

财政 SaaS 龙头：乘电子凭证东风，打开下沉市场

核心观点

公司作为财政 IT 龙头，基石业务数字票证稳盘托底，第二增长曲线业务智慧财政财务与数字采购业务增长强劲，近五年保持高复合增速。公司运营、SaaS 等可持续性收入占比持续提升，未来伴随预算管理一体化改革+电子凭证加速渗透，公司有望加速打开单位侧 SaaS 年费增量需求。公司多期股权激励有望持续带动未来高成长，维持“买入”评级。

摘要

多年高复合增长，多期股权激励持续释放内部动能。公司持续深耕财政票据与非税管理信息化领域，逐步拓展智慧财政财务与数字采购第二增长曲线，近五年营业收入复合增长率 22.79%，归母净利润复合增长率 32.22%。运营、SaaS 服务等可持续性收入占比持续提升，盈利能力进一步改善，2023 年公司销售毛利率提升 5.03 pct，销售净利率提升 3.00 pct。实施 6 期股权激励计划和 3 期员工持股计划，坚实未来发展信心。

基本盘：非税与电子票据市场基本盘稳健向上，显著受益财政非税收入提升。我国非税收入规模占比从 2011 年的 13.6% 提升至 2023 年的 16.4%。财政电子票据改革全面推行，信创、区块链、统一支付等需求将持续改进电子票证业态，公司有望进一步拓展以医疗、高校等行业为代表的接近百亿级电子票据行业市场。未来，随着超长期国债相继发行，政府 IT 预算收紧情况有望进一步改善，公司基本盘有望持续向上。

增长驱动：预算一体化改革+电子凭证双轮驱动，加速拓展单位侧 SaaS 年费市场。（1）**预算一体化改革：**公司深度承建财政部及 11 个省市一体化核心业务系统，参与 19 个省级预算管理一体化相关系统建设，覆盖超过 20 万家预算单位。《财政部关于深入推进地方预算管理一体化建设的通知》明确提出，预算一体化 2.0 版本新增业务功能的开发上线，具备条件的地区应该在 2025 年底前完成，根据我们的测算，预算管理一体化 2.0 系统建设将带来 142 亿元市场空间，同时，政府机构以及预算单位产生的运维以及 SaaS 服务费用有望达每年 115 亿市场空间。

（2）**电子凭证：**财政部要求，到十四五时期末，实现电子凭证会计数据标准对主要电子票据的有效覆盖。其中，电子凭证接收端是电子票证扭转的关键环节，根据我们的测算，随着电子凭证会计数据标准全面推开，电子凭证接收端 SaaS 服务远期市场空间每年有望超过 700 亿元。2023 年，公司助力瑞金医院全面梳理九大类电子凭证业务，建立了全国首个公立医院电子凭证标准数据管理平台“瑞金医院电子凭证标准管理平台”。

博思软件(300525.SZ)

维持

买入

应瑛

yingying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100010

发布日期：2024 年 10 月 14 日

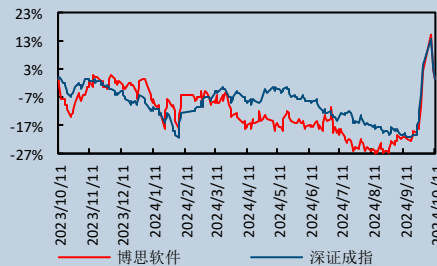
当前股价：14.80 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
25.21/7.96	23.64/14.17	-6.15/-10.78
12 月最高/最低价 (元)		17.18/10.95
总股本 (万股)		74,598.05
流通 A 股 (万股)		60,741.50
总市值 (亿元)		110.41
流通市值 (亿元)		89.90
近 3 月日均成交量 (万)		747.25
主要股东		
陈航		16.80%

股价表现



相关研究报告

24.05.10 【中信建投计算机】博思软件(300525):2023 年年报及 2024 年一季报点评：经营业绩表现亮眼，创新业务已产生收入贡献

22.09.08 【中信建投计算机】博思软件(300525):2022 中报点评，业绩符合预期，各项业务稳步推进

目录

一、财政 IT 龙头，高效激励成就多年高复合成长.....	1
1.1 乘“数字福建”建设之势，全国财政 IT 龙头应时而生.....	1
1.2 员工持股计划叠加多期股权激励，双管齐下彰显长足发展信心.....	2
1.3 数字票证为基，智慧财政财务与数字采购开启第二增长曲线.....	4
1.4 五年持续高复合增长，收入结构持续优化.....	5
二、基石业务：立足非税与电子票据市场，打造数字票证第一品牌.....	7
2.1 行业端：我国非税收入持续增长，财政电子票据成为重要的管理手段.....	7
2.2 业务端 1：财政电子票据持续引领，信创、区块链、统一支付等新多点开花.....	10
2.3 业务端 2：以票据智能监管和商保核保核赔作为突破口，打开数据要素价值释放空间.....	15
三、成长动能：预算管理一体化+电子凭证，打开单位侧百亿级增量市场.....	16
3.1 行业端：预算管理一体化建设明确要求，下沉市场年费需求开始迸发.....	16
3.2 业务战略 1：财政侧与单位侧双轮驱动，加速抢占预算一体化建设市场.....	19
3.2.1 财政侧：持续深耕预算管理一体化和财政大数据.....	19
3.2.2 单位侧：积极拓展财务管理、绩效管理以及资产管理.....	21
3.3 业务战略 2：积极把握电子凭证机遇，打造增长新引擎.....	22
3.3.1 政策持续加码，电子凭证会计数据标准全面推广有望加速.....	22
3.3.2 全流程参与电子凭证试点建设，率先打造医疗领域“瑞金模式”.....	24
四、潜力业务：AI 赋能与强化数字采购业务，央企招采在升级.....	25
4.1 行业端：数字化采购渗透率提升空间大，数字化采购平台潜在空间近 7000 亿.....	25
4.2 业务端：率先推出公采大模型，引领行业发展.....	27
五、盈利预测.....	29
风险分析.....	31

图表目录

图表 1 公司发展历程	2
图表 2 公司股权架构（截至 2024H1）	3
图表 3 公司股权激励计划	4
图表 4 博思软件主要业务、子公司及相关情况	5
图表 5 2019-2023 年及 2024H1 公司营收情况（亿元）	6
图表 6 2019-2023 年及 2024H1 公司归母净利润情况（亿元）	6
图表 7 2019-2023 年公司各业务营收情况（亿元）	6
图表 8 2019-2023 年公司各业务营收占比情况（%）	6
图表 9 2019-2023 年公司毛利率和净利率情况	7
图表 10 2019-2023 年公司费用率情况	7
图表 11 我国非税收入分类	8
图表 12 全国一般公共预算收入及非税收入（单位：亿元）	8
图表 13 国非税收入规模（单位：亿元）及占比（单位：%）	8
图表 14 财政票据的种类和适用范围	9
图表 15 财政电子票据相关政策	10
图表 16 医疗电子票据和高校电子票据市场空间测算	10
图表 17 非税收入管理信息化理论模型和核心流程	11
图表 18 非税收入收缴及电子化架构示意图	12
图表 19 医疗电子票据应用示意图	13
图表 20 财政电子票据区块链应用示意图	14
图表 21 统一支付平台示意图	15
图表 22 基于医疗电子票据的商保智能理赔方案示意图	16

图表 23 财政预算一体化相关政策	17
图表 24 预算管理一体化 2.0 框架示意图	18
图表 25 预算管理一体化 2.0 市场空间测算	19
图表 26 智慧财政财务重点产品	20
图表 27 财务大数据产品示意图	21
图表 28 电子会计档案平台示意图	21
图表 29 部门决算报表管理系统示意图	21
图表 30 近年电子凭证相关政策	22
图表 31 电子凭证会计数据标准深化试点解析	23
图表 32 电子凭证会计数据标准深化试点中数电票的相关处理流程（以数电票为例）	24
图表 33 电子凭证市场空间测算	24
图表 34 瑞金医院电子凭证标准数据管理平台示意图	25
图表 35 瑞金医院电子凭证标准数据管理平台架构示意图	25
图表 36 我国企业数字化采购总额及增长率	26
图表 37 2023 年我国数字化采购渗透率	26
图表 38 采购数字化平台的商业模式	27
图表 39 中国采购数字化平台潜在市场空间测算	27
图表 40 公采云政府采购一体化云平台示意图	28
图表 41 高校采购架构示意图	28
图表 42 数采科技经营情况（2020-2022 年）	29
图表 43 公司盈利预测简表	30
图表 44 公司财务报表预测及比率分析	32

一、财政 IT 龙头，高效激励成就多年高复合成长

1.1 乘“数字福建”建设之势，全国财政 IT 龙头应时而生

2000 年 10 月，“数字福建”被写入省委提出的“十五”计划纲要建议。2001 年 3 月，“数字福建”建设领导小组审议通过对“数字福建”建设影响深远的“131”计划，其中福建政务信息网络工程是三个骨干工程之一。在这一背景下，当年 9 月，博思软件应时而生。多年来，博思始终专注科技与创新，聚焦数字票证、智慧财政财务、数字采购三大领域，逐渐成长为行业龙头，并积极布局智慧城市+数字乡村业务，持续深入研究应用人工智能、大数据、云计算、区块链等前沿科技，助力政府治理模式创新，助推产业数字化升级。

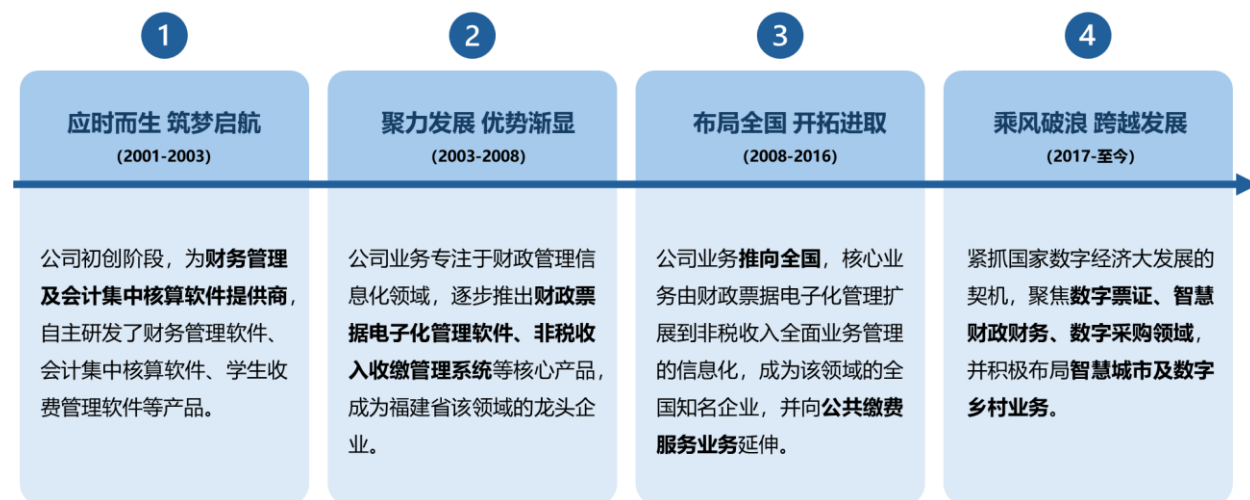
第一阶段（2001-2003）：应时而生，筑梦启航：公司初创阶段，为财务管理及会计集中核算软件提供商，自主研发了财务管理软件、会计集中核算软件、学生收费管理软件等产品，并在福建省内进行推广，得到用户的高度认可，为公司在财政信息化领域的业务发展奠定了基础。

第二阶段（2003-2008）：聚力发展、优势渐成：公司业务专注于财政管理信息化领域，逐步推出财政票据电子化管理软件、非税收入收缴管理系统等核心产品，成为福建省该领域的龙头企业。

第三阶段（2008-2016）：布局全国、开拓进取：公司业务推向全国，核心业务由财政票据电子化管理扩展到非税收入全面业务管理的信息化，成为该领域的全国知名企业，并向公共缴费服务业务延伸。

第四阶段（2017-至今）：乘风破浪、跨越发展。紧抓国家数字经济大发展的契机，聚焦数字票证、智慧财政财务、数字采购领域，并积极布局智慧城市及数字乡村业务。未来，公司将持续秉承“专注科技与创新，更好服务与社会公众”的使命，探索大数据、云计算、区块链、人工智能等前沿科技，拓展数字供应链平台等新兴领域，以数据为关键要素，助力政府治理体系和治理能力现代化，助推产业数字化发展。

