 小时自助图书馆、旅游景点、信用支付等领域。该系统旨在在政务服务、公用事业领域全面推进无现金支付建设，统一为群众提供便捷的公共缴费服务，为收款单位提供全渠道的收款、对账、清分服务，为政府提供大数据决策分析服务。目前每天通过该系统提交的的订单量超过 50 万笔。其移动端 APP “e 福州” 上线仅一年多，累计用户数突破 200 万，用户累计使用服务近 1 亿次。在上月举行的第四届中国信息化融合发展创新大会上，“e 福州” 获得 2019 年度中国信息化（数字政府）示范实践奖。福码立足福建，目前已在省内的福州、莆田、泉州等地市上线；在江西省，公司助力全省政务服务统一支付对接平台建设，为全省政府服务领域的支付制定了统一标准，并在赣州市、抚州市等地区落地应用；黑龙江的齐齐哈尔等地市也上线了一码通行模式。目前该业务正积极向有意向建设的省份继续推进中。

图 30：“e 福州” APP 应用场景



资料来源：公司公开资料，东兴证券研究所

3. 非税收入信息化龙头，先发优势形成用户粘性

电子政务领域集中了较多软件与服务厂商，竞争较为激烈。领域下辖众多细分子领域，在不同的细分子领域中都有不同的主导企业。公司的竞争对手主要有用友网络控股的北京用友政务软件股份有限公司、东软集团、深圳市龙图软件有限公司与北京市太极华青信息系统有限公司。

在非税票据业务方面，公司产品在全国范围内得到了较为广泛的应用，已经占得市场先机。而在财政一体化系统业务方面，公司与主要竞争对手分享市场份额。

表 4：主要竞争对手简况

公司名称	主营业务	竞争领域	代表性产品
用友政务	提供政府财政资金全过程管理解决方案，并为广大行政事业单位提供各种管理软件和相关专业服务。	非税票据、财政财务	一体化财政管理解决方案

公司名称	主营业务	竞争领域	代表性产品
东软集团	提供行业解决方案和产品工程解决方案以及相关软件产品、平台及服务。	非税票据、财政财务	非税收入收缴管理系统、财政综合业务解决方案
龙图软件	财政行业的信息化建设。	财政财务	金财工程应用支撑平台 2.0
太极华青	为客户提供业务战略咨询，IT 战略规划，行业应用软件开发、维护，系统集成，智能工程建设等服务。	财政财务	财政一体化系统

资料来源：Wind，网络公开资料，东兴证券研究所

3.1 非税专家，成长性强

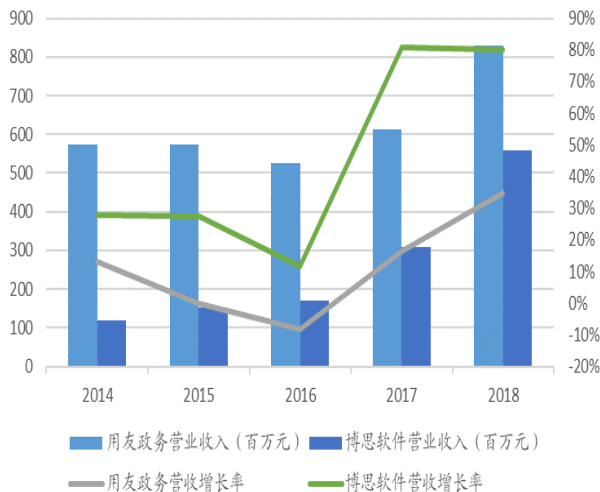
用友政务软件有限公司于 2002 年 12 月在北京注册成立，是用友集团旗下专业的电子政务软件与服务提供商，中国最大的公共财政、政府财务管理软件供应商。公司的核心业务是提供政府财政资金全过程管理解决方案，并致力于为广大行政事业单位提供各种管理软件和相关专业服务。用友政务公司的一体化财政管理解决方案是国内最领先的基于平台的财政管理解决方案。

