

财政信息化行业翘楚，政策助力快速成长

买入|首次推荐

——博思软件(300525.SZ)首次覆盖报告

报告要点:

● 全国财政信息化行业领先企业，上市以来业绩保持快速增长态势

福建博思软件股份有限公司成立于2001年，2016年在深交所创业板上市。2016-2022年，营业收入的CAGR为49.60%，扣非归母净利润的CAGR为36.15%，成长性较为突出。公司聚焦于财政电子票据及非税收入、政府智慧财政财务、数字采购、智慧城市+数字乡村领域，创新运用大数据、区块链、人工智能等前沿科技，助力政府创新城市治理新模式，助推产业数字化升级。经过多年发展，公司已经成长为全国财政信息化行业的领先企业。

● 政策改革持续推进，数电票改革与预算管理一体化2.0打开成长空间

在财政电子票据及非税收入业务领域，公司依托区块链、人工智能等先进信息技术的创新应用，不断深入SaaS模式的场景创新应用，为企事业单位提供“开单、缴费、开票、流转、报销”的全生命周期的业财票协同解决方案，未来持续成长空间广阔。2023年4月，财政部印发《预算管理一体化规范（2.0版）》，就加快拓展预算管理一体化业务范围、切实将统一的业务规范落实到一体化系统中、加强预算管理一体化宣传与业务培训方面提出要求。公司智慧财政财务业务将由预算1.0向2.0、二期新增模块、大数据领域发展，并向市场空间更广阔的预算单位扩展。

● 数字化采购渗透率较低，公司积极应用AI技术赋能数字采购

根据中国物流与采购联合会公共采购分会和亿邦智库联合发布的《2023数字化采购发展报告》，2022年我国电子商务采购总额为14.32万亿元，数字化采购率为8.26%，我国数字化采购市场发展动力充足。政府采购方面，各级政府正在深化采购制度改革，大力发展电子化采购，建设“全国一张网”的政府采购电子卖场，提高政府采购效率和透明度。公司积极探索AI+智能采购，推出的“小博采购机器人”能有效降低采购成本，提升管理效率。

● 盈利预测与投资建议

展望未来，公司将力争成为全国领先的政府+互联网服务提供商，让亿万公众和百万企业享受优质的互联网服务。预测公司2023-2025年的营业收入为24.28、30.19、36.66亿元，归母净利润为3.41、4.56、5.84亿元，EPS为0.45、0.61、0.78元/股，对应PE为29.97、22.46、17.53倍。考虑到行业的景气度和公司未来的持续成长空间，首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争风险；行业政策风险；核心技术泄露、核心技术人员流失的风险；新业务、新领域开拓风险；应收账款余额较大风险；商誉减值的风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1564.10	1919.42	2428.29	3018.60	3666.13
收入同比(%)	37.65	22.72	26.51	24.31	21.45
归母净利润(百万元)	229.01	254.41	341.36	455.54	583.67
归母净利润同比(%)	41.57	11.09	34.18	33.45	28.13
ROE(%)	14.27	12.07	14.19	16.21	17.57
每股收益(元)	0.30	0.34	0.45	0.61	0.78
市盈率(P/E)	44.68	40.22	29.97	22.46	17.53

资料来源: Wind, 国元证券研究所

当前价: 13.62元

基本数据

52周最高/最低价(元): 25.49 / 12.44

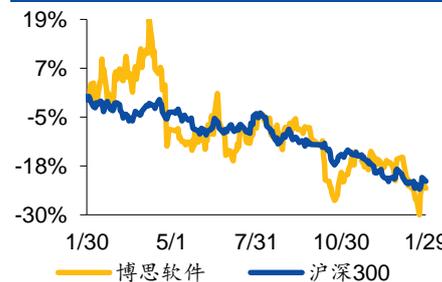
A股流通股(百万股): 611.88

A股总股本(百万股): 751.26

流通市值(百万元): 8333.81

总市值(百万元): 10232.20

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 王朗

邮箱 wanglang2@gyzq.com.cn

目录

1. 经营业绩快速增长，激励目标彰显信心	3
1.1 聚焦于财政信息化，财务指标表现优秀	3
1.2 员工持股同创共享，股权激励护航成长	5
2. 前瞻布局新兴领域，持续成长空间广阔	7
2.1 主营业务稳健发展，改革带来全新机遇	7
2.2 预算管理范围拓展，智慧财政动能充沛	9
2.3 数字采购前景广阔，人工智能助力发展	12
3. 盈利预测与投资建议	15
4. 风险提示	18

图表目录

图 1：公司收入与扣非归母净利润持续快速增长（单位：亿元）	3
图 2：公司盈利能力保持稳定	4
图 3：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比（单位：亿元）	4
图 4：公司期间费用率情况	5
图 5：研发人员数量及占比（单位：人）	5
图 6：研发投入金额及营业收入占比（单位：亿元）	5
图 7：公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）	6
图 8：全国非税收入一体化管理体系	7
图 9：数电票改革给企业财税流程及系统带来新的挑战	8
图 10：数字电子发票及业财税协同应用解决方案	9
图 11：预算管理一体化建设目标：五个“一体化”	10
图 12：预算管理一体化建设历程	11
图 13：行政事业单位财务内控一体化平台	12
图 14：我国数字采购市场规模庞大但渗透率较低	12
图 15：博思数采荣获“中国政府采购奖·优秀供应商奖”	13
图 16：“小博采购机器人”总体架构	14
表 1：公司主营业务概况	3
表 2：公司历次限制性股票激励计划概况	6
表 3：公司收入拆分（单位：百万元）	16
表 4：可比公司估值情况	16

1. 经营业绩快速增长，激励目标彰显信心

1.1 聚焦于财政信息化，财务指标表现优秀

福建博思软件股份有限公司成立于 2001 年，2016 年在深交所创业板成功上市。公司始终专注于财政电子票据及非税收入、政府智慧财政财务、数字采购、智慧城市+数字乡村领域，创新运用大数据、区块链、人工智能等前沿科技，助力政府创新城市治理新模式，逐渐成长为全国财政信息化行业的领先企业。