图表 1 公司发展历程



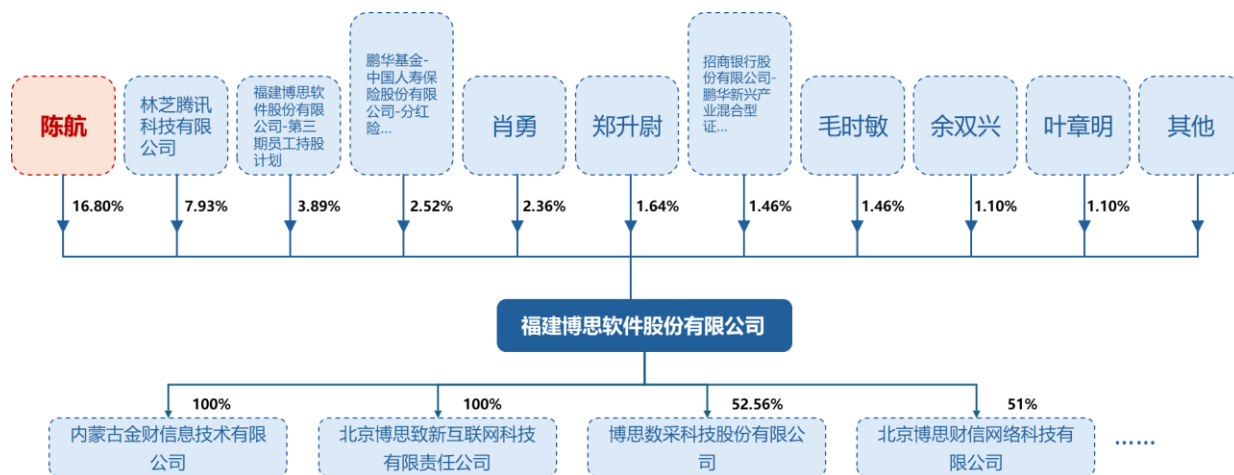
资料来源：公司官网，公司招股说明书，中信建投

1.2 员工持股计划叠加多期股权激励，双管齐下彰显长足发展信心

股权结构多元适配，前三大股东分别为公司核心领导者陈航、腾讯和员工持股平台。公司第一大股东为公司实际控制人兼董事长陈航，持股比例为 17.18%。林芝腾讯（腾讯产业投资基金全资子公司）为公司的第二大股东，持股比例为 7.93%。公司与腾讯“取长补短、资源互补”，双方通过发挥各自领域的资源优势，在电子票据、智慧城市、区块链、支付等领域开展深入的业务合作，实现“1+1>2”的合力效应。公司第三股东为福建博思软件股份有限公司-第三期员工持股计划，持股比例为 3.89%，有助于公司形成长效激励机制，促进公司持续稳定发展。

旗下金财信息、博思致新、数采科技、博思财信等重要子公司协同发展。根据公司 2023 年年报，对公司净利润影响达到 10%以上的子公司及参股公司主要包括金财信息、博思致新、数采科技、博思财信四家公司。1) **金财信息**。公司持有内蒙古金财信息 100%的股份，该子公司致力于“金财工程”和银行中间业务的软件产品研发、实施与技术支持服务工作，同时为用户提供网络及设备系统集成的完整解决方案，2023 年实现营收 2.08 亿元，净利润 6152.10 万元。2) **博思致新**。公司持有博思致新 100%的股份，该子公司致力于为政府部门、行政事业单位提供非税电子化、互联网缴费、财政一体化解决方案，2023 年实现营收 3.23 亿元，净利润 3686.11 万元。3) **博思数采**。公司持有博思数采科技 52.56%的股份，该子公司致力于为政府、高校、企业提供互联网采购管理平台建设即运营服务，2023 年实现营收 4.35 亿元，净利润 5904.88 万元。4) **博思财信**。公司持有博思财信 51%的股份，该子公司是一家专业智慧财务管理软件和内控一体化管理软件提供商，助力政府以信息化落实财务管理变革，2023 年实现营收 1.93 亿元，净利润 3909.16 万元。

图表 2 公司股权结构（截至 2024H1）



资料来源: iFinD, 中信建投

实施 6 期股权激励计划和 3 期员工持股计划，彰显公司长期发展信心。

1) 股权激励计划。自上市以来，博思软件共进行了 6 期股权激励计划，充分调动员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，促使公司长期稳定发展。2024 年 4 月 24 发布了最新一期股权激励计划，即《2024 年限制性股票激励计划（草案）》，面向董事、高级管理人员、核心技术（业务）骨干等 120 人，授予 1600.00 万股，授予价格为 11.21 元/股，并设定了以 2021-2023 年平均净利润为基数，2024-2026 年净利润增长率分别不低于 53.74%、92.18%、130.62% 的业绩考核目标。

2) 员工持股计划。自上市以来，公司共开展三期员工持股计划。第三期员工持股计划于 2023 年 12 月 27 锁定期届满，占公司股份 3.89%（截至 2024 年 6 月 31 日）。根据 2024 年半年度报告披露，员工持股人数为 660 人，约占员工总数的 11% 左右（2023 年年报披露的总员工数为 5848 人）。

图表 3 公司股权激励计划

	激励对象	激励总数 (万股)	授予/行权价 格 (元)	业绩考核
2017年限制性股票激励计划	董事、高级管理人员以及核心技术（业务）骨干共计120人	389.80	33.33	□ 第一个解除限售期：以 2014-2016 年净利润均值为基数，2017 年净利润增长率不低于 15%第二个解除限售期：以 2014-2016 年净利润均值为基数，2018 年净利润增长率不低于 30%第三个解除限售期：以 2014-2016 年净利润均值为基数，2019 年净利润增长率不低于 50%
2018年期权激励计划	董事、高级管理人员以及核心技术（业务）骨干共计120人	594.81	13.91	□ 以 2015-2017 年平均净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 35%；（行权比例：20%）以 2015-2017 年平均净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 55%；（行权比例：40%）以 2015-2017 年平均净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 75%（行权比例：40%）
2020年限制性股票激励计划	董事、高级管理人员以及核心技术（业务）骨干共计722人	1450.00	25.56	□ 本激励计划首次及预留授予的限制性股票的考核年度为 2021-2023 年三个会计年度，每个会计年度考核一次，各年度业绩考核目标如下表所示：第一个归属期以 2017-2019 年平均净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 110%；第二个归属期以 2017-2019 年平均净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 140%；第三个归属期以 2017-2019 年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 175%。
2021年期权激励计划	董事、高级管理人员以及核心技术（业务）骨干共计362人	449.26	17.84	□ 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%（行权比例：30%）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%（行权比例：40%）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%（行权比例：30%）
2023年限制性股票激励计划	董事、高级管理人员以及核心技术（业务）骨干共计791人	2650.00	12.44	□ 第一个归属期以2020-2022年平均净利润为基数，2023年净利润增长率不低于60%；第二个归属期以2020-2022年平均净利润为基数，2024年净利润增长率不低于100%；第三个归属期以2020-2022年平均净利润为基数，2025年净利润增长率不低于150%
2024年限制性股票激励计划	董事、高级管理人员以及核心技术（业务）骨干共计120人	1600.00	11.21	□ 第一个归属期以2021-2023年平均净利润为基数，2024年净利润增长率不低于53.74%；第二个归属期以2021-2023年平均净利润为基数，2025年净利润增长率不低于92.18%；第三个归属期以2021-2023年平均净利润为基数，2026年净利润增长率不低于130.62%

资料来源：iFinD，中信建投

1.3 数字票证为基，智慧财政财务与数字采购开启第二增长曲线

公司自成立以来，顺应数字经济发展大势，立足数字票证优势基础业务，打造智慧财政财务与数字采购第二增长曲线业务，探索孵化智慧城市+数字乡村新兴业务，逐步形成了传统业务底盘稳健、新拓业务增长强劲的业务布局。

（1）基石业务—数字票证业务。公司提供全面的数字化票证解决方案和服务。公司为财政部门及各行政事业单位提供财政电子票据管理及政府非税收入信息化管理等专业软件产品和服务。结合互联网+政务的改革需求，公司自主研发统一支付平台，实现与执收单位业务系统、非税票据管理系统和银行中间业务系统的互联互通。依托区块链、人工智能等先进信息技术的创新应用，公司在医疗、教育、不动产、农业农村、移动执法、急救 120 等 50 多个行业深化 SaaS 模式的场景创新。基于医疗行业，公司推出医疗电子凭证协同产品，助力医院智能凭证处理与采购、报销与风险、内控协同，赋能单位数字资产价值管理，并拓展在商保医保领域的数据要素应用。

（2）第二增长曲线业务 1—智慧财政财务业务。公司规划并发布数字财政整体解决方案，对现有预算管理解决方案进行整体价值升级，囊括业务深化、大数据、区块链、人工智能等多个方向。具体产品包括为政府客户提供预算管理一体化、财政大数据、财政运行监测中心、一体化监督平台、社会保障资金管理系统、财政内控管理系统、财会监督管理系统、财政智能运维管理系统（AI*RPA）、惠民惠农财政补贴资金“一卡通”管理平台、财政及预算单位绩效管理信息化、智慧绩效信息化和绩效咨询服务、公务支出管理、行政事业单位财务内控、业务协同平台、电子会计档案、电子凭证管理、财政及行政事业单位资产等软件产品和服务，全面支撑财

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

政部预算管理一体化改革、行政事业单位财务数字化智能化管理。

（3）第二增长曲线业务 2—数字采购业务。博思软件以不断提升单位采购性价比为使命，为政府、高校、企业、医院等相关单位提供数字化采购平台及其运营服务；为采购监管部门提供数字化的预警监管手段；为政府部门和企事业单位等采购人提供智能化采购履职保障；为供应商提供数字化营销工具和数据分析等服务。公司借助在公共采购领域丰富的行业知识和业务场景经验，通过人工智能在采购领域的创新应用，打造了智能采购官、智能采购交易、智能采购监管和智能商务通等采购解决方案，服务采购交易全流程的各方参与主体单位。

（4）培育探索业务—智慧城市与数字乡村业务。博思软件将缴费服务拓展到除政务服务外如公共交通、健康体育、文旅景点、校园教育、社区管理等公共服务领域；同时以“城市码平台”和“城市统一支付平台”开创城市服务和政务服务相结合的智慧城市“一码通行”新模式，打造城市应用新生态，助力各级政府实现数字城市赋能。此外，公司结合行业趋势及前期各业务发展情况，布局数字乡村领域。公司以政策导向及客户需求为出发点，以“区级搭平台、乡级创场景、村级选服务”为核心理念，逐渐形成了“平台+产业+治理”的数字乡村产品体系。

图表 4 博思软件主要业务、子公司及相关情况

业务版块	主要产品	成立时间	持股比例	主要业务范畴	主要服务客户	营收 (亿元)	净利润 (亿元)	毛利率
数字票证业务	上市公司	2001.09	-	□ 财政电子票据相关系统、非税收入收缴系统	□ 国家机关、事业单位、卫生教育部门、具有公共管理或者公共服务职能的社会团体及其他组织等	7.95	1.95	58.44%
	博思云易	2020.04	51.00%	□ 医保商保理理赔服务平台、税票平台、数字发票及协同延展业务等	□ 保险机构、医院、企业等	0.05	-0.03	82.93%
智慧财政财务业务	博思致新	2018.07	100%	□ 财政预算管理一体化业务、非税收入电子化银行业务、统一支付业务	□ 各级财政部门、行政事业单位、银行金融机构等	3.27	-0.13	39.07%
	博思财信	2018.07	51.00%	□ 财务管理系统、公务支出服务平台、内控系统；财政会计电子档案；财政部门决算及财务报告系统；预算单位财务运营服务；电子凭证业务等	□ 各级财政部门、行政事业单位等	1.38	0.21	54.91%
	恒效咨询	2004.07	100.00%	□ 绩效咨询服务、绩效信息化系统、绩效数字云平台	□ 各级财政部门、行政事业单位等	0.46	0.02	30.33%
	博思政务	1996.04	100.00%	□ 财政资产管理平台、资产盘活平台、资产清查盘点运营平台、资产报表服务等	□ 各级财政部门、行政事业单位等	0.33	0.08	82.54%
	兴博数政	2012.05	51.00%	□ 智慧发改政策决策平台、项目全生命周期管理平台、项目动态管理平台、政府投资项目管理系统、联动招商项目管理平台、财政经建项目资金管理平台	□ 发改等政府机构、行政事业单位等	0.27	0.09	70.49%
	博思智数	2020.04	65.00%	□ 税务大数据平台、税收大数据应用分析	□ 税务部门等政府机构	0.03	0.008	91.21%
	数村科技	2020.12	31.62%	□ 区域数字乡村平台、数字乡村综合治理平台、农产品供应链平台等	□ 各级农业农村部门、县政府、乡镇和村等政府机构	0.10	-0.07	91.05%
智能城市与乡村业务	博思数科	2019.08	70.00%	□ 城市码平台、通微云、城市通 APP、住维金等行业应用	□ 各省市大数据局、大数据集团、国有投资公司等负责数字经济、数字政府规划及建设的部门	0.40	-0.11	54.84%
	博金信	2020.01	51.00%	□ e 福州城市级平台运营	□ 应用建设和平台活动安排的局委办，便民商业合作伙伴，提供金融产品的金融机构和广告投放方等	0.02	-0.10	-609.94%
数字采购业务	数采科技	2019.11	52.56%	□ 互联网采购管理交易平台建设及运营服务	□ 公共采购监管部门、公共资源交易中心、社会代理机构、国有企业、高等院校等公共采购主体	3.93	0.44	58.18%

