

## 日出江花红胜火

— 中科江南 (301153.SZ)

计算机/计算机应用

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

## 中科江南: 财政信息化赛道的领军企业

- 公司深度聚焦国库支付电子化业务, 并以此为基本盘开拓预算管理一体化系统建设业务, 逐步定位为智慧财政综合解决方案供应商。
- 公司实控人为广州市国资委。国资控股, 给中科江南带来直接的品牌及资本增值, 同时提升公司的治理能力, 极大促进了公司持续稳健的发展。

作为一家典型的“专而精”的公司, 我们认为公司未来的成长空间是市场对于中科江南的核心关注点。以公司实际业务为落脚点进行分析, 我们认为短期看, 公司国库支付电子化业务依旧具备增量空间, 同时预算管理一体化的建设需求加速释放。而长期看, 数字人民币的发展机遇和布局行业电子化将拓展公司成长边界。

## 国库支付电子化: 探究业务成熟期的增量机会

- 历经十年全面推广, 国库支付电子化向区县级以上财政单位全覆盖迈进。
- 国库支付电子化的高标准化需求, 客观助力中科江南在该业务领域的绝对领先地位。截至 2021 年底, 基于公司为其部署的电子凭证库的各级财政数量单位统计, 中科江南在政府财政部门的渗透率接近百分之百。
- 支付电子化业务营收超过七成来自商业银行, 业务属性决定其与政府当年的财政信息化建设的投入程度的敏感度和相关性相对较低。
- 经测算, 我们预计持续的业务下沉推广、预算管理一体化系统带来的软件升级改造、信创背景下的适配在 22-25 年的时间内有望释放超过 20 亿元的市场空间。同时, 每年的运维服务及代理银行的替换或新增将带来超过 5 亿元的年度营收空间。
- 长期维度看, 数字人民币可能重塑国库支付电子化体系, 中科江南凭借卡位优势有望继续受益。而依托电子凭证库的研发积累, 夯实技术力量, 布局行业电子化, 亦将进一步打开公司的业务空间。

## 预算管理一体化业务: 纵向下沉加横向拓展 业务迎来加速发展期

- 作为新时期财政信息化建设的核心内容, 从实施节奏上看, 19-20 年为政策发布和试点建设阶段, 21 年全国所有省级平台实现上线运行, 而从 22 年起, 系统建设进入加速期。纵向上, 预算管理一体化系统将由省本级下沉至地市级及区县级, 横向层面, 预算管理一体化系统的功能将逐步趋于完善, 在已有基础模块上叠加升级新功能模块, 并整合原有的财政部下发的与此相关的软件。
- 预算管理一体化系统建设的整体竞争格局呈现分散化, 财政 IT 领域的核心厂商基本均有所参与。中科江南主要服务于自建模式省份, 截至 22 年底参与了 17 个省份中 11 个的预算管理一体化系统的建设。
- 经测算, 我们预计 22-24 年的这一建设阶段公司来自预算管理一体化业务的总营收空间有望达到 5 亿元, 系统运行期间的年度运营收入将接近 9,000 万元, 同时带来每年约 7,000 万元的财政单位服务平台业务营收空间。

**盈利预测与投资建议:** 预计中科江南 2022-2024 年归母公司净利润分别为 2.52 亿元、3.05 亿元、3.98 亿元, 对应 EPS 分别为 2.33 元、2.82 元、3.69 元, 同比增加 61.6%、20.8%、30.8%。参考可比公司, 测算中科江南 2023 年目标市值 152.26 亿元, 对应目标价格 140.98 元, 首次覆盖, 给与“买入”评级。

**风险提示:** 行业政策变化的风险; 业务成长空间风险; 预算管理一体化系统建设推广不及预期; 毛利率波动的风险等。

评级

买入 (首次)

2023 年 3 月 17 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

周成

研究助理

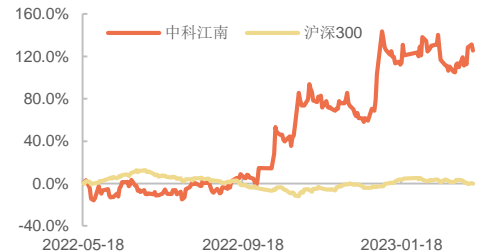
SAC 执业证书编号: S1660122090013

## 交易数据

时间 2023.3.16

总市值/流通市值 (亿元)	124.2/27.95
总股本 (万股)	10,800
资产负债率 (%)	28.68
每股净资产 (元)	13.08
收盘价 (元)	115.00
一年内最低价/最高价 (元)	42.43/140.96

## 公司股价表现走势图



资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	587.20	738.20	972.08	1,254.17	1,591.26
增长率 (%)	49.23%	25.72%	31.68%	29.02%	26.88%
归母净利润 (百万元)	124.65	156.05	252.13	304.51	398.25
增长率 (%)	75.17%	25.20%	61.56%	20.78%	30.78%
净资产收益率 (%)	31.24%	28.11%	11.03%	12.18%	14.33%
每股收益(元)	1.15	1.44	2.33	2.82	3.69
PE	99.64	79.59	49.26	40.79	31.19
PB	31.13	22.38	5.43	4.97	4.47

资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 内容目录

1. 中科江南：财政信息化赛道的领军企业 .....	5
1.1 国资控股 深度聚焦国库支付电子化业务 .....	5
1.2 财务复盘：业绩持续亮眼 预告信息显示 22 年归母净利高增 .....	7
2. 公司的成长空间到底有几何? .....	10
2.1 国库支付电子化：探究业务成熟期的增量机会 .....	11
2.2 预算管理一体化：纵向下沉加横向拓展 业务迎来加速发展期 .....	14
2.3 数字人民币加行业电子化拓展公司成长边界 .....	19
3. 盈利预测与估值 .....	20
3.1 盈利预测 .....	20
3.1.1 关键假设 .....	20
3.1.2 业绩预测 .....	21
3.2 估值与评级 .....	21
4. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1： 中科江南的公司发展历程 .....	5
图 2： 中科江南围绕支付电子化及预算管理一体化打造财政 IT 解决方案 .....	6
图 3： 中科江南股权结构图（截至 2022Q3） .....	6
图 4： 中科江南营收保持持续增长 .....	8
图 5： 中科江南净利润水平持续提升 .....	8
图 6： 四季度营收约占全年营收的 35% .....	8
图 7： 四季度归母净利润约占全年营收的 45% .....	8
图 8： 公司营收高度集中于国库支付电子化解决方案业务 .....	8
图 9： 中科江南各分项业务 18-21 年营收变化情况 .....	8
图 10： 中科江南总体毛利率和净利率情况 .....	9
图 11： 国库支付一体化业务有一定的产品化趋势 .....	9
图 12： 中科江南销售期间费用率 .....	10
图 13： 中科江南销售、管理、研发及财务费率 .....	10
图 14： 财政信息化赛道的“群雄割据” .....	10
图 15： 国库支付电子化推广时间线 .....	11
图 16： 财政、人行、银行三端需对等部署和配置统一的电子凭证库以完成支付数据的安全传输与交互 .....	12
图 17： 中科江南在各级财政部门的渗透率接近 100%（依电子凭证库部署情况统计） .....	12
图 18： 中科江南 2021 年度国库支付电子化业务营收接近 75%来自于商业银行 .....	12
图 19： 中科江南总营收增速走势与财政事务信息化建设投入增速相背离 .....	12
图 20： 预算管理一体化系统所需涵盖的 8 个基础功能模块 .....	15
图 21： 运用数字人民币规范和优化财政资金集中支付业务 .....	19
图 22： 中科江南行业电子化应用平台研发项目建设 .....	20
图 23： 中科江南股价走势复盘 .....	22
图 24： 中科江南和博思软件的股价走势具备较高的相关性 .....	22
图 25： 博思软件过去五年滚动市盈率的变化 .....	22
表 1： 股权激励计划聚焦以净利润为代表的业绩成长性 .....	7
表 2： 国库支付电子化业务的未来市场空间测算 .....	13

表 3: 关于预算管理一体化系统建设的相关政策梳理 .....	15
表 4: 22Q4 全国范围内预算管理一体化招标金额超过 500 万的部分大型项目列表 .....	16
表 5: 预算管理一体化系统建设的整体竞争格局呈现分散化.....	16
表 6: 中科江南预算管理一体化业务市场份额测算.....	18
表 7: 预计公司未来来自预算单位服务平台业务的单年营收空间超过 7,000 万元 .....	18
表 8: 中科江南营收及毛利率预测 .....	21
表 9: 可比公司估值情况 .....	22
表 10: 公司盈利预测表 .....	24

## 1. 中科江南：财政信息化赛道的领军企业

### 1.1 国资控股 深度聚焦国库支付电子化业务

**专注财政信息化的领军企业。**中科江南成立于2011年，成立之初即聚焦于财政金融电子化领域，服务于国家财税信息化改革。2015年，公司作为唯一中标单位，中标《财政部电子凭证安全支撑控件升级改造项目》，逐步奠定公司在国库支付电子化领域的绝对领先地位。2018年2月，广电运通受让公司股东持有的46%份额，成为中科江南单一最大股东并实控公司。自此，公司性质发生根本性变化，从民营企业转变为国有控股企业。此后，公司进入全面发展阶段，整体定位为面向智慧财政的综合解决方案供应商。