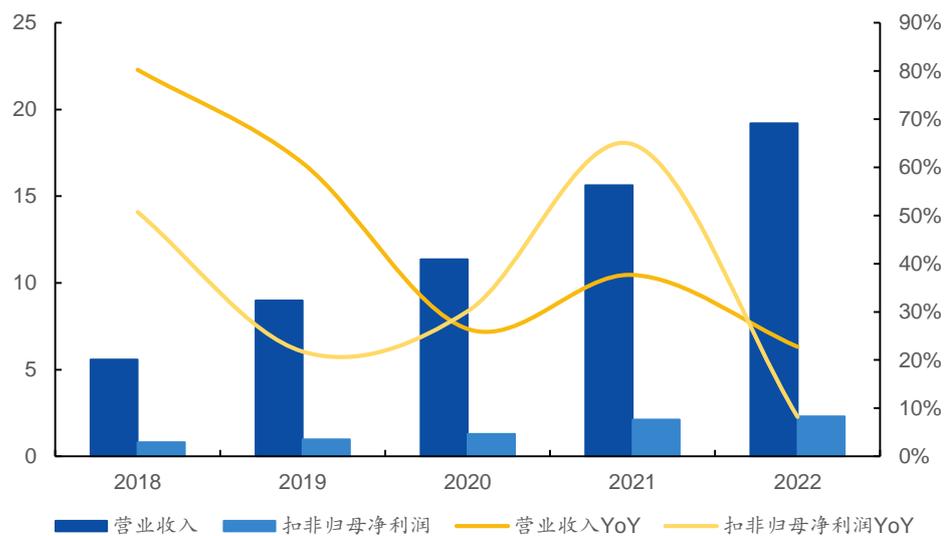
表 1：公司主营业务概况

业务板块	主要产品及服务	主要客户类型
财政电子票据及非税收入	非税收入收缴管理系统	全国各级财政，以财政部和省财政厅为主全国各级财政部门；全国各大金融机构（包括商业银行及第三方支付厂商）；高校、K12、公安、法院等有涉及政府非税收入的执收单位
	财政电子票据管理系统	全国各级财政部门；各类财政用票单位，包括非税单位、社团、协会、基金会等
政府智慧财政财务	医疗电子票据管理系统	全国公立医院机构
	预算管理一体化系统	财政部、省财政厅、市县财政局、乡镇财政所以及相关行政事业单位
	政付通统一支付平台	财政部门、行政事业单位、具有公共管理或者公共服务职能的社会团体及其他组织
公共采购	政府采购电子交易系统	全国各级政府采购监管部门、集采机构
	公采 e 云智慧采购管理平台	央企、国企、民企、外企等企业采购部门或主管部门等
智慧城市+数字乡村	城市码平台、通缴云	政府、企业、运营单位

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2020-2022 年，公司营业收入分别为 11.36、15.64、19.19 亿元，分别同比增长 26.43%、37.65%、22.72%；公司扣非归母净利润分别为 1.29、2.12、2.30 亿元，分别同比增长 30.12%、64.79%、8.20%。2023 年前三季度，公司实现营业收入 11.01 亿元，同比增长 15.02%。

图 1：公司收入与扣非归母净利润持续快速增长（单位：亿元）

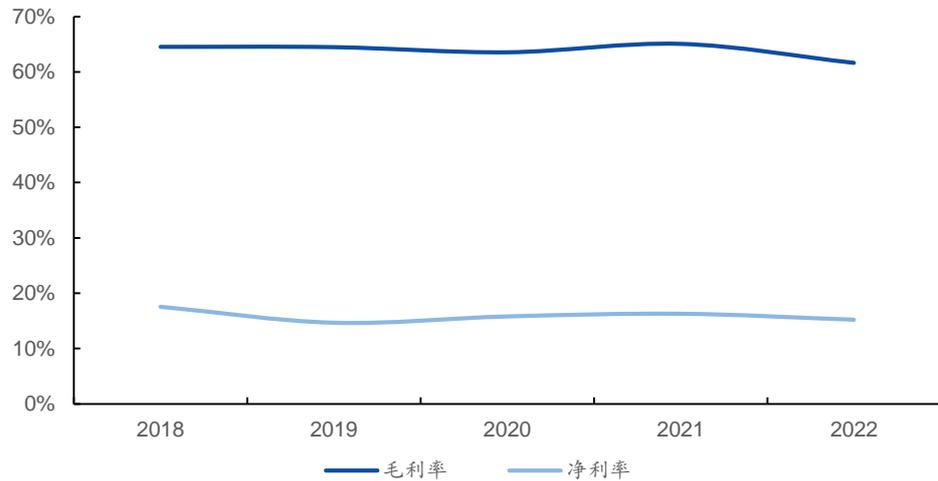


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

2023年1月23日，公司发布《2023年度业绩预告》，预计2023年公司归母净利润为32564.33-35617.23万元，同比增长28-40%；扣非归母净利润为30613.48-33666.38万元，同比增长33.30-46.60%。

2018-2022年，公司毛利率一直保持在60%以上，净利率基本稳定在15%以上。

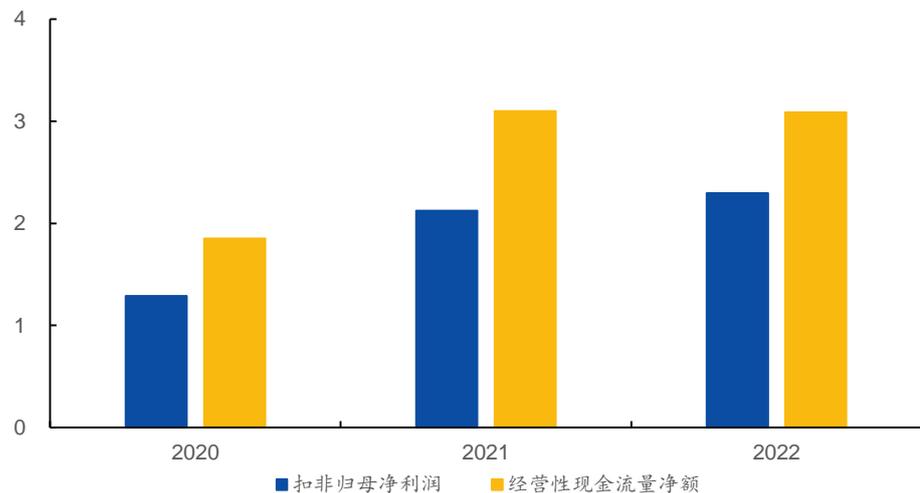
图2：公司盈利能力保持稳定



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

2020-2022年，公司经营性现金流量净额分别为1.85、3.10、3.09亿元，均显著高于扣非归母净利润的金额。

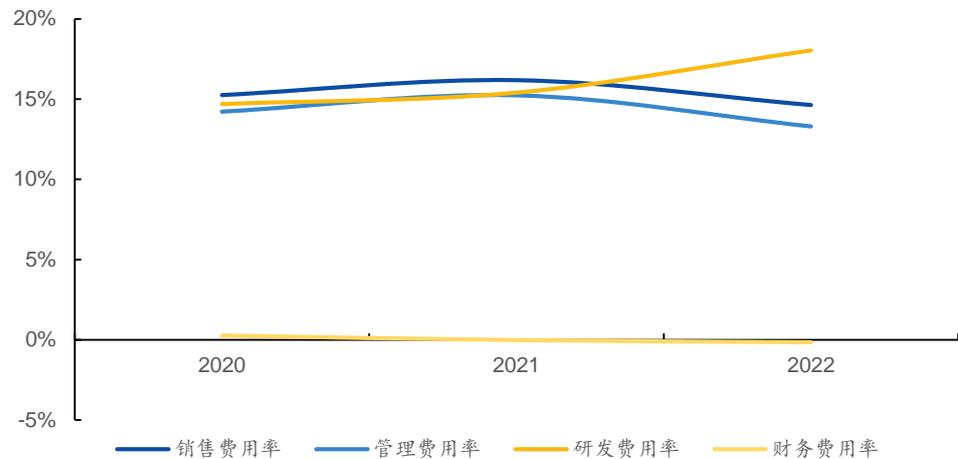
图3：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

期间费用控制得当，各项费用率保持平稳。2020-2022年，公司销售费用率分别为15.25%、16.18%、14.63%，管理费用率分别为14.22%、15.24%、13.30%，研发费用率分别为14.70%、15.41%、18.04%。

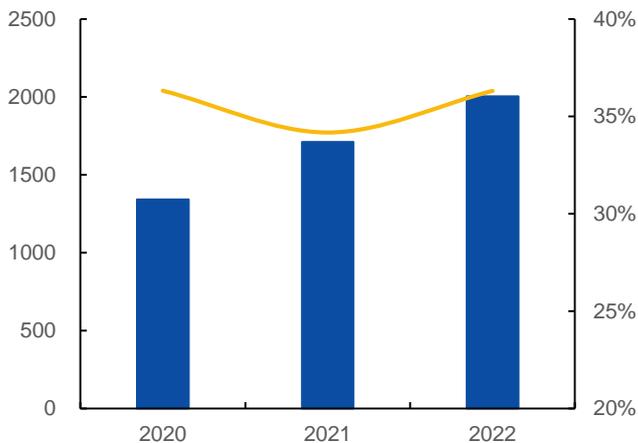
图 4：公司期间费用率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

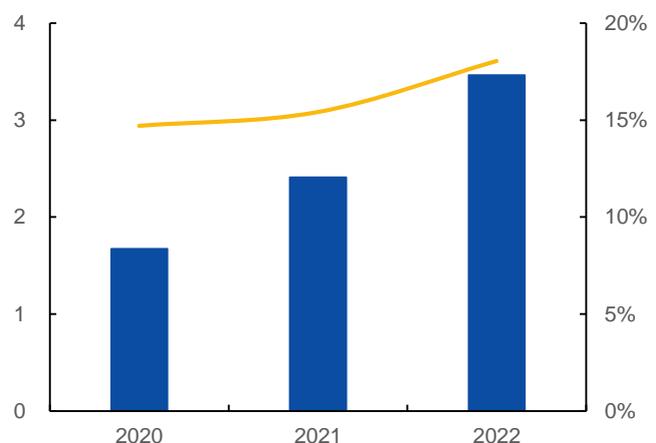
坚持技术创新导向，持续加大研发投入。2020-2022 年，公司研发投入金额逐年增长，研发投入占收入比重均在 14% 以上，研发人员占公司总人数比重超 34%。

图 5：研发人员数量及占比（单位：人）



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

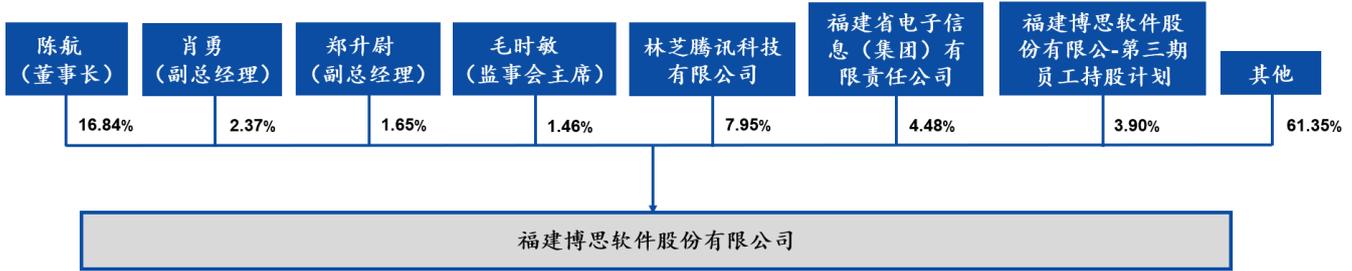
图 6：研发投入金额及营业收入占比（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

1.2 员工持股同创共享，股权激励护航成长

截至 2023 年 9 月 30 日，公司实际控制人、董事长陈航先生直接持股 16.84%，林芝腾讯科技有限公司直接持股 7.95%，为公司第二大股东，福建省电子信息（集团）有限责任公司直接持股 4.48%，为公司第三大股东，此外，公司第三期员工持股计划直接持股 3.90%。

图 7：公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

激励计划广泛覆盖公司核心技术骨干，历次激励目标均超额完成。公司秉持同创共享的企业文化，上市以来已陆续开展五轮股权激励计划，激励对象覆盖数百名核心技术（业务）骨干，历次股权激励计划完成度较高。公司 2023 年限制性股票激励计划的业绩考核目标：以 2020-2022 年平均净利润为基数，2023-2025 年净利润增长率分别不低于 60%、100%、150%。

表 2：公司历次限制性股票激励计划概况

股权激励计划		业绩考核目标	是否达成
2017 年	第一期	以 2014-2016 年净利润均值为基数，2017 年净利润增长率不低于 15%；	是
	第二期	以 2014-2016 年净利润均值为基数，2018 年净利润增长率不低于 30%；	是
	第三期	以 2014-2016 年净利润均值为基数，2019 年净利润增长率不低于 50%。	是
2018 年	第一期	以 2015-2017 年平均净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 35%；	是
	第二期	以 2015-2017 年平均净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 55%；	是
	第三期	以 2015-2017 年平均净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 75%；	是
2020 年	第一期	以 2017-2019 年平均净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 110%；	是
	第二期	以 2017-2019 年平均净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 140%；	是
	第三期	以 2017-2019 年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 175%；	-
2021 年	第一期	以 2018-2020 年平均净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 59.14%；	是
	第二期	以 2018-2020 年平均净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 81.88%；	是
	第三期	以 2018-2020 年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 108.40%；	-
2023 年	第一期	以 2020-2022 年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 60%	-
	第二期	以 2020-2022 年平均净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 100%	-
	第三期	以 2020-2022 年平均净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 150%	-

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 前瞻布局新兴领域，持续成长空间广阔

2.1 主营业务稳健发展，改革带来全新机遇

公司是财政电子票据及非税收入领域龙头企业之一，业务覆盖全国大部分省份，具备较强竞争优势，为公司提供稳定可持续收入。公司业务起步于财政电子票据与非税收入领域，是该领域的龙头企业之一，为财政票据用票单位、各级财政部门提供财政电子票据管理及政府非税收入信息化管理相关的软件产品和服务，同时配合财政、医保、大数据等政府部门深化开展财政电子票据的社会化报销、入账反馈等应用。截至2023年6月末，公司财政电子票据业务累计覆盖财政部及31个省（含省、自治区、直辖市及计划单列市）和新疆生产建设兵团；非税电子化业务累计覆盖省份达到27个，省本级（含计划单列市）以上达到25个。

图 8：全国非税收入一体化管理体系



资料来源：公司官网，国元证券研究所

数电票改革进程加速，企业财税管理系统亟需变革。全面数字化电子发票（数电票）是以可信身份认证体系和新型电子发票服务平台为依托，以去介质、去版式、授信制、赋码制、标签化、要素化为特征，以全领域、全环节、全要素电子化为运行模式的新型电子发票。为落实中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于进一步深化税收征管改革的意见》要求，自2021年12月1日起，在内蒙古自治区、上海市和广东省

(不含深圳市)部分地区的部分纳税人中开展全面数字化的电子发票试点工作。截至2023年11月,数电票开票试点已扩围至全国35个省/市,全电发票受票试点工作已扩围至全国36个省/市。与此同时,数电票改革也对企业现行发票管理制度、业务流程和相关IT系统带来新的挑战。

图 9: 数电票改革给企业财税流程及系统带来新的挑战



资料来源: 普华永道官方微信公众号, 国元证券研究所

公司推出乐享服务平台解决行业痛点, 有望带来新增长点。公司围绕金税四期改革“以数治税”的核心主旨, 为企事业单位提供数电票相关业务服务, 配合单位积极完成乐企对接试点工作, 借助电子凭证会计数据标准, 发挥自身财务、业务协同的技术优势及财政电子票据全国推广经验, 积极开展医疗、教育、民生(包括水务, 电, 煤等)等行政事业单位数电票改革, 并在企业市场选择行业深度发展、前后项业务协同延展, 推出乐享服务平台, 推广行业数电票协同解决方案, 2023年上半年已在四川、内蒙、广东、上海、重庆等地区有落地推广案例。

图 10：数字电子发票及业财税协同应用解决方案

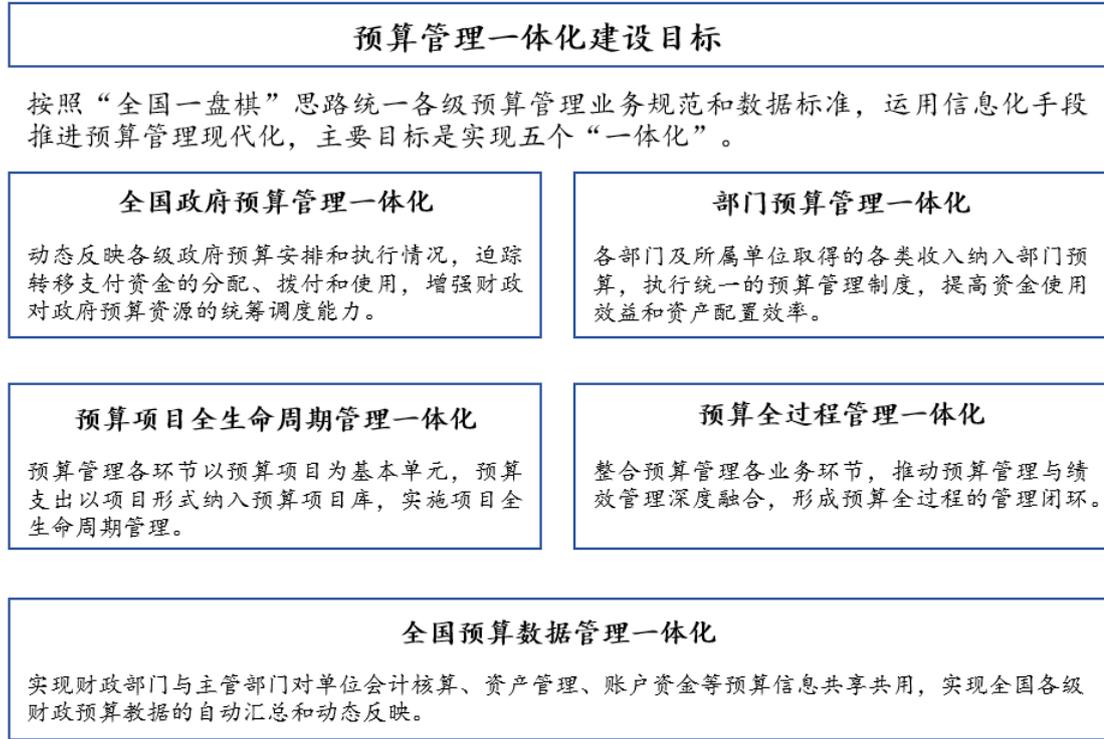


资料来源：公司官网，国元证券研究所

2.2 预算管理范围拓展，智慧财政动能充沛

预算管理一体化以“全国一盘棋”思路，统一各级预算管理业务规范和数据标准，运用信息化手段推进预算管理现代化，主要目标是实现全国政府预算管理一体化、部门预算管理一体化、预算项目全生命周期管理一体化、预算全过程管理一体化、全国预算数据管理一体化。

图 11：预算管理一体化建设目标：五个“一体化”