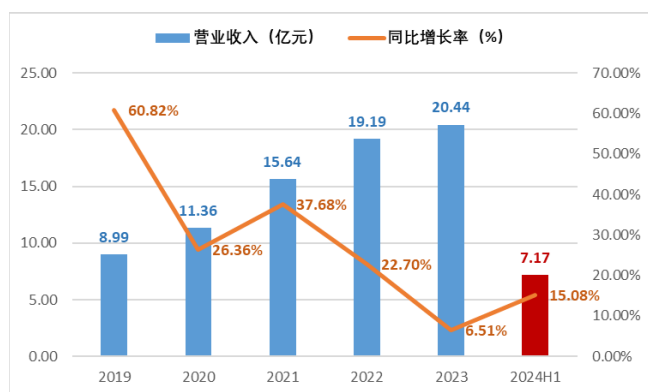
资料来源：公司公告，中信建投；备注：营收、利润以及毛利率均为2022 年数据；子公司持股比例更新至 2024H1

1.4 五年持续高复合增长，收入结构持续优化

公司经营业绩稳健增长，营业收入五年 CAGR 为 22.79%，归母净利润 CAGR 为 32.22%。2019-2023 年，公司实现营业收入分别为 8.99/11.36/15.64/19.19/20.44 亿元，同比增长率分别为

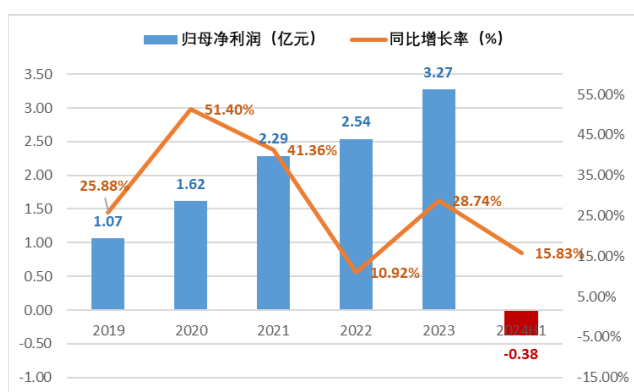
60.82%/26.36%/37.68%/22.70%/6.51%，CAGR 为 22.79%；实现归母净利润分别为 1.07/1.62/2.29/2.54/3.27 亿元，同比增长率分别为 25.88%/51.40%/41.36%/10.92%/28.74%，CAGR 为 32.22%。2024Q1，公司实现营业收入 2.60 亿元，归母净利润为 0.56 亿元。2024H1，实现营业收入 7.17 亿元，同比增长 15.08%；实现归母净利润-0.38 亿元，同比增长 15.83%。2024H1 归母净利润为负值主要系公司业务季节性波动所致，营收与业绩亮眼增速也彰显了在财政 IT 客户信息化支出有所收紧的大背景下，公司经营仍然保持着稳健性。

图表 5 2019-2023 年及 2024H1 公司营收情况（亿元）



资料来源：iFinD，中信建投

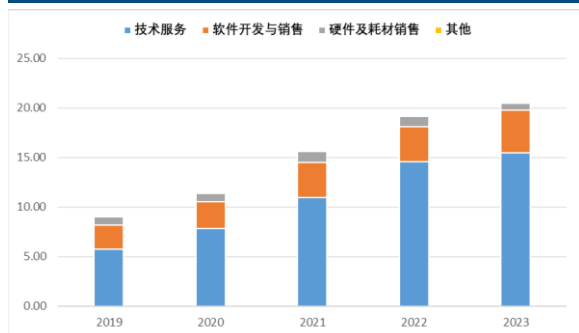
图表 6 2019-2023 年及 2024H1 公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：iFinD，中信建投

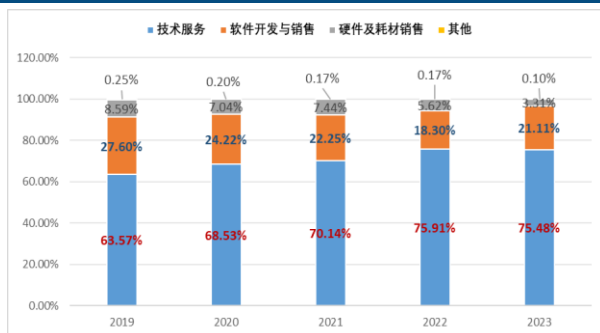
公司营业收入主要来源于技术服务，占营业收入 75% 左右。2019-2023 年公司技术服务的营业收入分别为 5.71/7.79/10.97/14.57/15.43 亿元，占公司总营业收入的比例分别为 63.57%/68.53%/70.14%/75.91%/75.48%。2019-2023 年公司软件开发与销售的营业收入分别为 2.75/3.48/3.51/4.32 亿元，占公司总营业收入的比例分别为 24.22%/22.25%/18.3%/21.11%。根据公司 2023 年年报，技术服务主要包括软件技术服务、SaaS 服务以及运营服务，是获取可持续性收入的发展业务，表明公司业务结构持续优化。2024H1，技术服务占比提升至 84.61%，收入结构进一步优化，在公司销售毛利率层面也有所印证。

图表 7 2019-2023 年公司各业务营收情况（亿元）



资料来源：iFinD，中信建投

图表 8 2019-2023 年公司各业务营收占比情况（%）

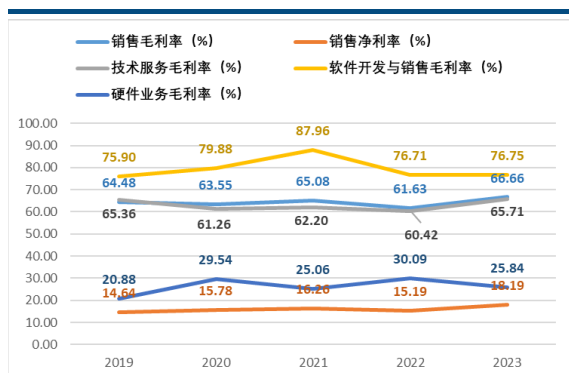


资料来源：iFinD，中信建投

公司毛利率总体呈现增长态势，费用率基本保持稳中略升态势。2019-2023 年，公司销售毛利率分别为

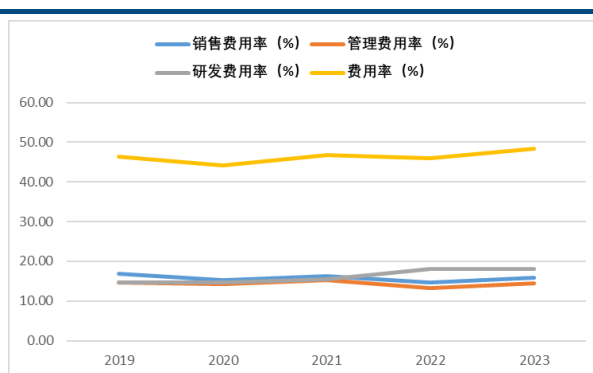
64.48%/63.55%/65.08%/61.63%/66.66%。2022 年公司毛利率下滑 5.03 pct，主要系高毛利率的软件开发与销售业务确收延后影响收入结构所致，于 2023 年回升至 66.66%；销售净利率分别 14.64%/15.78%/16.26%/15.19%/18.19%，2023 年销售净利率显著提升，盈利能力进一步增强。2019-2023 年，公司销售费用率分别为 16.96%/15.25%/16.18%/14.63%/15.92%，管理费用率分别 14.65%/14.22%/15.24%/13.30%/14.45%，研发费用率分别为 14.69%/14.70%/15.41%/18.04%/18.06%。总体来看，费用率相对稳定，其中管理费用率和研发费用率有所提升，这与公司重视技术创新的发展战略相关。2024H1，公司销售毛利率为 63.15%，同比提升 3.18 pct。鉴于中期毛利率低于全年毛利率，公司 2024 年全年毛利率有望进一步提升，营收结构与盈利能力持续增强。

图表 9 2019-2023 年公司毛利率和净利率情况



资料来源：iFinD，中信建投

图表 10 2019-2023 年公司费用率情况



资料来源：iFinD，中信建投

二、基石业务：立足非税与电子票据市场，打造数字票证第一品牌

2.1 行业端：我国非税收入持续增长，财政电子票据成为重要的管理手段

非税收入作为政府财政收入的重要组成部分，通常实行专款专用，种类多、涉及业务形式多样，管理难度较大。根据《政府非税收入管理办法》，非税收入是指除税收以外，由各级国家机关、事业单位、代行政府职能的社会团体及其他组织依法利用国家权力、政府信誉、国有资源（资产）所有者权益等取得的各项收入，主要包括行政事业性收费收入、政府性基金收入、罚没收入、国有资源（资产）有偿使用收入、国有资本收益、彩票公益金收入、特许经营收入、中央银行收入、以政府名义接受的捐赠收入、主管部门集中收入、政府收入的利息收入和其他非税收入等各项收入。我国非税收入在部分领域中能更加公平有效地调节社会分配关系。与税收相比，非税收入具有一些不同的特征，主要体现为取得依据相对复杂、仅作为税收的补充形式、通常实行专款专用等，这也导致非税收入管理难度较大。

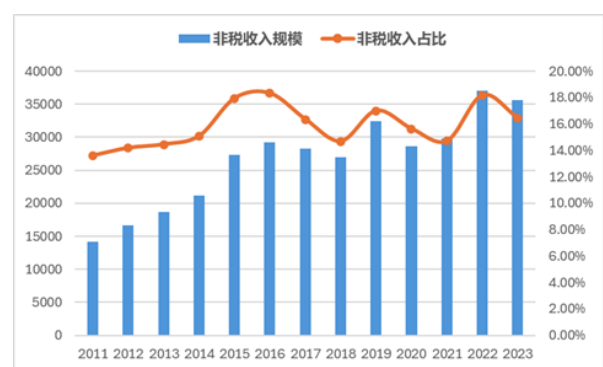
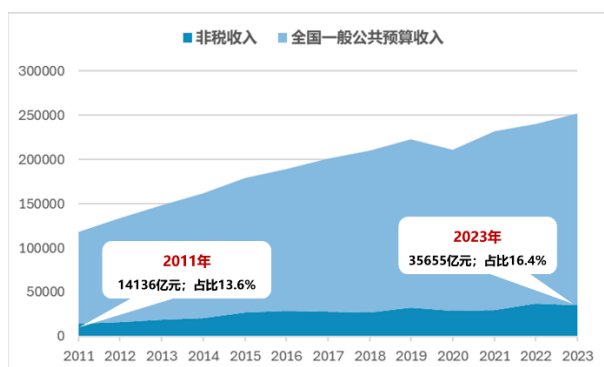
图表 11 我国非税收入分类

序号	类别	具体说明
1	行政事业性收费	□ 指国家机关、事业单位、代行政府职能的社会团体及其他组织根据国家法律、行政法规、地方性法规等有关规定，向公民、法人和其他组织收取的费用
2	政府性基金	□ 法律、法规规定和经国务院或财政部批准由政府性基金（资金、附加）
3	国有资源有偿使用收	□ 是指各级政府及其所属部门根据法律、法规、国务院和省、自治区、直辖市人民政府及其财政部门的规定，设立和有偿出让土地、海域、矿产、水、森林、旅游、无线电频率以及城市市政公共设施和公共空间等国有有形或无形资源的开发权、使用权、勘查权、开采权、特许经营权、冠名权、广告权等取得的收入
4	国有资产有偿使用收入	□ 是指国家机关、事业单位、代行政府职能的社会团体、党团组织按照国有资产管理规定，对其固定资产和无形资产出租、出售、出让、转让等取得的收入
5	国有资本经营收益	□ 包括国有资本分享的企业利润，国有股股利、红利、股息，企业国有产权（股权）出售、拍卖、转让收益和依法由国有资本享有的其他收益，未改制国有企业净资产出售收入
6	彩票公益金	□ 政府为支持社会公益事业的发展，通过发行彩票筹集的专项财政资金
7	罚没收入	□ 法律、法规和行政规章规定的罚没收入和罚没物资变价收入
8	捐赠收入	□ 政府及社会机构以政府名义接受的非定向捐赠货币收入，不包括定向捐赠货币收入、实物捐赠收入
9	主管部门集中收入	□ 指国家机关、实行公务员管理的事业单位、代行政府职能的社会团体及其他组织，经同级财政部门同意集中所属事业单位上缴的收入
10	政府财政资金产生的利息收入	□ 是指税收和非税收入产生的利息收入

资料来源：公司招股说明书，中信建投

我国非税收入规模呈现持续增长状态，2023 年占比提升至 16.4%。根据中经数据，2011 年至 2023 年，我国非税收入从 14136 亿元，提升至 35655 亿元；非税收入占一般公共预算收入总额的 13.6%，提升至 16.4%，总体呈现规模与占比双增长的趋势。随着我国非税收入规模逐步增长，在财政收入中占比提升，我国对非税收入管理的重视程度日益提高。