表 4：主要财务指标与核心业务对比

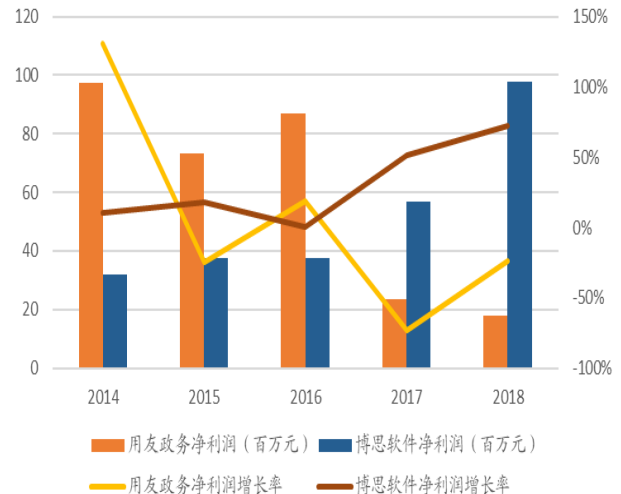
截止 2018 年末；单位：元	用友政务	博思软件
流动资产	894,850,822	609,476,461
非流动资产	358,984,618	50,385,055
资产总额	1,253,835,440	659,861,516
流动负债	497,635,979	335,209,782
非流动负债	1,155,800	1,076,599
负债总额	498,791,779	336,286,381

资料来源：Wind，网络公开资料，东兴证券研究所

用友政务规模更大，在财政信息化领域业务覆盖范围更广。2014-2018 年用友政务营业收入一直高于博思软件，2014 年营收总额是博思软件的 5 倍以上。同时博思软件一直保持着两倍以上于用友政务的营收增长率，二者之间的差距逐年缩小，2018 年用友政务与博思软件营收总额之比已经降低到不足 1.5。从业务领域上看，博思软件主要聚焦于电子票据与非税收入管理，近年来扩展至公共采购和智慧城市领域；用友政务则在政府税务方面也拥有丰富的产品和服务，用户黏性较强，筑起了较高的壁垒。从数据来看，保持目前的增长速度，博思软件营业收入有望在未来赶超用友政务。

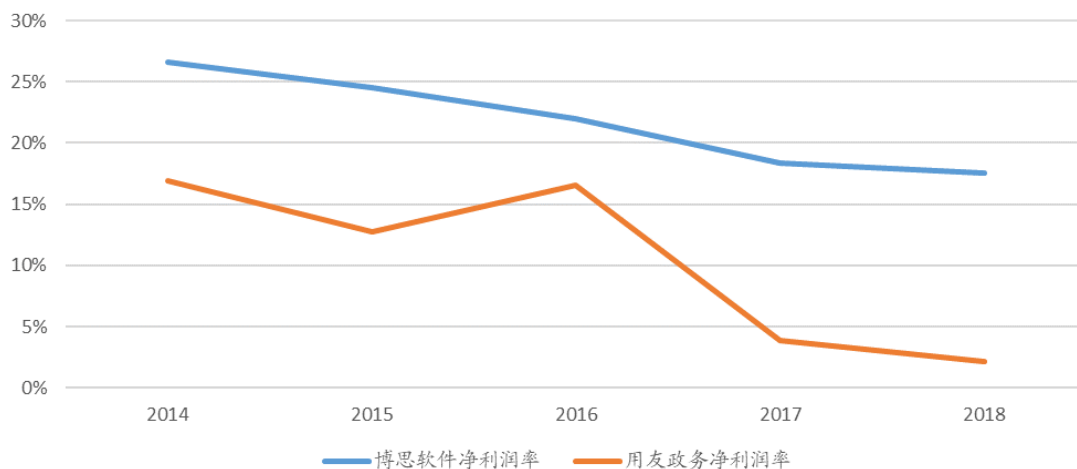
图 31：博思软件、用友政务营业收入及增长率（百万元）


资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

图 32：博思软件、用友政务净利润及增长率（百万元）


资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

博思软件业务净利润率更高。2014年-2018年，博思软件净利率一直高于用友政务，2018年博思软件净利率17.52%，高于用友政务15.36个百分点。同时，2014年-2016年，由于公司规模原因，用友政务净利润远高于博思软件，保持在博思软件净利润的两到三倍，而在2017年由于用友政务净利润的大幅下滑，博思软件净利润增速稳定反超用友政务，2018年博思软件净利润已经接近用友政务的5.5倍。