资料来源：新浪网，国元证券研究所

预算管理一体化 2.0 标准发布，拓宽一体化系统覆盖范围，开启新的建设周期。2023 年 4 月，财政部印发《预算管理一体化规范（2.0 版）》，提出要加快拓展预算管理一体化业务范围，将政府债务管理、资产管理、绩效管理等业务纳入一体化，涵盖了预算管理全流程各环节，并要求各级财政部门在预算管理一体化系统全面运行基础上对标 2.0 标准。

图 12：预算管理一体化建设历程

预算管理一体化建设大事记	
2019年6月	制定预算管理一体化系统实施方案。
2019年7月	部署地方开展预算管理一体化建设。
2020年3月	出台预算管理一体化规范和系统技术标准，统一规定各级预算管理的主要工作流程、基本控制规则、核心管理要素和数据标准。
2021年5月	全国36个省（自治区、直辖市、计划单列市）和新疆生产建设兵团全部实现预算管理一体化系统上线运行。
2021年7月	中央预算管理一体化系统试点运行。
2022年1月	地方预算管理一体化系统基本覆盖地方各级财政部门和预算单位。
2022年3月	印发《财政部关于推广实施中央预算管理一体化建设的通知》，在中央本级推广实施。
2023年4月	财政部印发《预算管理一体化规范（2.0版）》，提出要加快拓展预算管理一体化业务范围。

资料来源：新浪网、财政部官网，国元证券研究所

智慧财政财务业务由预算 1.0 向 2.0、二期新增模块、财政大数据领域发展。在财政预算管理一体化建设方面，公司是财政部预算管理一体化标准委员会委员，在陕西首创全面云化、微服务化、国产化和集中式的财政预算管理一体化系统，成为全国的标杆案例。目前，公司已深度承建财政部及 11 个省市一体化核心系统，共计参与 19 个省级的一体化相关系统建设。财政数据运行监测方面，公司把服务财政治理作为落脚点，以预算管理一体化数据为基础，为财政决策妥善处置风险隐患提供数据支撑，目前正拓展推广多个省份财政大数据业务。

积极拓展预算单位业务，打开广阔市场空间。公司基于智慧财务内控、预算绩效、资产及项目管理等成熟产品，构建了新一代整体解决方案，目前已服务众多行政事业单位，推动单位数字化转型，助力数字政府建设。根据中科江南招股书披露的信息，截至 2021 年 4 月，全国共有约 69.90 万个预算单位，空间较为广阔。

图 13：行政事业单位财务内控一体化平台

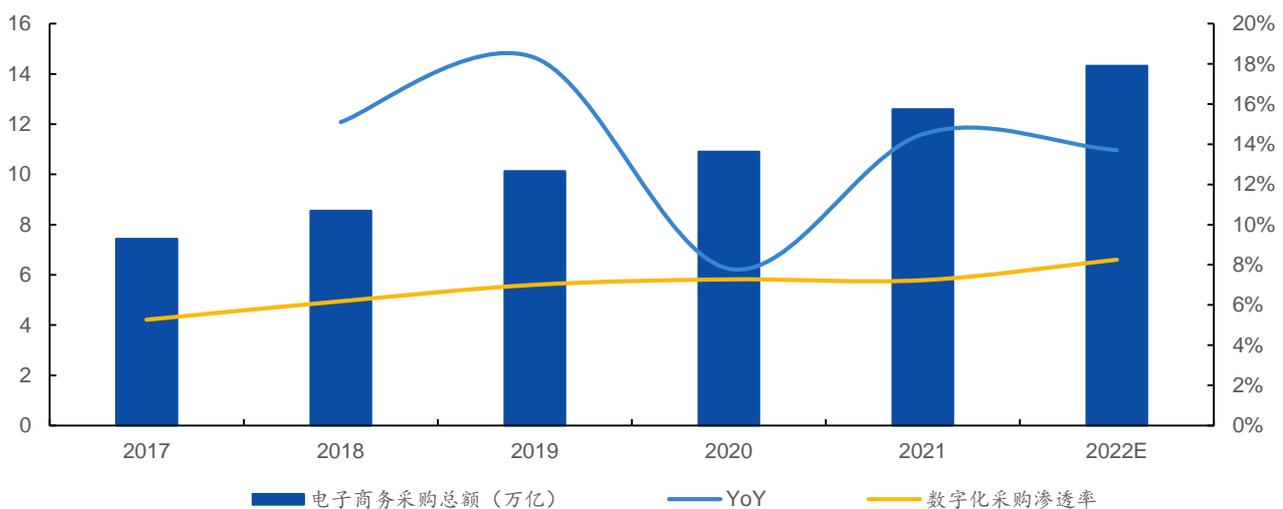


资料来源：公司官网，国元证券研究所

2.3 数字采购前景广阔，人工智能助力发展

企业采购：数字采购市场达数十万亿，渗透率仍有较大提升空间。根据中国物流与采购联合会公共采购分会和亿邦智库联合发布《2023 数字化采购发展报告》，2022 年我国企业采购规模超过 173 万亿元，电子商务采购总额为 14.32 万亿元，数字化采购率升至 8.26%，数字化采购率仍有较大提升空间，发展动力充足。

图 14：我国数字采购市场规模庞大但渗透率较低



资料来源：中国物流与采购网，国元证券研究所

政府采购：大力发展电子化采购，市场前景广阔。根据财政部发布的数据，2021年全国政府采购规模为21095.6亿元。由于政府采购涉及面广、金额大、对象多、专业性强，受专业水平、采购手段、市场环境等多种因素限制，不少采购单位仍面临采购服务“贵慢差”等问题。2019年7月，财政部在《关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》中明确提出，加快推进电子化政府采购，加快实施“互联网+政府采购”行动，积极推进电子化政府采购平台和电子卖场建设，建立健全统一的技术标准和数据规范，逐步实现全国范围内的互联互通。目前，各级政府正在深化采购制度改革，大力发展电子化采购，建设“全国一张网”的政府采购电子卖场，提高政府采购效率和透明度。与此同时，政府将搭建政府采购电子化交易平台作为深化采购制度改革的重要抓手，以平台大数据、云计算为依托，打造集网上交易、网上监管和网上服务于一体的政府采购电子化交易平台，实现有效节约财政资金、预防腐败等目标。

子公司博思数采是全国领先的电子采购服务商，覆盖政府、高校、企业、金融IT采购等领域。公司近年来成立专门子公司博思数采以重点培育电子采购业务，现已成为全国领先的电子采购服务商，积极拓展政府采购、高校采购、企业采购和金融IT等领域，是全国最大的电子采购技术研发团队。公司助力福建省在全国率先实现政府采购全流程电子化、公开化和智能化业务，政府采购数字化业务已拓展至全国19个省份，高校客户累计达260余所，企业采购已经为15家央企和近百家地方国企及金融机构提供数字化采购平台建设和运营服务。

图 15：博思数采荣获“中国政府采购奖·优秀供应商奖”

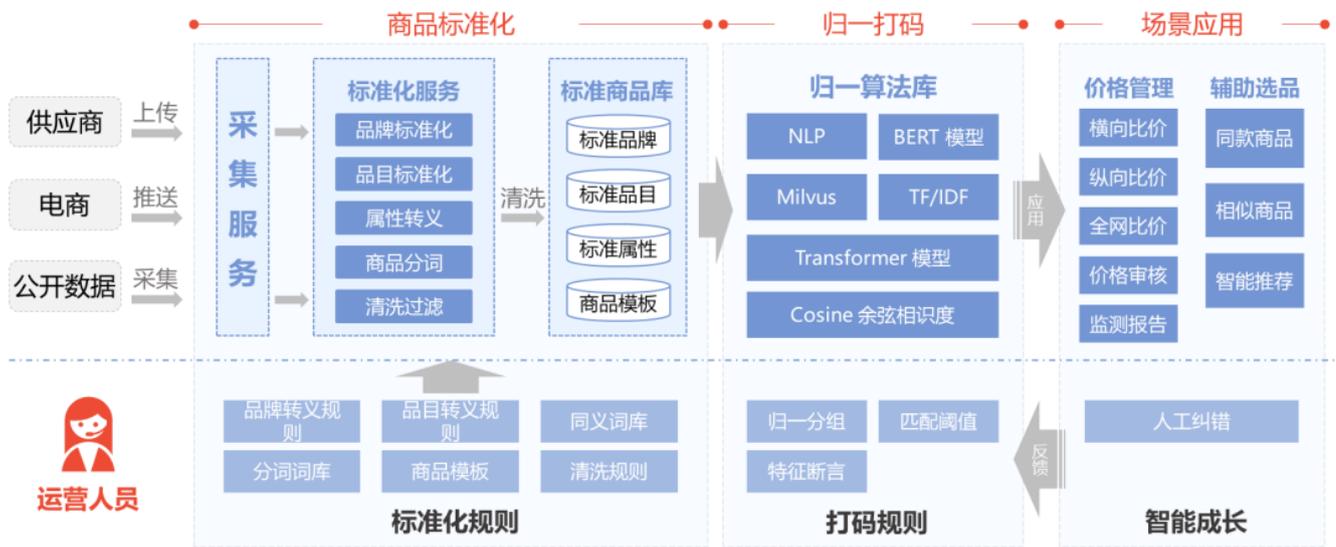


资料来源：博思数采官网，国元证券研究所

公司应用“数据+算法+AI”打造的“小博采购机器人”，在国内人工智能价格监测领域处于行业领先。“小博采购机器人”可实现采购平台商品价格横向、纵向、全网等多维度比价，直接成本降低约15%，提升采购管理工作效率约60%。未来，博思还将进一步通过人工智能技术攻克采购性价比提升难题，探索如“智能预算专家”、“智能采购官”、“智能采购方案”、“智能供需撮合”等创新应用，为政府、企业

在采购活动中节约巨额成本。

图 16: “小博采购机器人”总体架构



资料来源: 博思智汇微信公众号, 国元证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司主营业务为软件产品的开发、销售与服务，聚焦于财政电子票据及非税收入、政府智慧财政财务、数字采购、智慧城市+数字乡村领域，创新运用大数据、区块链、人工智能等前沿科技，助力政府创新城市治理新模式，助推产业数字化升级。目前，公司的产品（业务）主要包括：软件开发与销售、技术服务、硬件及耗材销售、租赁服务，我们按照这四个维度预测公司未来的收入和毛利率。

- 1. 软件开发与销售：**该业务主要包括：标准化软件业务、定制软件业务。公司在多年的发展历程中，深耕与政府非税收入管理相关的财政管理信息化领域，现已形成包括财政票据电子化管理系统、财政电子票据管理系统、非税收入收缴管理系统及非税收入政策管理系统在内的全过程管理产品及与财政管理相关的其他软件产品。定制软件开发是根据不同用户的业务需求，以公司自有的标准化软件产品为主要构件，有针对性的为客户开发各种定制软件，使系统更符合客户实际的业务需求。2021-2022年，该业务收入增速分别为26.42%、0.96%，2023年上半年，收入增速为45.21%，未来三年有望保持较快的增长态势，预测收入增速分别为36.75%、31.94%、25.82%。毛利率方面，2021-2022年分别为87.96%、76.71%，预测未来三年将保持在2022年的水平，维持在76-77%的区间。
- 2. 技术服务：**该业务主要包括：软件技术服务、SaaS服务、运营服务。软件技术服务主要是为客户提供软件产品的技术服务，包括软件实施、已有功能的质量维护、功能障碍的消除、参数与配置修改及产品功能扩展、升级等服务。目前，公司SaaS服务多运用于公共缴费服务、数字采购领域的电子交易服务以及电子票证相关的业财票协同服务，后续公司将根据客户需要及业务发展情况，扩大及推广更多领域的SaaS服务。公司目前主要在数字采购领域为部分客户的采购平台提供持续运营服务，包括为平台使用方提供单位采购内控管理、财政监管服务、电子招投标、框架协议采购、电子卖场、采购电子档案等业务支撑的相关工具，同时面向不同用户主体提供在线培训、技术支持、业务咨询等服务。2021-2022年，该业务收入增速分别为40.88%、32.81%，未来三年有望保持稳健的增长态势，预测收入增速分别为25.39%、23.48%、21.16%。毛利率方面，2021-2022年分别为62.20%、60.42%，预测未来三年将保持在2022年的水平，维持在60-61%的区间。
- 3. 硬件及耗材销售：**作为公司核心业务的补充，公司硬件及耗材等销售业务是向客户提供外购的软、硬件产品以满足客户的IT集成需求，提升综合服务能力。2021-2022年，该业务收入增速分别为45.48%、-7.29%，未来三年有望保持平稳的增长态势，预测收入增速分别为8.65%、6.32%、4.85%。毛利率方面，2021-2022年分别为25.06%、30.09%，预测未来三年将保持在2022年的水平，维持在30-31%的区间。
- 4. 租赁服务：**该业务在公司收入中的占比很小。2021-2022年，该业务收入增速分别为13.88%、20.10%，未来三年有望保持平稳的增长态势，预测收入增速分别为15.43%、13.28%、11.29%。毛利率方面，2021-2022年分别为10.78%、

15.49%，预测未来三年将保持在 2022 年的水平，维持在 15-16% 的区间。

表 3：公司收入拆分（单位：百万元）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
软件开发与销售					
收入	347.94	351.28	480.37	633.80	797.45
增长率	26.42%	0.96%	36.75%	31.94%	25.82%
毛利率	87.96%	76.71%	76.76%	76.78%	76.81%
技术服务					
收入	1097.13	1457.08	1827.04	2256.02	2733.40
增长率	40.88%	32.81%	25.39%	23.48%	21.16%
毛利率	62.20%	60.42%	60.49%	60.55%	60.58%
硬件及耗材销售					
收入	116.41	107.92	117.26	124.67	130.72
增长率	45.48%	-7.29%	8.65%	6.32%	4.85%
毛利率	25.06%	30.09%	30.16%	30.24%	30.33%
租赁服务					
收入	2.61	3.14	3.62	4.11	4.57
增长率	13.88%	20.10%	15.43%	13.28%	11.29%
毛利率	10.78%	15.49%	15.61%	15.72%	15.82%
合计					
收入	1564.10	1919.42	2428.29	3018.60	3666.13
增长率	37.65%	22.72%	26.51%	24.31%	21.45%
毛利率	65.08%	61.63%	62.18%	62.64%	62.98%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在 A 股市场，中科江南、税友股份、新点软件也从事政务信息化等方面的业务，与公司的业务较为接近，因此我们选择这三家公司作为可比公司。从 PE 估值水平的角度来看，公司的估值水平略低于可比公司的平均水平。伴随着业绩的持续增长，公司的估值水平有望不断下降。公司目前的估值水平处于较为合理的区间，具备较好的长期投资价值。

表 4：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
301153.SZ	中科江南	61.11	118.80	1.33	1.75	2.27	2.96	45.95	35.01	26.88	20.66
603171.SH	税友股份	27.95	113.82	0.35	0.66	0.94	1.25	79.10	42.31	29.73	22.43
688232.SH	新点软件	25.60	84.48	1.74	1.57	2.03	2.58	14.74	16.34	12.63	9.93
平均		-	-	-	-	-	-	46.60	31.22	23.08	17.67
300525.SZ	博思软件	13.62	102.32	0.34	0.45	0.61	0.78	40.22	29.97	22.46	17.53

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2024 年 1 月 29 日

投资建议：

从成立至今，公司始终基于自身的核心竞争力，围绕着智慧财政财务、数字政府建设服务，紧抓数字经济发展契机，不断开拓创新，为客户创造价值，保持高质量发展，逐渐成长为全国财政信息化行业的领先企业。展望未来，公司将紧紧把握当今技术趋势，不断向互联网、大数据应用和服务转型，力争成为全国领先的政府+互联网服务提供商，让亿万公众和百万企业享受优质的互联网服务。

综上，预测公司 2023-2025 年的营业收入为 24.28、30.19、36.66 亿元，归母净利润为 3.41、4.56、5.84 亿元，EPS 为 0.45、0.61、0.78 元/股，对应 PE 为 29.97、22.46、17.53 倍。考虑到行业的景气度和公司未来的持续成长空间，首次推荐，给予“买入”评级。

4. 风险提示

- 1. 市场竞争风险：**凭借对行业发展趋势的深刻理解和多年积累的技术与行业经验，公司抓住国家推动财政票据电子化管理改革、加强非税收入管理、财政预算管理一体化改革、政府采购制度改革的机会，研发出财政电子票据管理软件和非税收入收缴管理系统、非税收入政策管理系统、集中式云化财政核心业务一体化系统、数字采购信息化监管和电子交易平台等领先产品，并迅速占领了较大的市场份额。随着市场环境逐步成熟，市场规模不断扩大，各细分领域将吸引越来越多的软件企业进入，市场竞争更加激烈。新竞争者的进入以及现有的国内、外其他大型软件企业的竞争，可能导致产品和服务价格的下滑、产品更新换代加快、市场份额难以保持的风险。公司将面临国内大型软件企业和国外软件企业的竞争，可能对公司的产品和服务的价格、市场份额等产生不利影响；
- 2. 行业政策风险：**国家历来高度重视软件行业发展，将软件行业列为国家战略性新兴产业，陆续颁布了一系列法律法规和支持政策，在研发投入、税收优惠、知识产权和人才建设等方面出台了全面的扶持政策，为行业发展建立了良好的政策环境。未来，如果国家关于支持软件行业及高新技术企业发展的税收优惠政策发生变化，可能导致公司无法享受相关税收优惠政策，将对公司经营业绩造成一定影响。另外，公司软件产品主要应用于财政票据、政府非税收入、政府智慧财政财务和数字采购等领域，近年来，国家在财政信息化领域出台了一系列政策，有效推动了行业发展。如果以上领域涉及的政府管理政策发生变动，可能会对行业内企业及公司的经营活动产生一定影响；
- 3. 核心技术泄露、核心技术人员流失的风险：**拥有核心技术与核心技术人员是公司能够在行业中能够保持竞争优势的主要原因之一。目前，公司拥有包括“博思电子票据管理系统 V1.0”、“博思财政票据电子化暨非税收入收缴管理系统 V1.0”、“政府采购网上公开信息系统 V1.0”及“银行代理财政中间业务系统 V1.0”、“电票数字服务平台 V2.0”、“乐享协同服务平台 V1.0”等多项计算机软件著作权，均属于公司的核心技术。核心技术与核心技术人员是公司发展的基础，因此计算机软件著作权被侵权、核心技术人员流失都会对公司生产经营造成较大负面影响；
- 4. 新业务、新领域开拓风险：**上市后，公司在稳定现有主营业务的基础上充分利用资本市场的优势与资源，通过内部业务创新与外部战略并购的方式推进公司业务发展，推动公司做大做强。虽然公司在上市后积极引入技术与管理人才，但是在新业务和新领域的开拓上，可能面临专业团队不足、创新工作失误、市场判断失误等风险；
- 5. 应收账款余额较大风险：**截至 2023 年 6 月 30 日，公司应收账款净额为 86866.97 万元，占流动资产的比例为 38.55%。公司主营产品的客户主要为政府部门及各级行政事业单位，这些客户通常采取预算管理制度，一般下半年制定次年年度预算和投资计划，审批通常集中在次年的上半年，因此，公司每年上半年销售较少，销售主要集中在下半年尤其是第四季度，公司销售呈现较明显的季节性分布，并由此使得公司营业收入在第四季度集中实现。随着业务规模的持续扩大，公司应