图表 12 全国一般公共预算收入及非税收入（单位：亿元） 图表 13 国非税收入规模（单位：亿元）及占比（单位：%）



资料来源：中经数据，中信建投

资料来源：中经数据，中信建投

财政票据是非税收入业务确认的重要凭证，种类繁多、规格多样。财政票据是指由财政部门监（印）制、发放、管理，国家机关、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依法收取政府非税

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

收入或者从事非营利性活动收取财物时，向公民、法人和其他组织开具的凭证，主要包括非税收入类票据、结算类票据以及其他财政票据。财政票据多数是按照收费项目名称设计的，既要体现部门和行业特色，又要体现专业性强的特点。随着各个行业和各个职能部门社会分工越来越细化，使用票据的种类繁多、规格多样，给票据的管理增加了难度。

图表 14 财政票据的种类和适用范围

序号	类别	具体说明
非税收入类票据	非税收入通用票据	□ 行政事业单位依法收取政府非税收入时开具的通用凭证
	非税收入专用票据	□ 特定的行政事业单位依法收取特定的政府非税收入时开具的专用凭证。主要包括行政事业性收费票据、政府性基金票据、国有资源（资产）收入票据、罚没票据等
	非税收入一般缴款书	□ 实施政府非税收入收缴管理制度改革的行政事业单位收缴政府非税收入时开具的通用凭证
结算类票据	资金往来结算票据	□ 行政事业单位在发生暂收、代收和单位内部资金往来结算时开具的凭证
其他财政票据	公益事业捐赠票据	□ 国家机关、公益性事业单位、公益性社会团体和其他公益性组织依法接受公益性捐赠时开具的凭证
	医疗收费票据	□ 非营利医疗卫生机构从事医疗服务取得医疗收入时开具的凭证
	社会团体收费票据	□ 依法成立的社会团体向会员收取会费时开具的凭证
	其他应当由财政部门管理的票据	□ 其他

资料来源：公司招股说明书，中信建投

财政票据及其电子化管理是政府非税收入管理中的基础性、源头性工作。早期财政票据在管理过程中，存在票据遗失、种类不全、票据混开、票据串用、私自印制、伪造票据等诸多问题。通过实施财政票据电子化管理改革，可以建立一套完整、统一、规范、系统的财政票据管理体系及电子化系统，加强财政票据从印制、发放、开具、核销、销毁的全过程管理，从而实现对财政票据行为的有效管理。财政票据电子化管理改革可以为政府非税收入规范管理提供有效的基础手段。

政策持续加码，我国财政电子票据改革全面推行。自 2017 年起，财政部先后发布了一系列鼓励财政电子票据改革，简化纸质票据的管理流程，加强对电子票据的安全性和合规性的监管等方面的政策，逐步形成了我国财政电子票据管理改革的政策体系框架，加速推动我国电子票据的广泛应用，提高财政管理的效率和透明度，同时也为缴款人提供了更加便捷的服务体验。2018 年，财政部出台《关于全面推开财政电子票据管理改革的通知》，提升财政票据监管效能，深化“放管服”改革部署。2019 年，财政部、卫健委、医疗保障局出台《关于全面推行医疗收费电子票据管理改革的通知》，全面推动医疗收费电子票据管理改革。2020 年，交通运输部出台《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》，进一步规范收费公路通行费电子票据的开具。财政电子票据改革逐步全面推开。

图表 15 财政电子票据相关政策

时间	政策名称
2017年2月	《财政部关于加快推进地方政府非税收入收缴电子化管理工作的通知》
2017年6月	《财政部关于印发<关于稳步推进财政电子票据管理改革的试点方案>的通知》
2018年11月	《财政部关于全面推开财政电子票据管理改革的通知》
2018年12月	《财政部关于统一全国财政电子票据式样和财政机打票据式样的通知》
2019年7月	《财政部国家卫生健康委国家医疗保障局关于全面推行医疗收费电子票据管理改革的通知》
2020年4月	《交通运输部 财政部 国家税务总局 国家档案局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》
2020年12月	《财政部关于修改<财政票据管理办法>的决定》

资料来源：财政部，交通部，中信建投

行业端，电子票据前景可期，医疗电子票据市场空间有望超过 95 亿元。根据《2023 年中国卫生健康统计年鉴》，我国三级医院、二级医院、一级医院分别为 3855 个、11946 个、13252 个。参考招采网招标数据，医疗电子票据系统建设及运维单价分别为 50/10 万元、30/5 万元、20/3 万元，推算医疗电子票据市场空间为 95.42 亿元，考虑未分级医院以及部分专科医院，医疗电子票据市场或将超过 95 亿元。此外，高校共计 3117 个，推算市场空间约为 9.35 亿元。行业端，电子票据潜在市场空间较大，前景可期。

图表 16 医疗电子票据和高校电子票据市场空间测算

名称	公立医院			高校
	三级医院	二级医院	一级医院	
数量 (个)	3855	11946	13252	3117
建设费用 (万元)	50	30	20	25
运维费用 (万元)	10	5	3	5
合计 (亿元)	23.13	41.81	30.48	9.35
合计1 (亿元)	95.42			

资料来源：招采网，中信建投

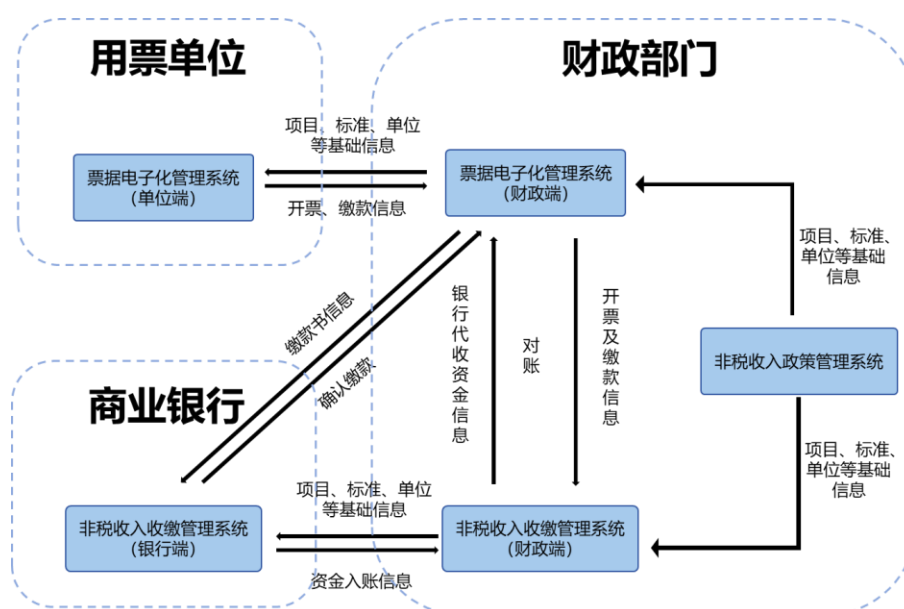
2.2 业务端 1：财政电子票据持续引领，信创、区块链、统一支付等新多点开花

瞄准非税收入管理机遇，公司率先构建建立起“单位开票、银行代收、财政统管、实时监督、源头分解、自动缴库”的政府非税收入信息化管理体系。针对财政票据电子化管理改革及非税收入管理信息化建设过程中的具体目标，公司先后开发了财政票据电子化管理软件、非税收入收缴管理系统、非税收入政策管理系统、博思公共缴费平台等系列产品及服务，实现了软件信息技术与财政票据电子化及非税收入收缴管理业务的深度融合。

公司通过各种产品的有效衔接，能够实现财政部门、用票单位、代收银行以至社会公众的实时联网，建立起“单位开票、银行代收、财政统管、实时监督、源头分解、自动缴库”的政府非税收入信息化管理体系，确保政府非税收入按规定及时、准确、足额上缴国库或财政专户，实现了征缴环节的便民利民，为提高政府非税收入管理的科学化、信息化水平发挥了重要作用。

全程参与财政部预算管理一体化业务、非税收入电子化银行业务及支付电子化业务全国标准和规范制定，市场竞争优势显著。公司一直和财政部政策与技术标准制定部门保持紧密联系与合作，始终掌握着财政相关业务管理改革的最前沿政策方向。同时由于广泛、深入的参与财政部相关改革的全过程，包括标准的讨论制定、试点工作的最终落地推广，公司在业内的先发优势显著。此外，公司深度参与财政部非税电子化标准接口（适配器）的开发，使其产品在应用效果、可靠性和客户信赖度方面拥有较强的竞争力。

图表 17 非税收入管理信息化理论模型和核心流程



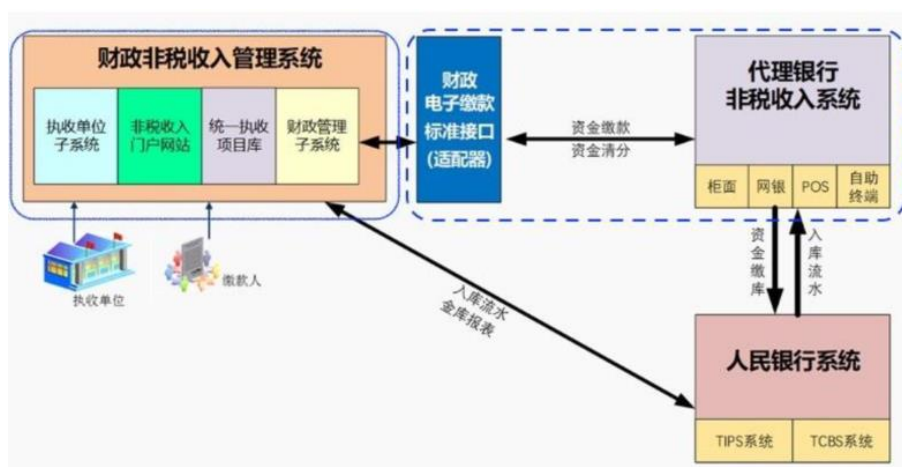
资料来源：公司招股说明书，中信建投

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

（2）**非税收入收缴管理系统**是以非税收入的收费项目及收费标准为监管基础，以财政票据电子化管理、票

款分离为手段，实现政府非税收入规范化、精细化、科学化管理，同时加强财政资金监督、简化收缴程序的信息化管理系统。该系统利用互联网技术将各级财政部门、用票单位、代收银行有关的收款信息数据有机联系起来，实现了用票单位实时在线开票、代收银行实时在线代收缴款，系统自动进行清算、划转、对账，对财政资金在各个环节、各个流转过程进行实时动态管控。

图表 18 非税收入收缴及电子化架构示意图



资料来源：公司公告，中信建投；备注：上图实框为上市公司业务范围，虚框部门为博思致新的公司业务范围

（3）非税收入政策管理系统是通过建立统一的收费文件库、收费项目库、项目标准库和项目分成信息等相关基础信息库；依托非税收入收缴管理系统、财政票据电子化管理软件，动态更新非税收入的执收项目、收费标准、资金性质和分成等管理信息，监管各级财政、单位及时、准确地落实各种收费政策，实现非税收入源头管控的管理系统。

积极把握医疗电子票据改革东风，拓展医疗电子票据领域。公司立足于财政电子票据优势，推动电子票据在医疗行业应用。公司电子票据管理系统是面向医疗单位提供门诊、住院、挂号、体检、互联网等医疗电子票据的票据管理、票据开具、财务内控、票据推送等服务的业务系统，有效解决了群众看病缴费难、排队时间长等问题，是一款为医疗单位量身打造，具有高成熟度的业务系统。

图表 19 医疗电子票据应用示意图



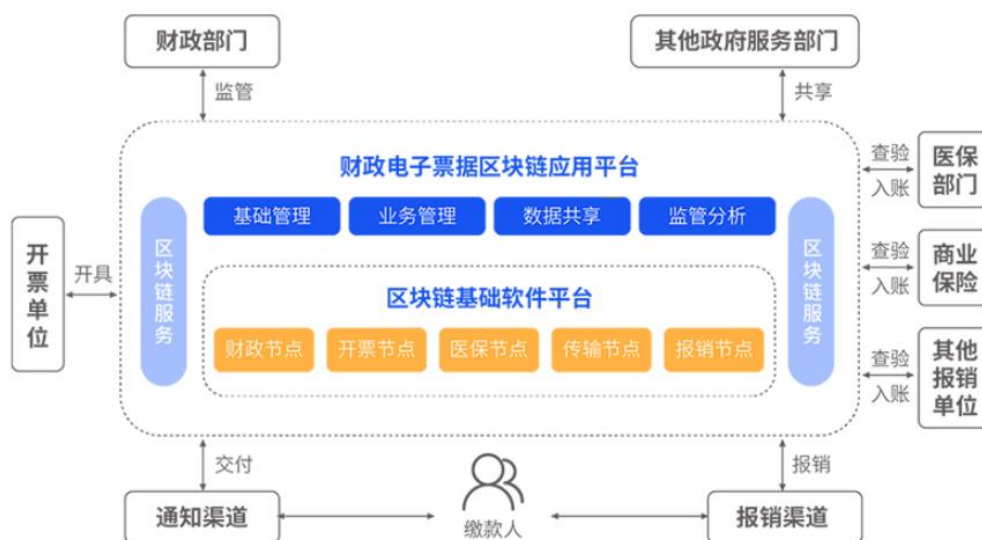
资料来源：公司官方公众号，中信建投

截至 2023 年年底，公司财政电子票据业务已累计覆盖财政部及 31 个省（含省、自治区、直辖市及计划单列市，下同）和新疆建设兵团；截至 2024H1，医疗电子票据业务中，公司累计完成二级及以上医疗机构推广约 8000 家；非税收缴电子化业务中，公司累计服务 27 个省。此外，公司持续探索新增长点，并不断优化业务结构：