图 33：博思软件、用友政务净利率变化


资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

与用友财务相比，博思软件在非税收入管理领域起步更早，先发优势更明显。博思软件是唯一一家十多年来一直专注于政府非税收入管理信息化应用领域，并以非税收入管理应用软件为核心业务的专业供应商。其非税收入管理软件首先应用于福建省财政厅，并成功被财政部采用，在财政管理必须保持自上而

下统一性的要求下，博思软件在该业务仍有较大的竞争优势。

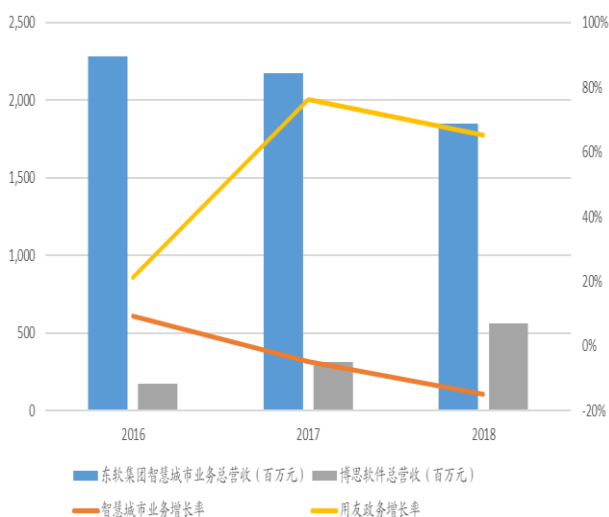
在财政一体化业务方面，博思软件有望进入行业前二。用友政务公司在行政事业单位财务管理软件领域长期市场占有率保持第一，也是财政部财政国库集中支付系统等核心应用软件的指定开发商，用友财务在整个财税领域的完整布局和高市场占有率使其在财政一体化业务方面具有优势。同时，博思软件已在多个省份实施部署财政部平台 2.0 及政府财政核心业务系统，业务推进取得进展，博思软件中标的典型案例陕西省财政平台 2.0 项目于 2018 年 1 月份已开始试点上线。未来博思软件仍有望在该业务上取得可观的市场份额。

3.2 迁移成本高，加深护城河

东软集团股份有限公司创立于 1991 年，是中国第一个上市的软件公司，也是最先通过 CMM5 和 CMMI(V1.2)5 级认证的中国软件公司。公司在软件服务领域业务广泛，其中智慧政务、财政信息化是重要组成部分。

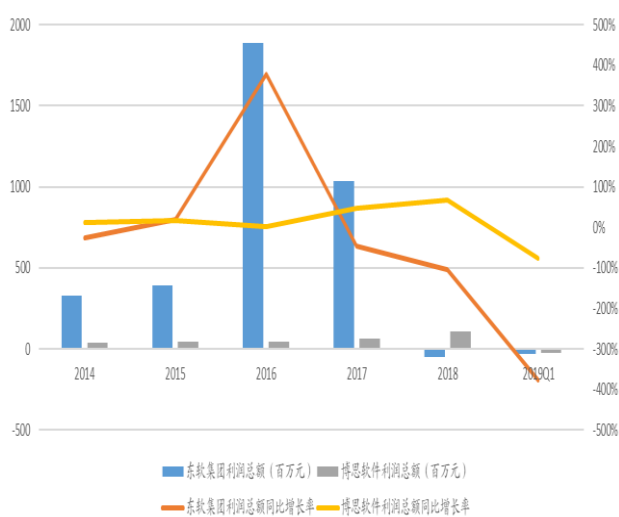
从财务指标看，博思软件与东软集团体量相差悬殊，但上升趋势更加明显。东软集团业务覆盖医疗社保、智能汽车、智慧城市和企业互联等领域，规模庞大，直接以总营收额与博思软件比较并不妥当。2016-2018 年，公司的财政信息化业务被归入智慧城市部分，因此我们采用该业务的营收数据与博思软件作比较。2018 年，东软集团智慧城市业务营业收入由 2016 年的约为博思软件营业收入的 13.3 倍缩小为 3.4 倍，差距大幅度缩小，一方面由于东软智慧城市业务营收额连续两年陷入负增长，另一方面则由于博思软件营业收入的持续高增速。同时，2014-2017 年，东软集团利润总额远超博思软件，但在 2018 年东软集团利润总额发生较大波动产生亏损，博思软件利润总额继续保持稳定增速并反超东软集团。从研发投入上看，2014-2018 年，东软集团总研发投入远高于博思软件同期研发投入，而博思软件研发投入占营业收入的比重一直高于东软集团且研发投入增速更快。综上，相较而言，博思软件表现更为稳定，动能更为强劲，未来营收与利润差距有望进一步缩小。