图1：中科江南的公司发展历程



资料来源：中科江南招股说明书，中科江南官网，中国经济网，申港证券研究所

中科江南围绕国库支付电子化及预算管理一体化打造财政信息化解决方案，为政府财政部门、预算单位及商业银行提供偏定制化的产品开发、部署及运维服务。

- ◆ **国库支付电子化**是指将原本财政部门及人民银行、代理银行（代理财政收付业务的商业银行）间资金流转依靠纸质盖章单据作为支付凭证，变为电子签章单据。其中，电子凭证库模块是整个国库支付电子化系统的核心，用于存储和传输电子凭证，需在财政部门、人民银行及代理银行三端进行对等部署，并通过标准接口调用电子印章系统对凭证进行盖章或验章。而银行柜面支付系统及银行自助柜面系统则仅针对代理银行，用于国库资金电子支付业务。
- ◆ **预算管理一体化解决方案**，是指公司依据财政部发布的统一规范及技术标准，为政府各级财政部门开发部署一套信息系统，将预算编制、执行、调整、决算和财务报告等业务环节按一个整体整合融入其中。
- ◆ **预算单位财务服务平台**，是预算单位（如党政机关、事业单位等）的核心业务办公系统，包括财务会计核算、预算单位资产管理、会计电子档案等功能模块。
- ◆ **运维服务**则是为客户持续提供基于上述各类产品或业务的技术支持、产品升级、安全运行等服务。

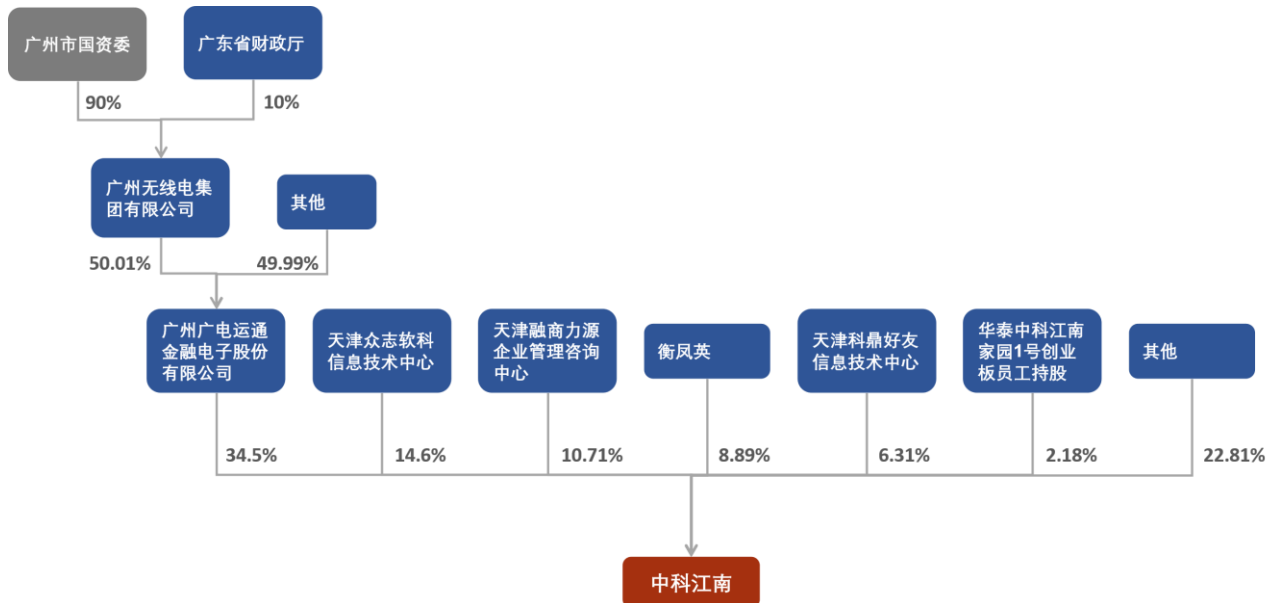
图2：中科江南围绕支付电子化及预算管理一体化打造财政 IT 解决方案



资料来源：中科江南招股说明书，Wind，申港证券研究所

**股权相对集中，国资控股促稳健发展。**中科江南控股股东广电运通是一家致力于金融科技和智慧城市领域的上市公司。截至 22Q3，广电运通持有公司 34.5% 的股份，公司实控人为广州市国资委。国资入股，给中科江南带来直接的品牌及资本的增值，同时提升公司的治理能力，将极大促进公司长期持续稳健的发展。另，公司部分原始合伙人通过员工持股平台天津众志软科持有公司股份，核心初创成员基本均具有政府财政行业十年以上信息化建设经验，是该领域的专家。

图3：中科江南股权结构图（截至 2022Q3）



资料来源：天眼查，申港证券研究所

**股权激励计划聚焦业绩成长性。**公司于22年9月推出第一期股权激励计划(草案),并于23年1月获得广州市国资委批复,拟授予的限制性股票数量不超过322.50万股。激励对象主要涵盖公司董事、高管及技术或业务骨干,以期实现公司与核心团队共同利益的深度绑定,创造并共享价值。股权激励计划中设定的业绩考核条件可概括为,公司期望在持续保持高比率的技术研发投入的同时,实现业绩的快速增长(扣非归母净利润3年至少翻一倍)。整个目标的设置充分彰显了公司对于自身未来发展前景的信心。

**表1: 股权激励计划聚焦以净利润为代表的业绩成长性**

归属安排	业绩考核条件
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%。

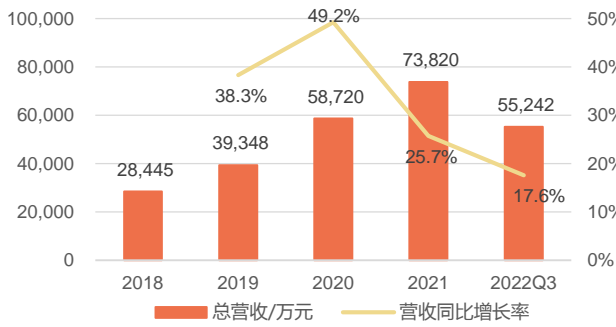
注:表格中“净利润”是指归属上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润;“净资产收益率”是指归属上市公司股东扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率。

资料来源:中科江南2022年限制性股票激励计划(草案),申港证券研究所

## 1.2 财务复盘: 业绩持续亮眼 预告信息显示22年归母净利高增

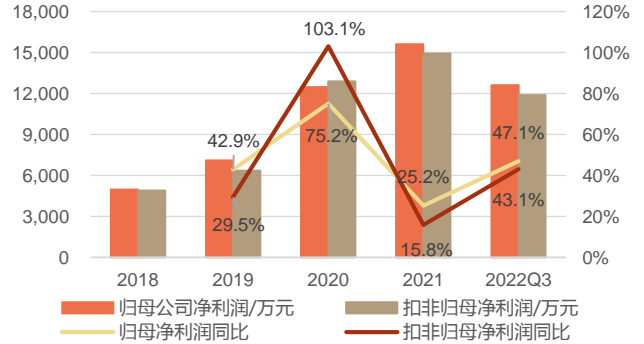
**公司过往营收及净利润持续稳健增长,业绩预告显示22年归母净利实现高增。**

- ◆ 2021年,中科江南全年总营收达到7.38亿元,同比增长25.7%。18-21年间,公司营收年复合增速达到37.4%。而从21年及22年前三季度的数据看,公司营收增速相较19、20年有一定程度的放缓。我们认为一个重要的原因在于公司正处于成长型业务的接续期,国库支付电子化业务随着渗透率的提升,在高基数下营收增速有所下降,而接力成长的预算管理一体化业务暂处于平台系统开发验证期,营收体量相对较小。而未来随着预算管理一体化系统的加速建设和下沉推广,业务放量将带来营收增速的边际改善。
- ◆ 净利润方面,公司2021年归母公司净利润1.56亿元,同比增长25.2%,18-21年间年复合增速为46.3%。另,公司22Q3归母净利润同比增加47.1%,大幅领先同期的营收增速,且根据公司公告的年度业绩预告,预计22年全年的归母净利将达到2.41~2.63亿元,同比增长54%~69%。我们认为,公司净利润大增的一个核心因素在于毛利率的变化,21年由于打造标杆性项目的实施投入及运维人员数量的增加,公司毛利率下降至阶段性的低点,而22年毛利率逐步回归至公司过往相对正常的水平。
- ◆ 另,公司的收入亦呈现一定的季节性特征,根据过去两年各单季度的财务数据,四季度的营收约占全年的35%,而归母净利润约占45%。

**图4：中科江南营收保持持续增长**


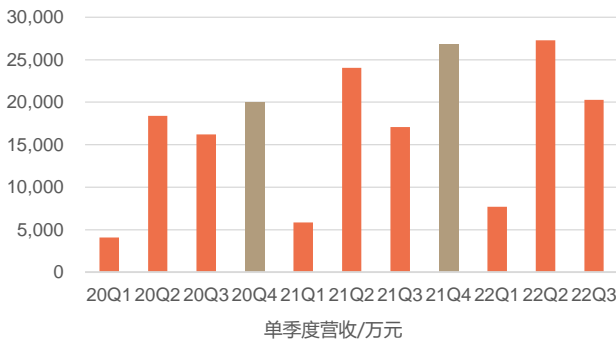
资料来源：Wind，申港证券研究所

注：横轴标签中“2022Q3”表示前三季度总的业绩数据

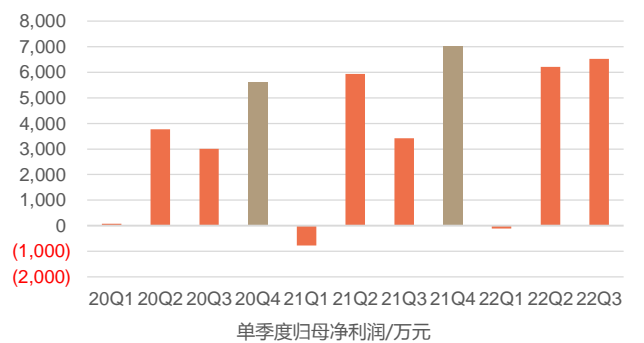
**图5：中科江南净利润水平持续提升**


资料来源：Wind，申港证券研究所

注：横轴标签中“2022Q3”表示前三季度总的业绩数据

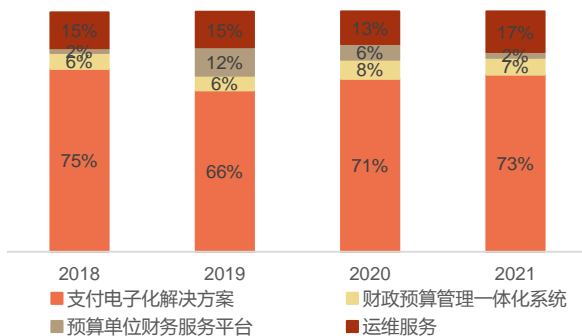
**图6：四季度营收约占全年营收的35%**


资料来源：Wind，申港证券研究所

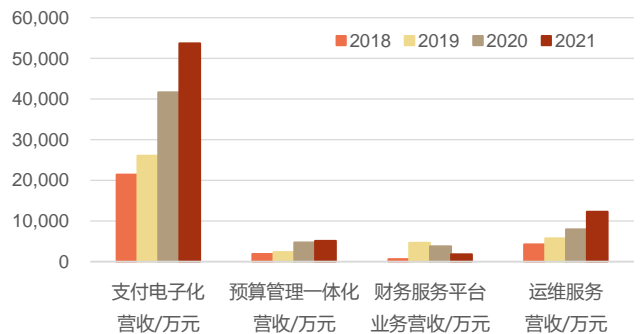
**图7：四季度归母净利润约占全年营收的45%**


资料来源：Wind，申港证券研究所

当前公司营收高度集中于国库支付电子化解决方案业务。支付电子化业务的营收占比超过70%，而预算管理一体化系统及预算单位财务服务平台业务占比基本均低于10%。2019年，财务服务平台业务由于当年新的政府会计制度的施行而迎来一次系统更新的高峰，而导致业务营收的大幅增长及收入占比的快速提升，但不具备可持续性。针对未来2-3年营收结构的趋势变化，我们判断整体集中度将有所降低，预算管理一体化系统建设需求的集中释放，将带动实施部署及运维服务业务营收进入高速增长阶段，收入占比将有所提升。

**图8：公司营收高度集中于国库支付电子化解决方案业务**


资料来源：Wind，申港证券研究所

**图9：中科江南各分项业务18-21年营收变化情况**


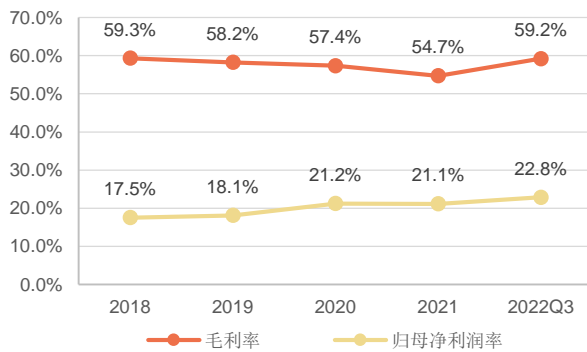
资料来源：Wind，申港证券研究所

中科江南综合毛利率22年逐步回归18-20年的正常水平，而过往归母净利率呈明

显上升趋势。

- ◆ 公司综合毛利率总体维持在相对稳定的水平，营收占比最大的国库支付一体化业务由于实施经验的不断积累，整个业务成熟度最高，有一定的产品化趋势，毛利率波动幅度较小。2021 年，除支付一体化业务外的其他业务同时出现毛利率大幅下降的情况，导致公司综合毛利率出现阶段性承压。尤其是运维服务，在 20 年毛利率下降的基础上继续向下，而根据公司招股说明书中披露的原因，主要在于当年运维服务匹配业务扩招，实施人员数量快速增加，自身投入人工增加较多所致。而从 22 年毛利率快速恢复的情况看，上述的下滑可能并不具备趋势性。
- ◆ 如前文所述，预算管理一体化系统 20-21 年正处于平台开发与试点验证阶段，毛利率并不稳定，随着业务的推广，我们认为这部分的毛利率之后将逐步企稳。另，预算单位财务服务平台是相对标准化的软件产品，因此毛利率水平较高，但由于每年不同销售模式（直销或经销）分布比例的变化，毛利率亦呈现一定的波动。

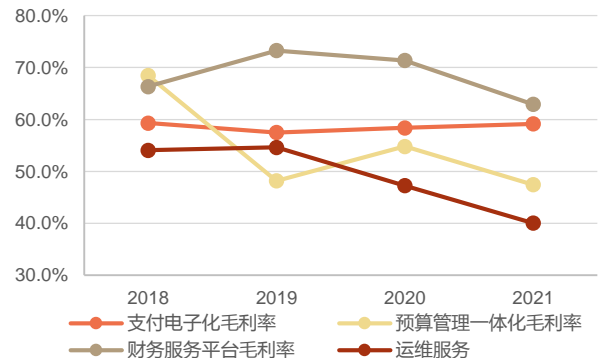
图10：中科江南总体毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，中港证券研究所

注：横轴标签中“2022Q3”表示前三季度总的业绩数据

图11：国库支付一体化业务有一定的产品化趋势

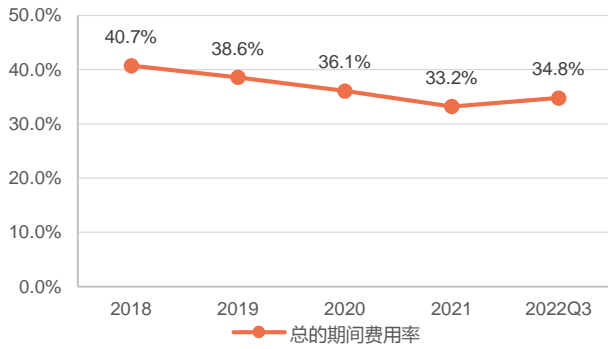


资料来源：Wind，中港证券研究所

**强化控费加规模效应推动费用率持续下降。**公司归母净利润率的持续性提升，主要得益于费用端的控制及一定的规模效应。

- ◆ 公司销售费率呈现显著的下降趋势，22 年截至 Q3 销售费率为 10.8%，同比减少 0.61pct。公司业务的核心对手方是各级财政部门，而类似政府部门在软件系统采购时基于对稳定性的要求，往往不会轻易更换供应商，因此公司业务具备一定的客户粘性。另，根据公司招股说明中披露的数据，公司过往通过单一来源采购或商务谈判/报价的方式取得收入的比例在 60%左右，因此我们判断公司未来销售费率随着营收规模的持续扩大，仍然有一定的下探空间。
- ◆ 公司管理费率 20 年出现一定的上升，主要是由于当年存在部分的股份支付费用。考虑扣除股份支付，公司 20 年的管理费率为 5.8%。同样地，管理费率亦是明显的下降走势。
- ◆ 公司持续增加研发投入，构筑技术护城河。22 年截至 Q3 公司研发投入为 1.14 亿元，同比增加 29.1%，占当期营收的比例为 20.7%。18-21 年间研发费用的年复合增速达到 46%，高于营收增速，研发费率逐步走高。

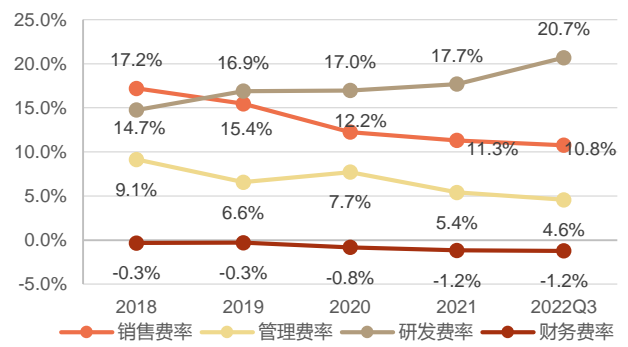
图12: 中科江南销售期间费用率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

注: 横轴标签中“2022Q3”表示前三季度总的业绩数据

图13: 中科江南销售、管理、研发及财务费率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

注: 横轴标签中“2022Q3”表示前三季度总的业绩数据

## 2. 公司的成长空间到底有几何?

### 财政信息化赛道的“专而精”。

- 早期的财政信息化主体工程（被定名为“金财工程”），主要围绕国库集中支付系统、非税收入收缴管理系统、政府采购系统、决策支持系统、行政管理系统等分领域信息系统进行建设。而经过多年的发展，整个赛道呈现出一个明显的特征，每一家财政IT的核心厂商基本专注于其中的2-3个领域，我们认为这可能与财政信息化建设对于单一业务系统的标准性、上下层级的统一性要求有一定的关系。因此，总体上，尽管财政信息化赛道有较多的核心厂商，但它们彼此间并未有特别明显的同质化竞争。
- 从这层意义上说，中科江南是一个典型的“专而精”的公司。而对于这一类型的公司，我们认为成长空间是市场最为关心的点。因此，我们的报告集中以公司当前核心业务支付电子化和预算管理一体化业务为落脚点，阐述各子业务的发展历程与竞争格局，并重点测算未来的成长空间。

图14: 财政信息化赛道的“群雄割据”



\*根据IDC的数据，截至2020年上述5家厂商在中国财政信息化领域的合计市场份额约42.6%

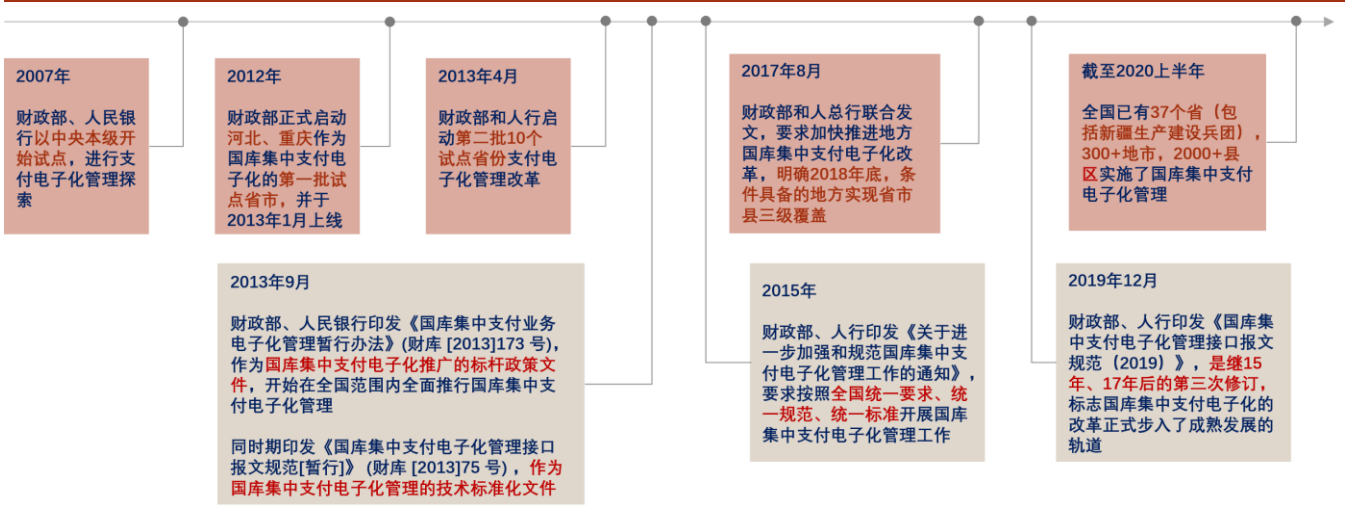
资料来源: 博思软件官网, 久其软件官网, IDC, 申港证券研究所

注：上述业务信息仅显示公司在财务IT领域的主要业务，公司在其他政务IT领域的拓展暂未显示

## 2.1 国库支付电子化：探究业务成熟期的增量机会

历经十年全面推广，国库支付电子化向区县级以上财政单位全覆盖迈进。我们梳理了国库支付电子化的推广时间线，整个过程历经试点，到推出技术规范，到加速推广并不断迭代完善技术标准等各个阶段。其中，2013年是一个重要的时间节点，财政部、人民银行印发《国库集中支付业务电子化管理暂行办法》，作为国库集中支付电子化推广的标杆政策文件，开始在全国范围内全面推行国库集中支付电子化管理。如今，经过十年的全面推广，参考中国财经报的相应数据（截至20年上半年，按底层区县级统计的国库支付电子化管理的实施覆盖率超过70%），我们预计，国库支付电子化已基本实现区县级及以上的全面覆盖。

图15：国库支付电子化推广时间线

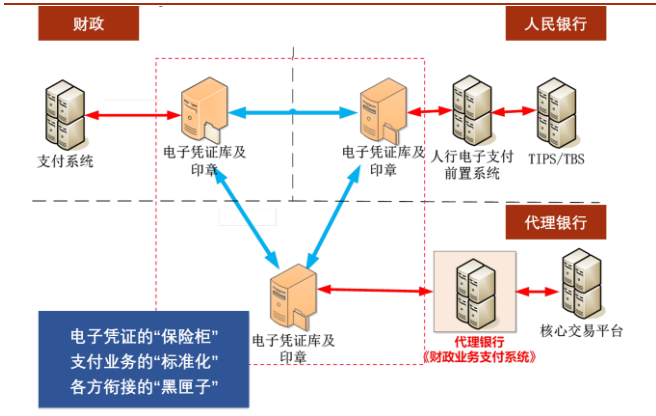


资料来源：财政部官网，税屋网，中国财经报，中国会计视野网，申港证券研究所

国库支付电子化的高标准化需求，客观助力中科江南在该业务领域的绝对领先地位。

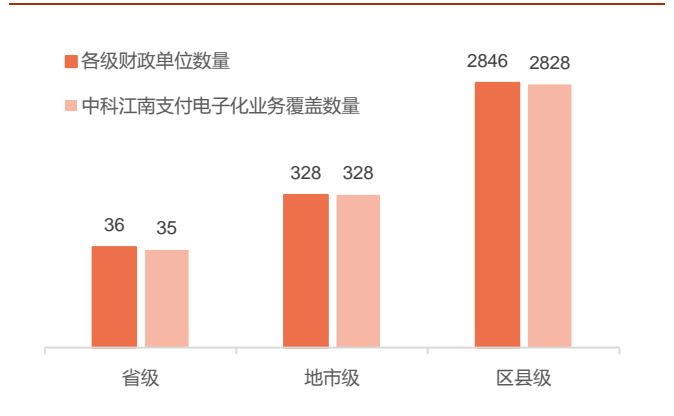
- ◆ 电子凭证库作为国库支付电子化系统的数据通道，必须在财政、银行、人行三方进行对等配置和实施，方可实现支付数据的安全传输与交互。因此，基于稳定、可靠的高需求，财政部在2015年6月印发的《关于进一步加强和规范国库集中支付电子化管理工作的通知》中明文规定，财政业务电子化建设必须坚持“统一规划、统一标准、统一支撑控件”，即财政业务电子化建设全国必须使用统一的电子凭证库、统一的安全支撑控件。
- ◆ 2015年7月，中科江南中标电子凭证安全支撑控件升级改造项目，成为唯一的财政部电子凭证库系统开发和实施中标商。至此之后，各地财政部门的国库支付电子化系统基本均升级上线中科江南的电子凭证库系统。根据公司招股说明书中的信息，截至2021年底，基于公司为其部署的电子凭证库的各级财政数量单位统计，中科江南在政府财政部门的渗透率接近百分之百。

图16: 财政、人行、银行三端需对等部署和配置统一的电子凭证库以完成支付数据的安全传输与交互



资料来源: 中科江南招股说明书, 申港证券研究所

图17: 中科江南在各级财政部门的渗透率接近 100% (依电子凭证库部署情况统计)

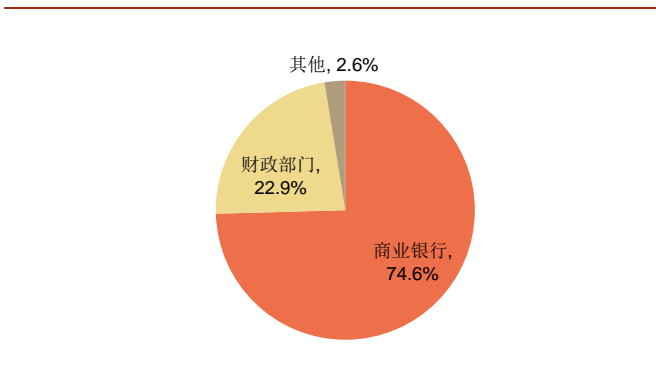


资料来源: 中科江南招股说明书, 申港证券研究所

支付电子化业务营收超过七成来自商业银行, 业务属性决定其与政府当年的财政信息化建设的投入程度的敏感度和相关性相对较低。

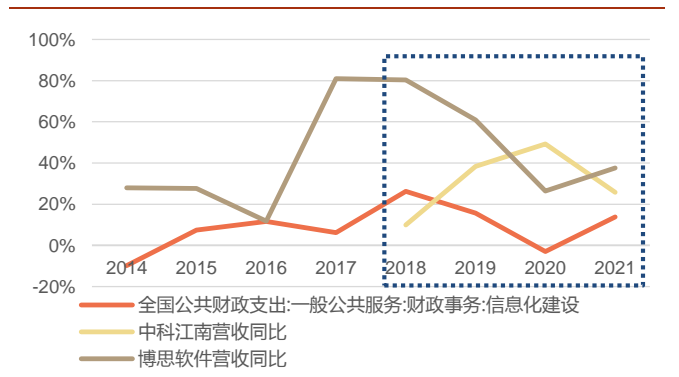
- 实际中, 地方政府财政部门往往选择多家商业银行代理国库集中支付业务。而由于前述对等部署的需求, 来自代理银行的需求迅速放大了总业务体量。根据公司 2021 年度支付电子化业务的营收数据, 来自财政部门和商业银行的比例大致在 1: 3.25。因此, 尽管支付电子化业务是由各级财政部门牵头, 但最终的核心对手方是商业银行。
- 另, 可以看到, 公司 18-21 年总营收增速的走势与全国公共支出中财政事务信息化建设的投入的同比增速及同样聚焦财政 IT 领域的上市公司博思软件的营收同比走势是相背离的, 一定程度上也是反映公司当前业务营收较为集中于支付电子化业务, 而该业务的属性, 决定了其与政府当年的财政信息化建设的投入意愿和程度的敏感度相对较低。

图18: 中科江南 2021 年度国库支付电子化业务营收接近 75% 来自于商业银行



资料来源: 中科江南招股说明书, 申港证券研究所

图19: 中科江南总营收增速走势与财政事务信息化建设的投入增速相背离



资料来源: Wind, 申港证券研究所

我们首先从全国范围内国库支付电子化财政、银行、人行三端系统建设的总体投入需求规模出发, 测算 2021 年后支付电子化业务剩余的部署建设空间 (由于公司从 2022 年起更改了财务报表中主营产品的分类口径, 暂无支付电子化业务截至 22Q3 营收数据)。另考虑 3 个确定性强的因素带来的增量空间, 对国库支付电子化业务未来 2~3 年的市场空间进行测算。

我们预计，持续的业务下沉推广、预算管理一体化系统带来的软件升级改造、信创背景下的适配在 22-25 年的时间内有望释放超过 20 亿元的市场空间。同时，每年的运维服务及代理银行的替换或新增将带来超过 5 亿元的年度营收空间。

- ◆ **总体投入需求规模：**我们根据中科江南电子凭证库部署各层级财政部门的单位数量，同时参考各地国库支付代理银行招投标信息，假定省级、地市级及区县级对应的代理国库支付的商业银行数分别为 6 家、4 家和 2 家，并根据系统建设部署的单价水平，测算得到国库支付电子化业务完成建设部署的情况下，中科江南可获得的总营收空间约 27 亿元。而参考公司披露的财务数据，我们测算 15 年至 21 年间公司已通过国库支付电子化业务获得的总营收约为 19 亿元。故由总投入需求规模推算，剩余空间在 8 亿元左右，我们预计其中较大比例业已在 22 年中释放，故整个建设期的投入在 22-23 年基本完成兑现。
- ◆ **预算管理一体化系统对应软件升级改造的增量空间：**2019 年 6 月，财政部按照“全国一盘棋”的思路正式启动预算管理一体化建设。其中，国库支付电子化亦需接入预算管理一体化系统，对标新的资金支付方式下的业务流程及数据接口标准进行重新设计与配置，进行全国范围内的全面升级改造。针对这部分的刚性需求，我们假定软件升级部署的单价约为原建设单价的 50%，则相当于重新创造了半个国库支付电子化的建设空间，约 13.5 亿元。我们预计这部分体量将伴随预算管理一体化系统的建设推进在未来 2-3 年的时间集中释放。
- ◆ **信创背景下软件适配带来的增量空间：**如前文所述，支付电子化业务的下游客户为政府部门和商业银行，均为信创的核心实施主体。而根据国家发改委公布的《“十四五”推进国家政务信息化规划》，电子政务将成为下一阶段党政信创的建设重点，同时伴随信创从党政向行业渗透，金融领域的国产化亦有望提速。在这样的背景下，公司国库支付电子化需匹配和兼容国产基础软硬件环境，进行适当的改造，以实现原有的支付功能。我们假定系统适配的单价约为原建设单价的 20%，且仅考虑商业银行系统的省级适配，整个需求空间约为 1.8 亿元。
- ◆ **稳态下更新替换带来每年增量空间：**各级政府财政部门在一定的服务周期后（一般为 3 年）均会针对代理银行进行重新招标，而代理银行的变更或数量的新增都将带来新的电子凭证库及电子签章系统的部署需求。我们假定按照 50% 的变更比率，考虑 3 年一周期的，近似按每年替换或新增代理银行的比率 15% 测算，则将带来约 2.9 亿元的年度营收空间，构筑稳态下支付电子化业务的营收基本盘。
- ◆ **运维服务：**公司 2021 年的运维服务营收约为 15-20 年支付电子化业务总营收的 10%，因此假定稳态下后续配套运维服务的费用约占系统建设投入的 10%，则对应支付电子化业务每年运维服务的营收空间为约 2.7 亿元。

表2：国库支付电子化业务的未来市场空间测算

总体投入需求规模	省级	地市级	区县级	总计	备注
中科江南电子凭证库部署的各级财政单位数量 <sup>1</sup>	35	328	2828	-	A
国库支付电子化系统建设单价/万元（估计值） <sup>2</sup>	75	50	20	-	B
财政部门支付电子化建设支出费用/万元 <sup>3</sup>	2,625	16,400	56,560	75,585	C=A*B
单个财政单位对应人代理银行数（假定值）	6	4	2	-	D
对等部署的代理银行数量	210	1,312	5,656	-	E=A*D
代理银行支付电子化建设支出费用/万元	15,750	65,600	113,120	194,470	F=B*E
总体建设支出费用/万元	-	-	-	270,055	G=C+F
中科江南份额（假定对应银行完全对等配置）	-	-	-	100%	H
中科江南国库支付电子化业务总建设营收空间/万元	-	-	-	270,055	I=G*H

总体投入需求规模	省级	地市级	区县级	总计	备注
中科江南自 2015 年以来确认的来自国库支付一体化业务的营收/万元	-	-	-	190,000	J
中科江南扣除已确认来自国库支付电子化业务的收入后的剩余空间/万元	-	-	-	80,055	K=I-J
<b>增量空间 1: 预算管理一体化系统带来的升级需求</b>					
国库支付电子化系统匹配升级单价/万元 (假定为原建设单价的 50%)	37.5	25	10	-	L=50%*B
财政部门支付电子化系统匹配升级费用/万元	1,313	8,200	28,280	37,793	M=L*A
代理银行支付电子化系统匹配升级费用/万元	7,875	32,800	56,560	97,235	N=L*E
总体升级支出费用/万元	-	-	-	135,028	O=M+N
预算管理一体化系统建设带来的支付电子化升级需求营收空间/万元	-	-	-	135,028	P=O*H
<b>增量空间 2: 信创背景下软件适配的升级需求</b>					
国库支付电子化系统信创适配单价/万元 (假定为原建设单价的 20%)	15	10	4	-	Q=20%*B
适配改造涉及的财政单位和银行数量	245	328	2,828	-	R=A+E
各层级信创背景下软件适配的费用/万元	3,675	3,280	11,312	18,267	S=Q*R
信创背景下软件适配带来的支付电子化升级需求营收空间/万元	-	-	-	18,267	T=S*H
<b>增量空间 3: 稳态下更新替换带来每年增量空间</b>					
考虑三年周期, 稳态下每年替换或新增代理银行的比率	-	-	-	15%	U
稳态下更新替换带来每年增量空间/万元/年	-	-	-	29,171	V=F*H*U
<b>运维服务空间:</b>					
稳态下每年运维服务的营收空间=10%*原建设总价/万元/年	-	-	-	27,006	W=10%*I

资料来源: 中科江南招股说明书, 天眼查, 吉林省政府网, iFind, 申港证券研究所

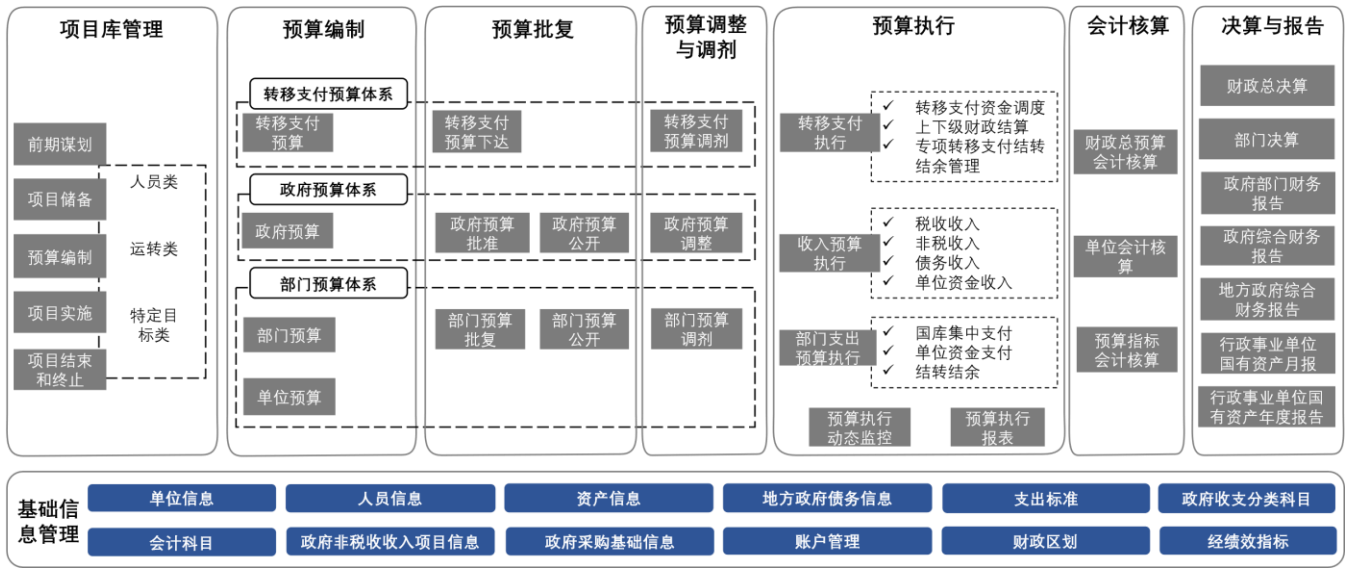
- 1、省级区划含大连、青岛、厦门、宁波和深圳等 5 个单列市, 暂不考虑乡镇一级的实施推广
- 2、仅考虑电子凭证库和电子签章系统在财政、人行、银行的三端部署, 暂未考虑银行柜面支付系统及银行自助柜面系统在银行端部署带来的可能溢价
- 3、假定其中包含了对应层级的人民银行的部署, 根据公司招股说明书, 人民银行部署同样使用财政资金支付, 实践中多由财政部门一并签约采购

## 2.2 预算管理一体化: 纵向下沉加横向拓展 业务迎来加速发展期

预算管理一体化系统是新时期财政信息化建设的核心内容之一, 也是深化预算管理制度改革的重要抓手。

- ◆ 2019 年 6 月, 财政部按照“全国一盘棋”的思路, 正式启动全国预算管理一体化建设。预算管理一体化的本质即通过统一业务规范和技术标准, 以信息系统为载体, 推动各项预算管理业务的流转顺畅和协同高效, 解决过往财政系统标准不一、数据上下断层断档等造成的管理及运行效率低的问题, 通过精细化的管理真正做到对财政预算的“心中有数”。
- ◆ 预算管理一体化系统涵盖基础信息管理、项目库管理、预算编制、批复、调整与调剂、会计核算、决算与报告等 8 个功能模块, 同时与预算项目为媒介, 将国库集中支付、资产管理等原有系统进行整合, 最终实现预算项目全生命期的管理。

图20: 预算管理一体化系统所需涵盖的8个基础功能模块



资料来源: 久其软件官网, 申港证券研究所

**政策持续推动预算管理一体化系统建设。**财政部于2020年发布《预算管理一体化规范(试行)》及《预算管理一体化系统技术标准v1.0》, 分别从内容上规范预算管理的流程、规则和要素, 及系统开发角度规范数据描述及接口标准(22年成为推荐性国家标准), 为预算管理一体化系统建设的实施落地奠定基础。同时《规范》确定以6个地区进行试点, 正式开启了预算管理一体化系统建设。2021年, 国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》, 明确中央和地方预算管理一体化建设的时间表和路线图, 预算管理一体化系统建设自上而下, 由省级、到市、再至区县逐步推进。

表3: 关于预算管理一体化系统建设的相关政策梳理

时间	发布单位	政策指南	重点内容
2019年	财政部	《财政信息系统集中化推进工作方案》 《关于推进财政大数据应用的实施意见》 《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》	部署推进预算管理一体化建设
2020年	财政部	《预算管理一体化规范(试行)》	内容层面规范了预算管理的工作流程、控制规则和要素, 实施层面上确定河北、大连、黑龙江、贵州、海南、青海等6个地区于2020年依据《规范》开展预算管理一体化系统建设, 并严格按照《规范》试点实施
2020年	财政部	《预算管理一体化系统技术标准v1.0》	对预算管理一体化系统的数据描述、接口标准、逻辑库表、系统软件质量标准等技术规范做出了规定
2021年	国务院	《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	明确中央和地方预算管理一体化建设的时间表和路线图
2021年	财政部	《财政部整合下发地方应用软件工作方案》	与一体化业务关系密切的16个软件要整合纳入预算管理一体化系统
2022年	市场监督管理总局、国家标准化管理委员会	《财政预算管理一体化系统技术要求》 GB/T 41642-2022	将预算管理一体化系统技术标准作为推荐性国家标准发布, 强化《技术标准》的执行力度
2022年	财政部	关于印发《预算指标核算管理办法(试行)》的通知	自2023年1月1日起, 浙江、云南、河北、河南、陕西、海南、湖北、黑龙江全面推广实施预算指标核算管理, 自7月1日起在全国范围内统一实施。各级财政部门应当提前将本办法有关规则嵌入各地信息化系统

资料来源: 中科江南招股说明书, 中国政府网, 澎湃新闻, 财政部网站, 国家标准化管理委员会网站, 中科江南公告, 申港证券研究所

**纵向下沉加横向拓展, 财政预算管理一体化系统建设进入加速期。**从实施节奏上看, 2019-2020 年为政策发布和试点建设阶段, 2021 年全国所有省级平台实现上线运行, 而从 2022 年起, 系统建设进入加速期。纵向上看, 预算管理一体化系统将由省本级继续下沉至地市级及区县级, 逐步实现全国范围各级财政及预算单位的全面覆盖。而横向层面, 未来预算管理一体化系统的功能将更加趋于完善, 在已有基础模块上叠加升级新功能模块, 从“从无到有”迈向“从有到优”。而纵、横向的延伸或拓展已经可以从 22Q4 全国范围内预算管理一体化相关项目的招标落地中得到充分验证。

**表4: 22Q4 全国范围内预算管理一体化招标金额超过 500 万的部分大型项目列表**

时间	项目名称	中标单位	中标金额
2022 年 11 月 30 日	福建省预算管理一体化系统市县推广实施服务项目 (统招分签) 单一来源采购项目结果公告(包 1)	博思致新	4450 万元
2022 年 12 月 13 日	吉林省财政预算管理一体化系统项目 (一期推广)-预算管理一体化系统采购技术服务中标结果公示	博思致新	4300 万元
2023 年 2 月 1 日	云南省预算管理一体化系统相关业务功能模块全省部署实施项目	中科江南	1368 万元
2022 年 11 月 17 日	沈阳市财政预算管理一体化系统平台建设项目结果公告	中科江南	806 万元
2022 年 12 月 2 日	洛阳市数字财政中心 (洛阳市财政信息化管理办公室) 预算管理一体化、门户系统实施项目成交公告	中科江南	732 万元
2022 年 12 月 28 日	财政部下发软件 (决算和报告、直达资金、地方分析评价、预算执行信息管理 etc) 整合纳入河南省预算管理一体化系统项目	中科江南	669 万元
2022 年 11 月 23 日	浙江省预算管理一体化项目	太极华青	4302 万元
2022 年 11 月 28 日	广西省财政部下发地方应用软件一体化整合项目	联合体 (中科江南+太极华青+久其软件)	1031 万元

资料来源: 天眼查, 申港证券研究所

**预算管理一体化系统建设的整体竞争格局呈现分散化, 财政 IT 领域的核心厂商基本均有所参与。**

- 预算管理一体化系统根据不同省份的实施方式可分为自建 (含升级改造) 和跟随模式。其中跟随模式是指将其他省份已有成熟系统直接进行移植及本地化部署, 当前主要跟从海南、河南和河北。
- 针对预算管理系统一体化建设, 以中科江南、博思致新 (博思软件的子公司)、太极华青及用友政务为首的财政 IT 领域的核心厂商均有所布局。而海南模式的开发者, 海南金财则是跟随模式省份系统建设的主导者。
- 中科江南主要服务于自建模式省份, 截至 22 年底参与了 17 个省份中 11 个的预算管理一体化系统的建设, 尤其在云南、辽宁、河南等省份优势显著。另, 公司在跟随模式的省份中亦有所拓展。根据相关的政府招标采购信息, 22 年公司在贵州、青海及海南省均有相关的项目中标, 目前总计参与了 5 个跟随模式省份的预算管理一体化系统的建设。

**表5: 预算管理一体化系统建设的整体竞争格局呈现分散化**

省份	自建模式	跟随模式	中科江南	博思致新	海南金财	太极华青	用友政务
山西	●					●	
辽宁	●		●				
吉林	●			●			
上海	●		●	●			●
江苏	●		●			●	●

省份	自建模式	跟随模式	中科江南	博思致新	海南金财	太极华青	用友政务
浙江	●					●	
安徽	●		●			●	●
福建	●		●	●			
江西	●		●			●	●
河南	●		●				
湖北	●			●		●	
湖南	●		●				
广东	●		●	●			
广西	●		●			●	
云南	●		●				
陕西	●			●			
宁夏	●					●	
北京		●			●	●	
天津		●					●
河北		●					
内蒙古		●		●	●		
黑龙江		●		●	●		
山东		●	●				
海南		●	●		●		
重庆		●			●	●	
四川		●			●	●	
贵州		●	●				●
西藏		●			●		
甘肃		●	●				
青海		●	●		●		
新疆		●					●
<b>合计</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>11+5</b>	<b>6+2</b>	<b>0+8</b>	<b>8+3</b>	<b>4+3</b>

资料来源：中科江南官网，博思软件投资者调研纪要，天眼查，申港证券研究所

注：上述统计未包含计划单列市，另北京、四川等地采取海南模式，由海南金财具体实施，而太极华青作为本地化服务和驻点服务

经初步测算，我们预计 22-24 年这一建设阶段公司来自预算管理一体化业务的总营收空间有望达到 5 亿元，系统运行期间的单一年份运营收入接近 9,000 万元。

- ◆ 我们根据前述表格中对应 17 个采取自建模式省份的县级以上的行政区划，参考当前不同层级财政部门预算管理一体化系统的招投标数据，假定省级、地市级及区县级平台开发及部署费用分别为 2500 万元、65 万元及 45 万元进行规模测算。
- ◆ 另，考虑预算管理一体化系统的成熟度相对较低，且复杂度高于单一的国库支付电子化系统，假定后续预算管理一体化系统配套运维服务的费用约占系统建设投入的 15%。
- ◆ 同时，结合前述市场竞争格局的分析，假定中科江南在预算管理一体化在自建模式省份的市场份额达到 45%。
- ◆ 据此，我们推算中科江南在开发部署阶段可取得的总营收约 5.8 亿元。而根据公司的业绩数据，预算管理一体化业务截至 21 年底合计确认营收 1.21 亿元。随着系统建设部署的推广下沉，营收空间将集中释放。另，考虑公司在跟随模式省份亦有拓展（如公司 22 年 8 月中标贵州省下属 7 个市区的预算管理一体化实施推广项目），以及未来预算管理一体化新的建设内容和资源投入需求（如财政大数据应用子系统建设），我们预计 22-24 年公司来自预算管理一体化业务的总营收空间有望达到 5 亿元，而系统运行期间的单年运营收入有望接近 9,000 万元。

**表6: 中科江南预算管理一体化业务市场份额测算**

预算管理一体化平台建设推广与运维	省级	地市级	区县级	总计
各级财政单位数量	36	328	2,846	-
采取自建模式的地区数量	17	204	1,641	-
预算管理一体化系统建设单价/万元 (估计值) *	2,500	65	45	-
各级预算管理一体化系统建设总价/万元	42,500	13,260	73,845	129,605
每年配套运维服务费用=15%*建设总价/万元	6,375	1,989	11,077	19,441
假定中科江南在预算管理一体化自建模式下的市场份额	-	-	-	45%
预计中科江南可在这一阶段开发部署中取得的总营收/万元	-	-	-	58,322
运营过程中科江南可取得的营收/万元 (每年)	-	-	-	8,748

注: 各层级财政部门预算管理一体化单价的测算依据:

1、省级预算管理一体化平台开发建设投入由于体量、功能模块需求、实施节奏等不同而差异显著, 如中科江南招股说明书中披露的重要合同中, 广西预算管理一体化系统建设 (合同额 3,157 万元)、辽宁省财政核心业务一体化平台建设 (1,300 万元) 及河南省财政厅一体化升级项目预算综合管理系统开发项目 (合同额 1,193 万元), 同时考虑确定性强的财政部下发软件整合纳入预算管理一体化系统的需求, 参考广西省和河南省相关合同金额 1,031 万元和 669 万元 (见表 4), 保守预计当前阶段省级平台的平均系统建设投入至少为 2,500 万元;

2、地市及区县级系统建设投入参考前述表格中 22 年底福建省及浙江省预算管理一体化系统市县推广实施的合同额。

资料来源: 中科江南招股说明书, 中国政府网, 申港证券研究所

另, 各财政预算单位统一接入新的预算一体化平台, 亦催生针对财政单位服务平台业务的增量需求, 核心模块单位会计核算需与预算管理一体化相关系统进行衔接。经测算, 我们预计未来预算单位服务平台业务将给公司带来 7,000 余万元的单年营收空间。

- ◆ 根据公司招股说明书中披露的信息, 公司已中标的省级预算管理一体化业务中有 4 家 (辽宁、河南、湖南、广西) 合同中明确中科江南负责单位会计核算/财务服务平台建设部分, 预计可触达的总预算单位数量为 12.11 万个。
- ◆ 若按软件买断制收费方式测算中科江南市场份额, 参照招股说明书中披露的软件产品单价 4500 元/许可, 测算可触达的预算单位全覆盖后带来的总营收规模为 5.45 亿元。
- ◆ 若参照 22Q4 江苏省完成的预算管理一体化单位会计核算软件产品与服务的招投标, 以年度收费的形式测算, 根据各家供应商的报价信息 (其中中科江南 600 元/年/单位), 预计未来预算单位服务平台业务将给公司带来 7,000 余万元的单年营收空间。

**表7: 预计公司未来来自预算单位服务平台业务的单年营收空间超过 7,000 万元**

预算单位财务服务平台相关条目	值
全国范围内预算单位数量/万个	69.9
中科江南依托预算管理一体化平台建设可触达的预算单位数量/万个	12.11
中科江南市占比例	17.3%
中科江南市场份额测算方法 1 (按软件买断制收费):	
预算单位客单价/元	4,500
预算单位财务服务平台总体营收规模/万元	54,490
中科江南市场份额测算方法 2 (按年度收费):	
预算单位客单价/元 (每年)	600
预算单位财务服务平台营收规模/万元 (每年)	7,266

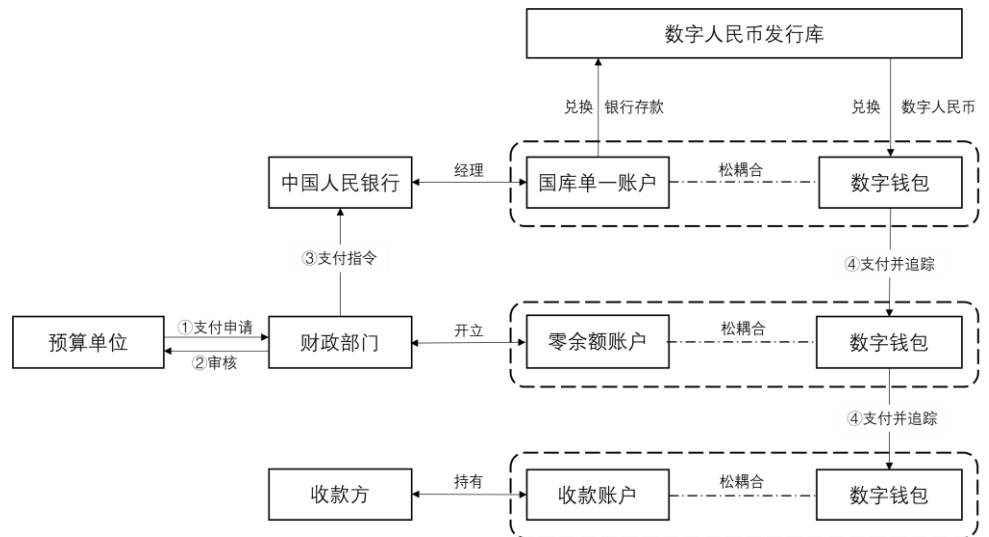
资料来源: 中科江南招股说明书, 中国政府采购网, 申港证券研究所

### 2.3 数字人民币加行业电子化拓展公司成长边界

数字人民币可能重塑国库支付电子化体系，中科江南凭借卡位优势有望继续受益。

- ◆ 数字人民币促进财政业务数字化再造。由于数字人民币技术上可实现财政资金流转的追本溯源，在财政收付业务中嵌入数字人民币可能将改变已有的信息流或数据流。而鉴于新的技术，数字人民币在财政领域大规模应用可能需要从底层技术逻辑对财政信息系统进行融合或重构。因此，从这层意义上来说，数字人民币的国库支付中的应用有可能再造一个新的国库支付电子化市场。
- ◆ 根据中科江南披露的信息，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。另，根据江苏省财政厅 22 年 11 月的公告信息，苏州市财政局已就现阶段数字人民币一体化系统线上支付业务做了详细的任务部署，标志着数字人民币国库集中支付业务在苏州大市全域的全面推开。因此，结合当前的进展来看，我们认为公司国库支付电子化业务远期依旧具备成长和想象空间。

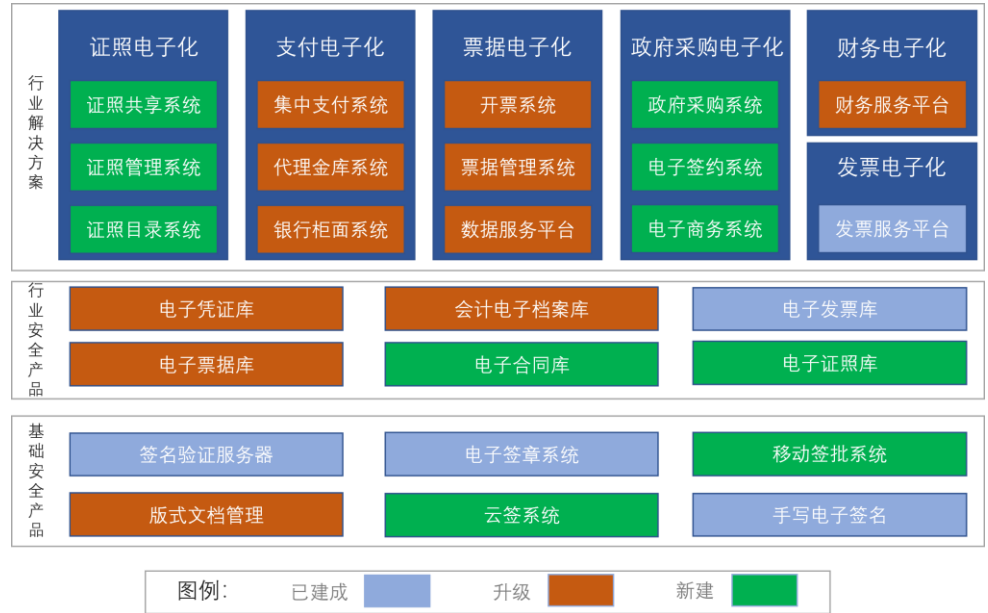
图21：运用数字人民币规范和优化财政资金集中支付业务



资料来源：国家金融与发展实验室《数字人民币促进数字财政建设和财政数字化转型》，申港证券研究所

布局行业电子化解方案，为公司打开新的业务空间。根据公司招股说明书中披露的信息，公司募集超过 1.6 亿元，布局电子政务领域，重点建设证照电子化、支付电子化、票据电子化、政府采购电子化及财务电子化解方案。另，公司近期公告拟与未名博雅、博雅正链共同出资在京设立中科博雅，在电子政务等业务领域提供区块链技术服务。公司依托电子凭证库的研发积累，不断夯实技术力量，未来竞逐全新赛道。

图22：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，申港证券研究所

### 3. 盈利预测与估值

#### 3.1 盈利预测

##### 3.1.1 关键假设

**国库支付电子化业务：**受益于预算管理一体化系统建设带来的升级改造和信创环境下软件适配需求，同时稳态下代理银行的替换或增加将带来每年相对持续的收入，支付管理一体化业务依旧会是公司营收基本盘。匹配前述章节对于公司支付电子化业务营收空间的预测，我们预计 22-24 年营收同比增速分别为 22%、18%、15%。由于该业务的毛利率已处于相对稳定的水平，假定 22-24 毛利率维持在过去四年的平均水平，为 58.2%。

**预算管理一体化系统：**随着已具备基础功能的各省级预算管理一体化系统平台的上线，未来全国范围内的预算管理一体化系统建设进入加速期，纵向上将持续向地市及区县下沉，横向上不断扩充功能模块，整合已有的关联软件。结合对于公司在预算管理一体化业务的市场份额分析，我们假定 22-24 年该业务的营收增速分别为 80%、70%、60%，同时假定毛利率水平在 21 年由于部分标杆性项目的较大投入而出现一定的下滑的情况下 22 年有所恢复，并随着业务成熟的提升，逐步企稳，22-24 年毛利率水平为 53.9%。

**预算单位财务服务平台：**预算单位财务服务平台的业务需求量也将随着预算管理一体化的建设而逐步释放。根据前述对于该业务的体量分析，我们假定到 24 年，公司预算单位财务服务平台的营收规模能够达到 7266 万元，22-24 年的每年增速近似依据 60% 的年复合增速。另，由于该业务产品的标准化软件属性，毛利率水平较高，近似按照过去四年的平均水平，假定 22-24 年毛利率 68.5%。