（1）信创适配。依据国家信创要求，公司全面开展安全+信创的适配、升级改造业务。公司已在 14 个区域完成信创项目落地并在后续配合国家政策加速覆盖推广。2024 年以来，国家持续强调高水平科技自立自强、国家安全、信心安全等方向，出台一系列政策支持信创替代。2024 年 9 月以来，党政信创大单频出，如福建监狱管理局信创项目、福建司法厅戒毒管理局相继发文推进信创替换项目，涉及金额分别为 4224、2114 万元，项目资金均由省发改委、省财政厅各承担 50%，其中省发改委部分由数字福建专项资金支出。万亿规模超长期特别国债陆续发行，重点聚焦高水平科技自立自强，随着后续相关资金落地，党政领域信创相关项目或将获得增量资金支持，招标节奏有望加快。电子票据与非税管理信息化作为财政 IT 保运转的基础性建设，自主可控需求有较强紧迫性。后续随着信创加速推进，有望为公司数字票证业务的信创适配、升级改造带来增量空间。

（2）**财政电子票据区块链应用**。公司将区块链技术引入到财政电子票据业务应用场景中，提升部门间数据信息共享及业务协作能力，提升单位业务办理效率和管理水平。通过区块链与政府服务结合，公司在医疗、教育、医保、交罚、捐赠等多业务场景深度应用，截至 2024H1，已覆盖 15 个省，为 10 余万单位及广大社会公众提供一站式网上业务办理服务，配合财政、医保、商保等部门开展电子票据查验、理算、报销、入账反馈等全面的社会化应用业务，区块链应用合计处理数据达数十亿笔。

图表 20 财政电子票据区块链应用示意图



资料来源：公司官网，中信建投

（3）**统一支付与行业应用**。统一支付平台是基于非税电子化改革，打造的一套线上便民缴费服务平台。平台打通了主流互联网场景，实现了业务管理、应用场景、支付渠道、数据信息等多层融合及统一处理，满足了各执收单位直缴、汇缴模式下多样化业务办理需求。全方位支持线上、线下全场景应用，提供了多渠道聚合支付、资金对账、清分、退付处理，电子票据在线获取，数据统计分析等专业化技术服务，最终形成非税业务“网上办理、线上缴费、自动获票”一站式服务模式。截至 2024H1，公司统一支付平台已应用服务全国 19 个省级财政（含计划单列市）、30 余个行业、50000 多家执收单位。同时结合公司的缴费和票据业务，公司持续挖掘细分行业单位业务深化，在智付校园（含 K12 教育）、老年大学、青少年宫、公租房、税费同缴、公务出差伙食费及交通费收缴等行业均有标杆案例落地。

图表 21 统一支付平台示意图



资料来源：公司官网，中信建投

2.3 业务端 2：以票据智能监管和商保核保核赔作为突破口，打开数据要素价值释放空间

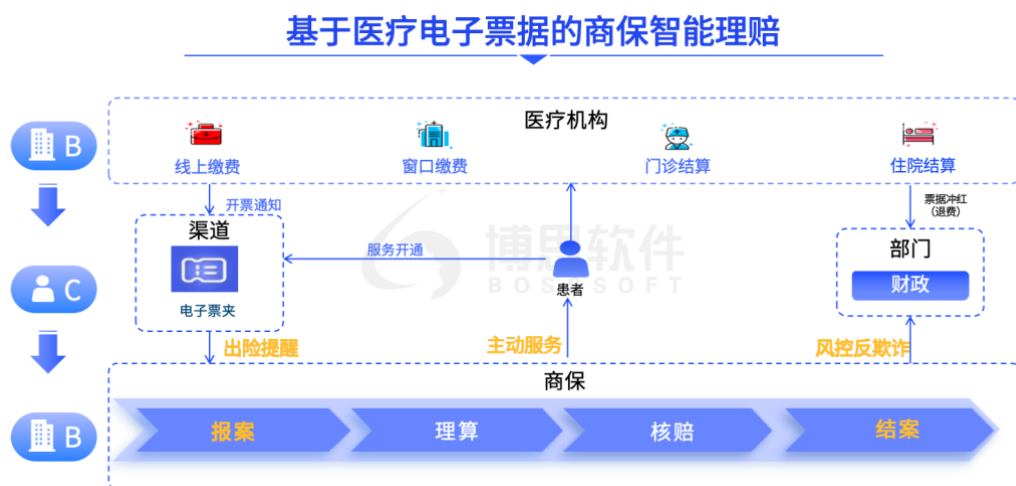
国家高度重视数据要素发展，会计数据要素在资源汇集、场景开发等方面优势显著，潜在价值值得期待。2024 年是数据要素进入“政产”共振的关键一年，数据要素价值释放进入全面提速阶段。2023 年 12 月，国家数据局等十七部门印发《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026 年）》，明确提出到 2026 年底，数据要素应用广度和深度大幅拓展，在经济发展领域数据要素乘数效应得到显现，形成相对完善的数据产业生态，数据产品和服务质量效益明显提升，推动数据要素价值创造的新业态成为经济增长新动力。2024 年 8 月 12 日，财政部修订《会计信息化工作规范》明确提出，鼓励单位运用各类信息技术开展会计数据治理，探索形成可扩展、可聚合、可比对的会计数据要素，丰富数据应用场景，服务价值创造；鼓励单位以安全合规为前提，促进会计数据要素的流通使用，发挥会计数据要素在资源配置中的支撑作用，充分实现会计数据要素价值。

公司立足电子票据优势，积极探索数据要素商保业务和票据智能监管领域的创新应用。（1）商保业务。公司构建并完善数据要素全生命周期服务，以票证、模型能力及业务聚合能力服务于各大商业保险企业，并面向市场推出多样化的产品形态，即依托自主研发的商保及医疗行为模型体系能力助力商保公司开展核保核赔等业

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

务。5月25日，公司“基于医疗电子票据的智能理赔解决方案”获得“2024数字中国创新大赛·数据要素X应用大赛总决赛”二等奖。该方案充分融合医疗电子票据管理改革成果，配套神经网络、知识图谱、机器学习等人工智能前沿技术，实现“上下游数字要素流转，保险行业数据深度应用”的智能理赔方案。以“最小化开发、最快速应用”的目标落地实践，形成了“主动服务、免发票理赔、见票赔、多部门协同风控”的创新业务模式。该方案“B->C->B”的数据应用链路，打通了数电凭证开具单位、业务办理人、数电凭证使用单位的流通，并由博思“电子票夹”提供业务通知、数电凭证获取、凭证整理、授权流转等服务。截至2024年半年报期末，公司商保服务触达省份已达27个，并实现与近70家保司，14家保险科技公司的业务合作应用，业务量上千万笔。（2）**票据智能监管**。公司基于AI大模型的自主学习和处理优势，结合大数据分析挖掘技术及信息处理能力，提供票据日常监管的全流程电子化服务，实现数据要素化治理，达到以数管票、以数管收的效果。持续驱动行政事业单位的业务创新和高效运营，全面提升行政事业单位的票据监管感知与效能。

图表 22 基于医疗电子票据的商保智能理赔方案示意图



资料来源：博思智汇官方公众号，中信建投

三、成长动能：预算管理一体化+电子凭证，打开单位侧百亿级增量市场

3.1 行业端：预算管理一体化建设明确要求，下沉市场年费需求开始迸发

预算管理一体化2.0全面推开，催生财政IT新增市场空间。2021年，国务院出台《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，进一步深化预算管理制度改革，加强财政资源统筹和可持续性。2020年，财政部印发了《预算管理一体化规范（试行）》以及《预算管理一体化系统技术标准V1.0》，2023年修订并印发《预算管理一体化规范（2.0版）》以及《预算管理一体化系统技术标准V2.0》，明确了预算管理一体化下一阶段的建设目

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

标和技术要求，这是以信息化推动预算管理现代化的重要举措。2024 年 7 月，财政部出台《关于深入推进地方预算管理一体化建设的通知》，明确了地方一体化建设下一步工作目标和重点内容。要求各地区要高质量升级完善一体化系统和开展一体化数据应用，高水平保障一体化系统运行和数据安全，为深化财税体制改革提供有力支撑。

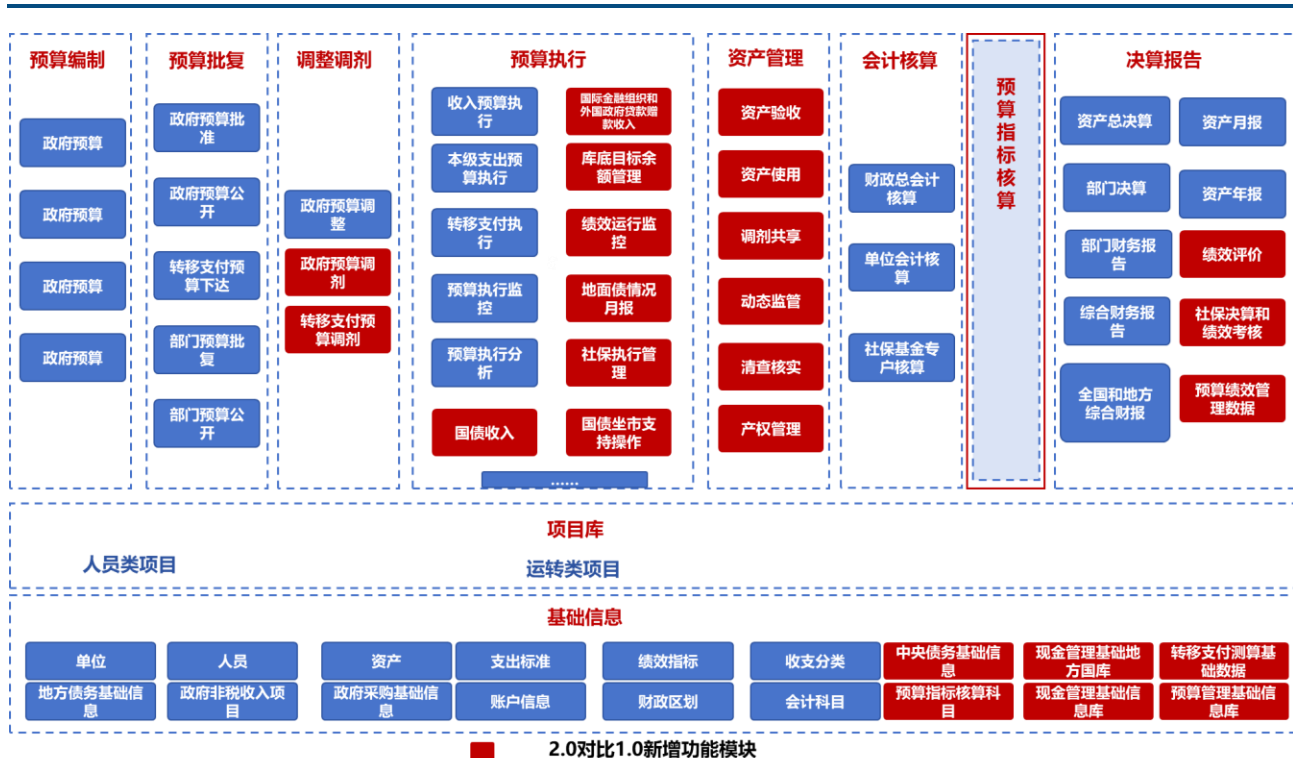
图表 23 财政预算一体化相关政策

时间	政策名称
2021年4月	《国务院关于进一步深化预算管理制度改革》
2020年4月	《预算管理一体化规范（试行）》
2020年4月	《预算管理一体化系统技术标准V1.0》
2023年3月	《预算管理一体化规范（2.0版）》
2023年3月	《预算管理一体化系统技术标准V2.0》
2024年7月	《关于深入推进地方预算管理一体化建设的通知》

资料来源：国务院，财政部，中信建投

预算管理一体化 2.0 将政府债务管理、资产管理、绩效管理等纳入一体化管理，催生预算管理一体化市场系统更迭、升级改造等新增市场需求。预算管理一体化 2.0 业务范围进一步扩大，将政府债务管理、资产管理、绩效管理等业务纳入一体化，覆盖了预算管理全流程各环节。此外，预算管理一体化 2.0 也进一步完善了工作流程、控制规则，并且统一了管理要素。随着预算管理一体化 2.0 落地实施，逐步催生新增市场需求，主要包括标准对标模块、新增功能模块、现有功能优化改造、技术优化升级等。