图 34：博思软件、东软集团营业收入及增长率（百万元）



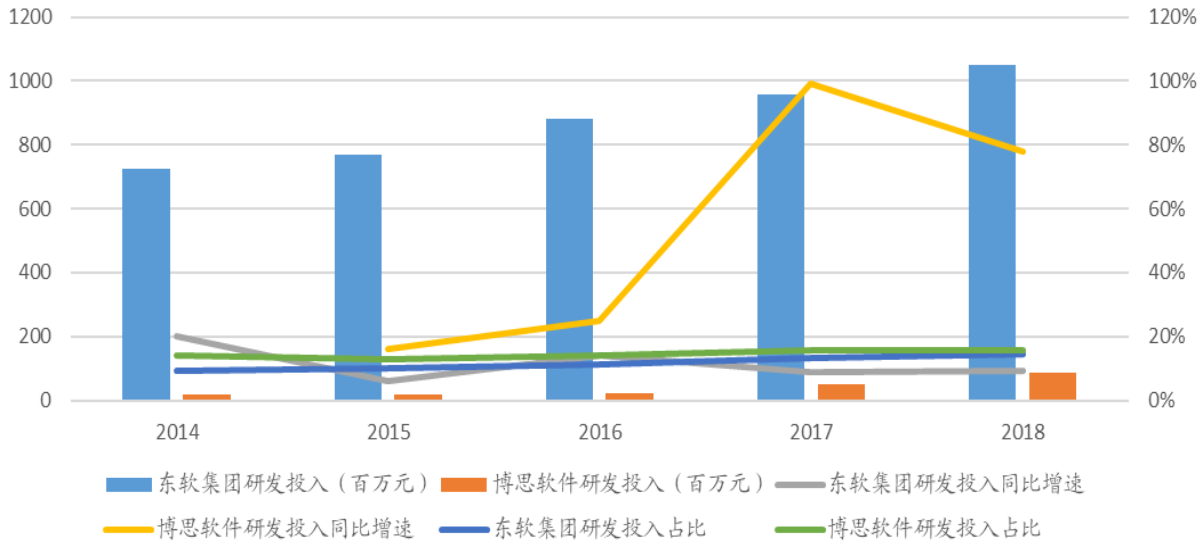
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 35：博思软件、东软集团利润总额及增长率（百万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

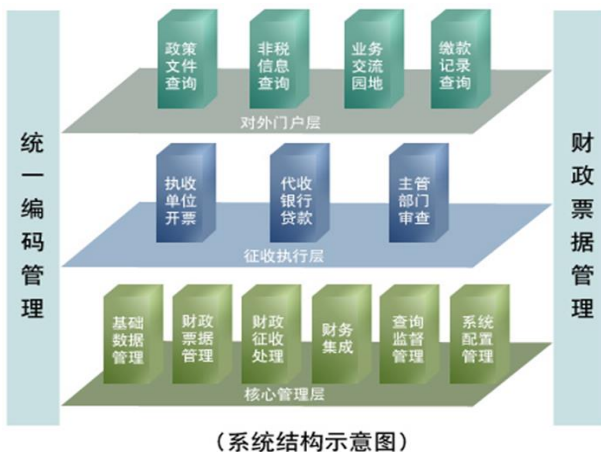
图 36：博思软件、东软集团研发投入、研发投入增速与研发投入占比比较（百万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