收账款余额总体上呈增加趋势，可能存在部分贷款不能及时回收的风险；

6. **商誉减值的风险:**截至 2023 年 6 月 30 日,公司在并购过程中形成商誉 29208.05 万元,若被并购公司盈利不及预期,将面临商誉减值风险,将对公司未来的经营业绩造成不利影响。

财务预测表

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1677.76	2095.62	2496.43	3036.79	3710.35
现金	848.39	1007.44	1182.44	1481.12	1908.29
应收账款	569.55	814.74	992.30	1189.10	1386.09
其他应收款	48.99	54.55	66.78	81.80	97.89
预付账款	11.55	13.41	15.52	18.72	22.12
存货	112.55	92.89	113.42	136.22	162.47
其他流动资产	86.72	112.58	125.98	129.83	133.49
非流动资产	855.35	1151.53	1150.31	1148.33	1138.56
长期投资	76.65	103.17	104.32	109.87	113.21
固定资产	173.83	168.97	263.16	318.25	345.70
无形资产	71.62	67.08	72.51	77.80	83.03
其他非流动资产	533.24	812.31	710.32	642.41	596.61
资产总计	2533.10	3247.15	3646.75	4185.12	4848.91
流动负债	637.17	715.53	781.74	869.72	959.92
短期借款	42.02	4.20	0.00	0.00	0.00
应付账款	210.15	274.20	330.70	399.98	475.34
其他流动负债	385.00	437.13	451.04	469.74	484.58
非流动负债	31.44	104.65	92.09	78.49	63.65
长期借款	0.00	68.67	55.46	41.08	25.40
其他非流动负债	31.44	35.98	36.63	37.41	38.25
负债合计	668.61	820.18	873.83	948.21	1023.57
少数股东权益	260.13	319.44	366.72	427.18	502.49
股本	399.74	612.57	751.26	751.26	751.26
资本公积	592.48	588.74	466.22	466.22	466.22
留存收益	692.32	906.52	1189.04	1592.59	2105.75
归属母公司股东权益	1604.36	2107.53	2406.20	2809.73	3322.85
负债和股东权益	2533.10	3247.15	3646.75	4185.12	4848.91

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	310.00	308.60	267.18	393.15	537.53
净利润	254.11	291.48	388.63	516.00	658.98
折旧摊销	23.91	27.32	30.41	39.34	46.05
财务费用	-0.37	-2.80	-3.07	-5.10	-7.88
投资损失	-4.43	2.32	-1.09	-1.21	-1.36
营运资金变动	-68.04	-115.63	-176.86	-186.99	-188.70
其他经营现金流	104.82	105.90	29.15	31.11	30.43
投资活动现金流	-237.36	-347.82	-35.42	-33.33	-32.72
资本支出	149.10	277.64	6.58	8.79	10.43
长期投资	95.54	74.52	1.41	5.70	3.62
其他投资现金流	7.29	4.35	-27.42	-18.84	-18.67
筹资活动现金流	-177.75	185.70	-56.77	-61.14	-77.64
短期借款	-126.23	-37.82	-4.20	0.00	0.00
长期借款	-28.57	68.67	-13.21	-14.38	-15.68
普通股增加	119.06	212.83	138.68	0.00	0.00
资本公积增加	-12.17	-3.74	-122.51	0.00	0.00
其他筹资现金流	-129.84	-54.24	-55.53	-46.76	-61.96
现金净增加额	-105.10	146.48	174.99	298.69	427.17

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1564.10	1919.42	2428.29	3018.60	3666.13
营业成本	546.23	736.54	918.36	1127.67	1357.33
营业税金及附加	12.50	13.67	17.00	20.83	24.93
营业费用	253.04	280.72	348.95	428.04	509.23
管理费用	238.34	255.26	322.23	398.76	482.46
研发费用	241.07	346.25	428.42	508.32	601.27
财务费用	-0.37	-2.80	-3.07	-5.10	-7.88
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.02	0.08	0.05	0.06	0.07
投资净收益	4.43	-2.32	1.09	1.21	1.36
营业利润	283.84	308.08	411.16	545.68	696.46
营业外收入	0.27	0.19	0.25	0.27	0.31
营业外支出	0.48	0.65	0.68	0.72	0.76
利润总额	283.63	307.61	410.73	545.23	696.01
所得税	29.53	16.13	22.10	29.22	37.03
净利润	254.11	291.48	388.63	516.00	658.98
少数股东损益	25.09	37.08	47.27	60.47	75.31
归属母公司净利润	229.01	254.41	341.36	455.54	583.67
EBITDA	307.39	332.60	438.50	579.92	734.63
EPS (元)	0.57	0.42	0.45	0.61	0.78

主要财务比率

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	37.65	22.72	26.51	24.31	21.45
营业利润(%)	36.06	8.54	33.46	32.72	27.63
归属母公司净利润(%)	41.57	11.09	34.18	33.45	28.13
获利能力					
毛利率(%)	65.08	61.63	62.18	62.64	62.98
净利率(%)	14.64	13.25	14.06	15.09	15.92
ROE(%)	14.27	12.07	14.19	16.21	17.57
ROIC(%)	29.26	23.96	28.68	34.42	40.15
偿债能力					
资产负债率(%)	26.40	25.26	23.96	22.66	21.11
净负债比率(%)	9.95	11.81	9.14	6.93	4.96
流动比率	2.63	2.93	3.19	3.49	3.87
速动比率	2.46	2.80	3.05	3.34	3.70
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.66	0.70	0.77	0.81
应收账款周转率	2.52	2.32	2.27	2.34	2.41
应付账款周转率	3.07	3.04	3.04	3.09	3.10
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.34	0.45	0.61	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.41	0.36	0.52	0.72
每股净资产(最新摊薄)	2.14	2.81	3.20	3.74	4.42
估值比率					
P/E	44.68	40.22	29.97	22.46	17.53
P/B	6.38	4.86	4.25	3.64	3.08
EV/EBITDA	30.57	28.25	21.43	16.20	12.79

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188