图表 24 预算管理一体化 2.0 框架示意图



资料来源：博思智汇官方公众号，中信建投

随着预算管理一体化市场逐步下沉，市场空间有望进一步扩大。我们按照政府机构和预算单位数量进行测算，省级行政区 34 个，地级行政区 333 个，县级行政区 2854 个，乡级行政区 40497 个，预算单位 66.9 万个。参考招标网，以及博思软件等公开中标项目，省级行政区的建设费用单价 1000 万元，运维费用 200 万/年；地级行政区的建设费用单价 1000 万元，运维费用 200 万/年；县级行政区的建设费用单价 100 万元，运维费用 50 万/年；乡级行政区的建设费用单价 50 万元，运维费用 20 万/年；我们推测预算单位未来或将以 SaaS 服务模式为主，每年服务费用为 1 万/年。综上，随着预算管理一体化逐步往区县、乡镇下沉，预算管理一体化 2.0 系统建设或升级改造市场空间有望达到 142 亿元左右。同时，政府机构以及预算单位每年产生的运维以及 SaaS 服务费用市场空间有望达到 115 亿左右。《财政部关于深入推进地方预算管理一体化建设的通知》明确提出，1.0 版本业务功能的上线实施原则上应在 2024 年底前完成；2.0 版本新增业务功能的开发上线，具备条件的地区应该在 2025 年底前完成。

图表 25 预算管理一体化 2.0 市场空间测算

名称	省级行政区	地级行政区	县级行政区	乡级行政区	预算单位
数量 (个)	34.00	333.00	2843.00	38602.00	66.9万个
建设费用 (万元)	1000.00	100.00	50.00	30.00	1
合计 (亿元)	3.40	3.33	14.22	115.81	
运维费用 (万元)	200.00	50.00	20.00	10.00	
合计 (亿元)	0.68	1.67	5.69	38.60	66.9 亿/年
合计1 (亿元)	142.49				
合计2 (亿元)	115.45				
推进进展	全部省份已经启动预算管理一体化2.0建设，部分省市进入到试运行阶段				
时间节点	1.0版本业务功能的上线实施原则上应在2024年底前完成;2.0版本新增业务功能的开发上线，具备条件的地区应该在2025年底前完成				

资料来源：招采网，中信建投

预算管理一体化市场竞争格局基本稳定，公司处于领先地位。预算管理一体化市场中，主要包括博思软件、中科江南、太极华青等 IT 服务企业。其中，博思软件承建财政部以及参与了 19 个省市预算管理一体化建设，深度参与陕西、吉林、广东、福建、厦门、湖北、黑龙江、内蒙古、上海、青海、云南等 11 个省级城市。随着预算管理一体化 2.0 建设逐步完成，整个市场逐步进入存量升级迭代以及抢占下沉市场的发展新阶段。

3.2 业务战略 1：财政侧与单位侧双轮驱动，加速抢占预算一体化建设市场

3.2.1 财政侧：持续深耕预算管理一体化和财政大数据

公司核心受益预算管理一体化建设机遇，围绕财政策与单位侧全面拓展智慧财政财务业务。公司以客户需求为导向，充分利用大数据、区块链、人工智能等技术，围绕着财政侧、单位侧全面拓展智慧财政财务业务，提升政府资金使用效率和效益，赋能财政治理体系现代化。在财政侧，聚焦预算管理一体化和财政大数据业务；在单位侧，聚焦财务管理、绩效管理、资产管理等业务。

图表 26 智慧财政财务重点产品

预算管理一体化系统	一体化监督平台	财政大数据产品	政付通
智付校园	政府会计平台	电子会计档案平台	行政事业单位财务内控一体化平台
部门决算报表管理系统	政府财务报告管理系统	公务支出服务平台	预算和绩效管理一体化系统
恒效信息化及咨询服务	智慧公物仓管理平台	资产盘活平台	产业经济发展周期服务平台
项目全生命周期管理平台	政府投资项目建设资金闭环管理系统	智慧财政评审系统	

资料来源：公司官网，中信建投

公司预算管理一体化业务引领市场，承建财政部及 11 个省市一体化核心业务系统。以满足深化预算管理制度改革要求为目标，遵从财政部统一的规范和技术标准，横向覆盖基础信息管理、项目库管理、预算编制、预算批复、预算调整和调剂、预算执行、会计核算、决算和报告等业务环节，纵向贯通省、市、县、乡各级财政，实现财政资金全生命周期管理和全面预算绩效管理，显著提升财政管理规范化、资金监管精准化、辅助决策科学化、财政信息集中化水平，满足财政现代化管理需要，已作为财政部及地方跟从实施的标杆系统。截至 2023 年底，公司已深度承建财政部及 11 个省市一体化核心业务系统，共计参与 19 个省级的预算管理一体化相关系统建设。

基于预算管理一体化数据基础，开展财政运行监测业务。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，选取重点领域热点问题开展财政运行监测，及时掌握全省（市）财政运行状况，剖析运行风险，对财力薄弱风险较高的地区重点关注，为财政决策妥善处置风险隐患提供数据支撑。截至 2024 年 3 月，公司财政大数据业务已完成了 10 大运行监测主题的深化运行，40 多项监测大屏，超过 200 多个运营指标，并结合地方不同的业务需求不断迭代。

图表 27 财务大数据产品示意图



资料来源：公司官网，中信建投

3.2.2 单位侧：积极拓展财务管理、绩效管理以及资产管理

单位侧立足财政侧优势，财务管理、绩效管理以及资产管理等业务取得积极进展。公司基于预算管理一体化改革，对周边业务和市场不断开拓，面向单位侧提供财务管理、绩效管理以及资产管理等业务。（1）**财务管理**主要包括以会计核算为核心的财务管理信息化服务、电子会计档案业务、公务支出业务以及政府报告及部门决算业务。单位电子会计档案产品在北京、陕西、山西、江苏等 21 个省份建立医院、卫健委、高效、行政事业单位应用案例。截至 2024H1，公司服务的省份、地市快速拓展，已服务超 20 万家行政事业单位。（2）**绩效管理**主要包括预算管理咨询服务、预算绩效全流程管理业务、高效预算绩效管理业务。其中，截至 2024H1，预算绩效管理咨询服务覆盖了 10 个省份，成功合作部门案例超过 500 个，覆盖 16 个行业领域。（3）**资产管理**主要包括单位资产管理和资产盘活平台，在福建、厦门、内蒙古、广西、贵州等多个省份形成落地案例。

图表 28 电子会计档案平台示意图



资料来源：公司官网，中信建投

图表 29 部门决算报表管理系统示意图



资料来源：公司官网，中信建投

3.3 业务战略 2：积极把握电子凭证机遇，打造增长新引擎

3.3.1 政策持续加码，电子凭证会计数据标准全面推广有望加速

由于数据标准不统一，电子凭证面临“接收难、入账难、归档难”问题。电子凭证是电子形式的原始会计凭证。现阶段由于各类电子凭证的开具数出多门，数据标准不统一，数据不兼容。财政部联合财政部联合有关部门开展电子凭证会计数据标准制定试点推广工作，推动电子凭证从开具、接收、处理、归档等各环节全流程标准化无纸化处理，解决电子凭证“接收难、入账难、归档难”问题。

政策持续加码，电子凭证会计数据标准全面推广有望加速。2021 年，财政部在《会计信息化发展规划（2021-2025）》中要求“到十四五时期末，实现电子凭证会计数据标准对主要电子票据的有效覆盖”。2022 年 6 月，财政部开启电子凭证会计数据标准试点工作。2023 年 4 月，财政部会同税务总局、人民银行等 9 部门联合发布《关于联合开展电子凭证会计数据标准深化试点工作的通知》，在 2022 年试点的基础上增加了电子凭证种类和试点范围及规模。2024 年 1 月，财政部印发《财政部办公厅关于继续开展电子凭证会计数据标准深化试点工作的通知》，明确鼓励推动原试点单位所有具备条件的下属单位“能试尽试”，鼓励未纳入试点的企事业单位在备案后自愿参与试点，并在 2024 年适时对深化试点工作进行总结，对可复制、可推广的经验进行宣传。2024 年 8 月，财政部修订并发布了《会计信息化工作规范》《会计软件基本功能和服务规范》，电子凭证会计数据标准全面推广有望加速。

图表 30 近年电子凭证相关政策

时间	政策名称
2023年4月	《关于联合开展电子凭证会计数据标准深化试点工作的通知》
2023年5月	《电子凭证会计数据标准深化试点操作指南1.0》
2024年1月	《财政部办公厅关于继续开展电子凭证会计数据标准深化试点工作的通知》
2024年3月	《电子凭证会计数据标准深化试点操作指南2.0》
2024年8月	《会计信息化工作规范》
2024年8月	《会计软件基本功能和服务规范》

资料来源：财政部，中信建投

其中，《关于继续开展电子凭证会计数据标准深化试点工作的通知》明确了试点电子凭证种类、开具端单位范围、接收端试点单位范围、试点平台以及服务保障单位。

（1）电子凭证种类，主要包括数电票、增值税电子普通发票、增值税电子专用发票、财政电子票据、电子非税收入一般缴款书、银行电子回单、银行电子对账单等。

（2）开具端试点单位范围，主要包括能开具数电票的所有开票主体、中国国家铁路集团有限公司所有开票主体、39 家航空公司和 165 家民航销售代理公司、国家电网有限公司、中央和浙江省开票单位、中央部门、浙江省、陕西省所有执收单位、接受银行电子凭证互联互通平台的所有银行等。

（3）**接收端试点单位范围**，接收端试点单位范围包括中央企业、中央级行政事业单位、金融机构、地方单位等，覆盖全国各省、自治区、直辖市、计划单列市和新疆生产建设兵团。同时，鼓励未纳入试点单位范围、具备条件的单位在备案后自愿参与深化试点的工作。其中，浙江省依托政务服务平台继续在全省范围内整体开展试点，深化“多种电子凭证统一标准”一站式服务构建。鼓励具备条件的省份依托平台开展区域性、平台性试点。

（4）**试点平台**，主要包括电子凭证开具分发平台 8 家、代理记账平台 16 家、票务服务平台 5 家、政务财务服务平台 13 家。

（5）**服务保障单位**，主要包括博思软件、中科江南、用友网络、久其软件、金蝶软件、国网数科、普联软件以及航天信息等共计 12 家企业。

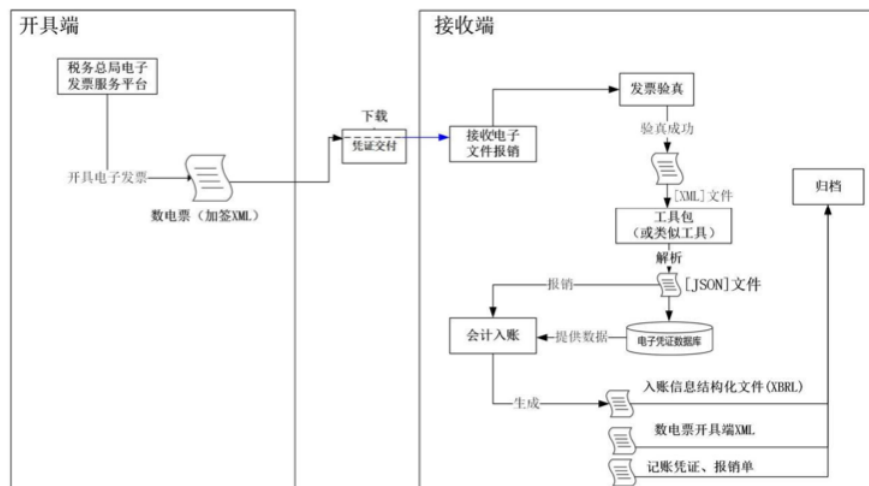
图表 31 电子凭证会计数据标准深化试点解析

电子凭证种类	本轮开具端试点单位范围	接收端试点单位范围	试点平台	服务保障单位
数电票（不含铁路电子客票、航空运输电子客票行程单）	能开具数电票（不含铁路电子客票、航空运输电子客票行程单）的所有开票主体	□ 接受端试点单位范围包括中央企业、中央级行政事业单位、金融机构、地方单位等，覆盖全国各省、自治区、直辖市、计划单列市和新疆生产建设兵团。同时，鼓励未纳入试点单位范围、具备条件的单位在备案后自愿参与深化试点的工作。 □ 浙江省依托政务服务平台继续在全省范围内整体开展试点，深化“多种电子凭证统一标准”一站式服务构建。鼓励具备条件的省份依托平台开展区域性、平台性试点。	□ 电子凭证开具分发平台8家； □ 代理记账平台16家； □ 票务服务平台5家； □ 政务财务服务平台13家。	□ 博思软件、中科江南、用友网络、久其软件、金蝶软件、浪潮通用软件、国网数科、普联软件、航天信息等共计12家企业。
数电票（铁路电子客票）	中国国家铁路集团有限公司所有开票主体			
数电票（航空运输电子客票行程单）	39家航空公司和165家民航销售代理公司			
增值税电子普通发票	国家电网有限公司			
增值税电子专用发票				
财政电子票据（不含电子非税收入一般缴款书）	中央和浙江省开票单位			
电子非税收入一般缴款书	中央部门、浙江省、陕西省所有执收单位			
银行电子回单	接受银行电子凭证互联互通平台的所有银行（截至2024.3共54家）			
银行电子对账单				