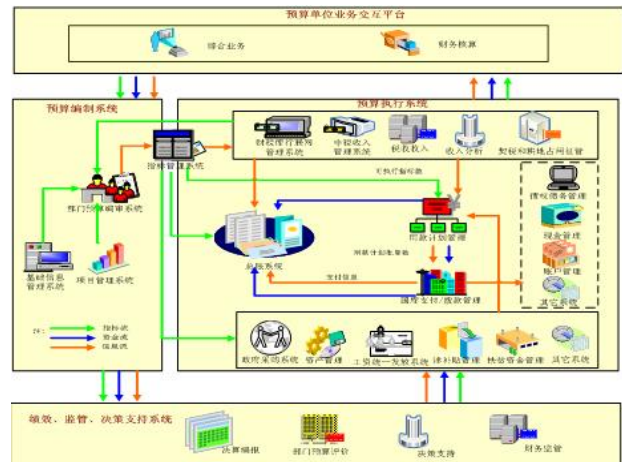
东软在非税收入管理和财政一体化系统领域都有代表性的产品，两家公司在技术方面不存在明显差距。其中，东软非税收入收缴管理系统是以执收单位的收入项目及收费标准核定为监管措施，以财政票据领用、缴验管理、票款分理、全程监控为手段，利用网络通讯技术将财政部门、执收单位、代收银行有关的所有执收信息数据有机联系起来，实现包括直接缴库、集中汇缴等缴款形式在内的非税收入主要业务管理，达到规范收入管理、加强资金监督、简化收缴管理程序的目的的管理系统。而东软财政综合业务解决方案则遵循金财工程相关标准，以统一技术支撑平台为基础，以项目库、基础信息库、政策法规信息库、合同库、综合业务库为信息资源基础，整合预算编制、预算执行、财政监管、决策支持、绩效评价为一体的财政业务综合管理信息平台，涵盖政府采购、工资统发、人事管理、办公自动化等业务。

图 37：东软集团非税收入管理系统结构示意图



资料来源：公司公开资料，东兴证券研究所

图 38：东软财政综合业务解决方案系统架构



资料来源：公司公开资料，东兴证券研究所

用户粘性或成竞标胜负手，博思软件细分领域仍占据优势地位。两家公司的相关产品相似度较高，但由于博思软件进入市场更早，在机打票市场占有率超过70%，为电子票据标准制定提供了支持，且软件服务迁移成本高、用户粘性大，在已启动的电子票据招标省市，公司市场占有率80%-90%，已经占据了绝对领先的市场份额，筑起了较高的壁垒。因此在非税票据领域，博思软件仍然具有明显的竞争优势。

3.3 地位稳固，业内领先

深圳市龙图软件有限公司成立于2003年5月，总部设在北京，是自主研发软件产品的高新技术企业，是财政部指定的金财工程应用支撑平台唯一开发商。龙图软件专注于财政行业的信息化建设，对基于平台构建财政业务系统积累了丰富的经验。

龙图软件开发有非税收入管理系统，并提供平台运维服务，与博思软件业务领域重合，互为竞争对手，近年来承接了2019年度厦门市财政平台一体化系统维护、兰州市财政局非税电子化票据系统运维服务和青岛市财政局青岛市财政一体化系统等项目。但市场份额较小，难以撼动博思软件龙头地位。

太极华青业务范围较为广泛，不仅在软件开发与服务领域有一定的影响力，也在基础设施建设上积累了丰富的经验与资源。公司的财政信息化产品主要包括：电子政务开发平台类，财政业务应用类，税务业务应用类等。近期在全国各地也中标了一系列项目，如广东省兴宁市财政一体化系统建设项目。但低市占率短期内难以对博思软件形成冲击。

4. 盈利预测与公司估值

公司盈利预测及投资评级：公司非税收入信息化龙头地位稳固，创新业务长线可期。我们预计公司2019-2021年归母净利润为1.36/1.71/2.09亿元，对应EPS分别为0.59/0.74/0.90元。当前股价对应2019-2021年PE值分别为34/27/22倍。给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

风险提示：电子政务市场竞争加剧，财政电子票据推广不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	525	550	1248	1610	2274	营业收入	310	559	983	1702	2813
货币资金		303	842	902	1097	营业成本	97	198	359	691	1212
应收账款	108	207	323	560	925	营业税金及附加	5	7	12	20	33
其他应收款	5	11	19	33	54	营业费用	55	86	151	261	431
预付款项	6	6	10	17	29	管理费用	95	84	148	256	423
存货	13	30	48	93	164	财务费用	-1	0	-11	-17	-17
其他流动资产	90	9	6	6	6	资产减值损失	6.57	8.83	15.54	26.90	44.44
非流动资产合计	279	518	543	603	648	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	29	54	54	54	54	投资净收益	3.96	5.35	5.35	5.35	5.35
固定资产	143	147	174	237	284	营业利润	63	106	174	218	268
无形资产	22	37	34	31	28	营业外收入	0.22	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	1	1	1	1	营业外支出	0.14	0.09	0.09	0.09	0.09
资产总计	805	1069	1791	2213	2921	利润总额	63	106	174	218	268
流动负债合计	244	309	448	705	1209	所得税	7	8	18	23	28
短期借款	0	0	0	0	87	净利润	57	98	156	196	240
应付账款	30	50	90	173	304	少数股东损益	2	12	20	25	31
预收款项	13	70	171	344	631	归属母公司净利润	55	85	136	171	209
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	71	119	179	221	276
非流动负债合计	53	88	88	88	88	EPS (元)	0.80	0.69	0.59	0.74	0.90
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	298	397	536	793	1297	成长能力					
少数股东权益	26	62	82	107	138	营业收入增长	80.95%	80.26%	76.04%	73.12%	65.24%
实收资本(或股本)	72	130	232	232	232	营业利润增长	87.01%	66.87%	64.77%	25.18%	22.68%
资本公积	325	273	621	621	621	归属于母公司净利	42.78%	56.07%	59.68%	25.19%	22.69%
未分配利润	195	260	364	494	654	获利能力					
归属母公司股东权益	481	610	1172	1312	1486	毛利率(%)	68.57%	64.54%	63.47%	59.41%	56.90%
负债和所有者权益	805	1069	1791	2213	2921	净利率(%)	18.37%	17.52%	15.89%	11.49%	8.53%
现金流量表						总资产净利润(%)	6.80%	7.99%	7.61%	7.71%	7.17%
						ROE(%)	11.36%	14.00%	11.63%	13.00%	14.09%
经营活动现金流						偿债能力					
净利润	56	92	172	179	240	资产负债率(%)	37%	37%	30%	36%	44%
折旧摊销	8.58	13.01	16.32	23.93	29.34	流动比率	2.15	1.78	2.78	2.28	1.88
财务费用	-1	0	-11	-17	-17	速动比率	2.10	1.69	2.67	2.15	1.74
应收账款减少	0	0	-116	-236	-365	营运能力					
预收帐款增加	0	0	100	174	287	总资产周转率	0.48	0.60	0.69	0.85	1.10
投资活动现金流	-146	-93	-54	-106	-113	应收账款周转率	3.98	3.54	3.71	3.86	3.79
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.79	13.98	14.01	12.93	11.79
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	4	5	5	5	5	每股收益(最新摊)	0.80	0.69	0.59	0.74	0.90
筹资活动现金流	131	-13	437	-13	65	每股净现金流(最新)	0.57	-0.12	2.39	0.26	0.83
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.68	4.70	5.05	5.66	6.41
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	4	58	102	0	0	P/E	24.63	28.84	33.63	26.86	21.90
资本公积增加	130	-51	348	0	0	P/B	2.96	4.20	3.91	3.49	3.08
现金净增加额	41	-15	555	60	191	EV/EBITDA	15.85	19.14	20.86	16.63	12.93

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师简介

分析师：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

研究助理简介

研究助理：陈晓博

中国人民大学会计硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。