

➤ **应“数字福建”而生，高速成长的政务信息化厂商。**博思软件成立于2001年，起家于学校收费票款分离、财政票据电子化建设等业务。公司有所为有所不为，聚焦细分领域深耕细作，以票据电子化业务为根基切入政府资金管理体系，逐步扩大收入规模。公司自2016年上市以来，营收增长约9倍，员工总数从600人增长至超过5000人，成为高速增长的政务IT新星。

➤ **卓越管理团队领航，汇聚人才共谋公司发展。**博思身上一个鲜明的特点在于以董事长陈航先生为代表的管理团队开放包容的心态和卓越的领导力。博思上市时股东皆为公司员工，上市后博思通过一系列收购招揽了业内诸多优秀的IT团队，在人数高速扩张团队迅速壮大的背景下管理层做到了良好的整合。

➤ **深度挖掘非税与电子票据，财政IT与电子采招蓄势待发。**从业务视角看，博思目前形成基石业务（非税与电子票据）+第二增长引擎（财政IT与电子采招）+培育探索（智慧城市与数字乡村）三大版图，成长逻辑清晰。其中：1) 非税与电子票据，电子票据管理改革在行政事业单位缴费、医疗、教育领域强有力推进，而财政侧、银行通道侧、行业部门侧均需要相应的IT系统建设和升级，博思凭借明显的先发优势成为了非税与电子票据的龙头；2) 财政IT板块，公司在2018年拿下陕西省财政云建设项目、成为财政数字化转型的标杆案例，得到财政部的认可和采用，成为财政部推荐给地方省份的跟从模式之一，并于2021年成为财政部预算管理一体化承建厂商。截至2022年公司已经承建了包括财政部、陕西、吉林、黑龙江、内蒙古、福建、湖北、广东、上海等共十个省级及以上案例，后续有望成为新的增长点；3) 电子采招，主要分为政府、高校、企业及金融科技四大领域，政府采招已经拿下7个省份，而企业级市场空间更加广阔。

➤ **数字经济下，政务IT向数字化迈进。**2022年初由国务院印发的《“十四五”数字经济发展规划》将数字经济定位未来经济发展主基调，其中明确到25年在线政务服务的实名用户翻倍达到8亿。博思是政务IT建设的见证者和建设者，业务布局紧跟政务信息化方向，有望在数字经济指引下充分享受政务数字化红利。

➤ **投资建议：**预计公司22-24年营收分别为19.0、25.9、35.2亿元，同比增速分别为21%/37%/36%；归母净利润分别为2.8、4.1、5.6亿元，同比增速分别为20%/49%/36%。当前市值对应22、23、24年PE为46、31、23倍。考虑到博思在政务信息化细分领域的龙头地位和新业务版图的顺利开拓，公司22-24年增长速度值得期待，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情加剧致政务IT支出下滑；行业竞争加剧致毛利率下滑；企业级公采开拓进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1564	1898	2592	3524
增长率(%)	37.6	21.4	36.6	36.0
归属母公司股东净利润(百万元)	229	275	408	556
增长率(%)	41.6	20.1	48.5	36.0
每股收益(元)	0.37	0.45	0.67	0.91
PE	56	46	31	23
PB	8.0	6.8	5.6	4.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年2月24日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.86元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

分析师 丁辰晖

执业证书：S0100522090006

电话：021-80508288

邮箱：dingchenhui@mszq.com

相关研究

1. 博思软件 (300525.SZ) 2022 年三季度报点评：三季度保持高速高质量增长，全年值得期待-2022/10/26

2. 计算机行业深度：逆势成长的财政IT：政府开源节流的破局者-2022/09/19

目录

1 高速成长的政务数字化新星	3
1.1 应“数字福建”而生，做精每一个领域	3
1.2 财务视角下：接近“产品化”的政务 IT 厂商	5
2 深度挖掘细分市场，政务数字化的赋能者	9
2.1 信息化赋能典范，财政 IT 领军者	9
2.2 降本提效与公开透明，公采平台进入成长快车道	15
2.3 积极探索，智慧城市与数字乡村孕育未来	20
3 数字经济定调，政务 IT 向数字化迈进	22
3.1 黄金时期已至，数字经济成为下一阶段方向	22
3.2 数字经济下，政务 IT 向专业化发展	23
4 盈利预测与投资建议	28
4.1 盈利预测假设与业务拆分	28
4.2 估值分析与投资建议	29
5 风险提示	31
插图目录	33
表格目录	33

1 高速成长的政务数字化新星

1.1 应“数字福建”而生，做精每一个领域

应数字化而生，高速成长为财政信息化领军者。博思软件成立于 2001 年，起家于学校收费票款分离、财政票据电子化建设等业务。公司有所为有所不为，聚焦细分领域深耕细作，以票据电子化业务为根基切入政府资金管理体系，逐步扩大公司的收入规模。2006-2015 年，公司抢占政府资金管理信息化市场，将覆盖面推向全国；2016-2021 年，公司巩固政府信息化基本盘，发力“互联网+”政务领域，切入公采平台建设领域，开拓第二增长曲线。公司自 2016 年上市以来，营收增长约 9 倍，员工总数从 600 人增长至 5008 人，成为高速增长政务 IT 新星。

图1：博思软件发展历程回顾



资料来源：公司官网，民生证券研究院

砥砺前行，业务版图围绕政企数字化拓展。回顾公司的发展路径，博思遵循“细分领域深耕+成为行业龙头+结合优势拓展”的路径。公司目前已经形成“非税与电子票据（基石业务）+财政 IT（第二增长曲线）+数字采购（第二增长曲线）+智慧城市与数字乡村（培育探索期）”的业务架构。从商业模式角度，公司产品多以标准系统+模块+定制开发为主，同时以公采云、通缴云为代表的 SaaS 业务也在顺利拓展。

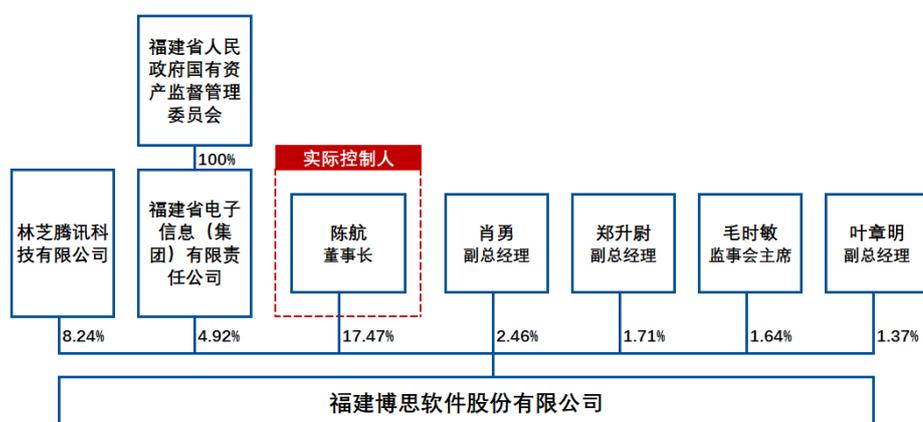
图2：博思软件业务体系架构



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

齐心协力，董事长率领创业团队不断前行。截至 2022Q3，博思软件股权结构主要以董事长及高管团队、腾讯、福建电子信息集团为主。其中董事长陈航先生持有公司 17.47% 的股份，位列第一大股东，核心高管均持有公司一定数额股票。其他重要股东中，林芝腾讯持股 8.24%（定增获取股权），福建电子信息集团是博思上市时的第 2 大股东，目前持股 4.92%。

图3：博思软件股权结构（截止到 2022Q3）



资料来源：公司 2022 年三季报，民生证券研究院

善用激励，让员工享受公司成长红利。博思自 16 年上市以来，累计实施 2 次员工持股计划及 4 轮限制性股票或股票期权激励，覆盖员工范围广，能够将核心骨干员工充分绑定，同时也让员工能够享受到上市公司成长的红利，考虑到博思同样进行了多次并购引入业绩优秀的 IT 团队，进行股权激励更有利于公司长期发展。根据 2021 年股票期权激励计划的业绩考核指标计算，21-23 年公司扣非净利润分别为 1.64、1.87、2.15 亿元，同比增速分别为 27%、14%、15%。

表1：博思软件上市以来股权激励及员工持股计划梳理

日期	激励类型	授予数量 (万股)	占总股本比	授予人数 (人)	占总员工比	考核指标
2022 年 12 月 28 日	员工持股	2438.7556	3.98%	711	14.00%	--
2022 年 12 月 2 日	限制性股票	798.4935	1.31%	679	23.16%	以 17-19 年净利润均值为基数, 21、22、23 年净利润增速不低于 110%、140%、175%

2021年9月13日	股票期权	447.46	1.13%	405	10.96%	以18-20年净利润均值为基数, 21、22、23年净利润增速不低于59%、82%、108%
2018年9月28日	股票期权	594.306	4.58%	408	33.06%	以15-17年净利润均值为基数, 18、19、20年净利润增速不低于35%、55%、75%
2018年2月7日	员工持股	413.9952	5.75%	200	30.00%	--
2017年5月31日	限制性股票	389.3	5.71%	194	28.74%	以14-16年净利润均值为基数, 17、18、19年净利润增速不低于15%、30%、50%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: “净利润”指标为扣除非经常性损益的归属于上市公司股东净利润; 总股本数量指每次权益分派前公司的总股本数量; 员工持股计划授予人数、数量均为计划数, 授予人数占员工比采用上一年度员工数计算, 数值略有偏高

精准操作, 运用资本手段扩展公司能力圈。博思自上市以后另一大鲜明的标签在于进行了多项出色的收购, 将业内优秀的IT团队纳入麾下; 而后续的业务线协调整合也足以彰显以陈航董事长为舵手的管理层出色的整合能力。博思收购的公司分布在内蒙古、吉林、成都、北京、广东等地方, 收购后公司进一步补足产品线上的种类, 并且在当地拓展客户也有了基础。17-19年间公司逐渐从一个深耕福建的地方IT厂商成长为辐射全国的IT新星, 业务版图也在非税与电子票据、财政信息化、公采等细分领域继续深化。

表2: 博思软件上市以来主要收购动作梳理

时间	收购标的	主营业务	收购金额 (万元)	持股比例
2016年5月	北京支点国际	政府采购	1635	51%
2017年8月	内蒙古金财信息	财政及政府公共服务信息化	8400	70%
2018年8月	吉林金财科技	财政信息化管理系统	5550	100%
	浙江美科科技	电信增值业务运营	1134	70%
2018年10月	广东瑞联科技	财政信息化业务	11413	78%
2018年11月	成都思必得	高校采购	2600	51%
2018年12月	北京阳光公采	政府采购	3060	51%
	北京公采云	电子采购	765	51%
2020年4月	浙江美科科技	电信增值业务运营	486	30%
2020年9月	内蒙古金财信息	财政及政府公共服务信息化	3600	30%
2020年9月	广东瑞联科技	财政信息化业务	3526.38	22%

备注: 2020年10月, 公采业务板块整合。将公采业务统一调整至公司控股子公司数采科技架构下。阳光公采、公采云、支点国际变更为数采全资子公司。

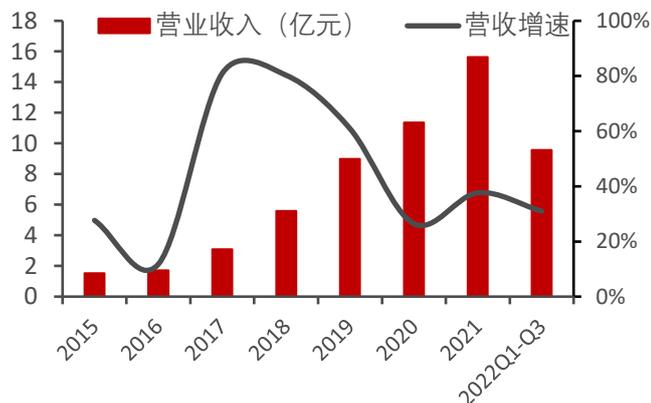
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

1.2 财务视角下: 接近“产品化”的政务IT厂商

5年8倍, 2016-2021年收入体量复合增速56%。博思自2016年上市后进入高速发展阶段, 截至2016年末公司营业收入为1.71亿元, 而2021年公司的收入体量已经成长至15.64亿元, 5年间公司收入增长8倍, 复合增速达到56%。根据公司的披露口径(按照业务模式), 技术服务收入是近年来高增长的重要动力,

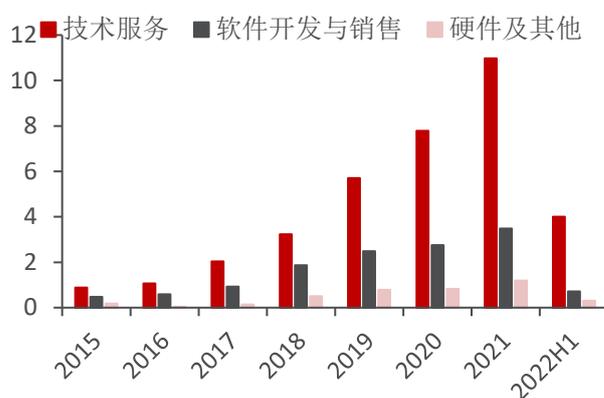
主要涵盖已有标准软件的开发扩展，以及一定体量的 SaaS 业务。2021 年技术服务收入规模达到 10.97 亿元，同比增长 41%；软件开发收入 3.48 亿元，同比增长 27%。

图4：2015-2022Q1-Q3 博思软件营业收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

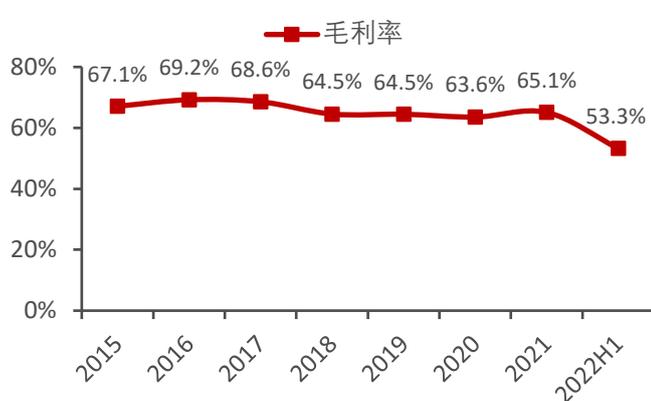
图5：2015-2022H1 博思软件三大收入构成



资料来源：wind，民生证券研究院

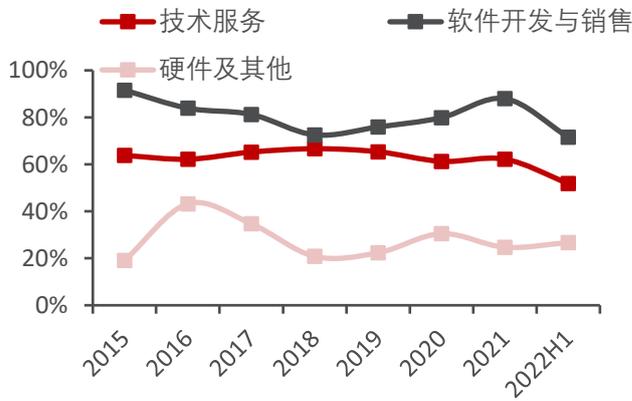
毛利率基本保持平稳，技术服务占比提升至整体呈小幅下滑趋势。公司整体毛利率自上市以后基本稳定在 60%以上，但整体呈现小幅下滑趋势，这与公司的业务模式有较强的相关性。非税票据、财政系统经历上一轮信息化过程，公司已经积淀了十足的标准产品能力，但在具体项目中仍需要一定的开发和扩展，且整体模式呈现项目制的特点。而财政一体化系统、电子采招平台同样需要基础软件平台和一定量的开发和升级服务，因此技术服务收入增速快于软件开发。而考虑到业务模式，技术服务的毛利率约为 60%左右，软件开发的毛利率超过 80%，因此整体毛利率预计会稳定在 60%以上。随着公司的覆盖客户越来越多，相关的运维和扩展需求成为主要增长的动力。2022H1 公司的表现毛利率为 53%，主要为季节性因素所致，根据过往中报时期的数据也可以得到印证，预计全年仍将恢复正常水平。

图6：2015-2022H1 博思软件整体毛利率变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

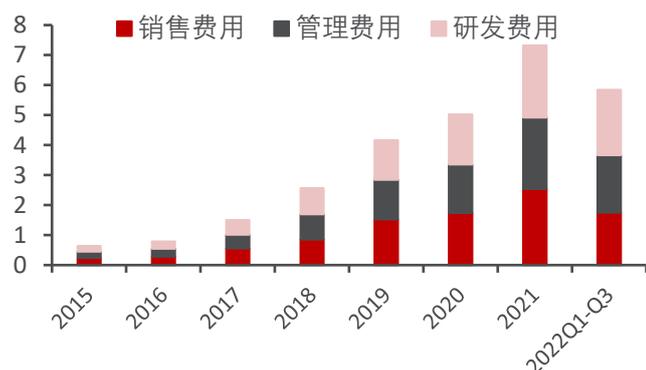
图7：2015-2022H1 博思软件三大业务毛利率变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

人员高速增长，费用率控制卓越。公司是典型的软件企业，规模扩张与成本主要源自于员工数量，如何做到良好的管理保证项目交付效率与成本控制考验着管

理层的能力。博思的销售、管理、研发费用体量相当，但三大费用合计的费用率基本稳定在 45%左右，彰显公司管理层在人员快速扩张时期良好的管理能力。截至 2021 年底公司员工总数为 5008 人，15-21 年的复合增速达到 30%，员工数量的持续扩张表明公司在未来会继续保持高成长态势。

图8：2015-2022Q1-Q3 博思软件主要费用（亿元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

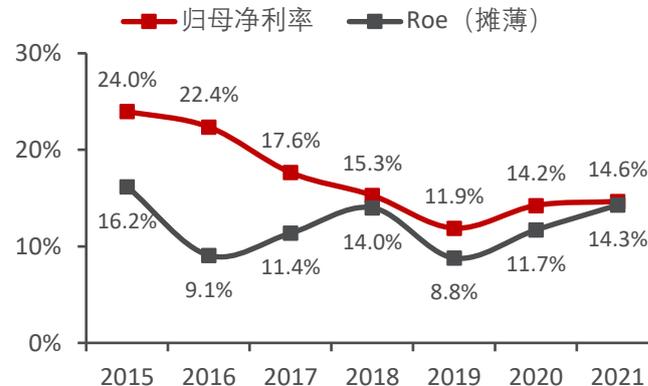
图9：2015-2021 博思软件员工及期间费率情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

16-21 年利润复合增速 43%，用成熟业务孕育新兴版图。 得益于收入端的高增长及费用端的良好控制，公司上市后利润同样迎来高速增长，2021 年归母净利润达到 2.29 亿元，同比增长 41%以上。从利润增速和利润率的角度，公司利润的增长整体慢于收入，主要原因是公司在拓展新业务（如公采平台）的过程中需要前置投入大量人力来研发及铺设渠道，因此造成了过去 5 年利润体量暂时没有完全匹配收入的情况。目前前期的投入已经初见成效，子公司博思数采 2021 年已实现扭亏为盈，可以从侧面反映业务持续成熟，从利润率上也能够看出，2020 年博思将数采板块统一整合至子公司博思数采，同时发力投入，2020、2021 两年随着业务高增长利润率持续提升，2021 年已经达到 14.6%。

图10：2015-2022Q3 博思软件归母净利润及增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：2015-2021 博思软件利润率与 ROE


资料来源：公司公告，民生证券研究院

政务 IT 中良好的回款管理，现金流健康。 博思主要面向政务信息化市场，公司有着良好的账期和现金流管理能力，财务指标相对健康，公司的销售收现比基本维持在 1 左右，经营性净现金流一直以来保持高质量的成长。2021 年公司销售收

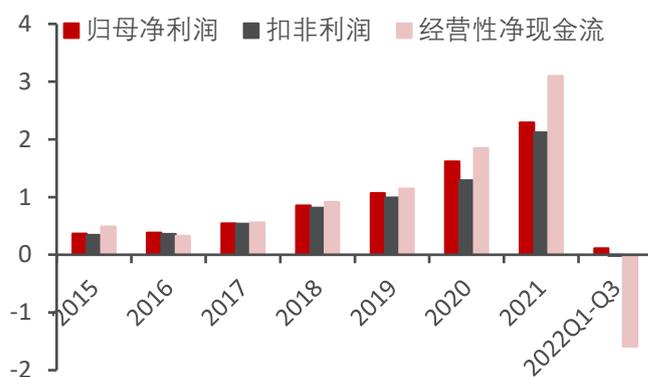
现达到 16.4 亿元,同比增长 47%;经营性净现金流达到 3.1 亿元,同比增长 67%。
2021 年现金流情况进一步优化,一方面能够反映公司的各项业务旺盛的需求,另一方面也彰显公司优秀的人员和回款管理能力。

图12: 2015-2022Q3 博思软件销售现金流情况



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图13: 2015-2022Q3 博思软件利润与净现金流比较 (亿元)



资料来源:公司公告,民生证券研究院

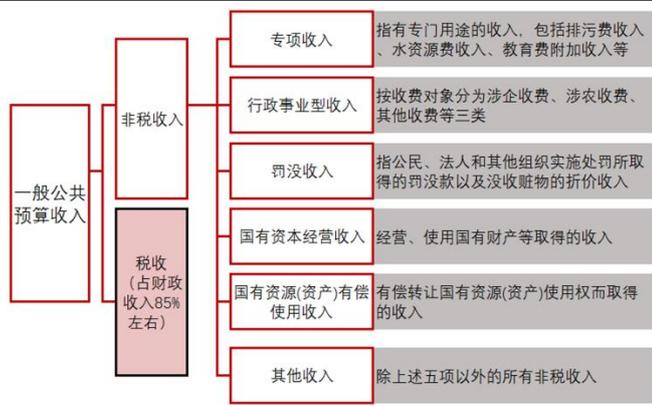
2 深度挖掘细分市场，政务数字化的赋能者

2.1 信息化赋能典范，财政 IT 领军者

2.1.1 非税与电子票据，博思的优势领域

非税收入：我国财政收入的重要补充，年收入占比达 15%。非税收入就是国家机关、事业单位等向企业和个人收取的除税收以外的费用。非税收入中收取金额最大的是专项收入、行政事业型收费和罚没收费等。2021 非税收入 2.98 万亿元，同比增长 4.2%。近五年来非税收入每年占全年总收入的 15%左右。

图14：我国非税收入的主要形式



资料来源：博思软件招股书，民生证券研究院

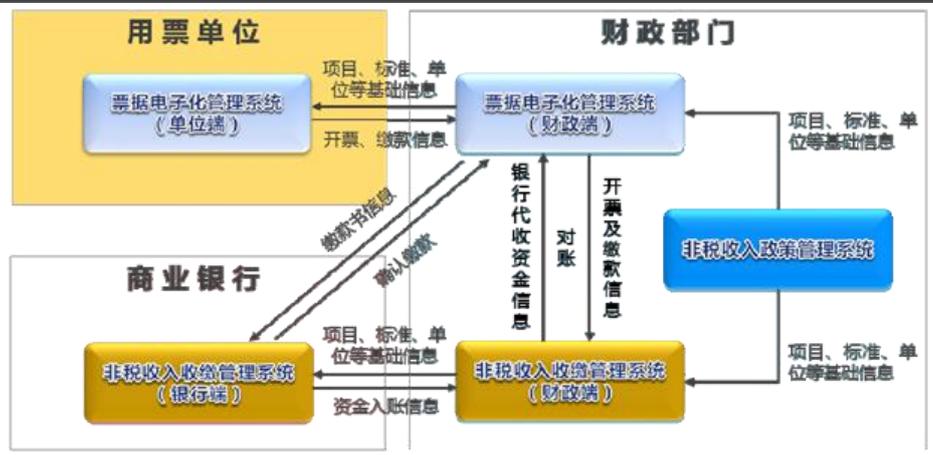
图15：2016-2021 非税收入 (万亿元) 及占比



资料来源：wind，民生证券研究院

票据电子化成为重要变革，IT 全方位赋能非税收缴流程。回顾非税收入信息化过程，通过信息化建设，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，从而大大提升非税收的收缴效率。2003 年开始，财政部、福建省财政厅发文推动非税收入和票据电子化改革，拉开了非税收入体系信息化建设的序幕。以票据电子化为关键环节，通过信息化系统建设，赋能非税收入的收缴环节。

图16：非税收入收缴款环节及核心的信息化系统



资料来源：公司公告，民生证券研究院

回顾非税收入信息化：财政部主导，政策驱动由试点到推广。非税收入、财政

票据的信息化改革统一由财政部主导，相关政策文件的出台是行业需求增长的重要动力。2012年财政部发布《财政票据管理办法》拉开了全国性的票据电子化改革的序幕；财政部国库司印发《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》，将非税收缴电子化改革推向全国；2017年财政部印发《关于稳步推进财政电子票据管理改革的试点方案》，将试点从中央部门推广到地市；2019年8月份财政部、卫健委、医保局联合发文《关于全面推行医疗收费电子票据管理改革的通知》，打开了医疗领域电子票据建设的市场。

表3：我国非税收入与电子票据改革政策梳理

时间	文件名称	主要内容
2020年4月	《收费公路通行费财政票据（电子）》	正式启用通行费电子票据。使用范围为部分公路。
2019年8月	《关于全面推行医疗收费电子票据管理改革的通知》	2020年底前全面推行医疗收费电子票据管理改革，推广运用医疗收费电子票据。
2018年11月	《关于全面推开财政电子票据管理改革的通知》	在试点地区将改革全面推广，非试点地区和部门做好推广规划。2019年2月前完成财政电子票据管理改革工作。
2017年11月	《关于做好财政电子票据管理改革第二批试点有关工作的通知》	扩大地区和学校规模，开展财政电子票据管理改革试点工作。
2017年7月	《关于稳步推进财政电子票据管理改革的试点方案》	选择11个地区和部分学校，试点开展财政电子票据管理改革工作。试点行业为教育、医疗、交通等。
2013年5月	《关于中央部门和单位开展财政票据电子化改革试点工作的通知》	从2013年开始，在中央部门和单位实施财政票据电子化改革试点工作，并确定第一批试点单位名单。
2012年12月	《财政部关于印发〈关于推进财政票据电子化改革的方案〉的通知》	完善和推广运用财政票据电子化管理系统，实现全过程电子化，促进构建政府非税收入管理体系。
2012年10月	《财政票据管理办法》	财政部门积极推进财政票据电子化改革，实现全过程电子化。
2011年1月	《财政部关于进一步加强和规范财政资金管理的通知》	全面推进非税收入收缴管理改革，并在2012年底前全面落实到位。要逐步推行非税收入电子缴款，提高信息化技术。
2011年	《关于印发财政部综合司2011年工作要点通知》	大力推行财政票据电子化管理，选择部分单位试点，逐步实现财政票据自动核销，并逐步推广。同时，进一步简化中央财政票据种类，为推进电子化改革提供基础支持。
2009年1月	《财政部关于深化地方非税收入收缴管理改革的指导意见》	将通过非税收入收缴管理系统收缴非税收入的方式作为主要方式，研究建立以电子信息为基础的非税收入收缴管理信息系统，支持新型缴款方式。
2004年7月	《财政部关于加强非税收入管理的通知》	完善非税收入收缴及管理方式，实现各级部门与代收银行间非税收入收缴信息联网，推进财政票据电子化改革，健全监督检查机制。

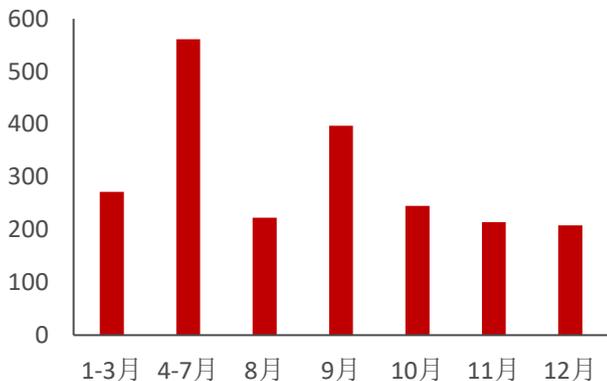
资料来源：财政部，民生证券研究院

从试点与公开订单看，医院、学校是改革的重要领域。非税系统建设与电子票据改革相辅相成，非税的收缴系统与政策管理系统主要承建财政体系的系统建设以及银行的资金流转接口，而电子票据改革的主要施行单位是以医疗、教育、公安、交通为代表的事业单位。从财政部改革文件中的试点单位也能够看出，除中央部门、财政部门外，医院、学校等领域的最早开启试点的单位。

19年医疗领域启动，市场空间持续打开。2019年由财政部、卫健委、医保局联合发文，推动医疗电子票据改革，就此打开了相关系统建设的市场空间。2021

年底，我国医院数量总体达到 36570 所，其中公立医院总数约为 1.2 万家：随着后疫情时代的到来，医疗新基建被推向新风口，从工程项目建设网的数据来看，2022 年我国公立医院工程新建项目数量达到 2120 个。

图17: 2022 年我国公立医院工程新建项目数量(个)



资料来源: 工程建设项目网, 民生证券研究院

图18: 我国高校的数量及体系

我国高等学校数量(家)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
本科院校及本科层级职业学校	1243	1245	1265	1270	1270
高职(专科)院校	1388	1418	1423	1468	1486
普通高校合计	2631	2663	2688	2738	2756
成人高等学校	282	277	268	265	256
高等学校合计	2631	2663	2688	3003	3012

资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

博思为何能做到领先? 福建先行，卡位优势凸出；深度挖掘，实现产品化。以票据电子化改革为核心的非税收入信息化建设在早期尚处于探索阶段，主要推动力来源于省财政厅的政策推力，而早在 2005 年，福建省财政厅就印发《福建省省直单位全面推进财政票据电子化管理改革实施方案》，明确试点单位并要求在两年时间内，完成全面推进财政票据电子化管理改革的任务。博思凭借早年的积累，充分参与到福建电子票据改革，形成财政票据电子化软件、非税收入收缴、非税收入政策管理软件的完整产品体系。截至 2021 年底，公司财政电子票据业务已经覆盖财政部及 30 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；医疗电子票据已经覆盖各级公立医疗机构，其中二级及以上累计 5000 余家；在非税缴款方面，非税电子化改革已覆盖全国 22 个省份。

图19: 博思软件全国非税收入一体化管理系统



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图20: 博思软件财政电子票据及非税收入领域的客户情况(截至 2021 年底)

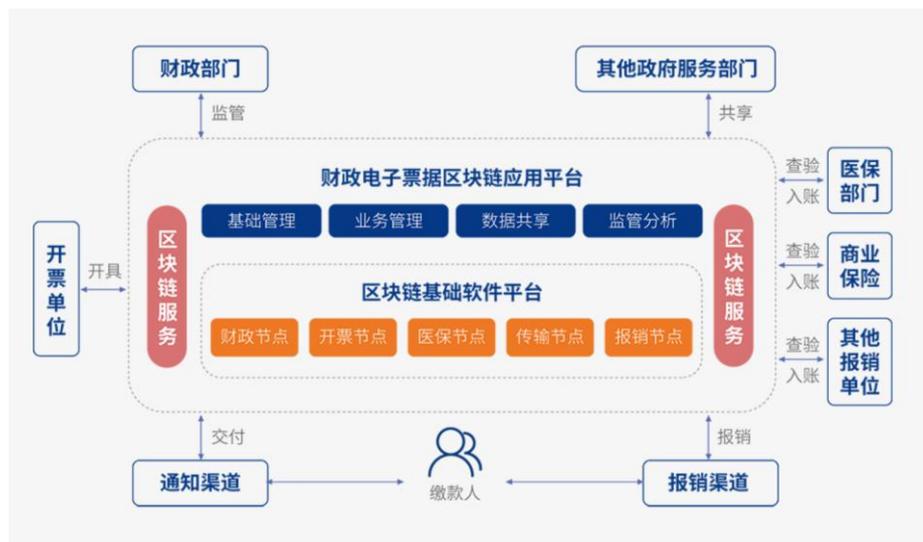


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

展望看，非税与电子票据改革之路尚未停止。非税收入与电子票据改革是我国数字政府建设过程中的一个典型案例，背后反映的用信息化手段替代传统纸质媒

介的过程。非税与电子票据的市场并未因电子化渗透率接近天花板而结束，一方面，围绕相关的 IT 系统扩建、升级和运维服务仍将持续；另一方面，从纸质到电子票据的跃迁只是第一步，下一阶段以区块链为代表的新兴技术、大数据应用下的为国家开展数据分析与智能监督管理、依据政策要求的系统信创升级改造将进一步优化财政非税收缴及电子票据体系。

图21：财政电子票据的区块链应用



资料来源：公司官网，民生证券研究院

2.1.2 助力财政数字化转型，打造业务核心系统

2019 年政策定调，财政 IT 一体化建设全面发力。财政体系涉及预算资金的流动，信息化投入是帮助政务体系高效运转的重要手段，自 2003 年“金财工程”开始，我国持续推进财政的信息化建设。而 2019 年财政部发文，确立了财政信息化建设的新一轮推广建设周期，研究制定全国统一的预算管理一体化业务规范，并依据规范制定全国统一的技术标准，在此基础上推进全国财政业务规范和技术标准全覆盖。

表4：我国财政信息化相关政策梳理

时间	法规、政策名称	相关内容
2021 年	国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见	就进一步深化预算管理制度改革提出意见，包括总体要求；加大预算收入统筹力度，增强财政保障能力；规范预算支出管理，推进财政支出标准化；严格预算编制管理，增强财政预算完整性；强化预算执行和绩效管理，增强预算约束力；加强风险防控，增强财政可持续性；增强财政透明度，提高预算管理信息化水平等七个方面内容。
2020 年	《预算管理一体化规范（试行）》	要求进一步提高对预算管理一体化建设的认识，参照《规范》要求开展预算管理一体化建设，扎实推进试点实施工作。其中，财政部将确定 5-6 个试点省份于 2020 年依据《规范》开展预算管理一体化系统建设。
2020 年	《预算管理一体化系统技术标准 V1.0》	对预算管理一体化系统的数据描述、接口标准、逻辑库表、系统软件质量标准等技术规范做出了规定。
2019 年	《财政核心业务一体化系统实施方案》	财政部就财政业务系统建设工作，提出由省级财政统建统管的财政核心业务一体化系统建设。2019 年 7 月财政部召开财政核心业务一体化系统建设现场会暨全国财政信息化工作会议，提出了推进财政核心业务一体化系统建设的总体目标：运用信息化手段全面深化预算制度改革，加快建立现代财政制度。新的财政核心业务一体化系统符合十九大提出的加快建立现代财政制度的要求，建立全面规范透明、标准科学、约束有力的预算
	《财政信息化三年重点规划》	
	《关于推进财政大数据应用的实施意见》	

《财政信息系统集中化推进工作方案》

制度,全面实施绩效管理,用软件系统固化预算管理流程,严格落实预算法。

2016年 《财政部关于地方财政信息化建设的指导意见》

利用2-3年时间,以统一基础数据规范、统一财政业务数据标准存储、统一应用支撑平台总账结构、统一纵向层级交换机制、统一信息安全体系五大核心要素为重心,持续深化信息系统一体化建设和整合,着力推进核心系统统建统管和集中部署,积极开展财政大数据创新应用,形成横向一体化、纵向集中化、全国系统化的财政信息化发展格局。

资料来源:中科江南招股说明书,民生证券研究院

省级主导建设与推广,同时覆盖广大行政事业单位。预算管理一体化系统与传统信息化系统区别,主要体现在三方面:1)从底层技术考虑,采用云架构、微服务和大数据等新型技术,以更好地实现“一体化、集中化”的思想;2)以省级为核心部署点,以预算管理模块为核心纽带,向区县及广大预算单位推广下沉;3)信创设计和多元兼容,能很好地适配和支持国家信创发展规划和要求。若以博思软件中标的陕西省财政云为案例,一个省的预算管理一体化核心系统财政侧总体投资金额接近1亿量级,若考虑延展业务,如非税票据、财政部要求的整合模块、行政事业单位增量市场,以及后续建设及维护费用,每个省的IT建设规模值得期待。

图22:以博思为例看典型的预算管理一体化系统

年份	客户名称	合同名称	主要产品标的	合同金额(万元)
2018年	陕西省财政厅	陕西财政云(一期)预算管理一体化系统项目开发	省级财政核心一体化系统	3,467.80
2019年	陕西省财政厅	陕西财政云核心业务应用系统市县推广项目供货	市县级财政一体化系统	5,063.00
2019年	陕西省财政厅	非税暨票据管理一体化平台建设项目供货	省厅非税暨票据管理一体化平台	775
2020年	陕西省财政厅	陕西省非税暨票据管理一体化平台升级改造	省级财政核心一体化系统	526

资料来源:博思软件公告,民生证券研究院

图23:预算管理一体化建设单位案例

财政	预算	预算单位举例
中央财政部	一级预算单位,中央各部委及财政预算单列的企业集团总公司	党政机关、政协机关、人大机关、各民主党派机关
省(自治区、直辖市)级财政	二级预算单位,省一级中央驻地方单位和(部属)大专院校	审判、检查机关、公安系统
市县级财政	基层预算单位,市级中央驻地方单位	学校、教育局

资料来源:民生证券研究院整理

预算管理一体化市场空间:保守测算为105.9亿元。根据我国财政体系,可以将目标客户分为省、市、区、县四级,同时还存在接近百万个预算单位。

对于市场空间的测算,从“量”和“价”两个维度来阐述:1)关于量,目前参与建设预算一体化的单位包括政府的财政部门以及财政预算触达的广大预算单位,对于政府财政部门,按照2020民政部发布的《2020年5月中华人民共和国县级以上行政区划代码》划定客户层级(计划单列市纳入省级统计;且基于业务可开展性,省级数量未考虑香港和澳门特别行政区和台湾省),分成省级、地市级、区县级、乡镇级四类;关于预算根据地方预算管理一体化建设进展情况通报,推算预算单位整体数量为69.90万个。2)关于价,根据博思软件、中科江南的公告,以及采招网的相关订单数据,一个省的建设费用在1亿元左右,而预算单位建设体量预计在1万元左右。

综合上述对于财政预算一体化的拆分,以及不同层级部门IT支出的测算,不考虑预算单位一体化的扩展模块,我们保守预计整个财政预算一体化建设带来的增量市场空间有望达到105.9亿元。

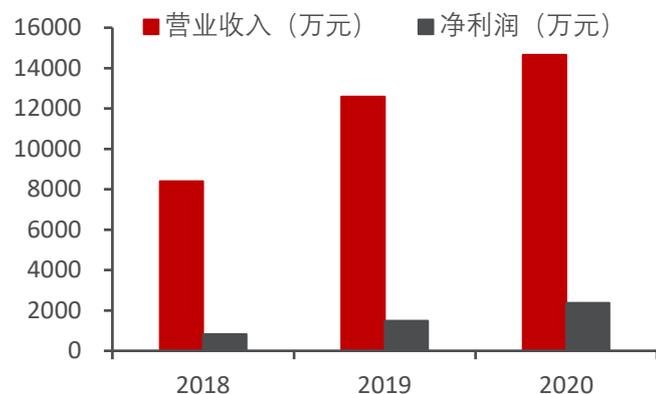
图24：财政预算管理一体化建设带来的增量市场空间测算



资料来源：博思软件公司公告，中科江南公司公告，民生证券研究院

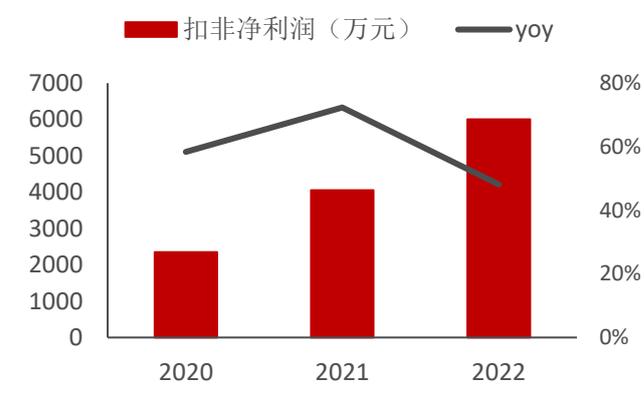
G 端财务管理软件起家，深耕财政与事业单位财务信息化领域。博思起家于财政信息化软件，01-03 年间凭借财务管理软件成为福建财政信息化优质供应商。2016 年公司设立博思致新，并引入业界优秀的团队，实现了财政信息化的进一步突破。博思的财政 IT 系统主要在子公司致新体内，从致新 18-20 年的财务数据及 20-22 年业绩承诺也能看出管理层对于业务前景的信心。

图25：2018-2020 年博思致新收入与净利润情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26：博思致新 2020-2022 业绩承诺



资料来源：公司公告，民生证券研究院

卡位优势明显，陕西财政云一体化项目具备标杆效应。政务领域的 IT 系统建设，试点效果与标杆案例有很强参考意义，博思致新中标陕西省财政云项目成为财政核心系统的标杆案例，并顺利承建了财政部预算管理一体化。陕西“财政云”将彻底解决长期困扰财政部门的数据标准庞杂、业务流程脱节、信息资源分散、数据无法共享长期受制于应用软件开发商等问题，也为下一步在全国范围内开展试点打下基础。财政部、陕西省预算一体化系统是全国全面云化、信创的典型案例和最佳实践，博思的产品已经具备云化、集中、微服务、信创主流厂商适配等特点，在拿下陕西并打造成标杆案例后，致新陆续在吉林、广东、福建、上海等 9 个省级财政单位拓展。

表5：博思致新中标陕西财政云一体化项目（单位：万元）

年份	客户名称	合同名称	主要产品标的	合同金额
2018年	陕西省财政厅	陕西财政云（一期）预算管理一体化系统项目开发	省级财政核心一体化系统	3,467.80
2019年	陕西省财政厅	陕西财政云核心业务应用系统市县推广项目供货	市县级财政一体化系统	5,063.00
2019年	陕西省财政厅	非税暨票据管理一体化平台建设项目供货	省厅非税暨票据管理一体化平台	775
2020年	陕西省财政厅	陕西省非税暨票据管理一体化平台升级改造	省级财政核心一体化系统	526

资料来源：公司公告，民生证券研究院

打造中台+组件模式，从预算到财政 ERP 领军。公司结合《财政部整合下发地方应用软件工作方案》，助力全国分批整合财政部下发应用软件，分步并入中央和地方预算管理一体化系统，最终实现全省“一套”完整的预算管理一体化系统，实现了一套中台多个产品模块的深度一体化，符合财政部发布的业务规范与技术标准，快速支撑业务发展与业务创新，使系统更加智能化。公司深知财政信息建设的痛点和关键需求，打造预算管理、内控、绩效、会计等模块组件，发挥自己在非税领域积累的软件产品化能力和实施交付团队，有望在财政 IT 领域不断扩大业务版图。

图27：博思软件财政预算管理一体化系统


资料来源：公司公众号，民生证券研究院

图28：博思软件财政预算管理一体化系统特点


资料来源：公司官网，民生证券研究院

2.2 降本提效与公开透明，公采平台进入成长快车道

2.2.1 电子采招：“互联网+”的典型场景

政策发力互联网赋能，公共采购电子化突飞猛进。近年来，中央审议通过了《深化政府采购制度改革方案》，各部委相继发布《“互联网”+招标采购行动方案》、《中华人民共和国政府采购法（修订草案征求意见稿）》、《政府采购框架协议采购方式管理暂行办法》、《关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》等一系列政策、通知，推动着公共采购行业朝着线上化、平台化、智能化发展。招采电子化在降低招采交易成本、保证招采公平性等方面发挥重要作用。目前，以政府、大型

企业、事业单位为代表的采购方是电子招采平台的主要建设方，其中政府采购平台、公共资源交易平台是典型的电子采招案例。

图29：政府采购一体化云平台


资料来源：广东省政府采购网，民生证券研究院

图30：以建设工程为主的公共资源交易平台


资料来源：江苏省公共资源交易平台，民生证券研究院

政策陆续推行，政府央企成为电子采招平台建设主力。随着我国行政透明建设的推进，充分发挥信息技术在提高招采透明度、预防腐败、节约成本等方面的独特优势已成为招采行业健康发展的必然趋势。自 2017 年发改委联合多部门发文《“互联网+”招标采购行动方案（2017-2019 年）》，我国电子采招进入成长快车道，线上交易规模快速增长。

表6：采招政策梳理

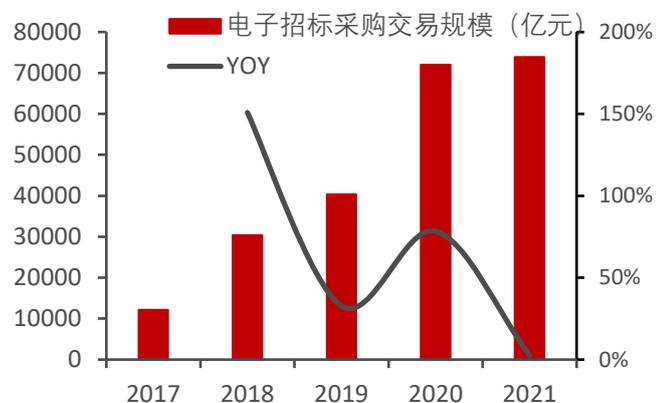
时间	政策文件	核心内容
2022 年 9 月	《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》	优化营商环境、降低制度性交易成本以减轻市场主体负担、激发市场活力
2022 年 1 月	政府采购框架协议采购方式管理暂行办法	框架协议采购应当实行电子化采购
2021 年 4 月	政府采购需求管理办法	明确政府采购需求管理的原则、主要内容、编制要求等，并对采购实施计划、风险控制、监督检查与法律责任作出规定。
2020 年 12 月	《中华人民共和国政府采购法（修订草案征求意见稿）》	完善政府采购法的适用范围，充分发挥政府采购政策功能，加强政府采购需求管理，健全政府采购方式和程序，完善政府采购合同制度，简化供应商资格条件
2019 年 12 月	《中华人民共和国招标投标法（修订草案公开征求意见稿）》	国家鼓励利用信息网络进行电子招标投标。数据电文形式与纸质形式的招标投标活动具有同等法律效力。
2019 年 11 月	政府采购信息发布管理办法	中央预算单位政府采购信息应当在中国政府采购网发布，地方预算单位政府采购信息应当在所在行政区域的中国政府采购网省级分网发布。
2019 年 7 月	关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知	依法保障各类市场主体平等参与政府采购活动的权利。要全面清理政府采购领域妨碍公平竞争的规定和做法
2018 年 11 月	深化政府采购制度改革方案	
2017 年 11 月	《招标公告和公示信息发布管理办法》	改革和调整原规定。明确要求依法必须招标项目的公告公示信息应当在“中国招标投标公共服务平台”发布，或者在项目所在地 31 个省级电子招标投标公共服务平台发布并同时交互至中国招标投标公共服务平台发布。

2017年7月	《政府采购货物和服务招标投标管理办法》	规范政府采购当事人的采购行为，加强对政府采购货物和服务招标投标活动的监督管理，维护国家利益、社会公共利益和政府采购招标投标活动当事人的合法权益
2017年2月	《“互联网+”招标采购行动方案(2017-2019年)》	全面规划和协同各行业和地方深入推进招标采购与互联网深度融合发展的行动方案。
2015年8月	《电子招标投标系统检测认证管理办法》	对电子招标投标系统实行检测认证的依据、目的，检测认证的概念、范围、主要程序、内容方式以及相关实施、监督管理职责分工等作了明确规定。
2015年7月	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	“按照市场化、专业化方向，大力推广电子招标投标”。

资料来源：民生证券研究院整理

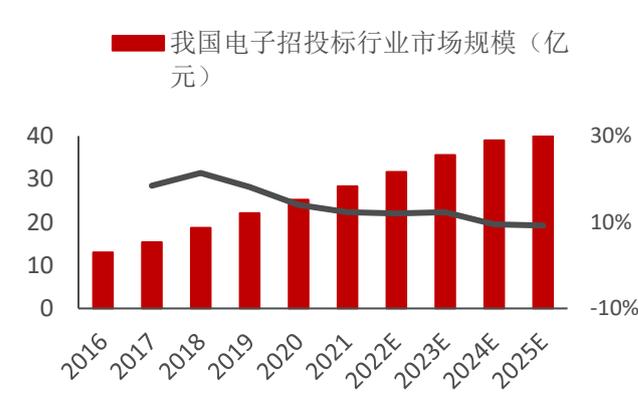
电子招投标平台陆续建设，市场空间不断打开。招采电子化在降低招采交易成本、保证招采公平性方面有突出的作用，经实践证明，电子招标投标可以降低5%-10%的直接成本，节约1%-2%的人员和办公费用，平均每个招标项目节约交易成本约2.73万元。在政策推动和效率提升需求两方面助力下，电子招标交易额迅速增长，2021年达到7.39万亿，相较于17年《行动方案》出台时规模增长509%。华经产业研究院根据公开资料整理得出，2016年以来，我国电子招标市场规模呈现逐年上涨趋势，2021年市场规模为28.3元，预计2025年增长至42.6亿元。

图31：2017-2021年中国招投标平台对接的交易规模



资料来源：中国招标投标协会，民生证券研究院

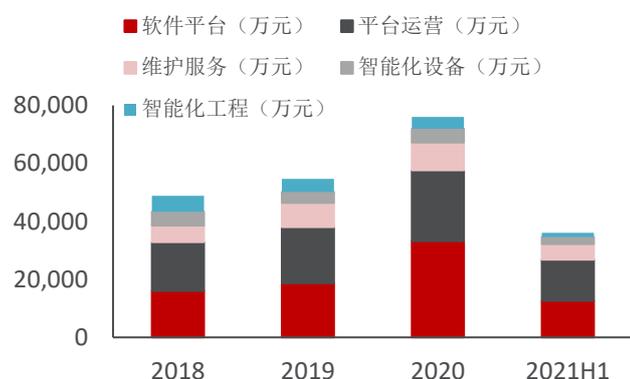
图32：2016-2025我国电子招投标市场空间及预测



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

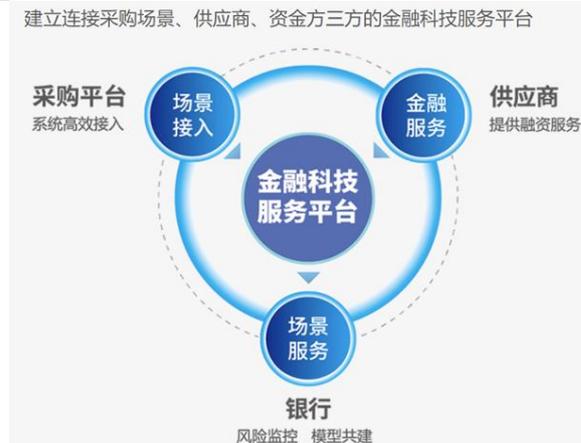
IT厂商视角下，平台运维与增值服务想象空间可观。电子招投标平台的主要建设方为政府、事业单位、大型企业，从客户实力的角度有较强的议价权。但公采平台并非单纯的平台软件开发，从系统建设的角度，采招平台依据不同省的个性化需求有大量的开发运维服务，而随着平台的不断建设相应的新增模块也会陆续增加；从平台运营的角度，采招过程围绕采购人、供应商和整个采招环节有大量的增值服务空间，并可以与金融机构进行广泛的金融IT合作。以新点软件为例，采招板块中运营和维护费占每年收入的60%左右；以博思自己的采招板块业务看，金融科技是一个已经成熟的业务版图。

图33: 新点软件为例, 采招运营与维护收入占比高



资料来源: 新点软件招股说明书, 民生证券研究院

图34: 博思软件公采板块中金融科技业务逻辑



资料来源: 博思软件官网, 民生证券研究院

2.2.2 深度挖掘电子公采价值, 空间与模式均值得期待

博思深耕财政领域信息化, 建设政府采购平台。目前的政府电子公采平台主要有两大类, 分别为以工程招标为主, 对接公共资源交易中心的招采平台, 以及对接财政部体系, 承建各个省级采招网。博思继续发挥自身在财政领域信息化的优势, 建设政府采招网。从目前各省的政府采购官网看, 明确第三方技术支持的共有 18 个, 其余在官网层面并未显示。而目前的 18 个政府采购网中, 博思数采 (博思旗下开展数采业务子公司) 拿下财政部、福建、广东、内蒙、黑龙江等 7 省, 除此之外还参与了北京、山东、湖北、海南等十个省的政府采购相关业务系统的建设。

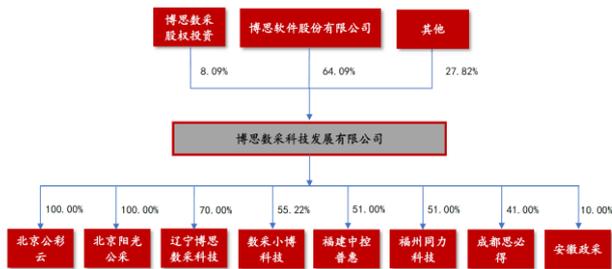
表7: 各省政府采购网的技术支持情况

公司	省采招网技术支持
博思数采-博思软件旗下数采业务子公司	财政部、福建、广东、内蒙、黑龙江、陕西、四川、辽宁
政采云-阿里与浙江省财政厅共同成立公司	上海、浙江、山西、安徽、广西、贵州、青海、新疆
重庆港澳大家软件产业有限公司	重庆
东软集团股份有限公司	云南
吉林省慧瑞信息技术有限公司	吉林
江苏富深协通科技股份有限公司	江苏
海南信息岛技术服务中心	海南

资料来源: 各省政府采购网, 博思软件公司公告, 民生证券研究院整理

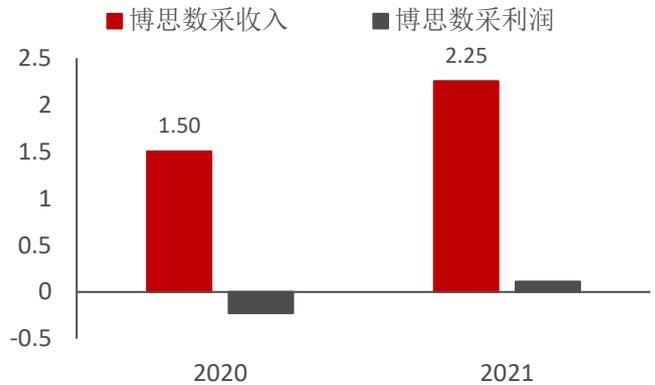
收购业内优秀公司, 设立博思数采明确方向。博思数采业务板块孕育多年, 2017 年突破福建政采平台, 2018 年收购北京阳光公采, 2019 年设立博思数采, 并在 2020 年将数采业务整合到统一组织架构下, 目前公司持有博思数采 64.09% 的股权。博思数采 2021 年实现营收 2.25 亿元, 占整个博思收入的比重达到 14.42%, 同时 21 年已经实现盈利, 21 年数采净利润为 0.11 亿元。

图35: 博思数采目前的股权架构情况 (截至 2023 年 2 月 14 日)



资料来源: 企查查 APP, 民生证券研究院

图36: 博思数采 20、21 年年营收及利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

政府采购不断开拓, 从财政部到各省采购平台建设。博思公采业务目前以政府领域为主, 依托自身在财政信息化领域多年的建设经验, 承做财政部、各省财政厅运作的政府采购网。目前博思主要拿下财政部、国采中心、中直采购中心, 省级层面主要为福建、广东、内蒙古、黑龙江等 7 省的独家技术支持厂商, 同时北京、山东、湖北等 10 个省份均参与平台建设, 目前市场占有率为 35%。政采领域外, 高校领域的采招同样是博思的优势领域, 凭借自身在事业单位多年的信息化经验以及收购成都思必得的整合, 实现资产管理+电子采招两大产品组合, 在高校领域不断拓展, 拿下清华、四川大学等多个标杆案例。

图37: 博思软件政府采购平台



资料来源: 博思软件官网, 民生证券研究院

图38: 博思软件高校采购领域典型案例



资料来源: 博思软件官网, 民生证券研究院

企业级市场, 想象空间广阔。政府与高校电子采招建设是博思的优势领域, 而企业级电子采招市场方兴未艾, 有望成为各家企业服务厂商争夺的重要市场。根据博思官网的数据, 电子采招方式预计能够提升 70% 的采购效率, 考虑到我国有较多大型央企国企及众多位于产业链头部的大型民营企业, 在疫情等因素驱动线上化采购交易的背景下, 下一阶段企业级电子采购市场有望成为企业 IT 建设的一个重要方向。而对于平台承建 IT 厂商而言, 企业级市场相对政府领域规模更加广阔, 同时商业模式的拓展也更值得期待, 围绕采购人、供应商的增值服务种类更多, 相关的定制化和运维服务需求也会更庞大。

图39：博思企业级电子采购平台



资料来源：博思软件官网，民生证券研究院

多家大型企业选择博思，拓展值得期待。目前博思企业级采购已经覆盖了包括金融、医疗、制造、交通、烟草、航天、物流等多个行业的解决方案，典型客户中包括中国人寿、航空工业、国家能源、中国石油、同济医院、顺丰、施耐德中国等央企、国企、民营企业、外资企业的头部客户，为后续企业级市场的拓展奠定了良好的示范效应。

图40：博思企业级采购标杆客户案例



资料来源：博思数采官网，民生证券研究院

2.3 积极探索，智慧城市与数字乡村孕育未来

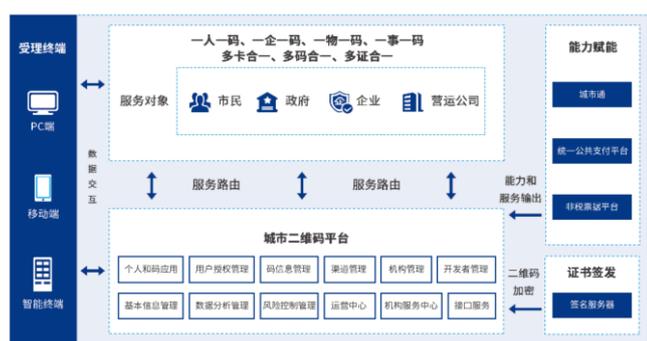
数字城市，一码通行。城市码是省、市政府打造服务百姓的超级入口，意在打

造城市服务民生品牌，结合疫情防控、交通、医疗、教育、政务等应用形成高频流量入口，构建行业应用生态，打造“一人一码、一事一码、一物一码、一企一码”的公共服务体系，实现跨地区、跨应用的一码通行。平台可为社会治理、城市运营、城市管理构建数据的活水动力机制，沉淀鲜活的城市运行数据，通过挖掘城市行为大数据，提升城市社会治理能力，为城市运营提供重要的数据分析支撑。依托 2018 年打造的“数字福州，一码通行”全国样板工程，博思数科积极参与北京、福建、江西、陕西、甘肃、广西、莆田、泉州、贵阳、沧州、定西等省级和城市级的一码通行建设。

统一支付，拓展公平普惠的民生服务。公司就“如何构建统一的基础服务，引领数字中国建设”进行了充分调研和探讨，认为“政府统一公共支付平台”是集聚政务服务和公共服务的数据和服务的入口，是符合国家“十四五”规划纲要的全场景应用的城市服务平台。平台可实现资金交易可管可控、资金循环服务当地经济、资金落地合作银行创税增收，提升当地政府的公共服务能力。目前“政府统一公共支付平台”已经促进政府和企业建立“数据+金融+科技”模式的金融体系，实现智慧化运营。

聚焦领域，打造数字场景应用新生态。加快城市数字场景应用建设，构建“底座+入口+场景”生态体系。公司通过核心产品构建，在“城市码平台”和“政府统一公共支付平台”底座基础上，研发了“城市通”综合服务平台，并建设了“数字人民币综合服务”、“维修资金缴费”、“教育缴费”等城市服务应用。公司创造的新生态能够有效改进现有群众体验感、便捷性不强、共性支撑能力等基础服务不足、数据标准不统一等问题，支持智慧城市由粗放建设向精细化运营转变。

图41：博思软件“城市码”平台架构



资料来源：博思软件官网，民生证券研究院

图42：博思软件-智慧城市惠民服务成效



资料来源：博思软件官网，民生证券研究院

数字乡村开始探索，空白市场亟待发掘。2020 年 10 月 28 日，公司与衡阳市人民政府、腾讯云计算（长沙）有限责任公司于衡阳市签订了《战略合作协议》，标志着“数字乡村”业务领域的深度拓展正式起航。博思目前设立博思数村等子公司，发掘乡村数字化新机遇。根据博思官网的信息，公司目前探索打造 APP+大数据平台的模式，通过科技将乡村治理、乡村产业数字化，并通过金融科技的手段盘活乡村资产，打造一个服务全国的数字乡村运营服务平台、多个城市级乡村治理平台。

3 数字经济定调，政务 IT 向数字化迈进

3.1 黄金时期已至，数字经济成为下一阶段方向

国务院发文定调，《规划》描绘数字经济全景。2022年初由国务院印发的《“十四五”数字经济发展规划》为今后我国数字经济的发展提出了明确指引：数字经济核心产业增加值占 GDP 比重从 7.8%提升至 10%，软件和信息技术服务业规模从 8.16 万亿增长至 14 万亿，CAGR 达 11%；从结构上看，工业互联网平台普及率提升 3 倍，在线服务实名用户翻一番至 8 亿，工业与政务数字化方向明确。

表8：《“十四五”数字经济规划》中提出的数字经济主要发展指标

核心指标	2020	2025	CAGR	属性
数字经济核心产业增加值占 GDP 比重 (%)	7.8	10	/	预期性
IPv6 活跃用户数 (亿户)	4.6	8	12%	预期性
千兆宽带用户数 (万户)	640	6000	56%	预期性
软件和信息技术服务业规模 (万亿元)	8.16	14	11%	预期性
工业互联网平台应用普及率 (%)	14.7	45	/	预期性
全国网上零售额 (万亿元)	11.76	17	8%	预期性
电子商务交易规模 (万亿元)	37.21	46	4%	预期性
在线政务服务实名用户规模 (亿)	4	8	15%	预期性

资料来源：《“十四五”数字经济发展规划》，民生证券研究院

部分细分方向明确提及，有望成为数字经济建设重点。从发展规划中，部分细分方向被重点提及，以产业数字化+数字产业化为两种思路，《规划》中分别提及了 7 大重点数字化转型行业和产业数字化方向。

图43：《“十四五”数字经济发展规划》关于数字化方向的具体阐述

数字化方向	细分领域	相关内容
产业数字化转型	智慧农业+智慧水利	推动种植业、畜牧业、渔业等领域数字化转型；加强大数据、物联网、人工智能等技术深度应用。构建智慧水利体系。
	工业数字化转型	实施智能制造试点示范行动，建设智能制造示范工厂，培育智能制造先行区；分行业制定数字化转型路线图。
	工业互联网创新	鼓励工业企业利用5G、时间敏感网络(TSN)等技术改造升级企业内外网，完善标识解析体系，提升安全保障能力。
	商务数字化	打造智慧供应链体系。健全电子商务公共服务体系。引导批发零售、住宿餐饮、租赁和商务服务等传统业态开展线上线下、全渠道、定制化、精准化营销创新。
	智慧物流	传统物流设施数字化升级；建设跨行业、跨区域的物流信息服务平台，实现物流信息实时共享；建设智能仓储体系。
	金融数字化	推动大数据、人工智能、区块链技术在银行、证券、保险等领域的深化应用；发展智能支付、智慧网点、智能投顾等新模式；推进数字人民币建设。
	能源数字化	推动能源各环节设施数字化升级；推进微电网等智慧能源技术试点示范应用；建设能源体系业务数字平台。
数字产业化	数字技术创新突破	补齐关键技术短板；强化优势技术供给，重点布局5G、物联网、云计算、大数据、人工智能、区块链等领域，突破智能制造、数字孪生、城市大脑、边缘计算、脑机融合等集成技术；抢先布局前沿技术融合创新。
	提升核心产业竞争力	完善5G、集成电路、新能源汽车、人工智能、工业互联网等重点产业供应链体系；加快平台化、定制化、轻量化服务模式创新；协同推进信息技术软硬件产品产业化、规模化应用。
	培育数字经济新业态	持续壮大新兴在线服务，加速互联网医疗发展，推动远程协同办公产品服务优化升级；深入发展共享经济；鼓励发展智能经济，培育智能服务新增长点，推进自动驾驶、智能停车等应用；有序引导新个体经济。
	产业创新生态建设	发挥数字经济领军企业的引领带动作用，加强资源共享和数据开放，推动线上线下相结合的创新协同、产能共享、供应链互通。

资料来源：《“十四五”数字经济发展规划》，民生证券研究院

数字经济在“十四五”成为重要主线，“十三五”时期目标有借鉴意义。在“十四五”时期，数字经济被抬升至空前高度，对于下一阶段经济发展有重要推动作用。

我们梳理了“十三五”时期信息化发展的目标规划，信息化与移动互联网的渗透是这一阶段的主旋律。

表9：“十三五”时期关于信息化的目标规划

指标	2015年	2020年	年均增速 (%)
总体发展水平			
1.信息化发展指数	72.45	88	—
信息技术与产业			
2.信息产业收入规模 (万亿元)	17.1	26.2	8.9
3.国内信息技术发明专利授权数 (万件)	11	15.3	6.9
4.IT 项目投资占全社会固定资产投资总额的比例 (%)	2.2	5	[2.8]
信息基础设施			
5.光纤入户用户占总宽带用户的比率 (%)	56	80	[24]
6.固定宽带家庭普及率 (%)	40	70	[30]
7.移动宽带用户普及率 (%)	57	85	[28]
8.贫困村宽带网络覆盖率 (%)	78	90	[12]
9.互联网国际出口带宽 (Tbps)	3.8	20	39.4
信息经济			
10.信息消费规模 (万亿元)	3.2	6	13.4
11.电子商务交易规模 (万亿元)	21.79	>38	>11.8
12.网络零售额 (万亿元)	3.88	10	20.8
信息服务			
13.网民数量 (亿)	6.88	>10	>7.8
14.社会保障卡普及率 (%)	64.6	90	[25.4]
15.电子健康档案城乡居民覆盖率 (%)	75	90	[15]
16.基本公共服务事项网上办理率 (%)	20	80	[60]
17.电子诉讼占比 (%)	<1	>15	[>14]

资料来源：民生证券研究院整理

3.2 数字经济下，政务 IT 向专业化发展

政务数字化摆在突出位置，“互联网+政务”迈入新阶段。值得注意的是，《规划》中对于政务的数字化建设做出了全面的阐述。整体目标上看，2020年在线政务服务的实名用户数量为4亿人，到25年实现翻倍至8亿人的规模增长；从具体方向上看，政务数字化下沉是显著趋势，通过互联网的方式，覆盖更广泛领域、区域和人群是下一阶段政务信息化发展的目标。

图44: 《“十四五”数字经济发展规划》中对于政务信息化的表述

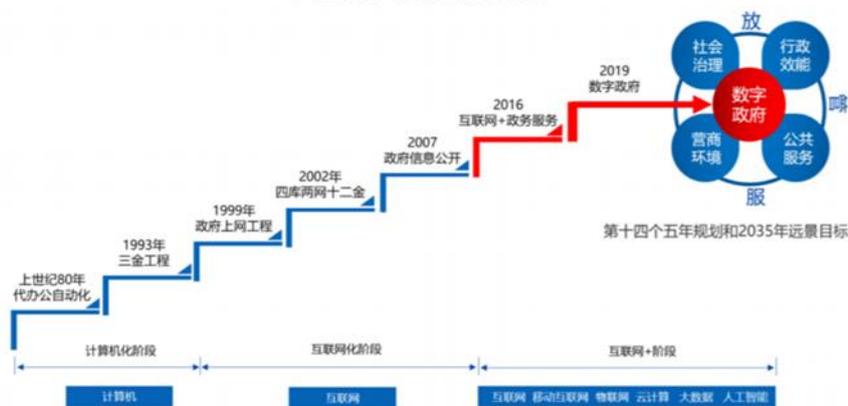
政务信息化				
一体化政务	政务数据共享	全流程政务服务	政务数据融合创新	政务数据安全
提升全国一体化政务服务平台功能, 实现利企便民高频服务事项“一网通办”	建立健全政务数据共享协调机制, 加快数字身份统一认证和电子证照、电子公文等互信互认, 推进发票电子化改革	推动政务服务线上线下整体联动、全流程在线、向基层深度拓展	开展政务数据与业务、服务深度融合创新, 打造主动式、多层次创新服务场景	做好政务数据开放和社会化利用的安全管理

资料来源:《“十四五”数字经济发展规划》, 民生证券研究院

政务信息化发展进入新阶段, 建设数字政府成为重要目标。回顾政府的信息建设, 经历了早期信息化的渗透, 16 年以来“互联网+”建设的摸索, 2020 年疫情的检验, 政务信息化建设进入“数字政府”发展的新阶段。结合《规划》内容, 数字政府在建设方向上, 将向城乡融合、地区下沉、部门打通、效能提升等方向加大投入力度。

图45: 中国电子政务发展阶段

中国电子政务发展阶段



资料来源: 大汉软件招股说明书, 民生证券研究院

政务 IT 支出行稳致远, 结构性变化更值得关注。回顾 2014 年以来的政务 IT 市场, 根据前瞻产业研究院的数据, 整体市场空间从 2014 年 1845 亿元增长 2020 年 3682 亿元, 复合增速为 10.4%。预计到 26 年整个电子政务的市场空间为 6523 亿元, 21-26 年间 CAGR 为 8.3%。未来几年间整体市场规模的增速将平稳增长, 但结构的变化更值得关注, 数字政府建设预计将更多地投入以云计算、大数据为代表的新兴软件系统的建设。

图46：2014-2026 年我国电子政务市场规模及预测



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

结构变化值得关注：从信息化到数字化。“十三五”时期，政务 IT 建设主要围绕信息化的渗透与互联网+模式的探索，经过 2020 年疫情的考验，以健康码、行程码为核心的数字治理在疫情期间履行重要作用。经过疫情检验，数字政府建设的成果已经得到初步验证，未来有望进一步将“互联网+”建设下沉。

图47：我国电子政务体系架构图



资料来源：新点软件招股说明书，民生证券研究院

政务 IT 公司梳理：集成商与外包商为主。我们梳理 A 股目前以政务 IT 为主业或者在政务 IT 领域有影响力的公司，整体看目前没有出现显著的领军企业，这与过去政务信息化行业投入力度、行业商业模式有一定的关系。但随着政务信息化不断升级，行业中已经出现增速良好，利润率较高的软件公司，以新点软件、博思软件为代表的后起之秀，专注公采平台等细分领域的公司，有望在新技术的渗透下实现优质的高增长。

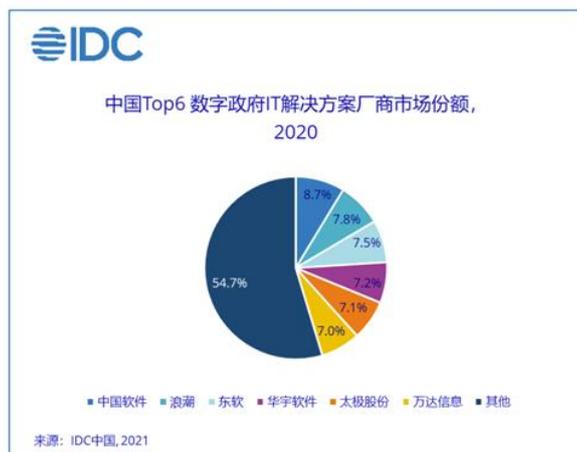
表10: A股政务IT上市公司梳理

简称	业务领域	市值 (亿元)	2021年			19-21年	
			收入(亿元)	利润(亿元)	利润率	收入复合增速	利润复合增速
新点软件	政务&采招	173.75	27.94	5.04	18%	22%	24%
博思软件	财政&采招 &智慧城市	139.78	15.64	2.29	15%	20%	29%
万达信息	智慧城市	137.68	35.13	0.69	2%	18%	-63%
东软集团	政务&医疗	131.63	87.35	11.73	13%	1%	216%
中科江南	财政IT	122.61	7.38	1.56	21%	23%	30%
数字政通	智慧城市	98.47	14.81	2.07	14%	6%	16%
南威软件	政务&集成	91.93	17.16	1.33	8%	8%	-12%
华宇软件	集成&法院	76.93	57.52	2.95	5%	18%	-20%
久其软件	财政&管控	73.33	27.09	-1.32	-5%	-4%	-236%
久远银海	人社&医疗	72.91	13.06	2.19	17%	9%	11%
榕基软件	电子政务	54.01	7.17	0.3	4%	0%	-16%
浪潮软件	电子政务	50.33	18.3	0.42	2%	8%	14%
科创信息	智慧城市	30.75	4.97	0.39	8%	9%	3%
金润科技	电子采招	6.54	0.71	0.24	34%	2%	-168%
信源信息	电子采招	3.55	1.08	0.34	31%	20%	31%

资料来源: wind, 民生证券研究院 (备注: 市值截至日期为 2023 年 2 月 17 日)

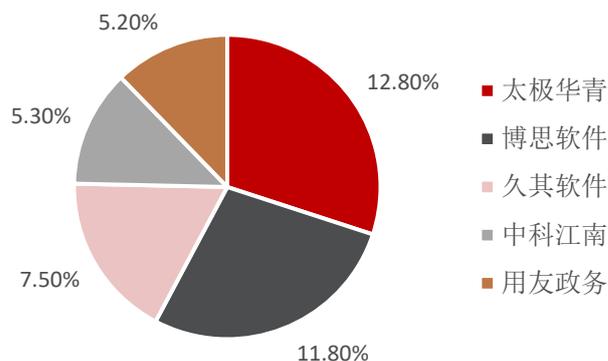
传统龙头地位依然稳固, 但专业化趋势已然出现。根据 IDC 的数据, 2020 年数字政府整体解决方案的市场空间为 149.32 亿元, 同比增长 13.2%, 其中 top 6 厂商均为传统集成商大厂, CR6 为 45.3%, 且市场份额第一中国软件市占率为 8.7%。若聚焦细分领域, 则政务数字化的格局会出现变化, 以财政 IT 为例, top 5 厂商分别为太极华青、博思软件、久其软件、中科江南、用友政务, 且博思、中科江南两家专注财政信息化细分赛道的公司拥有良好的财务指标。而其他细分领域, 法院、税务、人社 IT 龙头分别为华宇软件 (36%)、税友软件 (19%)、久远银海 (13%), 专业化趋势明显。

图48: 2020年中国数字政府解决方案市场格局



资料来源: IDC, 民生证券研究院

图49: 2020年财政IT解决方案市场格局



资料来源: IDC, 民生证券研究院

“产品型”公司已然出现，架构领先代码复用率高。不考虑固有印象，聚焦业务数据，目前政务 IT 领域已经出现两家业务高增长，接近“产品化”的公司，分别是新点软件和博思软件。两家公司业务领域有一定相近，在 17-20 年间政务业务收入均实现良好的增长，同时毛利率不同于传统的定制外包业务，能够稳定在 70%左右的中枢，具备“产品化”的属性。

图50: 2017-2020 年新点&博思政务收入 (亿元)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图51: 2017-2019 年新点&博思政务业务毛利率


资料来源: wind, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

收入预测: 根据公司年报披露的业务分拆, 可以将博思的业务分为软件开发与销售、技术服务、硬件及其他三个方向, 其中:

1) 软件开发与销售, 主要的业务形态为标准化软件与定制软件, 结合公司自身的业务主要为非税收入及电子票据、财政业务系统、公采平台中的标准代码模块, 在公司的收入占比中逐渐下降至 20%左右, 这主要与政务 IT 的商业合同签订模式有关, 随着财政 IT、公采平台业务在公司收入占比中逐渐提升, 相关的标准版软件收入占比将持续下降, 但整体业务收入仍将保持高速增长。考虑到公司预算一体化、电子采招业务高速增长, 相应的软件模块需求有望持续高增, 并结合 2022 年疫情短暂的影响收入确认节奏, 因此给予 22-24 年该业务 25%、35%、30% 的增速预测。

2) 技术服务, 主要的业务形态分为运维服务 (标准及定制软件后续的维保、功能扩展、升级)、SaaS 服务、运营服务三类, 考虑到公司的 To G 属性目前仍以运维服务为主。公司的运维服务收入占比持续超过软件, 且增速更快的原因主要为商业合同签订模式, 建设一个客户的财政系统建设或省级公采平台后, 后续会有大量的功能拓展和产品省级需求。考虑公司预算管理一体化作为类似“ERP”系统, 建成后需要大量升级运维需求, 而电子采招平台更是需要持续的运营投入, 因此公司的技术服务收入有望保持良好增长。同时考虑到收入体量以及人员数量, 我们预计 22-24 年技术服务收入增速分别为 22%、40%、40%。

3) 硬件及其他, 主要为满足客户集成需求的外购软硬件产品, 体量非常小, 我们预计未来将保持 5%左右的小幅增长。

表11: 2022-2024 年博思软件营收拆分及预测 (单位: 亿元)

业务拆分	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收合计	1.71	3.10	5.59	8.99	11.36	15.64	18.98	25.92	35.24
YOY	12%	81%	80%	61%	26%	38%	21%	37%	36%
技术服务	1.07	2.03	3.23	5.71	7.79	10.97	13.38	18.74	26.23
YOY	22%	90%	59%	77%	36%	41%	22%	40%	40%
软件开发与销售	0.59	0.93	1.87	2.48	2.75	3.48	4.35	5.87	7.63
YOY	26%	58%	101%	33%	11%	27%	25%	35%	30%
硬件及其他	0.04	0.14	0.50	0.79	0.82	1.19	1.25	1.31	1.38
YOY	-78%	250%	257%	58%	4%	45%	5%	5%	5%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

关于三大业务的毛利率, 由于软件开发与销售售卖的基本为标准软件产品, 毛利率相对稳定, 而技术服务费用与合同签订、人力成本相关, 展望 22-24 年看也基本处于稳定状态, 预计 22-23 年公司毛利率稳定在 64%, 24 年公司毛利率为 65%。

表12：2022-2024 年博思软件营收拆分及预测（单位：亿元）

毛利率	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
整体毛利率	69%	69%	65%	64%	64%	65%	64%	64%	65%
技术服务	62%	65%	67%	65%	61%	62%	62%	62%	62%
软件开发与销售	84%	81%	73%	76%	80%	88%	80%	80%	80%
硬件及其他	43%	35%	21%	22%	30%	25%	30%	30%	30%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

从成本费用侧看，公司的主要费用在销售、管理、研发费用，且公司近 5 年来费用控制能力卓越，三大费率之和基本保持稳定在 45%左右。展望未来三年，预计公司仍将保持原有的节奏继续开拓市场和研发投入，同时公司在经历 19-22 年人员快速扩张后，预计在 23 年后人员增速将趋缓，因此预计销售费用 22-24 年占比分别为 15%、14%、14%；管理费用 22-24 年占比分别为 16%、15%、15%；研发费用 22-24 年占比分别为 15%、15%、15%。

盈利预测结果：预计公司 22-24 年营收分别为 19.0、25.9、35.2 亿元，同比增速分别为 21%/37%/36%；归母净利润分别为 2.8、4.1、5.6 亿元，同比增速分别为 20%/49%/36%。

表13：2022-2024 年博思软件盈利预测结果

利润表 (亿元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,564	1,898	2,592	3,524
营业成本	546	683	921	1,246
营业税金及附加	13	19	26	35
销售费用	253	285	363	493
管理费用	238	304	389	529
研发费用	241	285	389	529
财务费用	-0	-4	-6	-9
营业利润	284	360	534	726
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	284	360	534	726
所得税	29	54	80	109
净利润	254	306	454	617
归属于母公司净利润	229	275	408	556

资料来源：wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析与投资建议

考虑到博思服务与政务 IT 公司，且具备良好的产品化属性，我们选择中科江南、新点软件、税友股份 3 家同样服务于政务信息化的上市公司作为可比公司，根据 Wind 一致预期下三家公司 23、24 年 PE 均值分别为 34、27 倍，而根据我们的预测博思当前市值对应 23、24 年 PE 为 31、23 倍。考虑到博思在政务信息

化细分领域的龙头地位和新业务版图的顺利开拓，公司 22-24 年增长速度值得期待，而当前估值明显低于可比公司。维持“推荐”评级。

表14：2022-2024 年博思软件盈利预测结果（市值与股价数据为 2023 年 2 月 24 日收盘价）

公司	市值 (亿元)	股价 (元/股)	EPS(2022E)	EPS(2023E)	EPS(2024E)	PE(2022E)	PE(2023E)	PE(2024E)
新点软件	183.91	55.73	0.00	2.52	3.29	/	22	17
税友股份	155.86	38.40	0.64	0.86	1.08	60	45	35
中科江南	119.11	110.29	2.33	3.09	4.01	47	36	28
均值						53	34	27
博思软件	127.66	20.86	0.45	0.67	0.91	46	31	23

资料来源：wind，民生证券研究院预测（注：可比公司数据采用 wind 一致预期；博思软件盈利预测采用民生研究院预测）

5 风险提示

1) 疫情加剧致政务 IT 支出下滑。2022 年以来疫情反复、经济增长放缓，政府财政预算较为紧张，因此一定程度上可能影响政务 IT 支出及回款收回的进度，进而对公司的经营质量产生不利影响。目前进入疫情常态化阶段，未来疫情的走势仍是未知数。

2) 行业竞争加剧致毛利率下滑。在行业厂商纷纷加大投入的情况下，市场竞争变得越来越激烈，若后续各家厂商竞争激烈导致价格战情况，会影响项目的毛利率和盈利能力，进而对上市公司的盈利质量产生不利影响。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。

3) 企业级公采开拓进展不及预期。公司充分渗透政府和高校采购等领域，在企业采购方面也提供了全面的软件产品，若企业级公采开拓的执行力度不及预期，则可能影响公司公共采购业务的发展。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1564	1898	2592	3524
营业成本	546	683	921	1246
营业税金及附加	13	19	26	35
销售费用	253	285	363	493
管理费用	238	304	389	529
研发费用	241	285	389	529
EBIT	279	323	504	692
财务费用	0	-4	-6	-9
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	4	19	13	18
营业利润	284	360	534	726
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	284	360	534	726
所得税	29	54	80	109
净利润	254	306	454	617
归属于母公司净利润	229	275	408	556
EBITDA	322	368	556	752

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	848	1043	1406	1906
应收账款及票据	570	694	882	1162
预付款项	12	20	28	37
存货	113	67	91	123
其他流动资产	136	149	171	202
流动资产合计	1678	1974	2578	3430
长期股权投资	77	80	85	89
固定资产	174	254	326	391
无形资产	72	79	81	85
非流动资产合计	851	935	1010	1082
资产合计	2528	2908	3588	4512
短期借款	42	42	42	42
应付账款及票据	210	215	290	393
其他流动负债	385	454	605	809
流动负债合计	637	711	937	1244
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	26	26	26	26
非流动负债合计	26	26	26	26
负债合计	663	737	963	1270
股本	400	603	603	603
少数股东权益	260	291	336	398
股东权益合计	1865	2171	2625	3242
负债和股东权益合计	2528	2908	3588	4512

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	37.65	21.37	36.55	35.96
EBIT 增长率	37.80	15.76	56.13	37.29
净利润增长率	41.62	20.09	48.46	36.03
盈利能力 (%)				
毛利率	65.08	64.02	64.46	64.65
净利润率	16.26	16.10	17.51	17.52
总资产收益率 ROA	9.06	9.46	11.38	12.31
净资产收益率 ROE	14.27	14.63	17.85	19.53
偿债能力				
流动比率	2.63	2.77	2.75	2.76
速动比率	2.44	2.65	2.62	2.63
现金比率	1.33	1.47	1.50	1.53
资产负债率 (%)	26.23	25.35	26.84	28.14
经营效率				
应收账款周转天数	132.91	140.00	130.00	125.00
存货周转天数	75.21	36.00	36.00	36.00
总资产周转率	0.62	0.65	0.72	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	0.37	0.45	0.67	0.91
每股净资产	2.62	3.07	3.74	4.65
每股经营现金流	0.51	0.50	0.78	1.01
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	56	46	31	23
PB	8.0	6.8	5.6	4.5
EV/EBITDA	37.26	32.09	20.56	14.56
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	254	306	454	617
折旧和摊销	43	45	52	59
营运资金变动	-19	-61	-57	-91
经营活动现金流	310	307	479	615
资本开支	-149	-125	-123	-127
投资	-96	-4	-4	-4
投资活动现金流	-237	-110	-114	-113
股权募资	137	0	0	0
债务募资	-170	0	0	0
筹资活动现金流	-178	-2	-2	-2
现金净流量	-105	195	362	500

插图目录

图 1: 博思软件发展历程回顾.....	3
图 8: 2015-2022Q1-Q3 博思软件主要费用 (亿元)	7
图 9: 2015-2021 博思软件员工及期间费率情况	7
图 10: 2015-2022Q3 博思软件归母净利润及增速	7
图 11: 2015-2021 博思软件利润率与 ROE	7
图 12: 2015-2022Q3 博思软件销售现金流情况	8
图 13: 2015-2022Q3 博思软件利润与净现金流比较 (亿元)	8
图 14: 我国非税收入的主要形式.....	9
图 15: 2016-2021 非税收入 (万亿元) 及占比.....	9
图 16: 非税收入收缴款环节及核心的信息化系统	9
图 17: 2022 年我国公立医院工程新建项目数量 (个)	11
图 18: 我国高校的数量及体系.....	11
图 19: 博思软件全国非税收入一体化管理系统.....	11
图 20: 博思软件财政电子票据及非税收入领域的客户情况 (截至 2021 年底)	11
图 21: 财政电子票据的区块链应用	12
图 24: 财政预算管理一体化建设带来的增量市场空间测算.....	14
图 25: 2018-2020 年博思致新收入与净利润情况.....	14
图 26: 博思致新 2020-2022 业绩承诺.....	14
图 27: 博思软件财政预算管理一体化系统.....	15
图 28: 博思软件财政预算管理一体化系统特点.....	15
图 29: 政府采购一体化云平台.....	16
图 30: 以建设工程为主的公共资源交易平台.....	16
图 31: 2017-2021 年中国招投标平台对接的交易规模.....	17
图 32: 2016-2025 我国电子招投标市场空间及预测.....	17
图 33: 新点软件为例, 采招运营与维护收入占比高	18
图 34: 博思软件公采板块中金融科技业务逻辑.....	18
图 35: 博思数采目前的股权架构情况 (截至 2023 年 2 月 14 日)	19
图 36: 博思数采 20、21 年年营收及利润 (亿元)	19
图 37: 博思软件政府采购平台.....	19
图 38: 博思软件高校采购领域典型案例	19
图 39: 博思企业级电子采购平台.....	20
图 40: 博思企业级采购标杆客户案例	20
图 41: 博思软件“城市码”平台架构	21
图 42: 博思软件-智慧城市惠民服务成效	21
图 43: 《“十四五”数字经济发展规划》关于数字化方向的具体阐述.....	22
图 44: 《“十四五”数字经济发展规划》中对于政务信息化的表述.....	24
图 45: 中国电子政务发展阶段.....	24
图 46: 2014-2026 年我国电子政务市场规模及预测.....	25
图 47: 我国电子政务体系架构图	25
图 48: 2020 年中国数字政府解决方案市场格局	26
图 49: 2020 年财政 IT 解决方案市场格局	26
图 50: 2017-2020 年新点&博思政务收入 (亿元)	27
图 51: 2017-2019 年新点&博思政务业务毛利率	27

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 博思软件上市以来股权激励及员工持股计划梳理	4
表 2: 博思软件上市以来主要收购动作梳理	5
表 3: 我国非税收入与电子票据改革政策梳理	10

表 4: 我国财政信息化相关政策梳理.....	12
表 5: 博思致新中标陕西财政云一体化项目 (单位: 万元)	15
表 6: 采招政策梳理	16
表 7: 各省政府采购网的技术支持情况.....	18
表 8: 《“十四五”数字经济规划》中提出的数字经济主要发展指标	22
表 9: “十三五”时期关于信息化的目标规划	23
表 10: A 股政务 IT 上市公司梳理	26
表 11: 2022-2024 年博思软件营收拆分及预测 (单位: 亿元)	28
表 12: 2022-2024 年博思软件营收拆分及预测 (单位: 亿元)	29
表 13: 2022-2024 年博思软件盈利预测结果	29
表 14: 2022-2024 年博思软件盈利预测结果 (市值与股价数据为 2023 年 2 月 24 日收盘价)	30
公司财务报表数据预测汇总.....	32

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026