资料来源：财政部，公司官方公众号，中信建投

电子凭证接收端重点聚焦于获取、验真、解析、入账、归档等，是电子票证扭转的关键环节。数电票从开具、接收到处理、归档各环节全流程主要包括以下几个方面。1）开具端试点单位按照试点要求，开具（交付）符合税务主管部门有关业务规范的数电票（即为接收端试点单位接收处理的电子凭证），且务必保证该电子凭证的所有数据信息来源合法、真实可靠和未被篡改。2）开具端试点单位将数电票交付到接收端试点单位电子发票服务平台税务数字账户（或接收端试点单位经办人员）。3）接收端试点单位可借助财政部提供的免费基础工具包或深化试点服务保障单位提供的免费个性化工具包，按照电子凭证电子会计数据标准及相关技术规范对会计信息系统进行配置，使其具备接收和解析电子凭证的能力。4）接收端试点单位接收数电票，解析出数电票的结构化数据，然后进行报销、入账等业务处理。5）接收端试点单位应当在业务对应的会计入账完成后、会计凭证归档之前，根据实际入账情况生成符合电子凭证会计数据标准的会计入账信息结构化数据文件。6）接收端试点单位按照财政部、国家档案局《会计档案管理办法》《关于规范电子会计凭证入账归档的通知》等规定相关电子凭证进行归档。

图表 32 电子凭证会计数据标准深化试点中数电票的相关处理流程（以数电票为例）



资料来源：财政部，中信建投

SaaS 服务模式或将成为电子凭证 IT 服务主流模式，接收端远期市场空间每年有望超过 700 亿元，随着接收端主体以及功能升级市场空间有望逐年提升。基于 SaaS 服务模式的低成本、高效益等优势，有望成为未来电子凭证 IT 服务的主要模式。电子凭证市场主要为开具端市场和接收端市场，开具端试点主要为电子凭证开具端，市场空间远小于接收端。接收端主要包括预算单位以及企业，预算单位共计 66.9 万家，大型企业 59.59 万家，中小型企业 5899 万家。参考采招网以及博思软件招标金额，预算单位单价 1 万元/年，大型企业单价 1 万元/年，中小型企业 0.1 万元/年。随着电子凭证全面推广，第一阶段预算单位或将率先开展电子凭证，早期接收端市场空间有望达到 66.9 亿元/年。随着企业端逐步实施电子凭证，市场空间有望超过 700 亿元/年。随着 SaaS 服务逐步升级，接收端市场有望进一步提升。

图表 33 电子凭证市场空间测算

	开具端	接收端		
名称	执收单位	预算单位	大型企业	中小型企业
数量 (个)	—	66.9	59.59	5899
服务费单价 (万元)		1	1	0.1
合计 (亿元)		66.9	59.5	589.9

资料来源：招采网，中信建投

3.3.2 全流程参与电子凭证试点建设，率先打造医疗领域“瑞金模式”

全流程参与电子凭证试点建设，业务覆盖开具端、接收端、票务服务平台以及服务保障等各环节。公司作为财政部开具端试点电子凭证系统承建商、接收端试点单位财务系统承建商、票务服务平台试点单位、电子凭证会计数据标准深化试点服务保障单位，公司全程深度参与前期标准制定、工具包调试及电子会计数据标准验证支撑工作，提供了业财税票协同整体解决方案，致力于解决广大企事业单位电子凭证“接收难、入账难、归档难”的问题。公司为行政事业单位提供电子凭证全流程产品，包含电子凭证管理、公务支出报销管理、电子会计档案管理等，并提供与一体化系统共享协同的软件和运营服务，实现单位电子凭证全流程电子化处理，解决电子凭证的接收难、报销难、入账难、归档难等问题，“让数据多跑路，让群众少跑腿”，推动单位会计工作数字化转型。截至 2024H1，公司已在内蒙、黑龙江等省份有案例落地。

公司助力打造电子凭证闭环高效应用的“瑞金模式”，标杆效应不断强化。2023 年，公司助力上海市电子凭证会计数据标准接收端试点的唯一一家公立医院瑞金医院，全面梳理九大类电子凭证业务，建立了全国首个公立医院电子凭证标准数据管理平台——“瑞金医院电子凭证标准管理平台”。该平台集成了数电发票、非税票据、往来票据的开具交付能力，实现了电子凭证在开具和接收双向业务中的标准化应用。

图表 34 瑞金医院电子凭证标准数据管理平台示意图



图表 35 瑞金医院电子凭证标准数据管理平台架构示意图



资料来源：公司官方公众号，中信建投

资料来源：公司官方公众号，中信建投

四、潜力业务：AI 赋能与强化数字采购业务，央企招采在升级

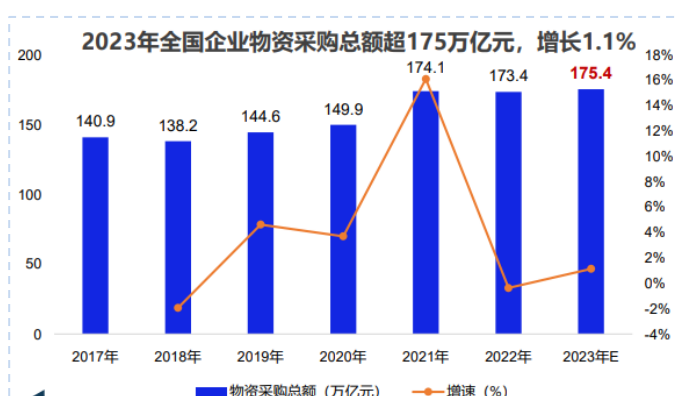
4.1 行业端：数字化采购渗透率提升空间大，数字化采购平台远期空间近 7000 亿

政策持续发力，推动党政、央国企数字采购需求不断释放。近年来，国家持续出台相关政策，加快推动政府机构、企事业单位加快推动采购数字化转型，提高采购效率与透明度。2023 年 12 月，财政部印发《关于进一

步提高政府采购透明度和采购效率相关事项的通知》，针对推进政府采购信息公开、推进采购项目电子实施、提高采购合同签订效率、加快支付采购资金、支持开展政府采购融资等工作提出进一步要求。2024 年 8 月，国务院国资委、国家发展改革委印发《关于规范中央企业采购管理工作的指导意见》，明确提出提升采购数智化水平，深化电子采购系统应用、大力推广企业电子商城。后续随着相关政策深入实施，党政、央国企数字采购需求有望进一步逐步释放。

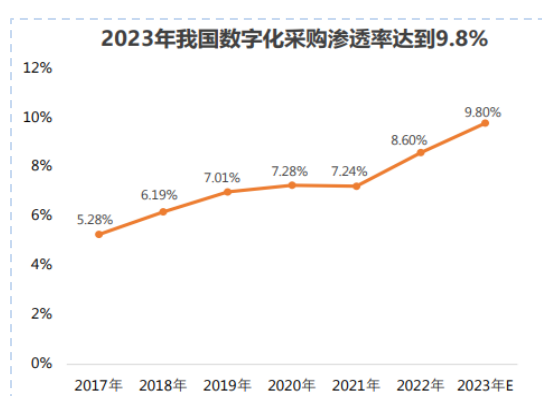
数字化采购规模持续提升，渗透率仍有较大提升空间。根据中国物流与采购联合会发布的《中国公共采购发展报告（2023 年）》显示，2023 年中国公共采购总额为 46 万亿元，公共采购主要包括政府采购、国企采购、军队采购、高校采购以及公益采购等。根据亿邦智库《2024 数字化采购报告》，涵盖工业生产、建筑业生产、零售批发业在内，2023 年全国企业物资采购总额为 175.4 万亿元，同比增长 1.1%。受益于数字化采购相关政策支持以及大数据、人工智能等数字技术的广泛应用，数字化采购规模不断提升。2023 年我国数字化采购总额约为 17.2 万亿元，同比增长 15.2%，数字化采购渗透率达到 9.8%，相比 2022 年提升了 1.2 个百分点（企业统计口径）。总体来看，数字化采购渗透率仍有较大的提升空间，潜在市场空间广阔可期。

图表 36 我国企业数字化采购总额及增长率



资料来源：亿邦智库，中信建投

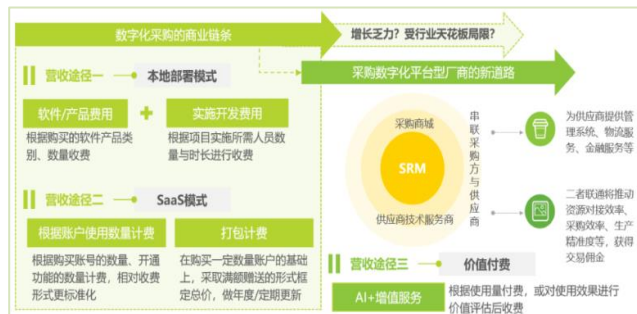
图表 37 2023 年我国数字化采购渗透率



资料来源：亿邦智库，中信建投

数字化采购平台卡位优势突出、商业模式丰富，远期潜在市场空间近 7000 亿元。数字化采购平台有效连接采购方和供应商，商业模式较为丰富，主要包括本地部署平台、SaaS 服务以及价值付费等。（1）**本地部署**。本地部署主要采购方提供数字化采购相关的软件产品，并协助其实施开发。（2）**SaaS 服务**。SaaS 服务主要根据采购方购买账号的数量、开通功能的数量计费，或者打包计费等方式计费，相对收费形式更加标准化。（3）**价值付费**。价值付费主要根据如 AI+增值服务等服务的使用量或者使用效果获取收益。根据艾瑞咨询测算，当前 SRM（供应商管理软件）的市场规模仅 20 亿元，渗透率仅为 1.5%。未来随着企业数字化采购需求的不断深入，潜在市场空间约为 1500 亿元。在此基础上，以 SRM 为中心不断向产业链上下游拓展，远期潜在市场空间接近 7000 亿元，市场发展前景广阔。公司在政府机构、医疗机构以及高校等单位持续深耕，客户基础扎实，在为采购方提供平台建设及运营等 IT 服务方面优势显著，后续有望将业务从采购侧向供应侧延伸，进一步打开公司数字采购业务的成长空间。

图表 38 采购数字化平台的商业模式



图表 39 中国采购数字化平台潜在市场空间测算



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

资料来源：艾瑞咨询，中信建投

4.2 业务端：率先推出公采大模型，引领行业发展

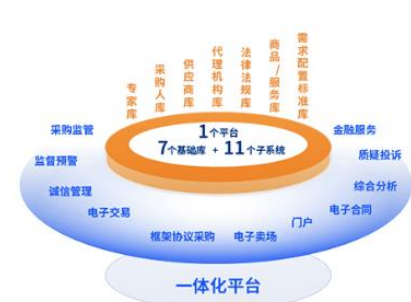
面向政府、高校、企业、医疗等领域，积极应用 AI 技术赋能数字采购。以不断提升单位采购性价比为使命，为政府、高校、企业、医院、金融机构等相关单位提供数字化采购平台及其运营服务，为采购监管部门提供数字化的预警监管手段；为政府部门和企事业单位等采购人提供智能化采购履职保障；为供应商提供数字化营销工具 and 数据分析等服务。基于自有专利商品归一 AI 算法，以“数据+算法+场景”为手段，打造“采购机器人”，构建数字采购的核心要素，实现专业化的商品管理和价格管理，助力采购业务的数字化、可视化、自动化、智能化转型升级，提升采购管理规范化、标准化、精细化，在国内人工智能价格监测领域处于行业领先。2024 年，公司训练出国内首个面向采购行业的垂直大模型—阳光公采大模型；面向企业采购，打造的 AI+SaaS 小博机器人通过算法和数据为客户提供商品治理和价格监测，目前属于行业领先地位。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。

（1）**政府采购**。政府采购云平台是集采购监督、采购执行和采购服务于一体的综合管理交易云平台，能有效支撑万亿级交易额，典型案例包括财政部总共政府采购网、中央政府采购网、广东政府采购智慧云平台、内蒙古政府采购云平台、思创圣政府采购一体化平台等。截至 2024 年 10 月，根据公司官方网站，政府采购云平台在 23 个中央级省级部门应用，市占率超过 35%。截至 2024H1，政府采购绿色建材管理与交易系统在山东省 7 个试点城市中标落地，截至报告期末已累计覆盖 12 个试点城市，在政府采购绿色建材这一新赛道的产品优势和品牌效应逐步凸显，为下一步试点城市扩充后的市场拓展奠定坚实基础。

（2）**高校采购**。公司旗下思必得“高校全流程数字化采购”产品在业内处于领先地位，其建设运营的行业采购交易平台“云采通高校采购联盟”，连接全国众多高校用户节点，汇聚行业需求，依靠大数据和深度学习