**运维服务：**随者公司业务范围的扩大和所服务的客户总量的增加，对运维的需求将不断释放。根据前述章节的分析，我们假定至 24 年，中科江南来自稳态下国库支

付电子化和预算管理一体化相关系统运维服务的营收规模总计达到约 3.58 亿元。在此基础上，假定 22-24 年年复合增速分别为 50%、42.9%、36.2%。另，假定该业务 22-24 年毛利率水平回到 18-21 年的平均水平，约 52%。

**表8：中科江南营收及毛利率预测**

业务	业绩指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
整体业务	营收 (万元)	58,720	73,820	97,209	125,418	159,126
	同比增长	47.2%	32.7%	31.7%	29.0%	26.9%
	毛利率	57.4%	54.7%	57.0%	56.8%	56.7%
国库支付电子化解决方案	营收 (万元)	41,656	53,699	65,513	77,305	88,901
	同比增长	59.7%	28.9%	22.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	58.4%	59.2%	58.6%	58.6%	58.6%
预算管理一体化解决方案	营收 (万元)	4,665	5,114	9,206	15,650	25,040
	同比增长	98.0%	9.6%	80.0%	70.0%	60.0%
	毛利率	54.8%	47.4%	53.9%	53.9%	53.9%
预算单位财务服务平台	营收 (万元)	3,750	1,774	2,839	4,542	7,266
	同比增长	-18%	-52.7%	60.0%	60.0%	60.0%
	毛利率	71.4%	62.9%	68.5%	68.5%	68.5%
运维服务	营收 (万元)	7,904	12,246	18,370	26,255	35,754
	同比增长	37%	54.9%	50.0%	42.9%	36.2%
	毛利率	47.3%	40.1%	52.0%	52.0%	52.0%
其他业务	营收 (万元)	745	985	1,281	1,665	2,165
	同比增长	32%	32.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	53.5%	17.2%	45.6%	45.6%	45.6%

资料来源：Wind, 申港证券研究所

**费用端：**根据前述分析，我们认为公司销售费用率仍然有一定的下探空间，假定 22-24 年销售费用率为 9.6%、8.2%及 7.1%。另，假定公司持续研发投入，22-24 年的研发费用率维持在 17%以上的水平。最后，考虑公司股权激励计划的实施将产生的相应的股份支付费用，结合当前的进展情况并参考公司近期的股价水平，我们认为股份支付成本（假定全部计入管理费用）可能使得公司 23、24 年的管理费用率处于阶段性高位，假定 22-24 管理费率分别为 3.5%、6.5%、6.5%。

### 3.1.2 业绩预测

根据相关假设，综合各项业务，我们预计中科江南 2022-2024 年营业收入分别为 9.72 亿元、12.54 亿元、15.91 亿元，归母公司净利润分别为 2.52 亿元、3.05 亿元、3.98 亿元，对应 EPS 分别为 2.33 元、2.82 元、3.69 元，同比增加 61.6%、20.8%、30.8%。

### 3.2 估值与评级

以 A 股市场财税信息化领域的博思软件及税友股份作为可比公司，根据 Wind 一致预测，两家公司 2023 年平均 PE 水平为 39.4。

表9: 可比公司估值情况

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	归母公司净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
博思软件	300525.SZ	137.58	2.88	4.03	5.51	47.8	34.1	25.0
税友股份	603171.SH	156.39	2.61	3.50	4.40	59.8	44.7	35.5
平均	-	-	-	-	-	53.8	39.4	30.2
中科江南	301153.SZ	124.20	2.52	3.05	3.98	49.2	40.8	31.2

资料来源: Wind, 申港证券研究所, 除中科江南外其余公司盈利数据为截至 2023 年 3 月 16 日的 Wind 一致性预测值

另, 复盘股价走势, 估值修复叠加业绩高增推动股价上行。中科江南上市的时间点是计算机板块的低谷期, 行业估值处于历史底部, 因此其上市时估值受到一定的压制。公司股价自上市之后经过一段时间的横盘波动, 迎来第一波催化, 核心因素在于公司发出的股权激励计划明确业绩的高增目标, 叠加彼时计算机行业受信创催化迎来估值修复, 股价迎来第一次的快速上涨。公司股价的第二次攀升缘于年初发出的 22 年业绩预告超出市场预期, 因此公司当前股价水平已反映 22 年的业绩表现。

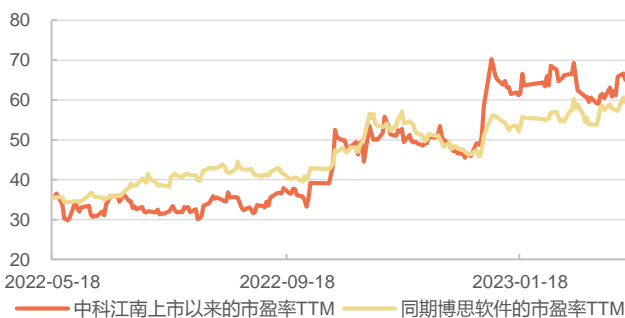
从公司当前的估值水平来看, 横向对比同处财政 IT 领域的博思软件, 两者滚动市盈率相当。而纵向看, 尽管公司市盈率已较上市初期大幅提升, 但拉长时间维度, 参考博思软件过去五年的估值, 市盈率仍处于历史中位值以下的位置。

图23: 中科江南股价走势复盘



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图24: 中科江南和博思软件的股价走势具备较高的相关性



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图25: 博思软件过去五年滚动市盈率的变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

我们认为公司背靠广州市国资委，深度聚焦国库支付电子化业务，在财政信息化赛道精准卡位，短期看国库支付电子化业务依旧具备的增量空间，预算管理一体化的建设需求释放，长期看数字人民币的发展机遇和行业电子化拓展，未来仍具成长性。结合可比公司的估值水平，我们给予中科江南 2023 年 50 倍的估值，目标市值 152.26 亿元，对应目标价格 140.98 元，给与“买入”评级。

#### 4. 风险提示

**行业政策变化的风险：**财政信息化建设是政策强驱动，如未来国家对行业政策进行一定的调整，可能直接影响政府财政部门对信息化建设持续投入的意愿和进度，下游市场需求下降，进而引起公司经营业绩的增速放缓或出现下滑。

**业务成长空间风险：**当前公司营收高度集中于国库电子一体化业务，而该业务随着渗透率的饱和，若未来代理银行更新替换周期延长，对标预算管理一体化系统升级建设需求及信创适配投入不及预期，则市场增量空间将持续收窄。

**预算管理一体化系统建设推广不及预期：**预算管理一体化解决方案业务是短期内公司着重发展的成长型业务。若预算管理一体化系统自上而下的推广建设进度放缓，则将直接导致公司经营成长能力的下降。

**毛利率波动的风险：**公司预算管理一体化业务及运维服务的毛利率过往均出现过较大幅度的波动。相较支付电子化业务，预算管理一体化业务整体市场竞争更加激烈，且正处于推广时期，毛利率尚未企稳，未来可能仍然存在阶段性下降的风险，从而对公司盈利能力造成不利影响。

##### 业绩敏感性分析：

- ◆ 若公司营收增速较预计值每下降 1pct，保持各项费用值不变，则 2023 年归母净利润减少约 503 万元 (-1.7%)。
- ◆ 若公司综合毛利率每下降 1pct，则 2023 年归母净利润减少约 1157 万元 (-3.8%)。

表10: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	587	738	972	1254	1591	流动资产合计	948	1173	3034	3436	3939
营业成本	250	334	418	542	690	货币资金	690	580	1703	2014	2410
营业税金及附加	5	5	7	9	12	应收账款	144	163	227	292	371
营业费用	72	83	93	103	113	其他应收款	12	14	19	24	30
管理费用	45	40	34	81	103	预付款项	33	37	39	41	44
研发费用	100	131	170	216	272	存货	42	34	56	73	93
财务费用	-5	-9	-10	-13	-16	其他流动资产	26	347	347	347	347
资产减值损失	-5	-4	-4	-4	-4	非流动资产合计	16	37	36	36	35
信用减值损失	-4	0	-4	-4	-4	长期股权投资	0	6	6	6	6
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0	固定资产	1	2	2	2	2
投资净收益	8	1	4	4	4	无形资产	0	0	0	0	0
营业利润	138	169	274	331	433	商誉	0	0	0	0	0
营业外收入	0	0	0	0	0	其他非流动资产	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0	资产总计	964	1210	3070	3471	3974
利润总额	138	169	274	331	433	流动负债合计	561	644	763	950	1173
所得税	12	12	21	26	34	短期借款	0	0	0	0	0
净利润	126	157	253	305	399	应付账款	95	133	160	208	264
少数股东损益	1	1	1	1	1	预收款项	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	125	156	252	305	398	一年内到期的非流动负债	0	4	0	0	0
EBITDA	133	161	265	319	417	非流动负债合计	0	7	15	15	15
EPS (元)	1.15	1.44	2.33	2.82	3.69	长期借款	0	0	0	0	0
主要财务比率						应付债券	0	0	0	0	0
2020A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	负债合计	561	650	778	965	1189
2021A	2022E	2023E	2024E			少数股东权益	4	5	6	6	7
2022E	2023E	2024E				实收资本(或股本)	81	81	108	108	108
2023E	2024E					资本公积	30	30	1558	1558	1558
2024E						未分配利润	251	404	575	782	1052
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		归属母公司股东权益合计	399	555	2287	2500	2779
2021A	2022E	2023E	2024E			负债和所有者权益	964	1210	3070	3471	3974
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E							
2021A	2022E	2023E	2024E								
2022E	2023E	2024E									
2023E	2024E										
2024E											

## 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独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上