

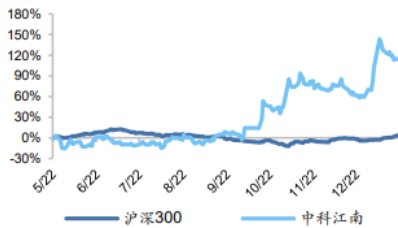
财政信息化领军，乘政策东风加速发展

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-01-17

收盘价（元）	112.60
近12个月最高/最低（元）	42.43/140.96
总股本（百万股）	108.00
流通股本（百万股）	24.30
流通股比例（%）	22.50
总市值（亿元）	121.61
流通市值（亿元）	27.36

公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

分析师：王奇琚

执业证书号：S0010522060002

邮箱：wangqj@hazq.com

联系人：张旭光

执业证书号：S0010121090040

邮箱：zhangxg@hazq.com

相关报告

- 《华安证券_行业研究_计算机行业_2023年计算机推演：数字经济+》
2022-12-12

主要观点：

● 深耕财政信息化十余载，财政信息化领军者

中科江南成立于2011年，目前已发展成为国内领先的智慧财政综合解决方案提供商，主要有支付电子化解解决方案、财政预算管理一体化解决方案、预算单位财务服务平台和运维服务四大业务，主要客户为各级财政部门、金融机构和行政事业单位。从业绩表现来看，营收方面，2018至2021年，公司营收由2.8亿元增长至7.4亿元，CAGR为37.5%；利润方面，2018至2021年公司归母净利润由0.5亿元增长至1.6亿元，CAGR为46.4%。从研发投入来看，公司持续加大研发投入，研发费用率由2018年的15%提升至2021年的18%。公司高水平的研发投入保障了其核心技术优势，2021年单一来源采购占比达37%，客户优势明显。展望未来，公司有望乘财政信息化高景气加速发展。

● 财政信息化高景气，信创与下级推广助力支付电子化业务持续推进

行业层面来看，一方面，财政国库工作“十二五”规划提出要“积极推进国库集中支付电子化管理”，随着2019年新政的发布，已实施支付电子化的地区需按新政进行改造升级，未实施的将对标新政继续省市县乡四级推广。另一方面，在信创加速推进的背景下，支付电子系统适配改造需求亟待释放。公司层面来看，支付电子化解解决方案是公司第一大收入来源，2021年占比达72.7%。公司作为财政部“电子凭证安全支撑控件升级改造项目”的唯一中标单位，有望随信创催化和进一步推广下沉加速发展。

● 新政催化，财政预算管理一体化业务加速发展

2019年财政部先后印发了以《财政核心业务一体化系统实施方案》为代表的4个重要政策文件，提出由省级财政部统建统管的财政核心业务一体化系统建设，并于2020年发布了《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。据测算，预算管理一体化空间约为20.46亿元。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，其中，中科江南参与建设的有10个，占比为58.8%。展望未来，一方面，公司在支付电子化领域的客户及经验积累有助于财政预算管理一体化业务的开展；另一方面，考虑到系统的稳定性，下级单位会参考上级单位进行配套部署，公司在下级推广方面优势突出，这将助力公司预算管理一体化业务高速发展。

● 前瞻布局行业电子化，积极拓展数币应用打开成长新空间

公司依托“电子凭证库”的研发积累和业务优势，前瞻布局行业电子化。纵向来看，公司有望将业务进一步拓展至财政的其他业务层面，如财政预算管理一体化、票据电子化等。横向来看，有望在除了财政和金融领域外，在如医疗、保险等领域将研发、应用和实施服务能力进行规模化复制并输出。截至目前，公司在医疗领域已有相关项目中标订单，这将加速公司行业电子化业务的进一步发展，打开广阔成长空间。此外，公司积极探索数字人民币在财政业务系统中的应用，目前，已与苏州市财政局签订战略合作协议，就国库集中支付电子化数字人民币业务方案进行试点探讨。展望未来，随着数字人民币在财政信息化领域的进一步深化应用，公司核心产品的升级与改造需求应运而生，发展空间广阔。

● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年分别实现收入 10.0/13.2/16.5 亿元，同比增长 36%/32%/25%；实现归母净利润 2.6/3.5/4.5 亿元，同比增长 64%/37%/28%，首次覆盖，给予“买入”评级。

重要财务指标				单位:百万元
主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	738	1,000	1,321	1,648
收入同比(%)	25.7%	35.5%	32.1%	24.7%
归属母公司净利润	156	256	350	447
净利润同比(%)	25.2%	63.8%	36.9%	27.6%
毛利率(%)	54.7%	56.9%	56.6%	56.3%
ROE(%)	32.7%	22.5%	18.5%	19.5%
每股收益(元)	1.93	2.37	3.24	4.14
P/E	0.00	47.59	34.75	27.23
P/B	0.00	7.07	5.87	4.83
EV/EBITDA	0.03	41.19	29.47	22.03

资料来源: Wind, 华安证券研究所

● 风险提示

- 1) 政策支持不及预期；
- 2) 市场竞争加剧风险；
- 3) 技术突破不及预期；
- 4) 市场拓展不及预期。

正文目录

1 中科江南：财政信息化领军企业	6
1.1 深耕财政信息化十余载，政策护航加速发展	6
1.2 支付电子化解决方案为基，预算管理一体化业务快速发展	7
1.3 营收利润双双高增，盈利能力不断提升	9
1.4 单一来源采购为主要合同来源，客户优势明显.....	13
1.5 持续高研发投入铸就技术优势，募资加速核心技术成果转化.....	13
2 政策持续加码，财政信息化东风已至	16
2.1 顶层设计不断完善，电子政务市场规模持续扩大.....	16
2.2 财政信息化政策持续加码，相关建设有望提速.....	17
3 支付电子化解决方案持续推进，预算管理一体化乘政策东风加速发展	19
3.1 支付电子化解决：信创与下级推广持续推进	19
3.2 预算管理一体化：新政催化下迎来高速增长	22
3.3 财务服务平台：随预算管理一体化建设快速发展.....	26
4 前瞻布局行业电子化，多维度拓展打开向上空间	28
4.1 纵横双向拓展，行业电子未来可期.....	28
4.2 积极探索数字人民币应用，打开成长新空间	30
5 投资建议	33
5.1 基本假设与营业收入预测	33
5.2 估值和投资建议.....	34
风险提示	34

图表目录

图表 1 中科江南发展历程.....	6
图表 2 中科江南股权结构.....	7
图表 3 中科江南股权激励目标.....	7
图表 4 中科江南 2021 年收入结构.....	8
图表 5 2018 至 2021 中科江南分业务营收增速.....	8
图表 6 中科江南支付电子解决方案业务.....	8
图表 7 中科江南财政预算管理一体化解决方案业务.....	9
图表 8 中科江南预算单位财务服务平台业务.....	9
图表 9 中科江南运维服务业务.....	9
图表 10 2018 至 2022Q3 中科江南营收及增速.....	10
图表 11 2018 至 2022Q3 中科江南净利润及增速.....	10
图表 12 2018 至 2022Q3 中科江南各业务营收占比.....	10
图表 13 2018 至 2022Q3 中科江南综合毛利率与净利率.....	11
图表 14 2018 至 2022Q3 中科江南分业务毛利率.....	11
图表 15 2018 至 2021 中科江南人均创收与人均创利.....	11
图表 16 2018 至 2022Q3 中科江南费用率情况.....	12
图表 17 2018 至 2022Q3 中科江南现金流情况.....	12
图表 18 2019 至 2021 年中科江南合同来源.....	13
图表 19 2021 年中科江南合同来源.....	13
图表 20 2018 至 2022Q3 中科江南研发费用情况.....	14
图表 21 2021 年中科江南员工结构.....	14
图表 22 中科江南上市募集资金投向.....	14
图表 23 2015 年至今我国政务 IT 建设相关政策梳理.....	16
图表 24 中国电子政务发展指数.....	16
图表 25 2014 至 2021 年中国电子政务市场规模.....	16
图表 26 金财工程架构.....	17
图表 27 财政信息化政策梳理.....	18
图表 28 “2+8+N”信创发展进程.....	19
图表 29 支付电子化解决方案市场空间测算.....	20
图表 30 支付电子化改革前业务流程图示.....	21
图表 31 支付电子化改革后业务流程图示.....	21
图表 32 中科江南支付电子化解决方案.....	21
图表 33 中科江南支付电子化业务市场覆盖情况.....	22
图表 34 财政预算管理一体化相关政策.....	22
图表 35 预算管理一体化进展.....	23
图表 36 预算管理一体化市场空间测算.....	23
图表 37 财政预算管理一体化系统框架图.....	24
图表 38 预算管理一体化系统.....	24
图表 39 2021 年 9 月以来中科江南财政预算管理一体化中标金额百万元以上项目.....	25
图表 40 预算单位财务服务平台市场空间测算.....	26
图表 41 预算单位财务服务平台框架图.....	26

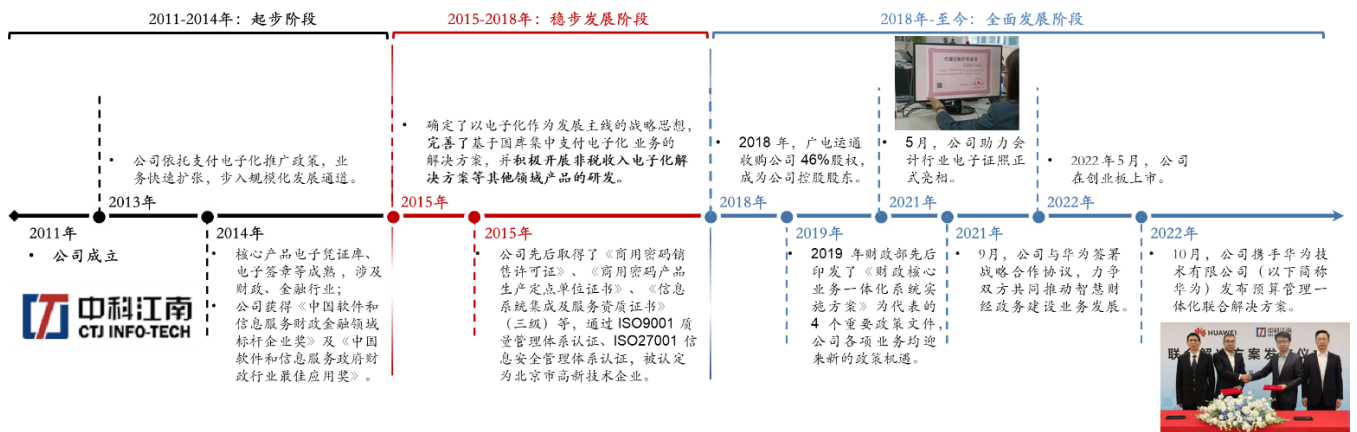
图表 42 财政部门集中采购部署的财务服务平台系统架构图	27
图表 43 电子证照与票据电子化相关政策梳理	28
图表 44 中科江南行业电子化应用平台研发项目建设	29
图表 45 中科江南电子证照管理平台	29
图表 46 中科江南行业电子化应用平台研发项目建设内容	29
图表 47 中科江南行业电子化项目中标情况	30
图表 48 中科江南助力会计行业电子证照正式亮相	30
图表 49 运用数字人民币支持建设数字财政	31
图表 50 数字人民币的设计特性	31
图表 51 运用数字人民币规范和优化财政资金集中支付业务	32
图表 52 公司营业收入预测	33

1 中科江南：财政信息化领军企业

1.1 深耕财政信息化十余载，政策护航加速发展

智慧财政领军企业，乘政策东风加速发展。 中科江南成立于 2011 年，目前已发展成为国内领先的智慧财政综合解决方案提供商，能够为各级财政部门、金融机构和行政事业单位等客户提供财政、财务、安全、服务等整体解决方案。公司发展可分为三个阶段，**1) 起步阶段 (2011-2014 年)：**公司紧跟国家财税改革步伐，大力发展国库集中支付电子化领域，初步形成公司平台和核心竞争力。**2) 稳步发展阶段 (2015-2018 年)：**该阶段支付电子化促进政策陆续发布，公司一方面完善基于国库集中支付电子化的解决方案，另一方面积极开展非税收入电子化解决方案等其他领域产品的研发。**3) 全面发展阶段 (2018 年-至今)：**2019 年财政部先后印发了《财政核心业务一体化系统实施方案》为代表的 4 个重要政策文件，公司迎来新的政策机遇，快速发展，不断推进“智慧财政”理念，充分地将云计算、大数据等技术运用于财政信息化建设产业中。2022 年 5 月，公司在创业板上市。

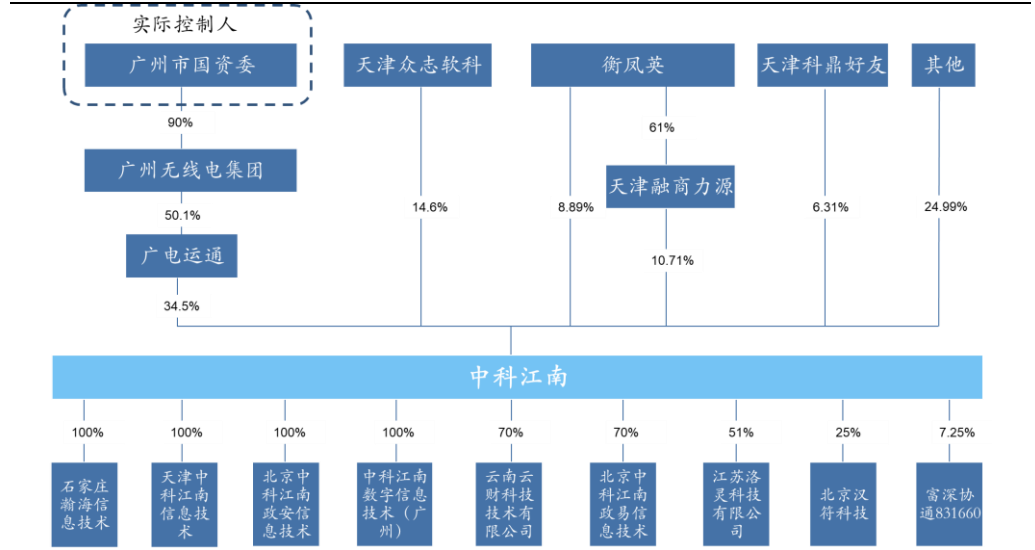
图表 1 中科江南发展历程



资料来源：华安证券研究所整理

实际控制人为广州市国资委，持有公司 34.5% 的股份。 公司实际控制人为广州市国资委，截至 2022Q3，通过广电运通持有公司 34.5% 的股份，广电运通主营业务为金融科技、城市智能等，能够与中科江南的业务产生协同效应。公司副董事长衡凤英直接持有公司 8.9% 的股份，通过天津融商力源间接持有公司 6.5% 的股份，合计持有公司 15.4% 的股份。此外，公司设立了天津众志软科、天津科鼎好友等有限合伙企业作为员工持股平台。