商业智能模型，提供现金的互联网+采购交易平台和全场景多维度的采购服务。截至 2024H1，公司高校采购客户累计突破 300 所，市场渗透率进一步提升；采购交易平台交易量快速增长，平台运营收入显著增长，相比往年同期增幅超过 30%；高校采购产品在数智化方向深入推进，在行业内率先推出高度适配高校场景的“全流程电子化快速招标系统”，并成功在多所高校取得应用，为市场拓展增添了新动力。

图表 40 公采云政府采购一体化云平台示意图



图表 41 高校采购架构示意图



资料来源：公司官网，中信建投

资料来源：公司官网，中信建投

（3）**企业采购**。公司专注为大中型企业提供数字化采购解决方案，通过采购中台、供应商网络、AI 采购机器人帮助每个企业搭建自己专属的互联网采购平台。实现企业采购从预算管理、供应商管理、采购交易、采供协同的全流程闭环管理，让采购业务从被动响应向主动服务转型，从事务型采购向战略型采购转型，助力企业降本增效，促合规，推进企业数字化转型，增强企业可持续发展力。截至 2023 年底，公司已经累计为 15 家央企提供智慧采购平台，并与合作伙伴共同建设和运营了山东、北京、黑龙江、湖南、深圳、漳州市、龙岩市国企阳光采购平台。

（4）**医疗采购**。公司致力于构建医疗采购管理+电子交易+服务的智慧管理模式，从采购预算、申购审批、可行性必要性分析、需求调研、需求论证、采购实施计划、执行交易、合同履约、电子档案、数据统计及分析利用的采购全流程闭环管理，强化业务、财务、资产、采购等部门协同配合，推动公立医院采购管理模式从单一归口管理转向全面协同，从规模扩张转向提质增效，从粗放管理转向精细化管理，进而促进公立医院有效防范和管控采购活动的风险，为医院高质量发展提供新效能。截至 2023 年底，已在福建、广东、甘肃、湖北、黑龙江和内蒙古自治区等地区有医疗采购信息化业务落地。

此外，公司积极拓展行政事业单位自行采购，以内蒙古、黑龙江、福建、广东等地的建设上线的项目为根基和标杆，向辽宁、江苏、江西、陕西、四川等省份的各级财政部门、预算单位、代理机构延伸出更多市场机会，加速推进项目成果转化。

数字采购业务保持高速增长，净利率大幅提升。公司旗下数采科技是数字采购业务的主要承载主体。2020/2021/2022 年，数采科技实现营业收入 1.50/2.60/3.93 亿元，复合增长率为 61.86%；实现净利润-0.23/0.17/0.44

亿元；实现毛利率 51.04%/59.56%/58.18%；实现净利率-15.04%/6.58%/11.18%。2020 年以来，营业收入、净利润、毛利率等关键经营指标均呈现出快速增长态势。当前，我国数字采购仍处于低渗透率、高速发展阶段，公司数字采购业务的营收利润有望保持持续高增态势。

图表 42 数采科技经营情况（2020-2022 年）

时间	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	毛利率	净利率
2020	1.50	-0.23	51.04%	-15.04%
2021	2.60	0.17	59.56%	6.58%
2022	3.93	0.44	58.18%	11.18%

资料来源：公司公告，中信建投

五、盈利预测

受益于预算管理一体化改革 2.0、电子凭证会计数据标准试点以及新一轮财税体制改革等多重政策红利叠加，不断催生新增市场需求，推动财税 IT 持续保持高景气度。公司作为财政 IT 龙头企业，有望核心受益政策红利，推动业务持续保持稳健增长。

（1）收入与毛利率假设

我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 23.87/28.81/35.85 亿元，同比增长 16.77%/20.67%/24.47%；归母净利润分别为 4.23/5.45/6.62 亿元，同比增长 29.45%/28.89%/21.53%。1）**技术服务**，实现营收 17.74/21.29/26.62 亿元，毛利率为 67.50%/68.50%/68.60%；2）**软件开发与销售**，实现营收 5.39/6.74/8.42 亿元，毛利率为 77.00%/78.00%/78.20%；3）**硬件及耗材等销售**，实现营收 0.71/0.75/0.78 亿元，毛利率为 26.50%/26.70%/27.00%。

（2）费用率假设：

随着公司业绩持续增长，我们预计 2024-2026 年，销售费用率分别为 14.50%、14.30%、14.20%；管理费用率分别为 13.50%、13.00%、12.90%；研发费用率分别为 18.50%、18.70%、19.50%。

投资建议：公司作为财务 IT 龙头企业，经营业绩保持多年高速增长，运营、SaaS 等可持续性收入占比持续提升，推动公司盈利能力持续增强。随着预算一体化改革下沉和电子凭证会计数据标准全面推开，公司智慧财政财务业务有望迎来突破性、持续性增长。我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 23.87/28.81/35.85 亿元，同比增长 16.77%/20.67%/24.47%；归母净利润分别为 4.23/5.45/6.62 亿元，同比增长 29.45%/28.89%/21.53%，对应 PE 26.11/20.26/16.67 倍。综合考虑公司行业龙头地位、经营稳健性、业务成长性以及处于低估值阶段，给予“买入”评级。

图表 43 公司盈利预测简表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,919.42	2,044.32	2,387.13	2,880.53	3,585.26
YoY(%)	22.72	6.51	16.77	20.67	24.47
归母净利润(百万元)	254.41	326.66	422.86	545.04	662.39
YoY(%)	11.05	28.40	29.45	28.89	21.53
毛利率(%)	61.63	66.66	68.37	69.59	69.91
净利率(%)	13.25	15.98	17.71	18.92	18.48
ROE(%)	12.07	12.68	14.55	16.37	17.22
EPS(摊薄/元)	0.34	0.44	0.57	0.73	0.89
P/E(倍)	43.40	33.80	26.11	20.26	16.67
P/B(倍)	5.24	4.29	3.80	3.32	2.87

资料来源：iFinD，中信建投（2022 与 2023 年收入、净利润采用公司年报数据，其余数值为盈利预测数据）

风险分析

- 1) 政策推进不及预期：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发生变化，可能导致公司无法享受相关税收优惠政策，对公司经营业绩造成一定影响。此外，财政信息化、数据要素以及数字采购等相关政策推进不及或者落地实施不及预期，将对公司产生一定影响。
- 2) 市场竞争加剧：随着市场环境逐步成熟，市场规模不断扩大，各细分领域或将吸引更多的软件企业进入，市场竞争更加激烈，可能会导致产品和服务价格下滑、产品更新换代更加快速、市场份额难以保持的风险，对于公司的产品和服务的价格、市场份额等造成一定影响。
- 3) 新技术与产品研发及落地推广不及预期风险：如果公司在发展过程中新技术与产品的研发及落地推广不及预期，或将削弱公司的综合竞争力。此外，公司需对相关技术研发领域进行持续投入，如果相关业务短期内不能为公司带来覆盖投入的收入增长，将对公司短期盈利能力产生影响。
- 4) 季节性波动风险：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。
- 5) 应收账款余额较大风险：随着业务规模的持续扩大，公司营收账款余额总体上呈现增加趋势，可能存在部分货款不能及时回收的风险。

报表预测

图表 44 公司财务报表预测及比率分析

资产负债表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,095.62	2,883.78	3,326.90	3,997.51	4,870.15
现金	1,007.44	1,392.17	1,762.61	2,185.16	2,697.85
应收票据及应收账款合计	815.96	887.13	973.59	1,174.82	1,462.25
其他应收款	54.55	72.71	75.84	91.51	113.90
预付账款	13.41	19.16	18.89	22.80	28.37
存货	92.89	152.63	139.95	162.36	200.00
其他流动资产	111.37	359.98	356.01	360.86	367.78
非流动资产	1,151.53	1,411.63	1,342.43	1,260.53	1,171.30
长期投资	103.17	155.11	152.71	150.32	147.92
固定资产	217.56	229.99	262.28	281.88	288.79
无形资产	67.08	74.46	62.05	49.64	37.23
其他非流动资产	763.72	952.08	865.38	778.69	697.36
资产总计	3,247.15	4,295.41	4,669.32	5,258.03	6,041.45
流动负债	715.53	792.58	832.49	975.89	1,206.33
短期借款	4.20	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	274.20	254.78	284.59	330.16	406.69
其他流动负债	437.13	537.80	547.90	645.73	799.65
非流动负债	104.65	359.49	308.43	257.43	207.22
长期借款	88.95	223.89	172.83	121.82	71.62
其他非流动负债	15.70	135.60	135.60	135.60	135.60
负债合计	820.18	1,152.07	1,140.92	1,233.32	1,413.56
少数股东权益	319.44	567.20	622.73	694.30	781.28
股本	612.57	751.59	752.07	752.07	752.07
资本公积	588.74	652.58	652.10	652.10	652.10
留存收益	906.22	1,171.97	1,501.51	1,926.25	2,442.45
归属母公司股东权益	2,107.53	2,576.14	2,905.67	3,330.42	3,846.62
负债和股东权益	3,247.15	4,295.41	4,669.32	5,258.03	6,041.45

现金流量表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	308.60	329.36	511.66	588.27	700.86
净利润	291.48	371.93	478.39	616.62	749.37
折旧摊销	55.36	59.74	66.81	79.50	86.83
财务费用	-2.80	-10.56	-1.55	-3.96	-6.61
投资损失	2.32	-4.22	-2.11	-2.11	-2.11
营运资金变动	-115.63	-160.22	-32.76	-104.67	-129.50
其他经营现金流	77.86	72.69	2.88	2.88	2.88
投资活动现金流	-347.82	-546.69	1.62	1.62	1.62
资本支出	273.91	92.52	0.00	0.00	0.00
长期投资	-74.52	-345.87	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-547.21	-293.34	1.62	1.62	1.62
筹资活动现金流	185.70	609.34	-142.84	-167.34	-189.79
短期借款	-37.82	-4.20	0.00	0.00	0.00
长期借款	75.00	134.95	-51.06	-51.01	-50.20
其他筹资现金流	148.53	478.59	-91.77	-116.33	-139.58
现金净增加额	146.48	392.02	370.44	422.55	512.69

利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,919.42	2,044.32	2,387.13	2,880.53	3,585.26
营业成本	736.54	681.62	755.02	875.90	1,078.92
营业税金及附加	13.67	15.00	17.87	21.56	26.83
销售费用	280.72	325.53	346.13	411.92	509.11
管理费用	255.26	295.45	322.26	374.47	462.50
研发费用	346.25	369.26	441.62	538.66	699.13
财务费用	-2.80	-10.56	-1.55	-3.96	-6.61
资产减值损失	0.00	-1.58	-0.62	-0.74	-0.92
信用减值损失	-30.01	-21.60	-34.29	-41.38	-51.51
其他收益	50.18	45.55	42.77	42.77	42.77
公允价值变动收益	0.08	1.51	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-2.32	4.22	2.11	2.11	2.11
资产处置收益	0.36	0.74	0.35	0.35	0.35
营业利润	308.08	396.85	516.11	665.09	808.18
营业外收入	0.19	0.12	0.19	0.19	0.19
营业外支出	0.65	0.90	0.68	0.68	0.68
利润总额	307.61	396.07	515.62	664.61	807.69
所得税	16.13	24.14	37.23	47.99	58.33
净利润	291.48	371.93	478.39	616.62	749.37
少数股东损益	37.08	45.27	55.53	71.57	86.98
归属母公司净利润	254.41	326.66	422.86	545.04	662.39
EBITDA	360.17	445.26	580.88	740.15	887.91
EPS (元)	0.34	0.44	0.57	0.73	0.89

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	22.72	6.51	16.77	20.67	24.47
营业利润(%)	8.54	28.82	30.05	28.87	21.51
归属于母公司净利润(%)	11.05	28.40	29.45	28.89	21.53
获利能力					
毛利率(%)	61.63	66.66	68.37	69.59	69.91
净利率(%)	13.25	15.98	17.71	18.92	18.48
ROE(%)	12.07	12.68	14.55	16.37	17.22
ROIC(%)	24.98	22.51	25.83	33.23	38.78
偿债能力					
资产负债率(%)	25.26	26.82	24.43	23.46	23.40
净负债比率(%)	-37.67	-37.17	-45.06	-51.27	-56.75
流动比率	2.93	3.64	4.00	4.10	4.04
速动比率	2.76	3.39	3.78	3.88	3.82
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.48	0.51	0.55	0.59
应收账款周转率	2.35	2.31	2.45	2.45	2.45
应付账款周转率	2.69	2.68	2.65	2.65	2.65
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.44	0.57	0.73	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.44	0.69	0.79	0.94
每股净资产(最新摊薄)	2.83	3.45	3.90	4.46	5.16
估值比率					
P/E	49.26	38.37	29.64	22.99	18.92
P/B	5.95	4.86	4.31	3.76	3.26
EV/EBITDA	32.27	23.55	19.75	15.02	12.07

资料来源: wind, 中信建投

分析师介绍

应瑛

中信建投证券计算机行业首席分析师，伦敦国王学院硕士，5 年计算机行业研究经验。2021 年加入中信建投，深入覆盖医疗信息化、工业软件、云计算、网络安全等细分领域。

研究助理

张敏

zhangminjsjz@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10%-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk