



2016年09月19日

# 增持(首次评级)

**分析师：王风华**

执业编号：S0300516060001  
电话：010-64408937  
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

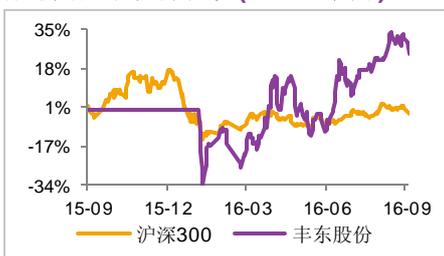
**分析师：郭佳楠**

执业编号：S0300515080001  
电话：010-64814022  
邮箱：guojianan@lxsec.com

**研究助理：杨名**

电话：136-1185-0141  
邮箱：yangming\_bf@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：联讯证券研究院

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	435	986	1,319	1,692
(+/-)	18%	127%	34%	28%
净利润	34	86	111	144
(+/-)	3%	154%	29%	30%
EPS(元)	0.13	0.32	0.41	0.54
P/E	233	92	71	55

资料来源：联讯证券研究院

## 丰东股份(002530.SZ)

# 迎税改风口，打造财税 SAAS 生态圈

### 投资要点

#### ◇ 营改增引发税务行业变革，纳税服务市场爆发在即

自今年5月1日起，建筑业、房地产业、金融保险业、生活服务等全部营业税纳税人纳入营改增试点范围。试点完成后，营业税将彻底退出历史舞台，四大行业纳入营改增试点，引发税务行业变革。中国的企业大部分为小规模经营且信息化程度不高的中小企业，不能及时相关政策进行有效利用，对纳税增值服务需求较为迫切。

截止2016年2月底，我国各类市场主体总数7079万户，企业数占1871.49万户，以每户纳税服务收费10000元保守估计算，市场空间达千亿，美国市场只有500多万家中小企业远少于我国中小企业数，但产生了市值已达283亿美元中小企业财税服务企业Intuit。

#### ◇ 方欣借势金税三期纳税服务端，蛟龙腾飞，SaaS模式更有看头

方欣科技依托多年的电子税务经验和雄厚的技术实力及项目经验，中标国家金税三期的纳税服务平台，成为卡位金税三期税务局端和纳税人端唯一企业，具有天然对接千万客户的优势。

本次定增建设智慧财税服务互联平台和建设企业大数据创新服务平台，以加速拓展财税生态圈。方欣科技运营模式为垂直型SaaS，符合占比众多的中小企业市场个性化需求容易建立竞争壁垒，客户流失率低；垂直型SaaS模式获客成本更低，标准化后可全速推广，未来盈利可观。

#### ◇ 中美税制大不同，方欣有望打造中国版Intuit

美国税种多样，以征直接税为主，征管法制化程度高、信息化程度高、普遍实行纳税申报、税务代理发达；我国增值税占比较高，在税收征管法律化、信息化等方面较低，不实行自主申报纳税制，税务代理还处于初期。国内税收代理业务较为分散，税务信息化还有很大空间，方欣科技重点布局财税云服务。财税云服务在方欣科技的收入构成中逐步增加，2015年度同比增幅达220%，付费用户数量由29万增加至63万。

#### ◇ 估值与投资建议：

根据公司主营业务目前处于转型态势良好，全资子公司方欣科技预计未来进入快速增长期，给予2016-2018年EPS分别0.32元、0.41元、0.54元，予以“买入”评级。

#### ◇ 风险提示：

公司经营期间业务发生重大变动，主营业务或收并购业务出现较大亏损，整体收益不及预期。



#### ◇ 不同于市场的观点：

1. 市场普遍忽略了营改增对纳税服务行业的影响。我们从营改增角度分析纳税服务行业步入景气周期。四大行业营改增，纳税服务企业引导企业用好增值税抵扣机制，达到税负“只减不增”的目标。能不能利用这次税改为企业注入活力是关系到国家经济整体发展和企业自身利益的关键，中国的企业大部分为小规模经营且信息化程度不高的中小企业，不能及时相关政策进行有效利用，对纳税增值服务需求较为迫切。纳税服务市场迎政策红利，需求猛增。

2. 市场普遍认为纳税 IT 的爆发路径会像美国一样。我们认为中美国情大不同，税制不一样。美国税种多样，以征直接税为主，征管制化程度高、信息化程度高、普遍实行纳税申报、税务代理发达；我国增值税占比较高，在税收征管法律化、信息化等方面较低，不实行自主申报纳税制，税务代理还处于初期。未来金税三期建成后税务大数据落地，税务局端对税务把关严格，企业及时缴税合理避税成为要点。我们认为方欣科技将在中国纳税国情的基础之上成长为中国互联网财税服务龙头企业。



## 目 录

一、营改增最后一脉已通，催生海量纳税服务需求 .....	7
（一）营改增符合当前时代产业发展要求 .....	7
1.1.1 经济环境内生变革促使营改增 .....	7
1.1.2 营改增的历史 .....	8
（二）新增四大营改增行业，大风起兮 .....	8
1.2.1 营改增对建筑业的纳税管理影响 .....	9
1.2.2 营改增对房地产业的纳税管理影响 .....	10
1.2.3 营改增对金融业的纳税管理影响 .....	11
1.2.4 营改增对生活服务业的纳税管理影响 .....	11
二、热处理龙头摇身为互联网财税巨头，卡位前端平台迎税改风口 .....	12
（一）顺应周期变更，转型进军互联网财税 .....	12
2.1.1 受下游机械行业周期影响，主营业绩疲软 .....	12
2.1.2 收购方欣科技，转型互联网+税务 .....	12
（二）背靠局端，发力企业端需求 .....	13
2.2.1 营改增对纳税软件方的影响 .....	13
2.2.2 税务局端诉求—打造税务管理新模式 .....	14
2.2.3 企业端诉求——税务筹划形成良性循环 .....	18
（三）财税服务产业链已完备，蓄势待发 .....	20
2.3.1 软件产业链已完备，方欣科技位处产业链上游 .....	20
2.3.2 各巨头攻占财税行业各环节 .....	21
2.3.3 纳税服务端商海已显，但格局未定 .....	22
2.3.4 方欣科技两大业务体系全解 .....	23
2.3.5 方欣科技与国内同类企业比较 .....	26
2.3.6 卡位金税三期纳税服务平台，天然对接企业优势 .....	27
2.3.7 财税领域垂直服务商，壁垒更高 .....	28
三、Intuit 模式在中国的别样之路 .....	29
（一）中美 SaaS 行业比较 .....	29
3.1.1 他山之石—美国 SaaS 发展概况 .....	29
3.1.2 市场发展时期不同：美国 SaaS 市场较为成熟，中国处于追赶期 .....	31
3.1.3 发展环境比较：中国 SaaS 市场需要自有模式以适应期商业环境 .....	32
3.1.3 商业模式比较：国内采用传统 SaaS 模式变现较难，可另辟蹊径 .....	33
3.1.4 中国 SaaS 企业要出现独角兽需攻克难关 .....	33
（二）方欣科技，非一般的“Intuit” .....	33
3.2.1 中美税制比较 .....	33
3.2.2 Intuit 和方欣科技类比 .....	34
四、估值与盈利预测 .....	39
五、估值与投资建议 .....	40
根据公司主营业务目前处于转型态势良好，全资子公司方欣科技预计未来进入快速增长期，给予 2016-2018 年 EPS 分别 0.32 元、0.41 元、0.54 元，予以“买入”评级。 .....	40
六、风险提示 .....	40
公司经营期间业务发生重大变动，主营业务或收并购业务出现较大亏损，整体收益不及预期。 .....	40