图表 2 中科江南股权结构



资料来源: Wind, 华安证券研究所

股票激励计划绑定优秀人才，高业绩考核目标彰显公司对未来发展的信心。2022年9月公司发布股权激励草案，激励计划拟授予的限制性股票数量为322.5万股，占本计划公告时公司股本总额10800万股的2.99%，激励对象为公司董事、高级管理人员，以及对公司经营业绩有直接影响的其他管理人员及核心技术（业务）骨干共194人，约占公司总人数的15.2%。激励从激励目标来看，以2021年净利润为基数，2022年-2024年的净利润增长率分别为50%、86%、124%。我们认为本次股权激励计划在保证公司人才队伍的稳定的同时，也彰显了公司对未来发展的信心。

图表 3 中科江南股权激励目标

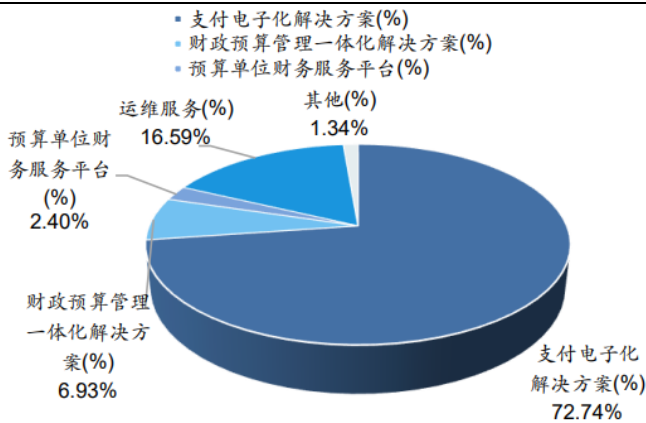
归属安排	业绩考核目标
第一个归属期	(1) 以2021年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于50%； (2) 2022年净资产收益率不低于19%；上述两项指标不低于对标企业75分位值或同行业平均水平； (3) 2022年研发投入占比不低于17%； (4) 2022年度公司现金分红比例不低于30%。
第二个归属期	(1) 以2021年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于86%； (2) 2023年净资产收益率不低于16.5%；上述两项指标不低于对标企业75分位值或同行业平均水平； (3) 2023年研发投入占比不低于17%； (4) 2023年度公司现金分红比例不低于30%。
第三个归属期	(1) 以2021年净利润为基数，2024年净利润增长率不低于124%； (2) 2024年净资产收益率不低于17.5%；上述两项指标不低于对标企业75分位值或同行业平均水平； (3) 2024年研发投入占比不低于17%； (4) 2024年度公司现金分红比例不低于30%。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

1.2 支付电子化解决方案为基，预算管理一体化业务快速发展

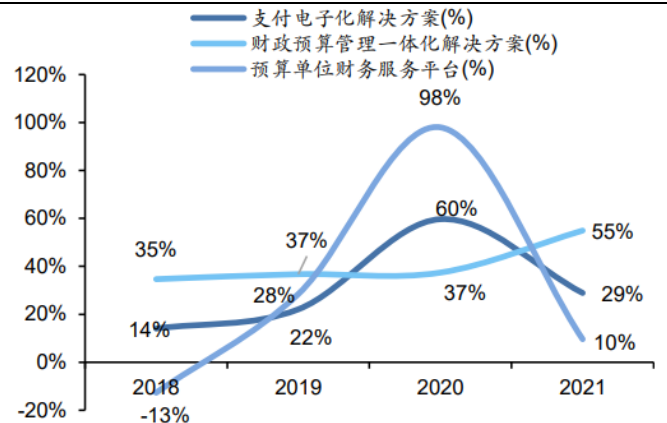
支付电子化解决方案和财政预算管理一体化解决方案为公司主要业务，占比近80%。公司主要有支付电子化解决方案、财政预算管理一体化解决方案、预算单位财务服务平台和运维服务四大业务，主要客户为各级财政部门、金融机构和行政事业单位。从收入结构来看，支付电子化解决方案是公司第一大收入来源，财政预算管理一体化解决方案次之，二者合计营收占比近80%。

图表 4 中科江南 2021 年收入结构



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 2018 至 2021 中科江南分业务营收增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

支付电子化解决方案

支付电子化解决方案以国库集中支付电子化管理为核心, 为客户提供包括产品和服务的整体解决方案, 具体包括电子凭证库系统实施服务、电子印章系统、银行支付柜面系统和银行自助柜面系统等。

具体来看, 1) **电子凭证库系统** 主要为客户提供基于国库集中支付电子化业务的安全咨询、电子凭证库系统建设、管理培训、运行保障等服务, 主要客户为财政部门、人民银行、代理银行; 2) **电子印章系统** 采用电子签名技术, 提供满足政府支付电子化、电子档案、电子公文以及其他业务全面电子化管理的通用软件产品, 主要客户包括财政部门、人民银行、代理银行、行政事业单位, 电子凭证库系统和电子印章系统是各类客户最基本的选择; 3) **银行支付柜面系统** 是代理银行办理国库资金支付的业务系统, 通过从电子凭证库获得来自财政部门发来的电子凭证, 实现银行柜面转账业务, 主要客户为代理银行; 4) **银行自助柜面系统** 是银行支付柜面系统的延伸, 是代理银行提供给预算单位自助管理国库资金功能的专用网银系统, 一方面能够助力客户便捷办理资金支付业务, 提高效率; 另一方面弥补银行网点有限的不足, 降低成本。主要客户为代理银行。

图表 6 中科江南支付电子解决方案业务

分类	代表产品和服务	描述	主要客户
支付电子化解决方案	电子凭证库系统	为客户提供基于国库集中支付电子化业务的安全规划咨询、电子凭证库系统建设、管理培训、运行保障等服务	财政部门、人民银行、代理银行
	电子印章系统	是采用电子签名技术, 按照国家安全部门认可的控制规范, 为凭证、发票、合同、公文等电子数据提供盖章、验章功能的软件系统	财政部门、人民银行、代理银行、行政事业单位
	银行支付柜面系统	是代理银行办理国库资金电子支付的业务系统, 通过从电子凭证库获取来自财政部门发来的电子凭证, 实现银行柜面转账业务	代理银行
	银行自助柜面系统	是代理银行提供给预算单位具有自助管理国库资金功能的专用网银系统	代理银行

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

► 财政预算管理一体化解决方案

公司财政预算管理一体化解决方案的代表产品为财政综合业务管理系统，是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，为各级财政部门的人、财、物管理提供全面解决方案的软件系统。同时，公司全程参与了财政部 2020 年发布的《预算管理一体化规范》和《预算管理一体化系统技术标准》的制订，公司的财政综合业务管理系统系公司针对新预算法以及新一轮财税改革而打造的财政业务核心基础管理系统，该系统的主要客户为财政部门 and 预算单位。

图表 7 中科江南财政预算管理一体化解决方案业务

分类	代表产品和服务	描述	主要客户
财政预算管理一体化解决方案	财政综合业务管理系统	是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，为各级政府财政部门的人、财、物管理提供全面解决方案的软件系统	财政部门、预算单位

资料来源：公司公告，华安证券研究所

► 预算单位财务服务平台

公司预算单位财务服务平台主要系为预算单位的财务管理工作提供全面财务解决方案的软件系统，致力于解决财政、预算单位财务管理方面的问题。该系统从综合计划财务管理的角度出发，以会计核算为核心，实现预算、核算、决算之间的衔接，贯穿整个单位财务管理的完整体系。

图表 8 中科江南预算单位财务服务平台业务

分类	描述	主要客户
运维服务	为客户提供基于国库集中支付电子化业务的安全规划咨询、电子凭证库系统建设、管理培训、运行保障等服务及为客户持续提供基于公司产品或业务的技术支持及系统安全运行保障服务	财政部门、人民银行、代理银行、预算单位

资料来源：公司公告，华安证券研究所

► 运维服务

运维服务主要为客户持续提供基于公司产品和业务的技术支持、产品升级以及系统安全运行保障等服务。根据服务内容的不同可以划分为标准服务、增值服务和拓展服务三类，主要客户为财政部门、人民银行和预算单位。

图表 9 中科江南运维服务业务

分类	描述	主要客户
运维服务	为客户提供基于国库集中支付电子化业务的安全规划咨询、电子凭证库系统建设、管理培训、运行保障等服务及为客户持续提供基于公司产品或业务的技术支持及系统安全运行保障服务	财政部门、人民银行、代理银行、预算单位

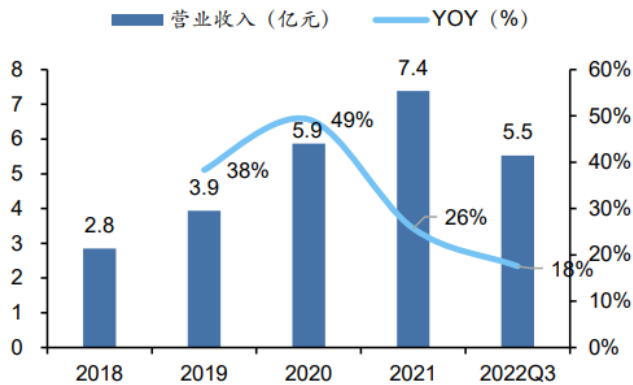
资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 营收利润双双高增，盈利能力不断提升

各项业务稳步推进，营收利润双双高增。营收方面，2018 至 2021 年，公司营收由 2.8 亿元增长至 7.4 亿元，CAGR 为 37.4%，这主要系，一方面，财政信息化建设加快推进，2019 年财政部先后印发了《财政信息化三年重点规划》、《财政信息化三年重点规划》等 4 个文件，促进财政信息化加速发展；另一方面，公司国库支付电子化逐步、

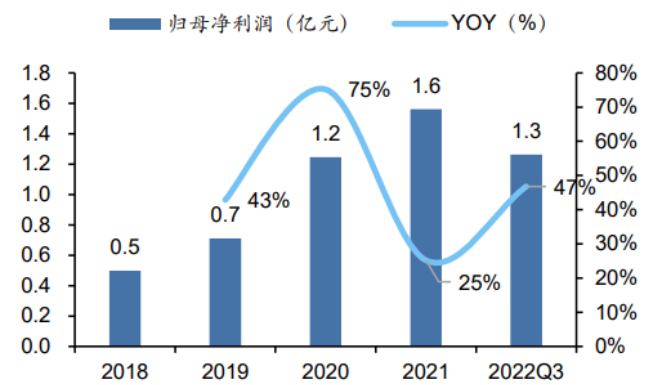
逐级推广，且财政预算管理一体化解决方案等其他业务收入规模不断扩大。利润方面，2018至2021年公司归母净利润由0.5亿元增长至1.6亿元，CAGR为46.3%。这主要系公司产品毛利率较高，且各项业务稳步推进，规模不断扩大。

图表 10 2018 至 2022Q3 中科江南营收及增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

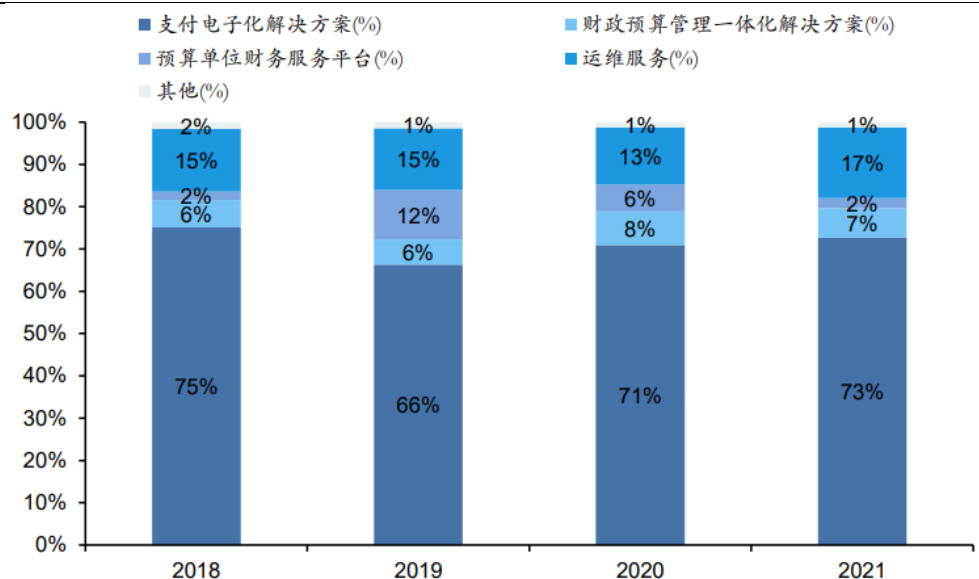
图表 11 2018 至 2022Q3 中科江南净利润及增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

支付电子化解决方案是公司的主要收入来源，2021年占总营收的比例达73%。从公司各业务的营收占比来看，1) 支付电子化解决方案是公司的主要收入来源，2018至2021年其在公司总营收中的占比均在65%以上，且近年来不断提高，这主要系随着国内国库支付电子化的逐步、逐级推广和公司支付电子化产品类别的增加，公司支付电子化解决方案项目数量不断增加。2) 财政预算管理一体化解决方案 2021年在总营收中的比例为7%，占比相对较低主要系目前有多个项目在实施的过程中，尚未交付兑现收入。未来伴随各省加快落实2019年财政预算管理一体化新政，该业务有望快速发展。3) 预算单位财务服务平台 2019年在总营收中的占比较高主要系公司当年中标了多个省级项目，且2019年初施行的新政府会计制度增加了预算单位的财务服务平台采购需求。展望未来，随着预算管理一体化系统的建设与推广，该业务进一步发展。

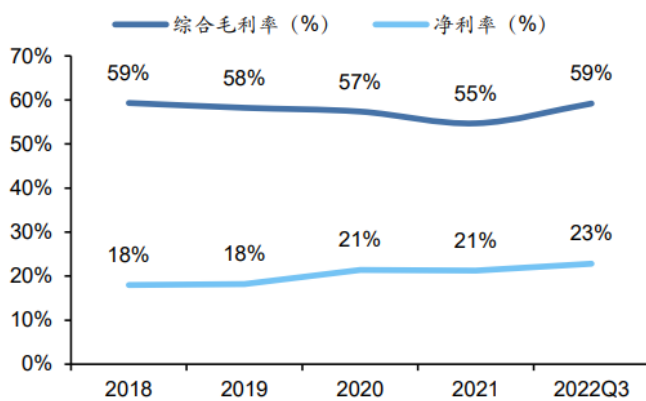
图表 12 2018 至 2021 年中科江南各业务营收占比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

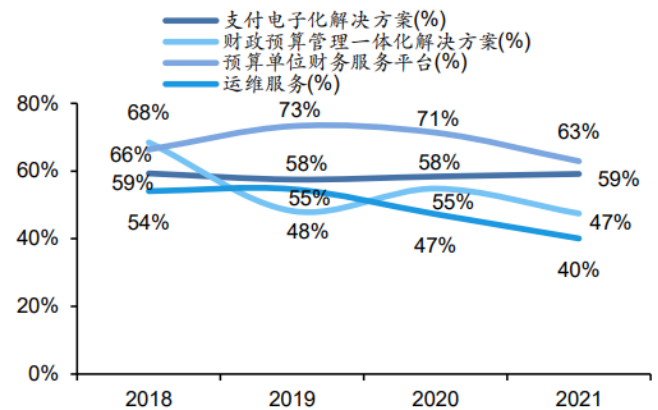
综合毛利率不断优化，人均创收与创利不断提高。综合毛利率方面，公司盈利能力较强，综合毛利率始终维持在 50% 以上，2022Q3 达到了 59.2%；且近两年净利率在 20% 以上，2022Q3 为 22.8%。分业务毛利率来看，支付电子化解解决方案的毛利率维持在 58% 左右的水平，主要系该业务成熟度较高，业务模式相对稳定；财政预算管理一体化解决方案的毛利率存在一定的波动，这主要系该业务的标准化程度较低，且受不同级别、不同地区的财政客户业务内容和使用需求的影响；预算单位财务服务平台的毛利率较高主要系该业务中经销模式比例较高，而经销模式下公司无需提供安装联调等实施服务，毛利率高于直销，2021 年该业务毛利率下降主要系经销模式占比下降；运维服务毛利率不断下降主要系公司业务快速扩张，新增项目较多，实施人员投入增加。人均创收与创利方面，2018 至 2021 年公司人均创收与创利呈上升趋势，2021 年人均创收达 64.3 万元。

图表 13 2018 至 2022Q3 中科江南综合毛利率与净利率



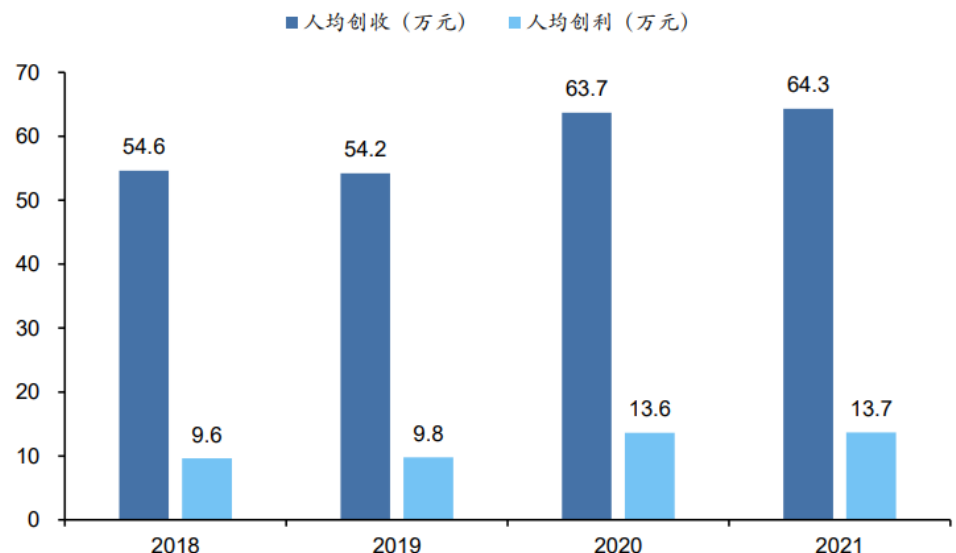
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 14 2018 至 2021 年中科江南分业务毛利率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 15 2018 至 2021 中科江南人均创收与人均创利

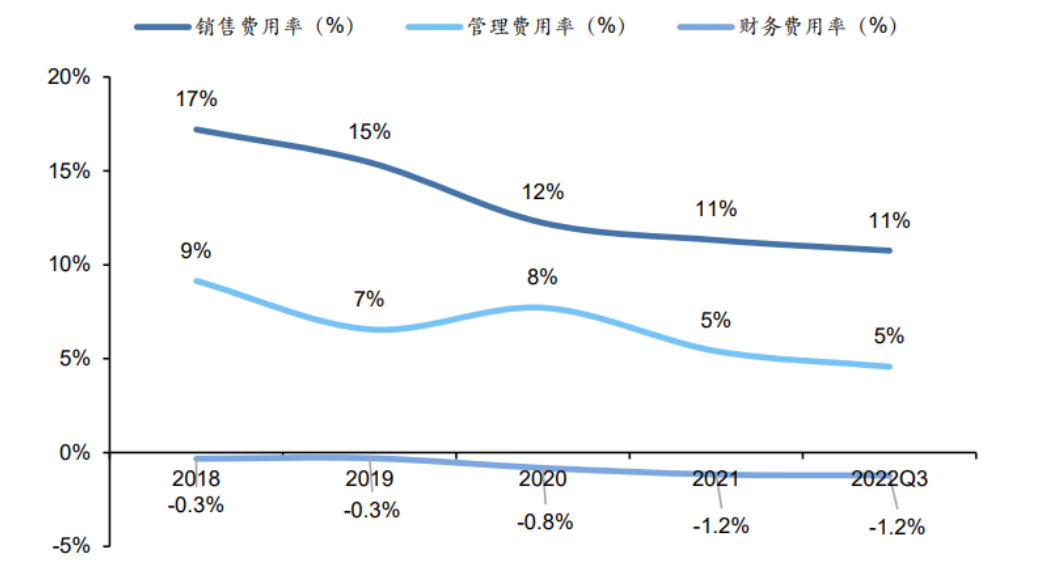


资料来源: Wind, 华安证券研究所

运营能力逐步提升，费用率不断下降。销售费用方面，2018 年至 2022Q3 公司销售费用率由 17% 下降至 11%，主要系：1) 新一轮财政信息化项目目前多以省级为统筹

采购，公司投标费随投标项目数量的减少而下降；2) 2020 年以来疫情影响，线上电子招投标比例增加，差旅费及交通费等下降；3) 规模效应凸显。**管理费用方面**，公司管理费用率维持在 6% 左右的水平，2020 年管理费用率较高主要系员工持股平台股权变动产生股份支付费用所致。**财务费用方面**，公司财务费用率不断下降主要系银行存款利息收入。

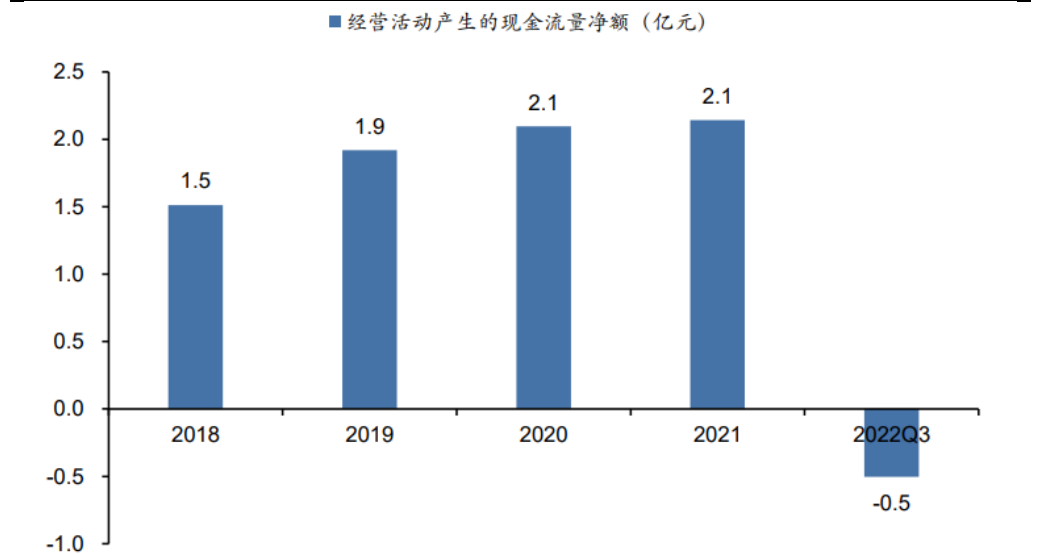
图表 16 2018 至 2022Q3 中科江南费用率情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

现金流情况良好，2021 年公司经营活动产生的现金流量净额达 2.1 亿元。2018 至 2021 年公司经营活动产生的现金流量净额呈上升态势，2021 年公司经营活动产生的现金流量净额为 2.1 亿元，经营活动现金流长期实现净流入。2022Q3 经营活动产生的现金流量净额为-0.5 亿元，主要系公司收入存在季节性。

图表 17 2018 至 2022Q3 中科江南现金流情况

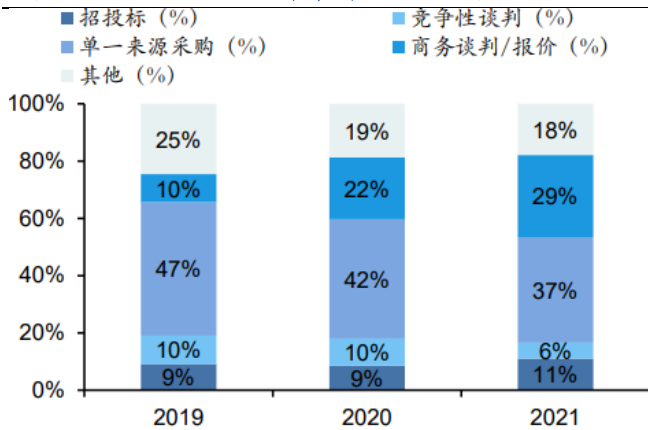


资料来源：Wind，华安证券研究所

1.4 单一来源采购为主要合同来源，客户优势明显

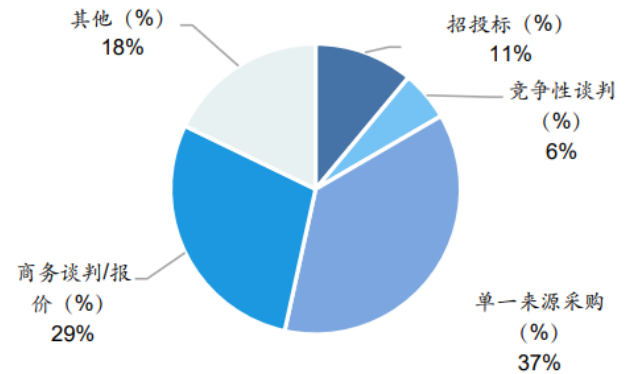
公司合同第一来源为单一来源采购，获客能力较强。2019 至 2021 年单一来源采购为公司第一大合同来源，2021 年单一来源采购占比达 37%，其次是商务谈判/报价。这主要系各地国库集中制度电子化等财政信息化建设由当地财政部门主导，且呈现出省级统筹，各级财政部门、人民银行、财政业务代理银行和行政事业单位多依据上级部门统筹，逐级逐步部署财政信息化建设的特征，客户按照法律法规及内部采购管理制度要求采取单一来源采购方式。

图表 18 2019 至 2021 年中科江南合同来源



资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

图表 19 2021 年中科江南合同来源



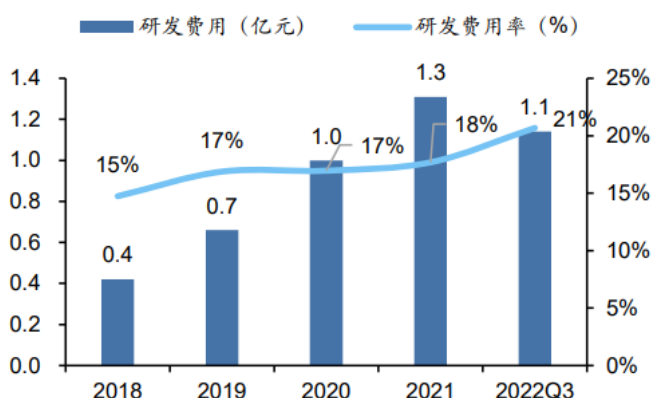
资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

系统稳定性系重中之重，下级推广优势明显。在支付电子化解决方案领域，为保证国库集中支付信息系统的整体稳定运行，统一标准规范、实现数据共享与分析，下级单位通常会参照上级单位或同级单位实施情况进行配套部署，特别是城商银行、信用社等代理银行客户通常按照上级分行统一采购。在运维服务领域，由于运维服务类项目属于项目实施完成后或上期运维服务结束后提供持续运维服务，客户为保持系统运行稳定，通常倾向于向项目实施方继续采购运维服务。

1.5 持续高研发投入铸就技术优势，募资加速核心技术成果转化

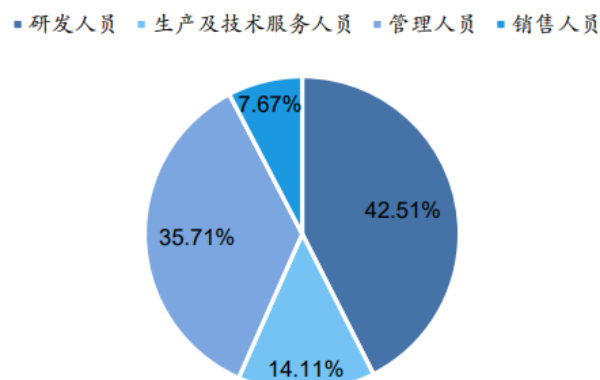
持续保持高水平研发投入，研发人员占比达 42.5%。从研发投入来看，近年来公司持续加大研发投入，2018 至 2021 年公司研发费用由 0.4 亿元增长至 1.3 亿元，研发费用率由 2018 年的 15% 提升至 2021 年的 18%。从人员结构来看，截至 2021 年底，公司员工总数为 1148 人，其中研发人员的占比为 42.5%。持续高水平的研发投入也使得公司取得了较为丰富的技术成果，截至 2022 年半年报，公司拥有发明专利 4 项，软件著作权 80 项。展望未来，公司有望通过持续的研发投入在产品技术方面持续保持竞争力，为进一步发展奠定基础。

图表 20 2018 至 2022Q3 中科江南研发费用情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 21 2021 年中科江南员工结构



资料来源: Wind, 华安证券研究所

募资进行中台建设和行业电子化平台开发, 加速公司战略落地。本次募集资金 6 亿全部围绕公司主营业务展开, 投向以下三个方面: **1) 财政中台建设项目**, 财政中台的建设包括技术中台、业务中台和数据中台, 中台的建设一方面支持公司财政综合业务管理系统的建设, 另一方面支持地方三方进行财政综合业务管理系统的开发。同时, 具有很强的“复用”和“扩展”能力, 稳定持续的支撑财政综合业务管理系统的扩展, 满足财政业务管理需要。**2) 行业电子化服务平台项目**, 拟建设电子证照库、电子合同库, 并升级已建设的电子凭证库、会计电子档案库和电子票据库等电子化数据存储平台, 以此为依托研发面向行业领域的解决方案。**3) 生态网络体系建设项目**, 在各地分子公司建设营销中心、实施顾问中心、培训中心、呼叫中心四个部分, 通过对公司现有生态网络体系的升级和改造, 建立更加完善的生态服务网络体系。

图表 22 中科江南上市募集资金投向

项目名称	项目内容	总投资额 (亿元)	募资占比	建设期
财政中台建设项目	本项目的主要包括技术中台、业务中台和数据中台。其中技术中台包括用户中心、流程引擎、电子印章、自动任务等。业务中台包括基础信息库、项目库、预算等。数据中台包括数据采集、可视化管理、数据建模等。建设目的是为业务提供能力支撑, 通过对各项财政业务间重合的部分进行剥离, 进行能力的聚合, 形成能力中心。技术中台支撑业务发展, 通过打通异构系统, 支持业务中台; 将获取的多维度数据传递给数据中台, 由数据中台分析反馈给业务中台, 同时数据中台通过 BI 智能分析, 帮助财政用户决策分析。	3.17	52.77%	三年
行业电子化服务平台项目	本项目拟建设电子证照库、电子合同库, 并升级已建设的电子凭证库、会计电子档案库和电子票据库等电子化数据存储平台, 以此为依托研发面向行业领域的解决方案。公司在巩固推进现有产品和系统研发的同时, 加快布局以互联网电子化信息安全平台为依托的政务电子化及互联网政务业务平台, 重点建设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。	1.62	27.03%	三年

生态网络 体系建设 项目	本项目计划建设公司的生态网络体系，主要在各地分子公司建设营销中心、实施顾问中心、培训中心、呼叫中心四个部分。通过对公司现有生态网络体系进行改造和升级，建立一套从营销、实施到培训以及运维的全链条的生态服务网络，建立更加贴近客户、贴近市场、反应快速、服务一流的生态服务网络体系。	1.21	20.21%	三年
合计	-	6.00	100.00%	-

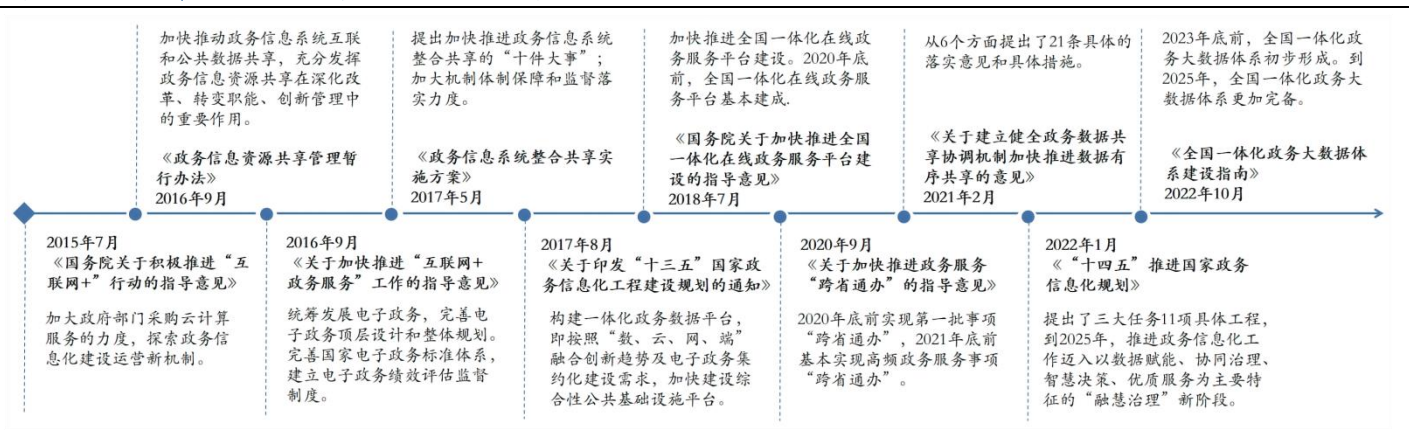
资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

2 政策持续加码，财政信息化东风已至

2.1 顶层设计不断完善，电子政务市场规模持续扩大

政策力度持续增加，为政务 IT 建设的发展保驾护航。随着中国政府向服务型政府转变，国家对电子政务建设和发展的重视度提升，并将推动政务信息共享和业务协同、聚焦民生、强化公共服务作为“十二五”期间政府工作的重点内容。2015 年以来，政府陆续出台了关于重点推进电子政务建设的相关政策。其中，2022 年，《“十四五”推进国家政务信息化规划》提出了三大任务 11 项具体工程，一是深度开发利用政务大数据，二是发展壮大融合创新大平台，三是统筹建设协同治理大系统，并提出到 2025 年，推进政务信息化工作迈入以数据赋能、协同治理、智慧决策、优质服务为主要特征的“融慧治理”新阶段。

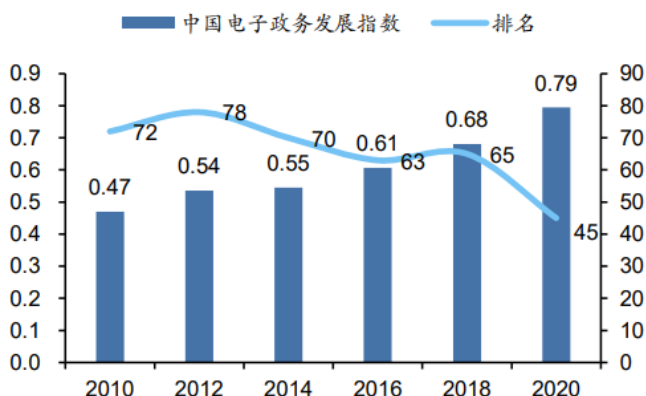
图表 23 2015 年至今我国政务 IT 建设相关政策梳理



资料来源：华安证券研究所整理

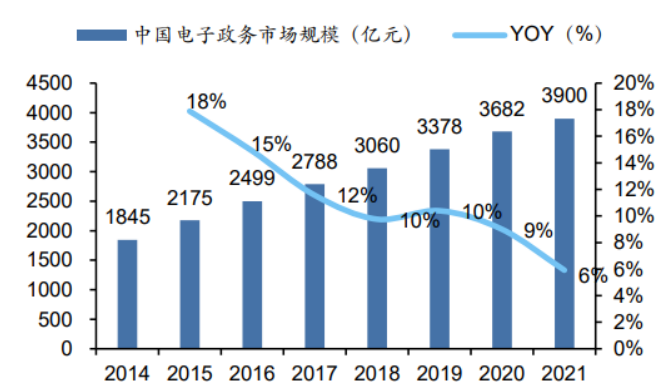
政务信息化阶段性成果落地，电子政务市场规模不断扩大。我国电子政务始于 80 年代末，经过多年的发展，我国电子政务建设已取得了阶段性成果。从电子政务发展指数来看，根据《2018 联合国电子政务调查报告》，2018 年中国的电子政务发展指数为 0.6811，排名第 65 位，而根据《2020 联合国电子政务调查报告》，2020 年中国的电子政务发展指数为 0.79，排名比 2018 年提升了 20 位。从电子政务市场规模来看，根据华经产业研究院数据，2014 至 2021 年，我国电子政务市场规模不断扩大，CAGR 为 11.3%，2021 年，我国电子政务市场规模达 3900 亿元，同比增长 6%。展望未来，在国家的大力支持和推动下，电子政务市场规模有望持续扩大。

图表 24 中国电子政务发展指数



资料来源：《2020 联合国电子政务调查报告》，华安证券研究所

图表 25 2014 至 2021 年中国电子政务市场规模



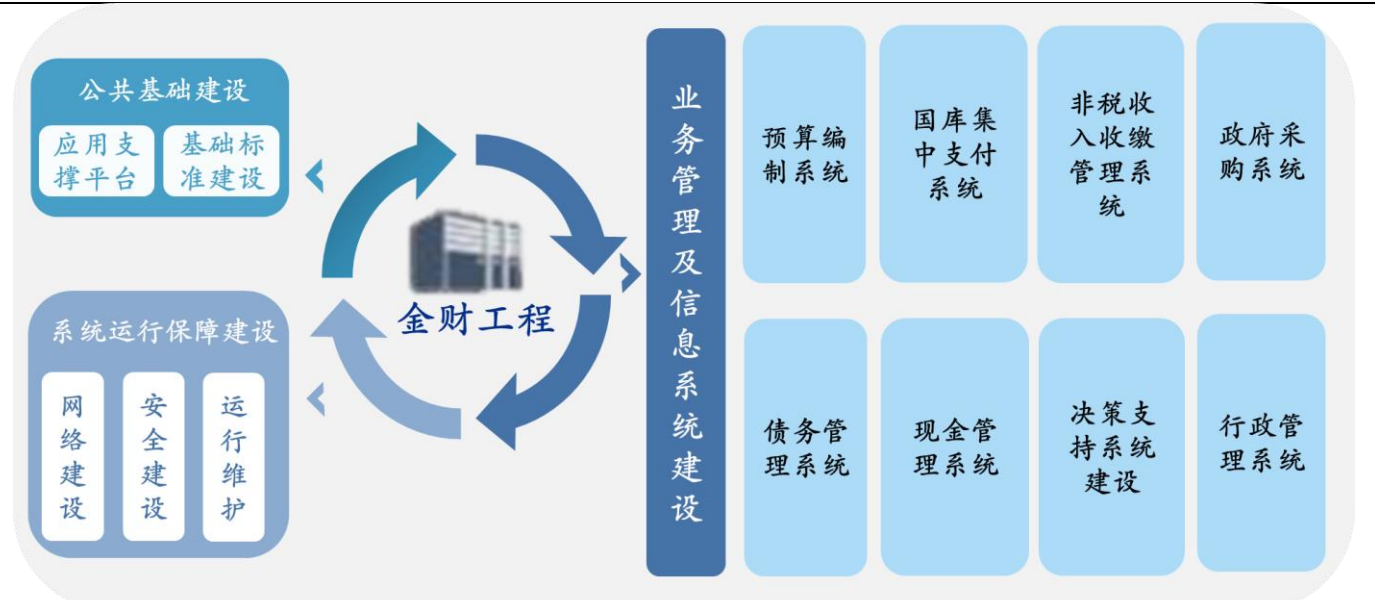
资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

2.2 财政信息化政策持续加码，相关建设有望提速

金财工程作为早期财政信息化的主体工程，其业务管理及信息系统建设的主要系统已初步建成。所谓“金财工程”，是利用先进的信息网络技术，支撑预算管理、国库集中收付和财政经济景气预测等核心业务的政府财政综合管理信息系统，2002年，国务院将财政部规划建立的“政府财政管理信息系统”定名为“金财工程”，并把“金财工程”列为国家电子政务十二个重点工程之一。

具体来看，“金财工程”包括公共基础设施、业务管理系统及信息系统建设、系统运行保障建设三大部分。其中，业务管理系统及信息系统建设由预算编制系统、国库集中支付系统、非税收入收缴管理系统、政府采购系统、债务管理系统、现金管理系统、决策支持系统建设、行政管理系统共八个系统组成。截至目前，“金财工程”业务管理及信息系统建设的主要系统已初步建成。

图表 26 金财工程架构



资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

国库支付电子化是财政管理信息化的基础，外延形成财政管理系统的全链条闭环。国库支付电子化将财政部门、国库（人民银行）、预算单位及代理银行以统一标准、统一接口、统一协议、统一操作归集到一套安全高效的系统，从而解决了财政资金支付的效率和安全问题。在国库支付电子化的基础上向外拓展，非税电子化、政府采购电子化、会计档案电子化等财政信息化的其他电子化改革将进一步推进，最终将形成全链条闭环的财政管理系统。

财政信息化政策相继发布，为财政信息化一体化、集中化、数字化发展保驾护航。经过多年的发展，财政信息化已取得一定成效，信息系统基本覆盖了财政管理的各个方面，有力保障了财政资金的安全等，但我国各级政府部门整体仍存在政务数据共享不充分、政务数据标准不规范等问题。为此，国家要求充分发挥信息化对财政管理改革的引领和支撑作用，大力推进财政信息化一体化、集中化、数字化建设。2019年以来，财政部先后印发了《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》、

《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》四个文件，提出由省级财政统建统管的财政核心业务一体化系统建设。并提出了推进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。

图表 27 财政信息化政策梳理

发布时间	法律法规及政策	文件内容
2021 年	国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见	就进一步深化预算管理制度改革提出意见，包括总体要求；加大预算收入统筹力度，增强财政保障能力；规范预算支出管理，推进财政支出标准化；严格预算编制管理，增强财政预算完整性；强化预算执行和绩效管理，增强预算约束力；加强风险防控，增强财政可持续性；增强财政透明度，提高预算管理信息化水平等七个方面内容。
2020 年	关于印发《预算管理一体化规范（试行）》的通知	要求进一步提高对预算管理一体化建设的认识，参照《规范》要求开展预算管理一体化建设，扎实推进试点实施工作。其中，财政部将确定 5-6 个试点省份于 2020 年依据《规范》开展预算管理一体化系统建设。
2020 年	《预算管理一体化系统技术标准 V1.0》	对预算管理一体化系统的数据描述、接口标准、逻辑库表、系统软件质量标准等技术规范做出了规定。
2019 年	《财政核心业务一体化系统实施方案》	财政部就财政业务系统建设工作，提出由省级财政统建统管的财政核心业务一体化系统建设。2019 年 7 月财政部召开财政核心业务一体化系统建设现场会暨全国财政信息化工作会议，提出了推进财政核心业务一体化系统建设的总体目标：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。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	《财政信息化三年重点规划》	
2019 年	《关于推进财政大数据应用的实施意见》	
2019 年	《财政信息系统集中化推进工作方案》	
2017 年	《财政部中国人民银行关于加快推进地方国库集中支付电子化管理工作的通知》	明确国库集中支付电子化管理是建立现代国库管理制度的一项重要基础性工作。并就加快推进国库集中支付电子化管理工作提出准确把握总体思路、加强省级统筹协调、合理安排工作计划、有效控制建设和运行成本的具体工作要求。
2016 年	《财政部关于地方财政信息化建设的指导意见》	利用 2-3 年时间，以统一基础数据规范、统一财政业务数据标准存储、统一应用支撑平台总账结构、统一纵向层级交换机制、统一信息安全体系五大核心要素为重心，持续深化信息系统一体化建设和整合，着力推进核心系统统建统管和集中部署，积极开展财政大数据创新应用，形成横向一体化、纵向集中化、全国系统化的财政信息化发展格局。
2015 年	《财政部中国人民银行关于进一步加强和规范国库集中支付电子化管理工作的通知》	为规范国库集中支付业务电子化管理，保障财政资金安全，提高业务办理效率而制定，对业务开展过程中的关键点进行了明确，对财政部门、人民银行、代理银行等参与各方的职责进行了明确
2013 年	财政部、中国人民银行关于印发《国库集中支付业务电子化管理暂行办法》	为规范国库集中支付业务电子化管理，保障财政资金安全，提高业务办理效率而制定，对业务开展过程中的关键点进行了明确，对财政部门、人民银行、代理银行等参与各方的职责进行了明确。

资料来源：中科江南招股说明书，财政部等，华安证券研究所

3 支付电子化解决方案持续推进，预算管理一体化乘政策东风加速发展

3.1 支付电子化解决：信创与下级推广持续推进

国库集中支付电子化持续推进，改造与下沉驱动进一步发展。所谓国库集中支付电子化管理，是指财政部门、预算单位、人民银行、财政国库支付业务代理银行，利用信息技术，取消纸质凭证和单据流转，依据电子指令办理财政资金支付及清算业务，从而实现财政资金安全、高效的运行管理模式。国库集中支付电子化管理自 2012 年财政部正式启动河北、重庆第一批支付电子化试点起，截至 2020 年上半年，全国已有 7 个省（包括新疆建设兵团），398 个地市，2,043 个区县实施了国库集中支付电子化管理。随着 2019 年财政预算管理一体化的发布，已实施支付电子化的地区需按照新政进行改造升级，未实施的将对标新政继续省市县乡四级推广。

信创产业加速推广，支付电子化适配改造需求亟待释放。信创即信息技术创新应用，旨在实现信息技术领域的自主可控，保障国家信息安全。近年来，“中兴事件”等一系列技术制裁事件的发展，加速了信创的推广。2020 年以来，信创产业由党政逐渐向金融、电信、电力等其他行业发展，呈现出“2+8+N”的态势。在信创加速推进的背景下，支付电子系统适配改造需求亟待释放，即通过开发适配，产品需满足在信创环境的操作系统、数据库、应用中间件等基础软硬件环境下，实现原有支付功能。

图表 28 “2+8+N” 信创发展进程



资料来源：亿欧智库，华安证券研究所

支付电子化空间约为 18.76 亿元。支付电子化解决方案的下游需求主要系支付电子化的进一步升级和推广下沉、银行对等部署支付电子化，以及信创背景下的支付电子化系统的适配改造和配套运维服务等。具体来看，支付电子化解决方案的需求主要体现在以下几个方面：

1) 财政单位支付电子化的进一步升级和推广下沉：一是对标财政预算管理一体化的新政要求进行升级，二是向省市县乡四级全覆盖的推广下沉。假设 2021 至 2023 年各级财政单位均需按照预算管理一体化新政要求升级或部署支付电子化系统。

2) 银行相应配套部署支付电子化系统: 国库集中支付电子化系统部署为财政部门、人民银行和代理银行三方对等部署, 假设 1) 中支付电子化升级和推广的财政单位均有银行对等部署, 数量关系为省级财政单位对应 1 家人行和 5 家代理银行, 地市级财政单位对应 1 家人行和 3 家代理银行, 区县级财政单位对应 1 家人行和 1 家代理银行。

3) 信创背景下的支付电子化系统的适配改造: 基于信创要求产生的支付电子化系统适配改造的需求, 即通过开发适配, 产品需求实现与主流国产化软硬件功能、性能和兼容性互相验证、能够在信创环境的操作系统, 数据库、应用中间件、消息中间件、服务器和终端机等基础软硬件环境内实现原有支付电子化功能。假设 2021 至 2023 年各级财政单位及省级财政对等部署银行需进行该等适配改造 (银行由于内部垂直管理, 系统运行环境较为单一, 省级适配改造后, 地、市、区县级适配改造工作量较小, 本测算假定不再单独收费)。

4) 运维服务: 假定 2021 至 2023 年上述各项市场需求均衍生相应的运维服务, 收费水平为上述各项市场需求收入的 10%。

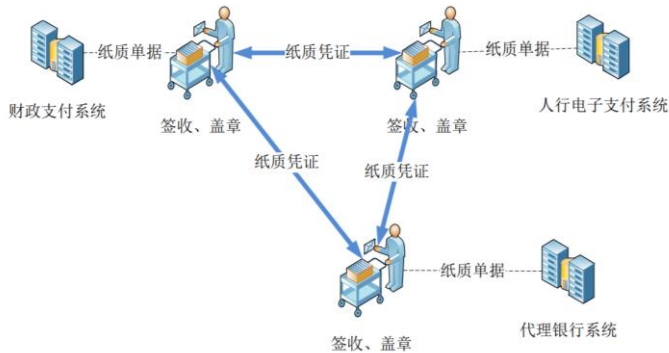
图表 29 支付电子化解决方案市场空间测算

项目	省级	地市级	区县级
各级财政单位数量	36	328	2,846
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	2,846
支付电子化的进一步升级和推广下沉涉及财政单位客单价 (万元)	36	21	13
支付电子化的进一步升级和推广下沉市场规模 (万元) A	1,296	6,888	37,567
银行对等部署支付电子化数量 (家)	216	1,312	5,692
银行对等部署支付电子化客单价 (万元)	36	18	12
银行对等部署支付电子化市场规模 (万元) B	7,776	23,616	68,304
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 (个)	252	328	2,846
信创背景下的支付电子化系统的适配改造客单价 (万元)	30	10	5
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	7,560	3,280	14,230
配套运维服务(万元) D= (A+B+C) *10%	1,663	3,378	12,010
未来三年市场空间合计 (万元) E=A+B+C+D			187,569

资料来源: 中科江南招股说明书, 华安证券研究所

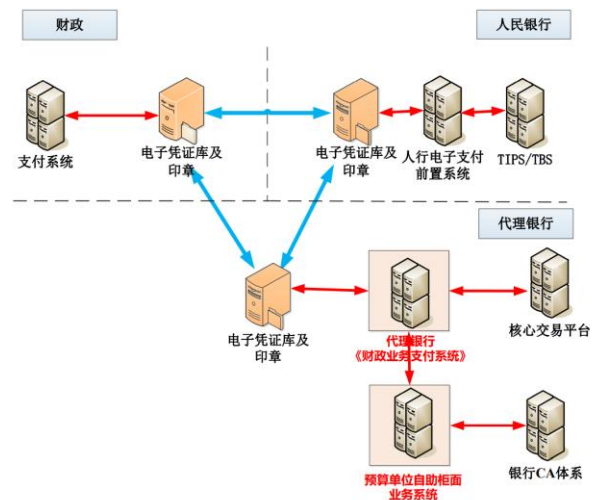
公司的支付电子化解决方案满足国库集中支付全业务电子化的管理要求, 提升国库资金管理的安全性和高效性。国库集中支付中的资金流、业务流、指标流均以电子凭证为载体, 电子凭证库分别部署在财政、人民银行和代理银行端, 可以快速实现电子凭证的安全存储和传输。公司基于“电子凭证库”的设计理念, 采用数字签名等技术, 开发出国库集中支付电子化解决方案, 通过电子凭证库的三方对等部署, 以及搭建包括电子凭证库及电子印章系统在内的安全支撑体系, 实现了财政、人民银行、代理银行三个系统的无缝对接和财政、人民银行、代理银行、预算单位四方电子化管理, 从而实现安全、高效的管理国库资金的功能, 是公司的核心产品和服务。

图表 30 支付电子化改革前业务流程图示



资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

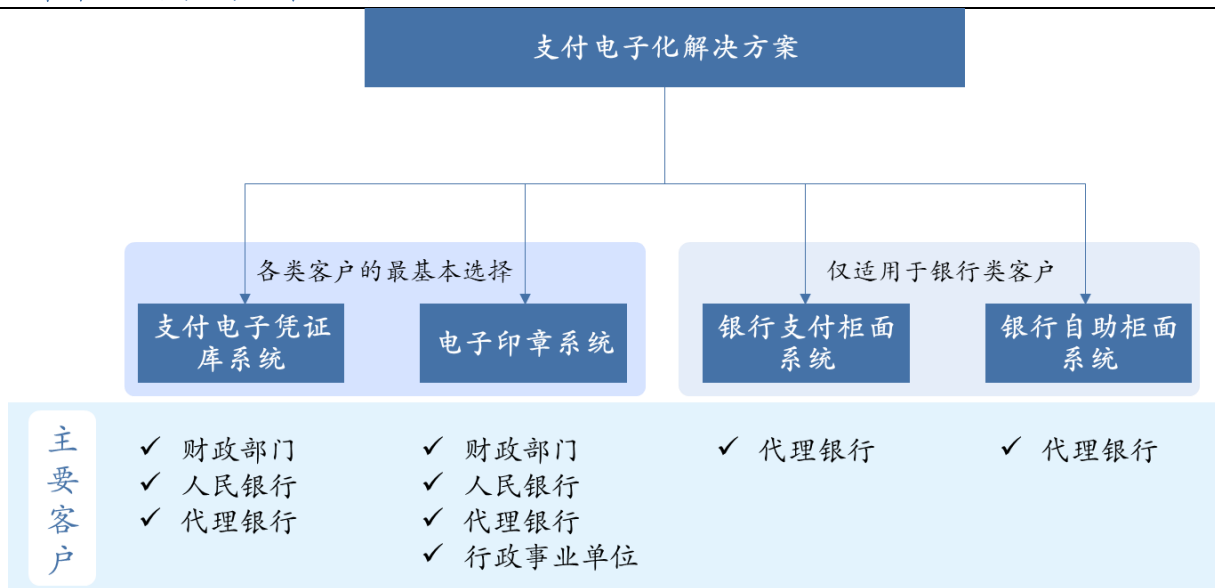
图表 31 支付电子化改革后业务流程图示



资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

支付电子化解决方案包含四大系统，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。从构成来看，公司支付电子化解决方案包括支付电子凭证库系统、电子印章系统、银行支付柜面系统与银行自助柜面系统四大系统。其中，电子凭证库是“电子制度安全支撑体系”的核心组成部分。公司支付电子化解决方案的客户有财政部门、人民银行和代理银行，不同客户会根据自身需求选择相应的产品和服务组合，具体来看，电子凭证库系统实施服务和电子印章系统是各类客户的最基本选择，银行支付柜面系统和银行自助柜面系统则仅适用于银行类客户。从市场地位来看，在支付电子化解决方案领域，公司是财政部招标确定的“电子凭证安全支撑控件省级改造项目”的唯一中标单位，是人民银行、财政部国库资金支付标准的主要参与者，是国库集中支付电子化细分领域的领先企业。

图表 32 中科江南支付电子化解决方案



资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

图表 33 中科江南支付电子化业务市场覆盖情况

项目	省级	地市级	区县级
各级财政单位数量	36	328	2846
公司支付电子化业务覆盖财政单位数量	35	328	2828

资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

注：本表为截至 2021 年 12 月中科江南的覆盖情况

3.2 预算管理一体化：新政催化下迎来高速增长

财政预算管理一体化新政出台，相关需求有望加速释放。2019 年财政部先后印发了以《财政核心业务一体化系统实施方案》为代表的 4 个重要政策文件，提出由省级财政部统建统管的财政核心业务一体化系统建设，并于 2020 年发布了《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。这一系列财政预算管理一体化政策的相继发布，一方面将促进公司预算管理一体化解决方案业务的发展，另一方面为支付电子化解决方案业务对标新规范和技术升级改造奠定了制度基础，从而推动支付电子化业务升级需求的释放，带动广阔的财政信息化空间。

图表 34 财政预算管理一体化相关政策

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

资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

财政预算管理一体化系统建设分为系统开发和推广实施两个阶段，目前已基本完成各省开发阶段的市场招投标。新业务规范和技术标准下的财政预算管理一体化建设可分为业务系统开发和推广实施两个阶段，即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。建设模式分为自建模式与跟随模式，其中，自建模式由各省财政部自主选择系统开发商，在省本级完成系统开发和实施部署后，进一步推广至下级财政；

跟随模式则是财政部门直接参照完成试点的海南或河北实施部署系统，再推广至下级财政。截至目前，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。据统计，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，其中中科江南参与建设的有 10 个，占比为 58.8%；采取自建模式的 17 个省级财政已完成招投标/业务合同签订的项目金额为 4.64 亿元，其中中科江南的项目金额为 1.04 亿元，占比为 22.4%。

图表 35 预算管理一体化进展

项目	省级
采取自建模式的预算管理一体化解决方案的省份数量 (个)	17
中科江南参与建设的省份数量 (个)	10
占比 (%)	58.82%
采取自建模式的 17 个省级财政已完成招投标/业务合同签订的项目金额 (亿元)	4.64
中科江南中标/签订合同的项目金额 (亿元)	1.04
占比 (%)	22.41%

资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

预算管理一体化空间约为 20.46 亿元。预算管理一体化解决方案的主要客户均为财政部门，下游市场基于财政部门测算，主要来自以下需求：

- 1) **省本级财政市场**，按照目前采取自建模式的 17 个省份已完成的招投标/业务合同金额 4.64 亿元，计算得省本级客单价约为 2729 万元；
- 2) **地市、区县级财政市场**：按照建设安排，在省本级财政完成系统开发和实施部署后，将进一步推广至下级财政，假定地市、区县级财政的财政预算管理一体化项目收费为同级支付电子化项目基准报价的 2 倍，则地市/区县级的客单价分别为 42/26 万元；
- 3) **运维服务**：假定上述各项市场需求均衍生相应的运维服务，收费水平为上述各项市场需求收入的 10%。

图表 36 预算管理一体化市场空间测算

项目	省级	地市级	区县级
各级财政单位数量 (个)	36	328	2,846
财政预算管理一体化客单价 (万元)	2,729	42	26
各级财政单位财政预算管理一体化开发及推广业务市场空间 (万元) A	98,259	13,776	73,996
配套运维服务 (万元) B	9,826	1,378	7,400
财政预算管理一体化市场空间 (万元) C=A+B			204,634

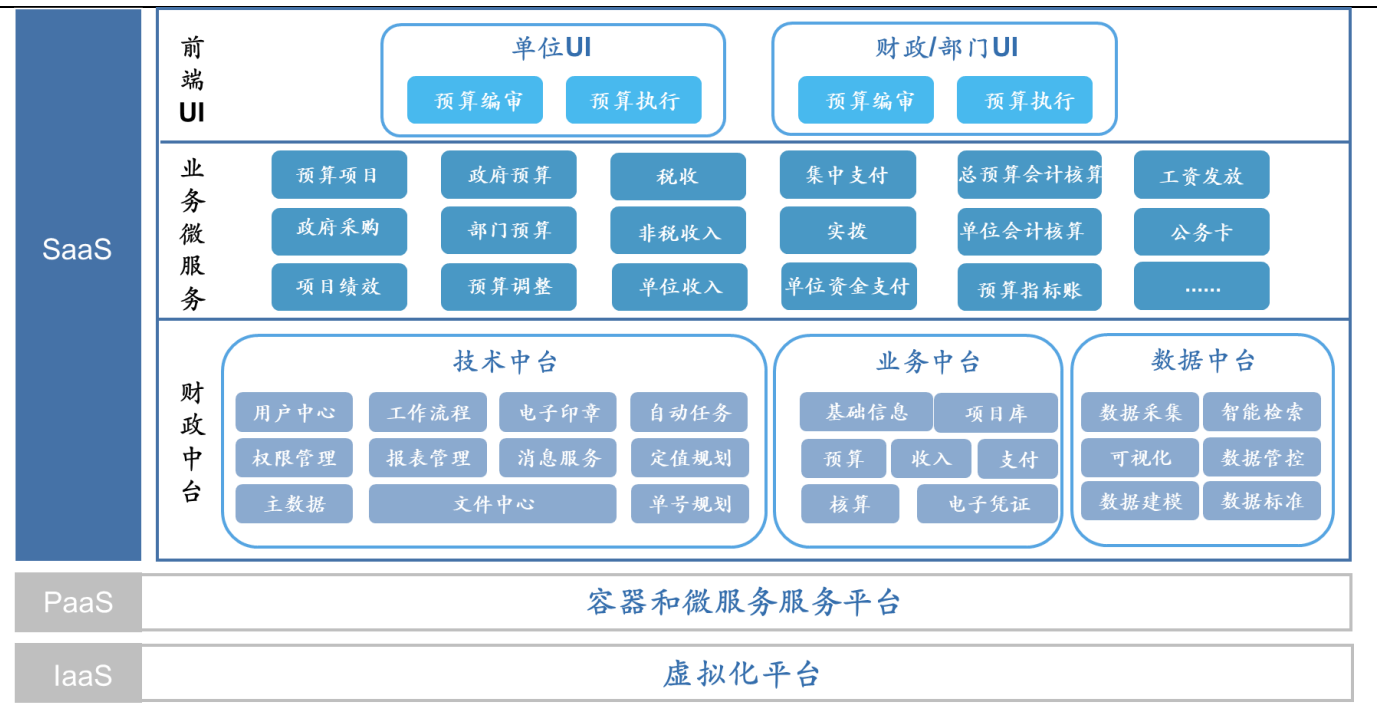
资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

针对新政打造财政业务核心基础管理系统，实现财政资金的全生命周期管理和动态监控。公司预算管理一体化解决方案是针对新预算法和新一轮财税预算改革而打造的财政业务核心基础管理系统，是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，为各级财政部门的人、财、物管理提供全面解决方案的软件系统。系统采用云计算架构、支持大集中部署，支持财政性资金全生命周期和全面预算绩效管理，同时支持纵横业务协同和数据共享，助力财政大数据应用。

具体来看，公司财政预算管理一体化解决方案一方面基于《预算管理一体化规范》要求，围绕基础信息管理、项目库管理、预算编制、预算批复、预算调整调剂、预算执

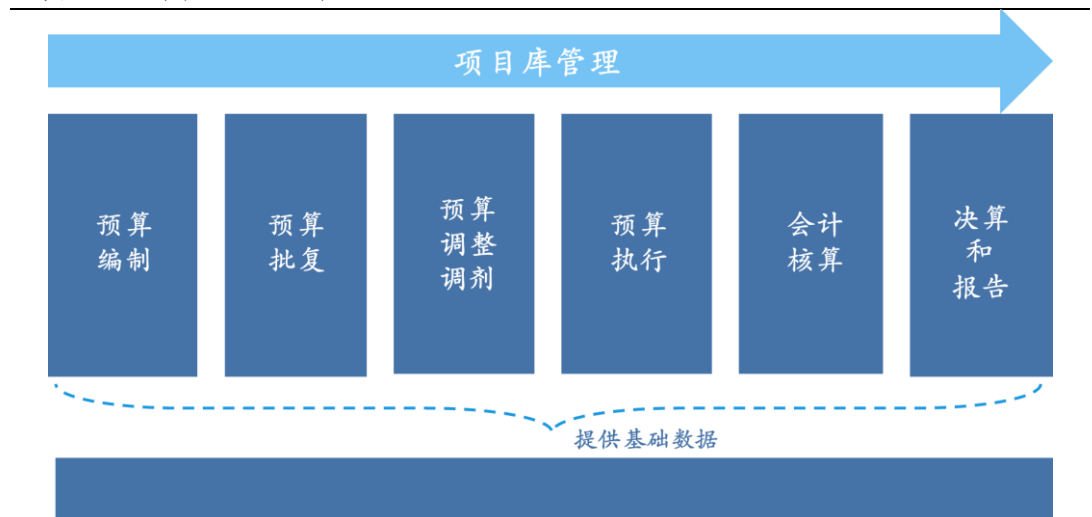
行、会计核算、决算和报告 8 个建设部分，分别构建预算管理一体化业务场景，形成多个业务专题并加以实现；另一方面可根据客户需求，仅进行部分业务模块的定制化开发部署。

图表 37 财政预算管理一体化系统框架图



资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

图表 38 预算管理一体化系统



资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

受益于新政，公司中标多个预算管理一体化大额订单。根据采招网数据，2021 年 9 月以来，公司预算管理一体化中标多个百万元以上大额订单。从中标金额来看，2021 年 9 月至今，公司在预算管理一体化领域的中标项目的总金额达 12.33 亿元，不同地区中标金额不等，其中，中标金额最大的为 5024 万元；从中标地区来看，地区分布广泛，云南、青海、辽宁、福建、河南等地均有中标项目。

图表 39 2021 年 9 月以来中科江南财政预算管理一体化中标金额百万元以上项目

中标时间	省份	招标单位	中标金额 (万元)	中标内容
2022.9.30	云南	德宏州财政局	157	预算管理一体化推广实施服务
2022.9.16	青海	青海省财政厅	279	预算管理一体化系统第三方运维服务
2022.12.8	辽宁	锦州市财政局	493	预算管理一体化实施及运维服务项目
2022.12.7	福建	浦城县财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务
2022.12.7	辽宁	抚顺市财政局	476	预算管理一体化系统实施
2022.12.7	辽宁	鞍山银行股份有限公司	117	财政预算管理一体化实施项目
2022.12.31	福建	武夷山市财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务项目
2022.12.31	福建	罗源县财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务项目
2022.12.31	福建	南平市延平区财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务项目
2022.12.29	广西	广西财政信息管理中心	148	预算管理一体化系统电子支付监测模块建设技术服务
2022.12.28	海南	海南省财政科技服务中心	150	预算管理一体化系统
2022.12.28	海南	海南省财政科技服务中心	150	预算管理一体化系统
2022.12.26	福建	福建省建宁县财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务
2022.12.23	福建	连城县政府	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务
2022.12.23	福建	中国(福建)自由贸易试验区福州片区管理委员会	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务
2022.12.23	福建	福州市财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务
2022.12.23	福建	闽清县政府	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务
2022.12.21	福建	上杭县政府	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务项目
2022.12.21	福建	龙岩市永定区财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务项目
2022.12.21	福建	福州市仓山区财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务项目
2022.12.21	福建	福州市长乐区财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务项目
2022.12.21	河南	河南省财政厅国有金融资本运营评价中心	669	预算管理一体化系统项目
2022.12.20	福建	福州市鼓楼区财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务项目
2022.12.20	福建	宁德市财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务项目
2022.12.2	河南	漯河市财政信息中心	362	预算管理一体化系统部署实施
2022.12.19	河南	漯河市财政信息中心	362	预算管理一体化系统部署实施项目
2022.12.19	海南	海南省财政科技服务中心	150	预算管理一体化系统
2022.12.16	福建	连江县财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务项目
2022.12.15	福建	霞浦县政府	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务项目
2022.12.15	福建	福建省长汀县财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务项目
2022.12.14	福建	福建省龙岩市财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务项目
2022.12.14	福建	漳平市财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务项目
2022.12.14	辽宁	阜新市财政局	474	预算管理一体化实施服务
2022.12.13	福建	龙岩市新罗区财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务项目
2022.12.13	福建	三明市财政局	5,024	预算管理一体化系统市县推广实施服务项目
2022.12.13	辽宁	盘锦市财政局	322	预算管理一体化实施项目
2022.12.1	辽宁	丹东市财政局	596	预算管理一体化系统实施项目服务与系统运维服务
2022.11.7	辽宁	本溪市财政事务服务中心	448	预算管理一体化实施及运维服务
2022.11.30	福建	福建省财政信息中心	560	预算管理一体化系统市县推广实施服务
2022.11.25	辽宁	抚顺市财政局	476	预算管理一体化实施项目

2022.11.24	辽宁	营口市财政局	372	预算管理一体化项目
2022.11.21	辽宁	朝阳市财政局	474	预算管理一体化系统建设实施
2022.11.2	辽宁	葫芦岛市财政局	524	预算管理一体化实施
2022.11.17	辽宁	沈阳市信息中心 (沈阳市信用中心)	807	财政预算管理一体化系统平台建设人民银行端系统

资料来源：招标网，华安证券研究所

3.3 财务服务平台：随预算管理一体化建设快速发展

预算单位财务服务平台市场空间约为 31.4 亿元。预算单位财务服务平台的客户为各类预算单位，根据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 30 日，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%，据此测算得预算单位整体数量为 69.9 万个。假设预算单位财务服务平台的客单价为 4500 元，预算得单位财务服务平台的市场空间约为 31.4 亿元。

图表 40 预算单位财务服务平台市场空间测算

项目	数额
预算单位总数 (万个)	69.90
预算单位收费单价 (万元)	0.45
预测可取得的市场份额 (万元)	314,539

资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

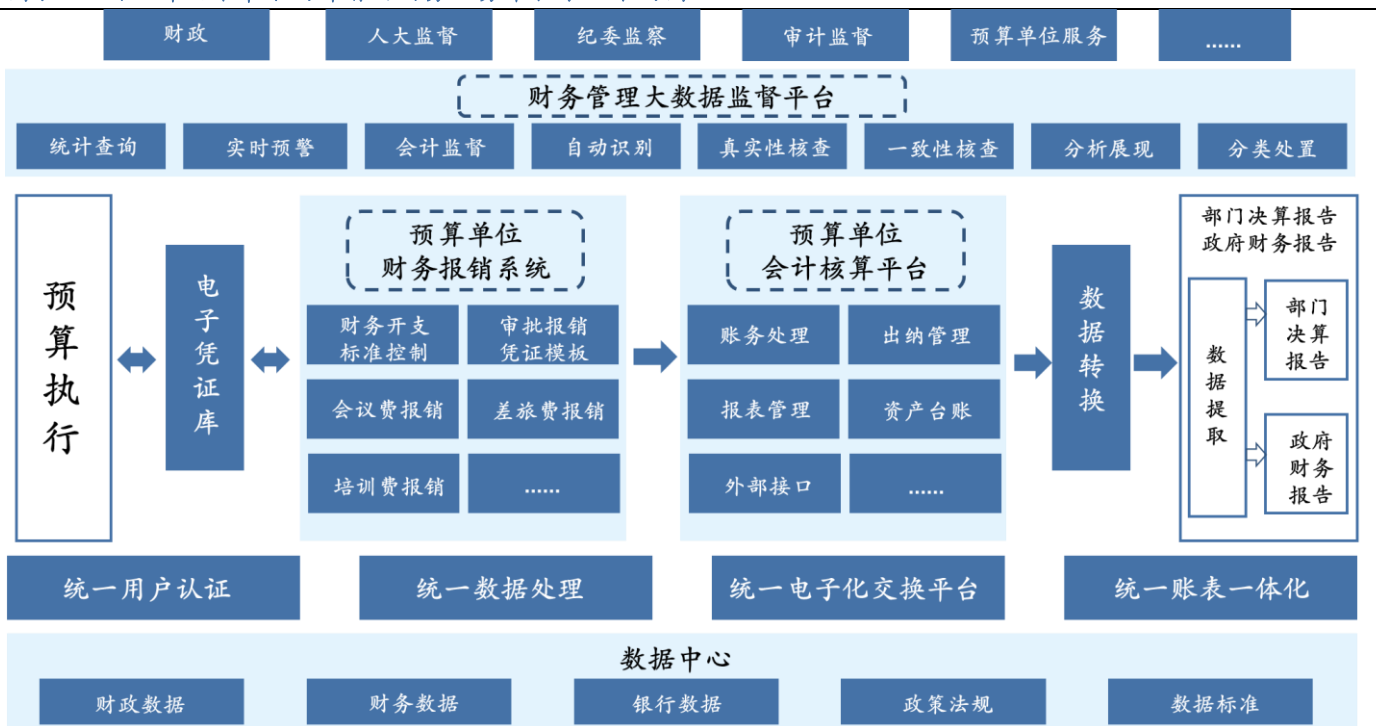
预算单位财务服务平台是“预算管理一体化”建设的重要组成部分。预算单位财务服务平台是为预算单位的财务管理工作提供全面财务解决方案的软件系统，致力于解决财政、预算单位财务管理方面的问题。具体来看，预算单位财务服务平台包含预算单位会计核算平台、预算单位财务报销系统、财务管理大数据监督平台等三个业务子系统，其中，通过预算单位会计核算平台实现预算单位网络化在线自动记账、自动生成决算报表、财务报告；预算单位财务报销系统可实现预算单位报销流程的标准化、规范化和电子化，并实现与国库集中支付系统、公务卡支持系统的对接，并自动生成支付凭证、会计凭证；财务管理大数据监督平台能够动态化抽取、采集财政、财务数据，以满足省纪委等部门对预算单位进行在线监督查询。

图表 41 预算单位财务服务平台框架图



资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

图表 42 财政部门集中采购部署的财务服务平台系统架构图



资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

预算单位财务服务平台标准化软件产品，2019 年新政催化下营收快速增长。公司预算单位财务服务平台目前已形成成熟产品，标准化程度较高，通常无需根据客户需求进行定制开发。2019 年 1 月 1 日，新政府会计制度开始施行，该业务快速增长，营收同比增长 698%，占总营收的比重由 18 年的 2% 提升至 19 年的 12%。近年来占比下降主要系 2019 年财政预算管理一体化新政要求建设升级，待财政业务系统升级后，财政部门、预算单位将再采购适配新系统的预算单位财务服务平台。展望未来，随着预算管理一体化建设的推进，全省统一部署单位会计核算的需求有望增加。

支付电子化领域积累深厚，助力预算单位财务服务平台客户拓展。经过多年的发展，公司在支付电子化解决方案领域积累深厚，一方面，公司的业务能力和技术水平已受到财政部门客户的认可，这将有助于提升预算单位财务服务平台在客户心中的好感度；另一方面，公司的预算单位财务服务平台能够与公司目前已广泛部署的国库集中支付电子化系统形成良好的衔接。综合以上两点，公司的预算单位财务服务平台在政府部门主导、集中采购时具备较强的竞争力，有望在众多参与竞标的厂商中脱颖而出。

4 前瞻布局行业电子化，多维度拓展打开向上空间

4.1 纵横双向拓展，行业电子未来可期

电子证照、票据电子化建设政策陆续发布，电子政务发展有望提速。2016年起，国家大力推动电子政务发展，连续发布了《国务院关于加快推进“互联网+政务服务”工作的指导意见》、《关于印发“互联网+政务服务”技术体系建设指南的通知》提出了基于证照电子化、信息化的原则建设电子证照库。2022年发布的《国务院关于加强数字政府建设的指导意见》指出，持续完善电子证照共享服务体系，推动电子证照扩大应用领域和全国互通互认；发挥全国统一的财政电子票据政务服务平台作用，实现全国财政电子票据一站式查验，推动财政电子票据跨省报销。在一系列政策的支持与鼓励下，电子政务发展有望提速。

图表 43 电子证照与票据电子化相关政策梳理

<p>依托统一的数据共享交换平台，以公民身份号码作为唯一标识，构建电子证照库，实现涉及政务服务事项的证件数据、相关证明信息跨部门、跨区域、跨行业互认共享。</p> <p>《国务院办公厅关于转发国家发展改革委等部门推进“互联网+政务服务”开展信息惠民试点实施方案的通知》</p> <p>2016年4月</p>	<p>积极推动电子证照在政务服务中的应用，建设电子证照库，明确电子证照的法律效力及标准规范。</p> <p>《国务院关于加快推进“互联网+政务服务”工作的指导意见》</p> <p>2016年10月</p>	<p>建成网上统一电子证照库。政务服务数据共享平台汇聚电子证照等数据，实现基础信息资源库的共享利用。</p> <p>《关于印发“互联网+政务服务”技术体系建设指南的通知》</p> <p>2016年12月</p>	<p>选择财政电子票据管理改革试点地区 and 单位。稳步推进财政电子票据管理改革试点工作。</p> <p>《关于稳步推进财政电子票据管理改革的试点方案》</p> <p>2017年7月</p>	<p>各试点地区 and 单位应根据国务院总体部署，推进运用财政电子票据管理系统，逐步建立科学规范的新型财政票据监管体系。</p> <p>《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》</p> <p>2017年12月</p>
<p>国务院有关部门要制定完善电子证照有关标准、规范和样式，2022年底前全面实现涉企证照电子化。</p> <p>《国务院关于进一步优化营商环境主体发展活力的通知》</p> <p>2021年6月</p>	<p>医疗机构可在电子化注册的机构端，医师、护士可在电子化注册个人端申领电子证照。</p> <p>《关于推行医疗机构、医师、护士电子证照工作的通知》</p> <p>2020年7月</p>	<p>客户通行政府还贷公路，由经营管理者开具财政部门统一监制的通行费财政电子票据，先行选择部分地区进行试点。</p> <p>《关于收费公路通行费电子票据开具汇总等有关事项的公告》</p> <p>2020年6月</p>	<p>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。</p> <p>《关于全面推行医疗收费电子票据管理改革的通知》</p> <p>2019年12月</p>	<p>将财政电子票据管理改革推广至所在地区的全部单位和全部财政票据种类。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。</p> <p>《关于全面推开财政电子票据管理改革的通知》</p> <p>2018年11月</p>
<p>加快推进身份认证、电子印章、电子证照等统一认定使用，优化政务服务流程。</p> <p>《法治政府建设实施纲要(2021-2025年)》</p> <p>2021年8月</p>	<p>推进客货运输电子证照跨区域互认与核验、进一步扩大电子证照、电子签章等应用范围。</p> <p>《关于开展营商环境创新试点工作的意见》</p> <p>2021年11月</p>	<p>整合构建统一互认的电子证照库，不断扩大应用领域，逐步实现全国互通互认。推广电子合同、电子签章、电子发票、电子档案等应用。</p> <p>《“十四五”推进国家政务信息化规划》</p> <p>2022年1月</p>	<p>建立完善协同高效的电子证照应用和全国互通互认工作推进机制，加强电子证照应用与“证照分离”、“一业一证”等改革的紧密衔接。</p> <p>《国务院办公厅关于加快推进电子证照扩大应用领域和全国互通互认的意见》</p> <p>2022年2月</p>	<p>建立健全政务数据共享协调机制，加快数字身份统一认证和电子证照、电子签章、电子公文等互信互认，推进发票电子化改革，促进政务数据共享、流程优化和业务协同。</p> <p>《“十四五”数字经济发展规划》</p> <p>2022年3月</p>
<p>发挥全国统一的财政电子票据政务服务平台作用，实现全国财政电子票据一站式查验，推动财政电子票据跨省报销。</p> <p>《国务院关于加强数字政府建设的指导意见》</p> <p>2022年6月</p>				

资料来源：中国政府网，华安证券研究所

公司依托“电子凭证库”的研发积累和业务优势，前瞻布局行业电子化。近年来，公司根据国家数字政府和电子政务加速发展的需求和战略部署，结合自身在财政信息化领域的积累，支付电子化业务的发展经验，把业务进一步拓展到财政的各个业务层面。具体来看，公司基于“电子凭证库”的研发积累和业务优势，采用国家密码技术、区块链等新兴技术，重点建设证照电子化、支付电子化、票据电子化、政府采购电子化和财务电子化解方案。公司在行业电子化服务平台项目的投资额占上市募资总额的比例为27%，该项目的建立有望与公司其他产品共同构成完整、成体系的业务链条，提升公司的核心竞争力，契合公司的长期发展战略。

从纵向来看，经过公司多年的发展以及财政信息化建设的不断深入，公司在全国财政各个业务层面已占据市场先发优势，未来有望基于公司在支付电子化领域的发展经验，将业务进一步拓展至财政的其他业务层面，如财政预算管理一体化、票据电子化、政府

采购电子化、财务电子化等。

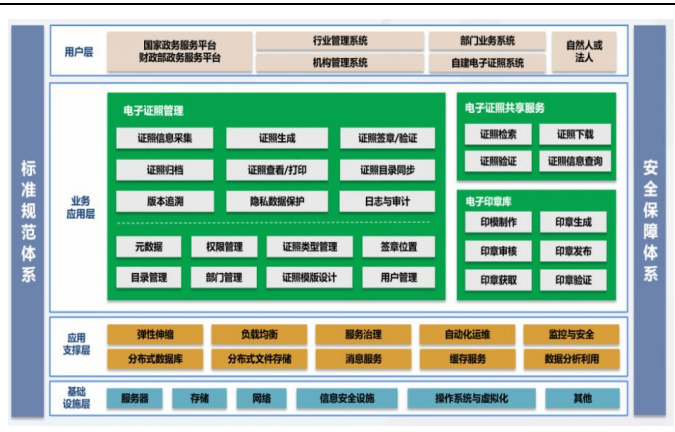
从横向来看，随着行业电子化应用在各个领域的普及，公司有望依托现有的技术和客户积累，通过持续的高水平研发投入，实现在除了财政和金融领域外，在如医疗、保险等领域将研发、应用和实施服务能力进行规模化复制并输出。

图表 44 中科江南行业电子化应用平台研发项目建设



资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

图表 45 中科江南电子证照管理平台



资料来源：中科江南官网，华安证券研究所

图表 46 中科江南行业电子化应用平台研发项目建设内容



资料来源：中科江南招股说明书，华安证券研究所

行业电子化持续推进，未来成长空间可期。1) 中标电子票据系统：公司已经开拓了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子系统，根据中国政府采购网，公司于 2021 年 12 月中标国家医疗保障局医疗电子票据应用软件采购项目中的区块链平台及电子票据共享子系统，中标金额为 51.2 万元。2) 助力会计行业电子证照亮相，公司于 2020 年底完成电子证照系统的主体建设，并与多地完成系统对接测试。2021 年 4 月，会计师事务所执业许可证电子证照与代理记账许可证电子证照同时开出。3) 中标湖南医保基金财务管理系统，中标金额高达 513.9 万元。我们认为，公

公司在行业电子化领域的中标是公司核心技术能力的验证，这将加速公司行业电子化业务的进一步发展，打开广阔成长空间。

图表 47 中科江南行业电子化项目中标情况

时间	省份	项目名称	招标单位	中标金额 (万元)	中标内容
2021.12.23	北京	国家医疗保障局医疗电子票据应用软件采购项目	国家医疗保障局	51.20	区块链平台及电子票据共享子系统
2021.3.30	湖北	湖北省医疗保障局湖北省医疗保障局湖北省医疗保障信息平台建设项目 8 包 全省统一医疗保障信息平台	湖北省医疗保障局	30.50	基金财务子系统
2021.1.15	湖南	(一期) 应用软件 (医保经办和数据分析类) 采购项目	湖南省医疗保障局	513.86	医保基金财务管理系统

资料来源：中国政府采购网，华安证券研究所

图表 48 中科江南助力会计行业电子证照正式亮相

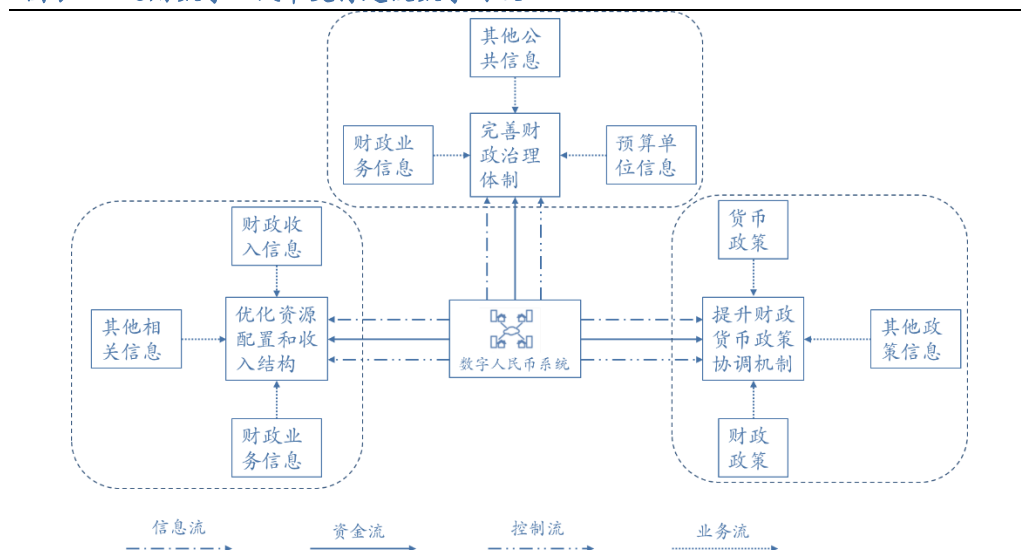


资料来源：中科江南官网，华安证券研究所

4.2 积极探索数字人民币应用，打开成长新空间

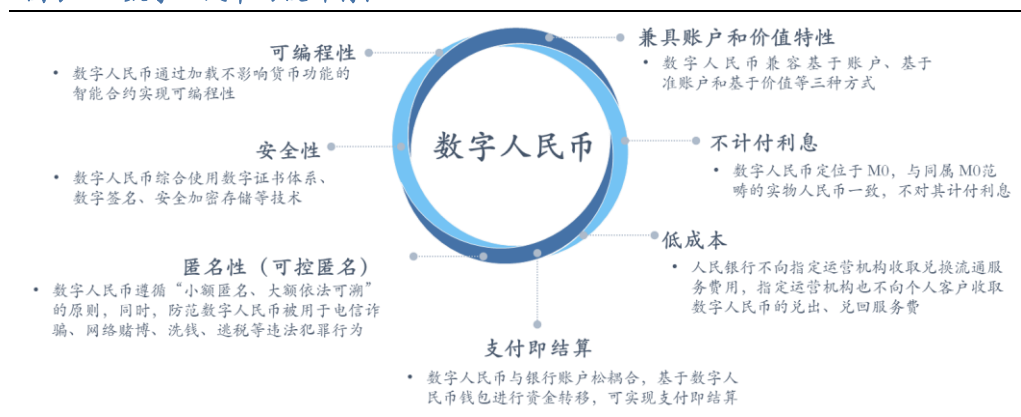
财政业务系统中嵌入数字人民币，促进财政业务数字化转型。随着财政现代化改革的不断发展，财政资金运行的安全和效率问题日渐显现，制约了财政效能的发挥。结合数字人民币支付即结算、安全性、可编程性等特点，在财政业务系统中嵌入数字人民币，将突破现有业务逻辑的信息流转机制，直接从微观资金层面实现数据信息标准化和规范化，克服财政管理主体之间的信息不对称问题，为财政资金高效管理提供实时、全面、完整、真实的基础数据信息。同时，数字人民币技术所具有的资金追踪功能可实现财政资金流转的追根溯源，保证资金信息真实、流转规范。最终实现财政资金的业务流与数字人民币的资金流和信息流有效整合，实现“三流合一”，为财政业务数字化转型赋能。

图表 49 运用数字人民币支持建设数字财政



资料来源：《数字人民币促进数字财政建设和财政数字化转型》，华安证券研究所

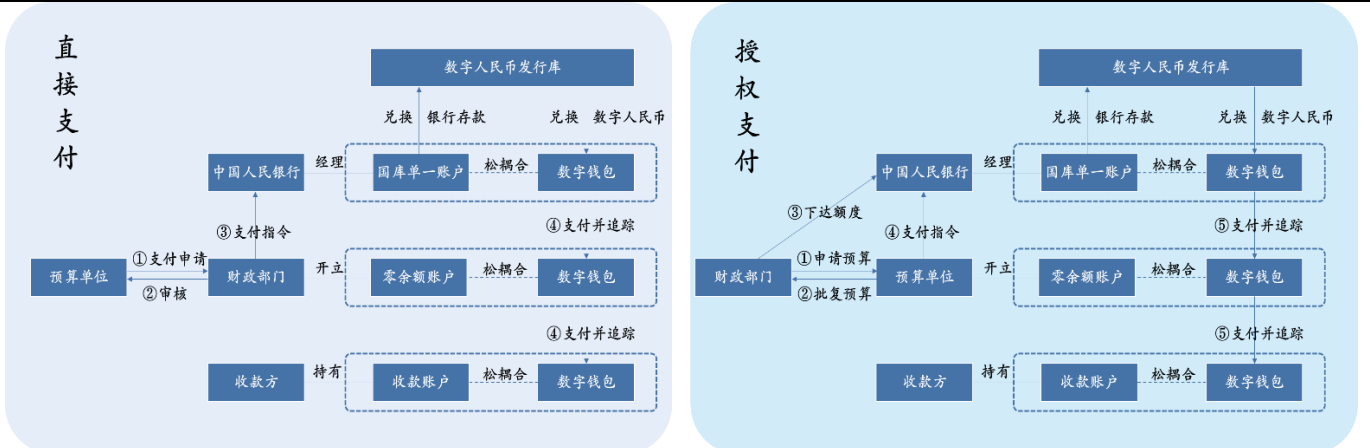
图表 50 数字人民币的设计特性



资料来源：《中国数字人民币的研发进展白皮书》，华安证券研究所

国库集中支付中运用数字人民币，支付业务化繁为简，财政资金安全性提升。从支付业务的流程来看，由于数字人民币具有支付即结算的特征，这将简化支付的环节和手续。因此，在国库集中支付中引入数字人民币，财政部门/预算单位直接向中国人民银行发送支付指令，中国人民银行将国库单一账户中的相应金额资金兑换为数字人民币，经财政部门/预算单位开立的数字钱包直接支付给收款者。从财政资金安全性来看，数字人民币的可追溯机制和分布式账本系统可实现多节点实时信息共享，便于财政部门、审计监督部门的监管，提升财政资金流转和使用的安全性。

图表 51 运用数字人民币规范和优化财政资金集中支付业务



资料来源:《数字人民币促进数字财政建设和财政数字化转型》, 华安证券研究所

数字人民币国库集中支付业务已在苏州相城落地。根据江苏省财政厅披露, 2022年6月, 相城区财政局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, 这是江苏省首次应用数字人民币进行国库集中支付, 也是预算管理一体化执行系统直达企业对公钱包的首单拨付。**展望未来, 数字人民币的智能合约、支付即结算等特性可实现资金和交易的安全、可追溯等, 有望在财政资金支付中深化应用。**

公司积极探索数字人民币的使用场景和业务模式, 未来有望成为成长新动能。基于现有的国库集中支付电子化体系, 以及数字人民币的特性, 通过在财政拨付专项资金或补贴时制定资金发放与使用的规则, 从而实现数字人民币国库集中支付, 助力财政进行资金监管和准确发放。**目前, 公司已与苏州市财政局签订战略合作协议, 就国库集中支付电子化数字人民币业务方案进行试点探讨。**展望未来, 随着数字人民币在财政信息化领域的进一步深化应用, 公司核心产品的升级与改造需求应运而生, 发展空间广阔。

5 投资建议

5.1 基本假设与营业收入预测

基本假设：

一、支付电子化解决方案

- 1) 随着各级财政单位和银行按预算管理一体化新政要求升级或部署支付电子化系统，该业务有望持续增长；
- 2) 随着信创的进一步推进，支付电子化系统的适配改造需求将逐步释放；
- 3) 假设支付电子化解决方案的毛利率维持稳定。

二、财政预算管理一体化解决方案

- 1) 随着 2019 年以来预算管理一体化相关新政的发布，公司财政预算管理一体化解决方案业务将快速增长；
- 2) 假设随着业务成熟度的提高，预算管理一体化业务的毛利率有所优化。

三、预算单位财务服务平台

- 1) 随着支付电子化和财政预算管理一体化业务的推进，预算单位财务服务平台将快速增长；
- 2) 假设随着业务成熟度的提高，预算单位财务服务平台业务的毛利率有望回升。

四、运维服务

- 1) 随着公司其他业务的快速发展，运维服务的规模将持续扩大；
- 2) 假设随着公司各业务的成熟，运维服务的毛利率有望回升。

图表 52 公司营业收入预测

公司业务分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
支付电子化解决方案	营业收入 (亿元)	2.61	4.17	5.37	6.67	8.07	9.28
	YoY (%)		60%	29%	24%	21%	15%
	毛利率 (%)	58%	58%	59%	60%	60%	60%
预算管理一体化解决方案	营业收入 (亿元)	0.24	0.47	0.51	1.13	2.01	3.02
	YoY (%)		98%	10%	120%	79%	50%
	毛利率 (%)	48%	55%	47%	50%	50%	50%
预算单位财务服务平台	营业收入 (亿元)	0.46	0.37	0.18	0.37	0.62	0.93
	YoY (%)		-18%	-53%	106%	69%	51%
	毛利率 (%)	73%	71%	63%	68%	68%	68%
运营维护	营业收入 (亿元)	0.58	0.79	1.22	1.71	2.35	3.04
	YoY (%)		37%	55%	40%	37%	29%
	毛利率 (%)	55%	47%	40%	50%	50%	50%
其他业务	营业收入 (亿元)	0.06	0.07	0.10	0.13	0.17	0.22
	YoY (%)		32%	32%	30%	30%	30%
	毛利率 (%)	48%	54%	17%	20%	20%	20%
合计	营业收入 (亿元)	3.93	5.87	7.38	10.00	13.21	16.48
	YoY (%)		49%	26%	36%	32%	25%
	毛利率 (%)	58%	57%	55%	57%	57%	56%

资料来源：华安证券研究所整理

5.2 估值和投资建议

中科江南深耕财政信息化十余载，一方面在支付电子领域积累了深厚的经验和技 术，且客户优势明显，有望乘政策东风加速发展；另一方面不断在行业电子化领 域进行拓展，以探索未来新业绩增长点。我们预计公司 2022-2024 年分别实现收入 10.0/13.2/16.5 亿元，同比增长 36%/32%/25%；实现归母净利润 2.6/3.5/4.5 亿元， 同比增长 64%/37%/28%，首次覆盖，给予“买入”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	738	1,000	1,321	1,648
收入同比(%)	25.7%	35.5%	32.1%	24.7%
归属母公司净利润	156	256	350	447
净利润同比(%)	25.2%	63.8%	36.9%	27.6%
毛利率(%)	54.7%	56.9%	56.6%	56.3%
ROE(%)	32.7%	22.5%	18.5%	19.5%
每股收益(元)	1.93	2.37	3.24	4.14
P/E	0.00	47.59	34.75	27.23
P/B	0.00	7.07	5.87	4.83
EV/EBITDA	0.03	41.19	29.47	22.03

资料来源: Wind, 华安证券研究所

风险提示

- 1) 政策支持不及预期；
- 2) 市场竞争加剧风险；
- 3) 技术突破不及预期；
- 4) 市场拓展不及预期。

财务报表与盈利预测:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,173	2,587	3,169	3,896	营业收入	738	1,000	1,321	1,648
现金	580	1,730	2,095	2,521	营业成本	334	431	574	721
应收账款	163	254	296	390	营业税金及附加	5	7	10	12
其他应收款	14	19	25	31	销售费用	83	103	136	162
预付账款	37	50	66	82	管理费用	170	216	265	315
存货	34	64	66	98	财务费用	(9)	(17)	(29)	(35)
其他流动资产	347	534	687	872	资产减值损失	4	7	8	11
非流动资产	37	50	66	86	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6	6	6	6	投资净收益	1	1	0	0
固定资产	2	2	2	2	营业利润	169	275	381	488
无形资产	0	0	0	(0)	营业外收入	0	2	0	0
其他非流动资产	28	41	58	79	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1,210	2,636	3,235	3,982	利润总额	169	277	381	488
流动负债	644	902	1,146	1,439	所得税	12	19	27	34
短期借款	4	0	0	0	净利润	157	258	354	454
应付账款	517	745	937	1,177	少数股东损益	1	2	4	8
其他流动负债	122	157	209	263	归属母公司净利润	156	256	350	447
非流动负债	7	7	7	7	EBITDA	161	261	353	454
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.93	2.37	3.24	4.14
其他非流动负债	7	7	7	7					
负债合计	650	909	1,153	1,446					
少数股东权益	5	7	12	19					
股本	81	108	108	108					
资本公积	30	93	112	136					
留存收益	444	1,519	1,850	2,273					
归属母公司股东权益	555	1,720	2,070	2,516					
负债和股东权益	1,210	2,636	3,235	3,982					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	214	229	338	392	成长能力				
净利润	157	258	354	454	营业收入	25.72%	35.52%	32.09%	24.74%
折旧摊销	3	1	1	1	营业利润	22.52%	63.10%	38.36%	28.13%
财务费用	(9)	(17)	(29)	(35)	归属于母公司净利润	25.20%	63.75%	36.94%	27.61%
投资损失	(1)	(1)	(0)	(0)	获利能力				
营运资金变动	(264)	(12)	12	(28)	毛利率(%)	54.70%	56.94%	56.57%	56.25%
其他经营现金流	328	0	0	0	净利率(%)	21.14%	25.54%	26.48%	27.09%
投资活动现金流	(324)	(1)	(1)	(2)	ROE(%)	32.71%	22.46%	18.47%	19.47%
资本支出	(6)	(2)	(2)	(2)	ROIC(%)	30.80%	55.76%	106.75%	121.52%
长期投资	(5)	1	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	(314)	0	0	0	资产负债率(%)	53.74%	34.48%	35.65%	36.32%
筹资活动现金流	(4)	922	29	35	净负债比率(%)	-102.78%	-100.17%	-100.65%	-99.41%
短期借款	4	(4)	0	0	流动比率	1.82	2.87	2.76	2.71
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.77	2.80	2.71	2.64
普通股增加	0	909	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.68	0.52	0.45	0.46
其他筹资现金流	(9)	17	29	35	应收账款周转率	4.81	4.81	4.81	4.81
现金净增加额	(114)	1,150	365	426	应付账款周转率	0.68	0.68	0.68	0.68

每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.93	2.37	3.24	4.14
每股经营现金流(最新摊薄)	2.65	2.12	3.13	3.63
每股净资产(最新摊薄)	6.85	15.93	19.17	23.30

估值比率				
P/E	0.0	47.6	34.8	27.2
P/B	0.0	7.1	5.9	4.8
EV/EBITDA	0.03	41.15	29.45	22.02

资料来源: Wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监、研究所所长，兼 TMT 首席分析师，曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。

分析师：王奇珏，华安计算机团队联席首席，上海财经大学本硕，7 年计算机行研经验，2022 年加入华安证券研究所。

联系人：张旭光，凯斯西储大学金融学硕士，主要覆盖 AI 及行业信息化，2021 年 8 月加入华安证券研究所。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 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。