## 图表目录

图表 1: 营业税和增值税的区别 .....	7
图表 2: 各行业税收占比一览.....	7
图表 3: 营改增进程.....	8
图表 4: 三行业税收收入占总收入比值.....	9
图表 5: 各行业税收占比一览.....	9
图表 6: 营改增建筑业面临的问题和解决方案 .....	10
图表 7: 房地产业营改增面临的问题 .....	10
图表 8: 生活服务业构成.....	11
图表 9: 各纳税行业每百人使用计算机人数.....	11
图表 10: 丰东股份营业收入 .....	12
图表 11: 丰东股份每股收益.....	12
图表 12: 方欣科技的国家级产品 .....	13
图表 13: 方欣科技运营模式 .....	13
图表 14: 营改增涉及的纳税服务业务 .....	14
图表 15: 营改增涉及的纳税服务业务 .....	14
图表 16: 各税务局端积极推进互联网+做好服务.....	15
图表 17: 国税局值班领导解答营改增问题 .....	15
图表 18: 安徽地税局“娘子军” .....	15
图表 19: 税务大数据实施路径.....	16
图表 20: 数据时代以票控税 .....	16
图表 21: 税务大数据具有变现价值.....	16
图表 22: 银税互动方案 .....	17
图表 23: 方欣科技前五大客户.....	17
图表 24: 公司局端项目进展情况 .....	18
图表 25: 营改增使房地产业减税明显 .....	18
图表 26: 某包含物业管理业务的 IT 企业受益营改增.....	19
图表 27: 各类企业个数 .....	19
图表 28: 我国各类市场主体数.....	20
图表 29: 小型工业企业应交增值税额 .....	20
图表 30: 全球软件产业链价值分布.....	20
图表 31: 中国企业级 SaaS 市场产业链.....	21



图表 32: A 股上市公司布局财税各环节.....	22
图表 33: 市场上主要纳税增值服务提供方.....	22
图表 34: 各公司报税软件业务主要涉及省市.....	23
图表 35: 智慧电子税务局的整体构架.....	23
图表 36: 公司电子发票平台.....	24
图表 37: 公司电子发票生态圈.....	25
图表 38: 方欣科技智慧电子税务局业务推广计划.....	25
图表 39: 方欣科技企业云服务端推动模式.....	25
图表 40: 公司企业云服务主要产品.....	26
图表 41: 各公司报税软件业务主要涉及省市.....	26
图表 42: 金税各期工程介绍.....	27
图表 43: 纳税服务平台在金税三期应用环境中的位置.....	28
图表 44: 部分通用型 SASS 服务公司.....	28
图表 45: 部分垂直型 SASS 服务公司.....	28
图表 46: 通用型和垂直型企业级服务异同.....	29
图表 47: 美国 SaaS 发展历程.....	30
图表 48: 中美互联网用户数百分比.....	30
图表 49: 2015 年美国 SaaS 市场份额.....	31
图表 50: 部分美国上市公司市值.....	31
图表 51: 中国 SAAS 市场规模预测.....	31
图表 52: 中美 SaaS 市场比较.....	32
图表 53: 2010-2015 年中国 SaaS 服务平均融资金额.....	32
图表 54: 中国企业级 SAAS 市场 AMC 模型.....	32
图表 55: 中美企业类型构成比较.....	33
图表 56: Intuit 大事记.....	34
图表 57: intuit 发展路径规划.....	35
图表 58: 方欣科技财税云推广的五个阶段.....	36
图表 59: Intuit 三大税务服务部门收入构成.....	37
图表 60: 方欣科技过去两年收入构成.....	37
图表 61: Intuit 产品计划.....	38
图表 62: 智慧财税服务互联平台.....	38
图表 63: 企业大数据创新服务平台建设内容.....	39
图表 64: 收入预测.....	39
附 录 : 公 司 财 务 预 测 表	



利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	项目 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	435	986	1,319	1,692	货币资金	192	300	180	
减: 营业成本	306	686	922	1,178	应收票据	35	35	35	
营业税金及附加	3	7	9	11	应收账款	136	309	413	5
销售费用	23	53	70	90	预付账款	14	10	6	
管理费用	68	154	207	265	其他应收款	9	19	26	
财务费用	1	-1	-1	-1	存货	169	378	509	6
资产减值损失	3	0	0	0	其他流动资产	1	-179	-299	-4
加: 投资收益	5	6	7	7	<b>流动资产合计</b>	<b>554</b>	<b>873</b>	<b>869</b>	<b>8</b>
二、营业利润	36	93	119	155	长期股权投资	99	0	0	
加: 营业外收支净额	9	20	27	35	固定资产	234	243	282	3
三、利润总额	44	113	146	190	在建工程	28	79	59	
减: 所得税费用	9	22	28	37	无形资产	47	44	41	
四、净利润	36	92	118	153	其他非流动资产	0	0	0	
归属于母公司的利润	34	86	111	144	<b>非流动资产合计</b>	<b>446</b>	<b>382</b>	<b>399</b>	<b>4</b>
五、基本每股收益 (元)	0.13	0.32	0.41	0.54	<b>资产总计</b>	<b>1,000</b>	<b>1,254</b>	<b>1,268</b>	<b>1,2</b>
		154%	29%	30%	短期借款	17	17	17	
<b>主要财务指标</b>					应付票据	0	0	0	
项目 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	应付账款	66	148	199	2
EV/EBITDA	129.02	171.26	136.2	105.75	预收账款	86	-12	-143	-3
<b>成长能力:</b>					其他应付款	3	6	8	
营业收入同比	18.40%	126.70%	33.80%	28.30%	应交税费	4	4	4	
营业利润同比	7.20%	161.10%	28.10%	30.10%	其他流动负债	1	1	1	
净利润同比	3.40%	153.70%	29.10%	29.70%	<b>流动负债合计</b>	<b>215</b>	<b>161</b>	<b>83</b>	<b>-</b>
<b>营运能力:</b>					长期借款	0	0	0	
应收账款周转率	3.14	4.43	3.66	3.59	其他非流动负债	20	20	20	
存货周转率	2.4	3.6	2.97	2.92	<b>非流动负债合计</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>-</b>
总资产周转率	0.43	0.87	1.05	1.33	<b>负债合计</b>	<b>235</b>	<b>180</b>	<b>102</b>	<b>-</b>
<b>盈利能力与收益质量:</b>					股本	268	562	562	5
毛利率	29.60%	30.40%	30.10%	30.40%	资本公积	210	188	188	1
净利率	7.80%	8.70%	8.40%	8.50%	盈余公积	28	28	28	
总资产净利率ROA	3.60%	7.30%	9.30%	12.00%	未分配利润	190	223	307	4
净资产收益率ROE	4.70%	8.50%	10.10%	11.90%	少数股东权益	68	74	81	
<b>资本结构与偿债能力:</b>					<b>所有者权益合计</b>	<b>765</b>	<b>1,074</b>	<b>1,166</b>	<b>1,2</b>
流动比率	2.58	5.44	10.51	-31.29	<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,000</b>	<b>1,254</b>	<b>1,268</b>	<b>1,2</b>
资产负债率	23.50%	14.40%	8.10%	-0.60%					
					<b>现金流量表</b>				
<b>每股指标:</b>					项目 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.13	0.32	0.41	0.54	经营活动现金流量	39	-135	-81	-1
每股经营现金流量	0.15	-0.5	-0.3	-0.39	投资活动现金流量	-55	67	-14	-
每股净资产	2.85	1.91	2.08	2.29	筹资活动现金流量	-15	223	-25	-



## 一、营改增最后一脉已通，催生海量纳税服务需求

### （一）营改增符合当前时代产业发展要求

#### 1.1.1 经济环境内生变革促使营改增

**营业税和增值税的重要区别在于是否价税分离。**营业税和增值税，是我国两大主体税种。营改增，就是原来按照营业税征收的部分行业，现在改为按增值税征收。1994年我国税制改革，要求对货物和加工、修理修配劳务征收增值税（中央地方共享，中央75%，地方25%），对其他劳务和无形资产、不动产征收营业税（地方税），形成增值税和营业税共存格局。营业税为“全额征税”，流转环节越多，重复征税越严重；增值税“层层抵扣”，对增值部分征税。该征管方式符合当时产业链短、服务业占比不高的经济发展环境。

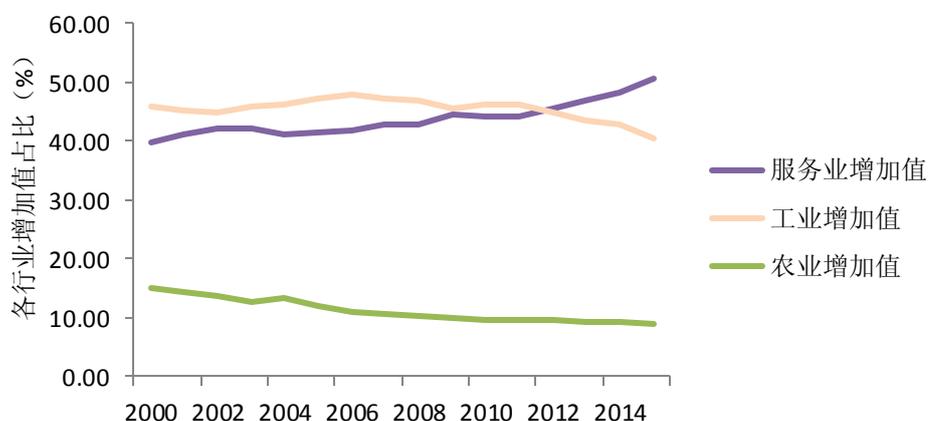
图表1： 营业税和增值税的区别

项目	营业税	增值税
纳税人	不作区分	按照经营规模的大小和会计核算健全与否等标准，分为一般纳税人和小规模纳税人
征管单位	地税	国税
计税原理及特点	每增加一次流转，金额缴纳	对商品生产、流通、劳务服务中多个环节新增价值征税，基本消除重复征税，有利于行业内部专业化管理；实行价外税
计税基础不同	营业额	不含税销售额
应纳税额计算	应纳税额=营业额×税率	一般纳税人应纳税额=销项税额-进项税额=不含税销售额×税率-可抵扣进项税；小规模纳税人应纳税额=不含税销售额×征收率
可抵扣进项税	不涉及	“以票控税”，取得增值税专用发票，并在规定时间内（180天）认证后，可以抵扣进项税
发票	不区分普通发票和专用发票	增值税发票分为增值税专用发票和普通发票，增值税专用发票必须通过“金税工程”防伪税控系统开具
征管特点	简单、易行	增值税计征复杂、征管严格、法律责任重大。虚开增值税专用发票、非法出售增值税专用发票、非法购买增值税专用发票。购买伪造的增值税专用发票等行为需承担刑事责任

资料来源：互联网 联讯证券

随着改革开放的深入，传统税制已无法适应新的经济形势。现代服务业占比逐年增加，要求企业分工更为细化，而全额征税无法抵扣导致各产业间企业产生矛盾，从而制约了各产业之间的专业化分工协作，影响经济结构优化升级。

图表2： 各行业税收占比一览



资料来源：wind 联讯证券



采用增值税方式的优点：

- 1、其以增值额为税基，有效避免了重复征税的问题；
- 2、增值税的征抵机制使纳税人为维护自身利益尽量索取发票，纳税人之间互相制约可控制偷税漏税行为；
- 3、征税范围覆盖广，多环节纳税，征收便利，在保持中性的同时可有效筹集财政收入。

### 1.1.2 营改增的历史

营改增试点开始于 2011 年。财政部联合国家税务总局印发了《营业税改征增值税试点方案》，在上海对交通运输业和部分现代服务业进行试点。之后逐步扩大试点范围和行业至各行业各省市，直到 2016 年，财政部和国家税务总局下达文件，自 2016 年 5 月 1 日起，将建筑业、房地产业、金融保险业、生活服务等全部营业税纳税人纳入试点范围。试点完成后，营业税将彻底退出历史舞台，四大行业纳入营改增试点，打通营改增最后一脉。

图表3：营改增进程

时间	进程
2011/10/1	国务院决定开展营改增试点
2012/1/1	率先在上海实施了交通运输业和部分现代服务业营改增试点
2012/9/1/	交通运输业和部分现代服务业营改增试点由上海市分 4 批次扩大至北京市、江苏省、安徽省、福建省(含厦门市)、广东省(含深圳市)、天津市、浙江省(含宁波市)、湖北省等 8 省(直辖市)
2013/8/1	交通运输业和部分现代服务业营改增试点推向全国，将广播影视服务纳入试点范围
2014/1/1	铁路运输业和邮政业在全国范围实施营改增试点
2014/6/1	电信业在全国范围实施营改增试点
2016/3/5	国务院总理李克强在政府工作报告中指出“全面实施营改增，从 5 月 1 日起，将试点范围扩大到建筑业、房地产业、金融业、生活服务业，并将所有企业新增不动产所含增值税纳入抵扣范围。” 2016 年 3 月 18 日，国务院常务会议审议通过了全面推开营改增试点方案。至此，营改增试点全面推开

资料来源：互联网 联讯证券

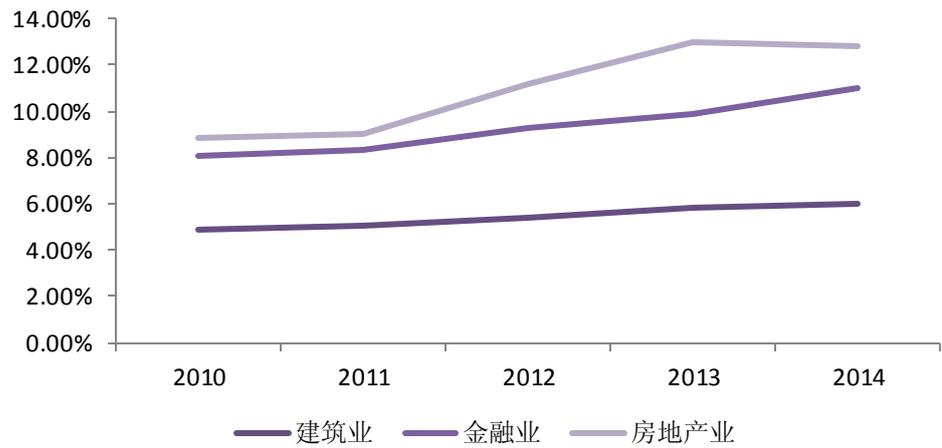
## （二）新增四大营改增行业，大风起兮

2016 年 3 月 5 日，李克强总理在十二届全国人大四次会议开幕式上，宣布今年从 5 月 1 日起，将建筑、房地产、金融业、生活服务业（包括医疗业，酒店业、餐饮业和娱乐业等）重要行业同时纳入营改增试点范围。

2010 年以来房地产业、建筑业、金融业营业税收入占全国营业税收入的比例逐年增加，在总财政收入中占比较大，此次增值税扩围将对国家经济产生自营改增实施以来最大的影响。

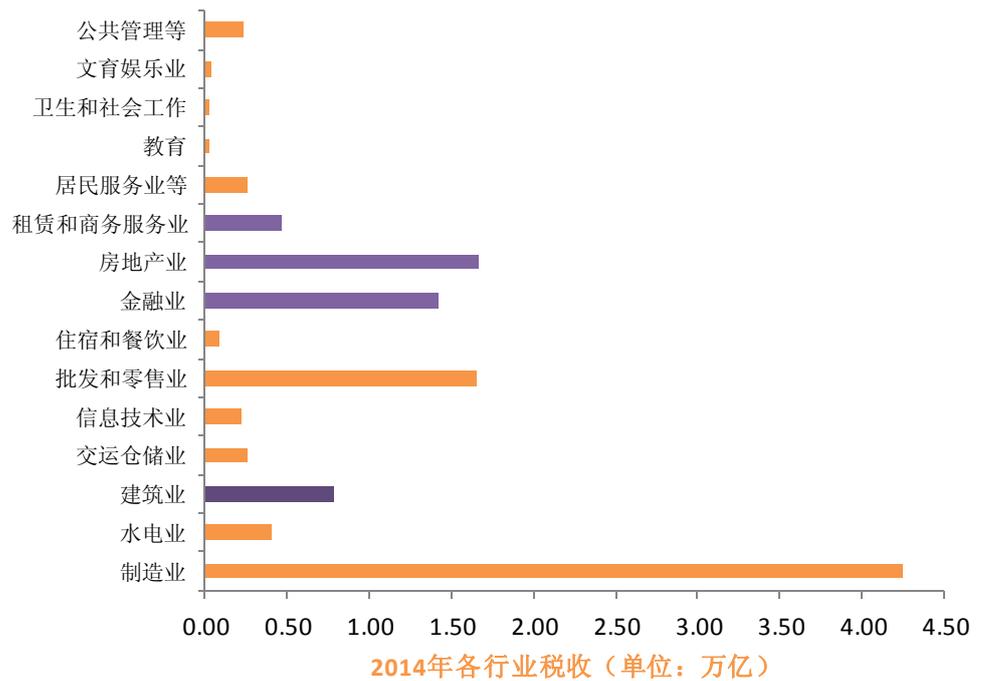


图表4：三行业税收收入占总收入比值



资料来源: wind 联讯证券

图表5：各行业税收占比一览



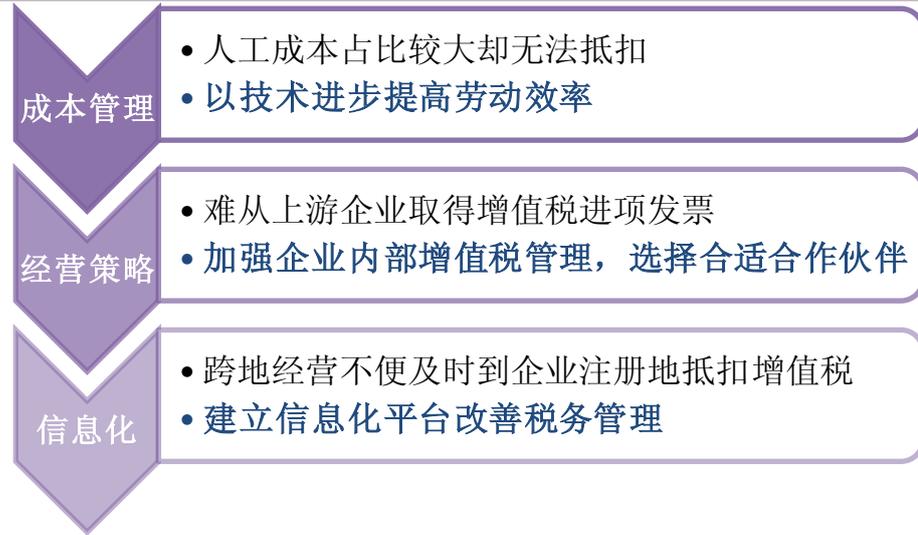
资料来源: wind 联讯证券

### 1.2.1 营改增对建筑业的纳税管理影响

建筑业的上游端材料和机器设备不再重复征税，人工成本因无法抵扣进项额，激发企业以技术进步提高劳动生产率。同时建筑业由于上游材料大多采自小规模纳税人和个体经营户，往往不开具增值税专用发票，存在进项税额抵扣困难，因此建筑企业需加强增值税专用发票的管理，从取得、开具、保管、申报等各个环节加强监控。营改增后增值税的进项税额需要在企业的注册地进行抵扣，因此企业需要较为先进的信息化共享平台进行统一税务管理。



图表6：营改增建筑业面临的问题和解决方案



资料来源：互联网 联讯证券

### 1.2.2 营改增对房地产业的纳税管理影响

土地出让成本可在销售额中抵扣，整体上确保了税负只增减不增的要求，新购置不动产纳税抵扣范围，利好商业地产好。但对房地产企业的那谁管理来说却也面临着不少问题，比如在房地产企业发票取得时在（1）票款不一致的发票，（2）“对开发票”，（3）开发票时，供应商没有开具销售清单（4）房地产企业的开发产品等这些情况下即使发票正规也不能进行税额抵扣。因此“营改增”给企业增值税进项税发票的处理带来了很大的变化，必须引起房地产业的重视，并积极应对。

图表7：房地产业营改增面临的问题

问题	原因	解决方案
账务处理	增值税核算较复杂	建立纳税风险评估、防控体系，信息化替代人力以提高财务数据的准确性
增值税专用发票进项管理	房地产项目开发周期长，但增值税进项要求180天内认证完毕	加强纳税成本管理，提高业务人员专业知识，进行税务筹划
违法风险	由于“甲供材”引发的虚开、代开发票或触犯刑事责任	设计合理税务架构，合理避税

资料来源：互联网 联讯证券



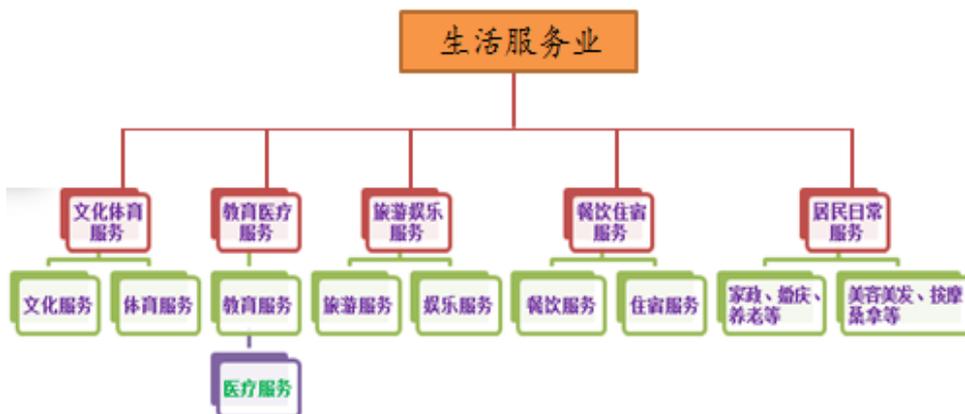
### 1.2.3 营改增对金融业的纳税管理影响

营改增后金融业也对纳税管理影响相对不大。其上下游客户体量大，将接触海量增值税专用发票，需加派人手专门负责增值税专用发票的开具、保管、认证、抵扣和申报工作，同时可考虑分离一部分软件系统等可外购的系统等取得增值税专用发票，降低税负提高利润率。

### 1.2.4 营改增对生活服务业的纳税管理影响

服务业和零售企业在营改增中享受了实实在在的减税，这次营改增的最大受益者很可能是年销售额在 500 万元以下的小企业，其税率从原来的 5% 降至 3%。但生活服务业的纳税人数量众多，对增值税的申报、管理能力以及会计核算能力差异较大，对其在增值税发票的管控方面，相较营业税提出更为严格的要求。生活服务业里有大量跨业经营、跨地区经营，这都将增加企业在税务管理上的复杂程度，改变企业的管理运营模式适应新税制或许带来新的风险。

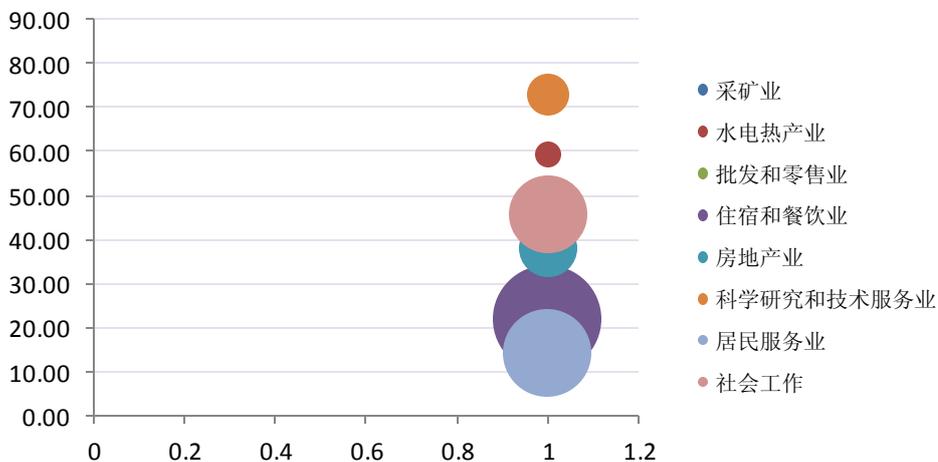
图表8：生活服务业构成



资料来源：互联网 联讯证券

生活服务业下子行业较多，大部分为小规模经营且信息化程度不高不能及时相关政策进行有效利用，对纳税增值服务需求较为迫切。

图表9：各纳税行业每百人使用计算机人数



资料来源：wind 联讯证券



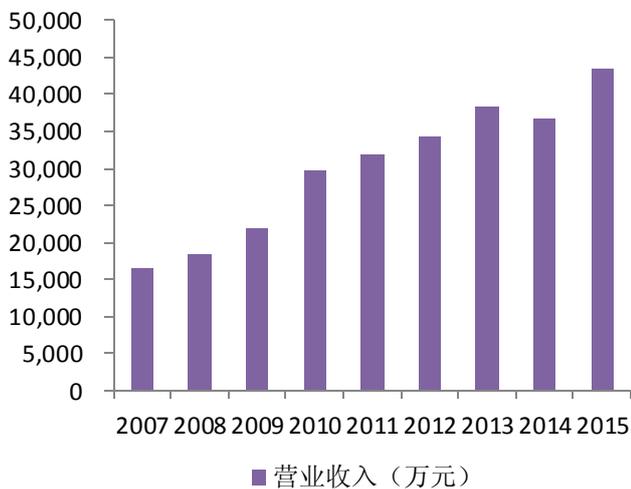
## 二、热处理龙头摇身为互联网财税巨头，卡位前端平台迎税改风口

### （一）顺应周期变更，转型进军互联网财税

#### 2.1.1 受下游机械行业周期影响，主营业绩疲软

丰东股份为国内热处理行业龙头企业，主营业务一为热处理设备的生产、研发和销售，二为使用各类热处理设备，为机械制造企业提供金属零件的专业热处理加工服务，其生产的可控气氛炉作为主营产品，迄今已生产销售 1200 多台套各类可控气氛炉供国内外客户使用，连续四年排名国内可控气氛炉销量第一位。近年来我国传统机械行业发展放缓，公司主营收入增长速度较低，徘徊在 8% 左右，2013-2014 年净利润持续下滑。主业增长疲软需寻找新增长点。

图表10： 丰东股份营业收入



资料来源：wind 联讯证券

图表11： 丰东股份每股收益



资料来源：wind 联讯证券

#### 2.1.2 收购方欣科技，转型互联网+税务

2016 年 1 月丰东股份借助资本市场力量谋求转型。公司拟以发行股份支付对价 18 亿元收购方欣科技，募集配套资金 12 亿元，切入“热处理+互联网财税服务”双轨发展，收购完成后，方欣科技成为丰东股份全资子公司。

方欣科技为互联网财税云服务领先企业。自 1998 年成立以来，致力于互联网财税服务领域，拥有雄厚的技术力量，承担过国家科技部的 863 专项、国家核高基重大专项、国家发改委的信息产业化专项等，其基础开发架构 FBRP 具有国内先进水平。公司依托多年的电子税务经验和雄厚的技术实力及项目经验，中标了国家金税三期的纳税服务平台，成为卡位金税三期税务局端和纳税人端唯一企业。

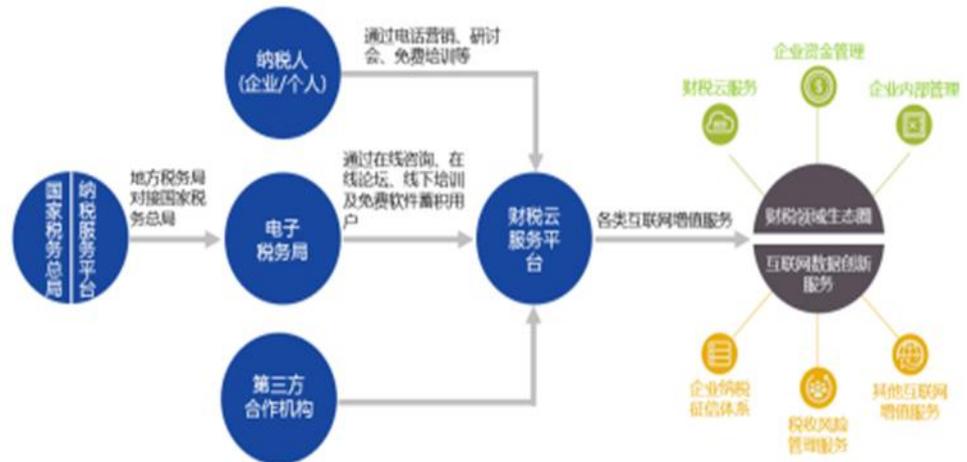


图表12: 方欣科技的国家级产品



资料来源: 方欣科技官网 联讯证券

图表13: 方欣科技运营模式



资料来源: 方欣科技官网 联讯证券

## (二) 背靠局端，发力企业端需求

### 2.2.1 营改增对纳税软件方的影响

**纳税服务五大业务环节变更。**营改增后，企业需要完善财务管理，进行业务统筹以争取到最优税收优惠政策，其间至少在发票管理、供应商应对、客户应对、法律合规、定价等五个方面产生变革。



图表14：营改增涉及的纳税服务业务



资料来源：BDO 网站 联讯证券

IT—企业需要建立全新的增值税管理系统及 IT 系统代替原来的营业税管理体系。企业在相应的采购、管理、ERP、销售、税务系统要进行改造。这里对软件服务企业带来两方面需求，一方面是传统系统的改造，传统软件有升级空间，另一方面需求是新增增值税相关系统。

图表15：营改增涉及的纳税服务业务



资料来源：BDO 网站 联讯证券

### 2.2.2 税务局端诉求—打造税务管理新模式

以纳税人中心的互联网+服务模式。5 月份后，营改增试点全面进入增值税时代，税务政策、操作、规范等咨询量剧增，国家税务总局发文要求进一步优化营改增纳税服务工作，各税务局端积极响应号召充分利用互联网+为纳税人带来更多便利。



图表16: 各税务局端积极推进互联网+做好服务

“云端上”的税务局	“指尖上”的办税厅	“家门口”的服务台
<ul style="list-style-type: none"> <li>•上海税务部门：金税三期工程实现企业常办的涉税事项全部网上办理，缩短了纳税人的办税时间</li> <li>•新疆国税局：网上联合办税服务厅</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•哈尔滨市国税局：微信公众平台</li> <li>•武汉国税局：推出手机APP和网上代开票平台</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•海南省国税局：涉税业务全省随处通办</li> </ul>

资料来源: 互联网 联讯证券

图表17: 国税局值班领导解答营改增问题



资料来源: 百度 联讯证券

图表18: 安徽地税局“娘子军”



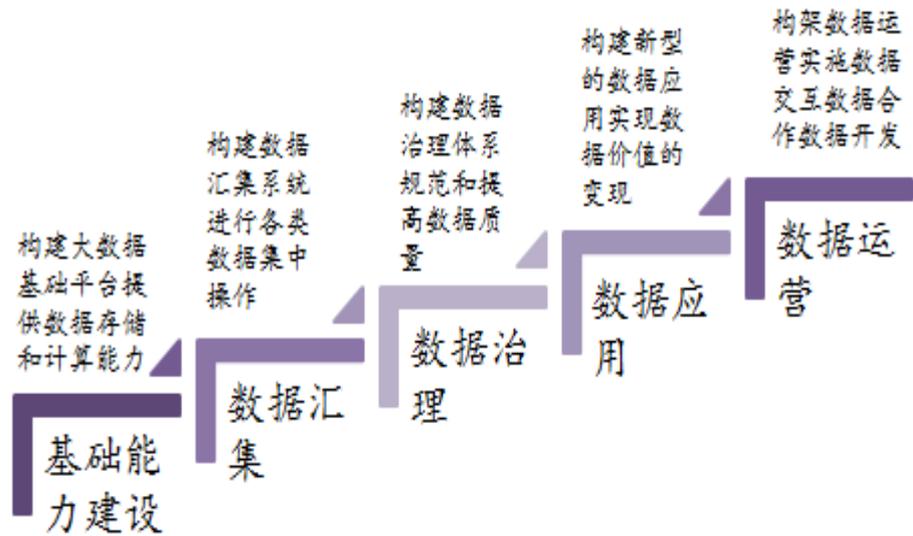
资料来源: 网易新闻 联讯证券

**税务局谋求税务大数据变现之道。**全面推开营改增试点经过 5、6 两个月的平稳运行，实现了“开好票”“报好税”两个阶段性目标，目前已经进入全面“分析好”阶段。今年 5 月 29 日，国家税务总局推出优化纳税服务的 20 条措施，自上而下政策助推税收治理进程。

税务大数据路径实施层次分基础能力建设、数据汇集、数据治理、数据应用、数据运营，金税三期后税务数据可在税务局端形成可支配的战略资源，属于数据汇集搭建阶段，未来进入数据治理和数据应用，逐步推动税务管理的智能化，即实现数据价值落地。海量税务信息落地税务局端成为税务管理的核心武器。税务局积极探索信息管税系统，以票控税、数据管税，谋求税务大数据变现之道。



图表19： 税务大数据实施路径



资料来源：明略数据 联讯证券

图表20： 数据时代以票控税



资料来源：百度 联讯证券

图表21： 税务大数据具有变现价值



资料来源：明略数据 联讯证券

银税互动工具为税务数据应用的典范。银税互动系统即各地税务部门定期将 A 级纳税信用企业名单和纳税信用补评、复评情况推送至银监分局，后者再将相关信息推送至辖内各银行业金融机构，实现跨系统、跨部门、跨行业的银税合作平台积极服务中小微企业，为银行、税务、企业三方带来共赢。2015 年 7 月，国家税务总局和银监会联合发出《关于开展“银税互动”助力小微企业发展活动》的通知后，湖南、湖北、上海、天津、山东、广西、福建、陕西、甘肃、内蒙古等各省建立银税互动工作机制，企业的“纳税信用”转化为“融资资本”，企业的纳税遵从度明显提高。



图表22: 银税互动方案

适用对象	贷款用途	贷款金额	贷款期限	担保方式
按时足额纳税的纳税信用等级为 A 级的小微企业	仅用于企业生产短期的生产经营资金周转活动	目前单户贷款额度最高不超过 150 万元	额度有效期为 1 年(含), 单笔支付期限最长为 12 个月	纯信用方式。企业主及其配偶同意提供连带责任保证

资料来源: 互联网 联讯证券

方欣科技与税务局端合作良好, 其后续各项业务开拓可获得更多支持。方欣科技在其公司的主要业务区域广东和云南与当地税务局建立了良好稳固的合作关系, 积累了丰富的项目经验, 作为金税三期纳税服务平台承建商, 未来将随金税三期持续进军全国各地, 可持续协助各地税务局端增值服务升级发力。

图表23: 方欣科技前五大客户

年度	方欣科技主要客户
2015	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国电信股份有限公司广东分公司</li> <li>▪ 湖南省人民检察院</li> <li>▪ 广东省地方税务局信息中心</li> <li>▪ 云南省地方税务局</li> <li>▪ 广州市信息安全评测中心</li> </ul>
2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 中国电信股份有限公司广东分公司</li> <li>▪ 广东省地方税务局信息中心</li> <li>▪ 广东省地方税务局</li> <li>▪ 广州市地方税务局</li> <li>▪ 广东省国家税务局</li> </ul>

资料来源: 丰东股份定增报告 联讯证券



图表24: 公司局端项目进展情况

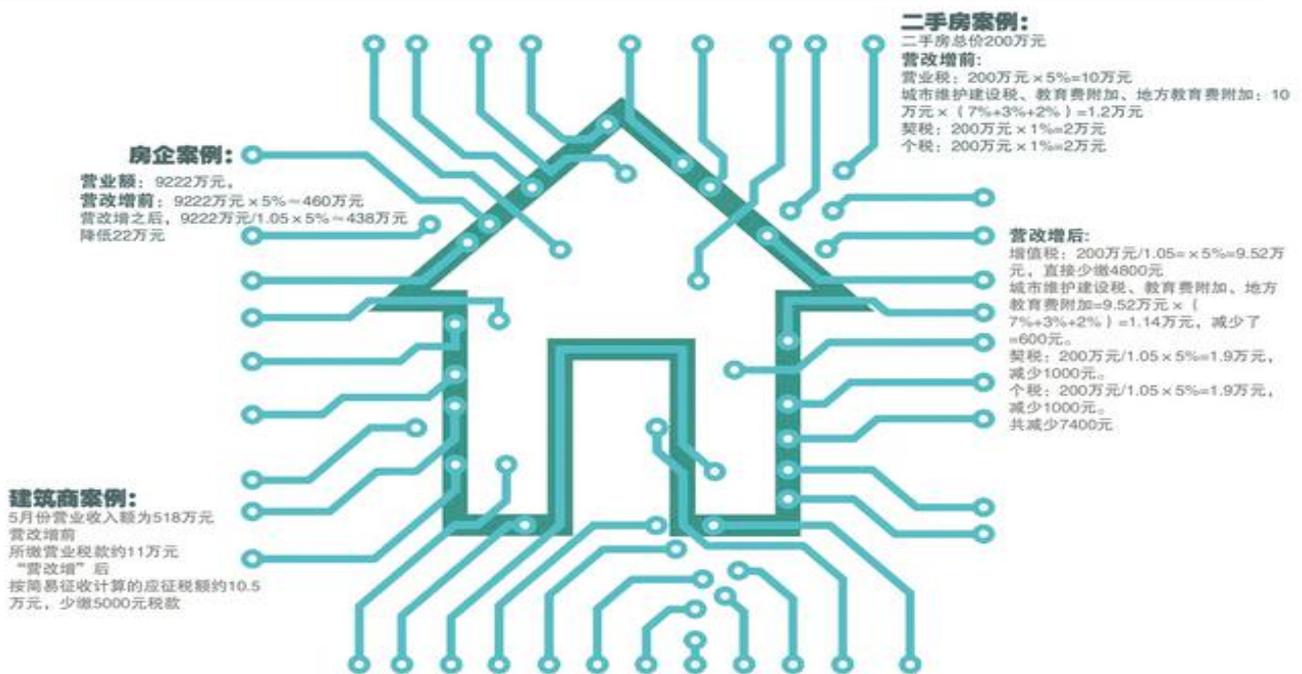
省份	税务局端项目进展情况
广东省	新一代智慧电子税务局 2016 年 7 月 1 日试点上线;
山东省	国地税联合办税平台(联合电子税务局) 2016 年 7 月 1 日成功上线
福建省	已经和省税务局签署了面向纳税人服务的服务采购合同
云南省	税务局端项目开发 and 运维等正在签订中
甘肃省	电子税务局系统之移动办税项目已经签订, 其他项目正在进行中
青海省	电子税务局系统运维等项目正在进行中
四川省	电子税务局系统升级改造等项目正在进行中
陕西省	电子税务局项目于 2016 年 7 月 1 日成功对接金税三期双轨上
厦门市	电子税务局系统相关运维项目正在进行中
山西省	总局纳税服务系统项目运维进行中
贵州省	电子税务局升级改造正在进行中
湖南省	电子税务局相关项目正在进行中
江西省	网上办税相关项目正在运维中
黑龙江省	电子税务局项目于 2016 年 7 月 1 日成功对接金税三期双轨上线运行, 计划 8 月 1 日正式单轨上线
宁夏区、西藏区	正在和当地合作合作伙伴正在进行商谈

资料来源: 丰东股份针对证监会重组反馈意见回复 联讯证券

### 2.2.3 企业端诉求——税务筹划形成良性循环

资金动力——企业受益营改增, 有动力将减税资金用于纳税筹划实现良性循环。纳税企业直接受益营改增, 企业减负增利, 有动力利用减税资金用于纳税增值服务提高财务管理效率。

图表25: 营改增使房地产业减税明显

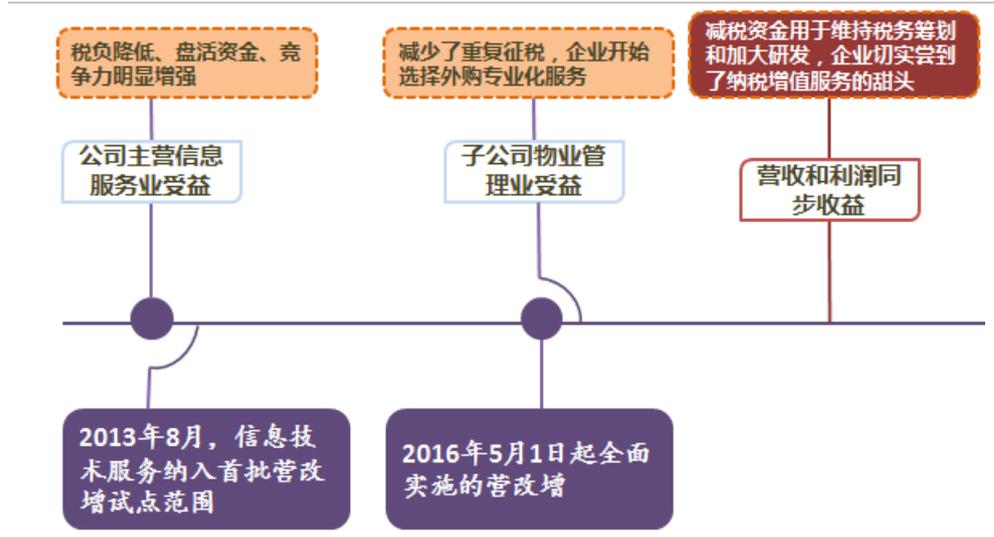


资料来源: 中国房地产网 联讯证券



以某计算机技术股份有限公司为例（其子公司包含部分物业管理服务）。2013年8月，信息技术服务纳入首批营改增试点范围，企业的税负显著降低，盘活资金；2016年5月1日起全面实施的营改增，对其子公司经营物业管理来说，公司可以更多地采用外包方式取得增值税进项发票。据公司测算其大约有60%的业务可以通过采购增加进项抵扣，使税负大幅降低。

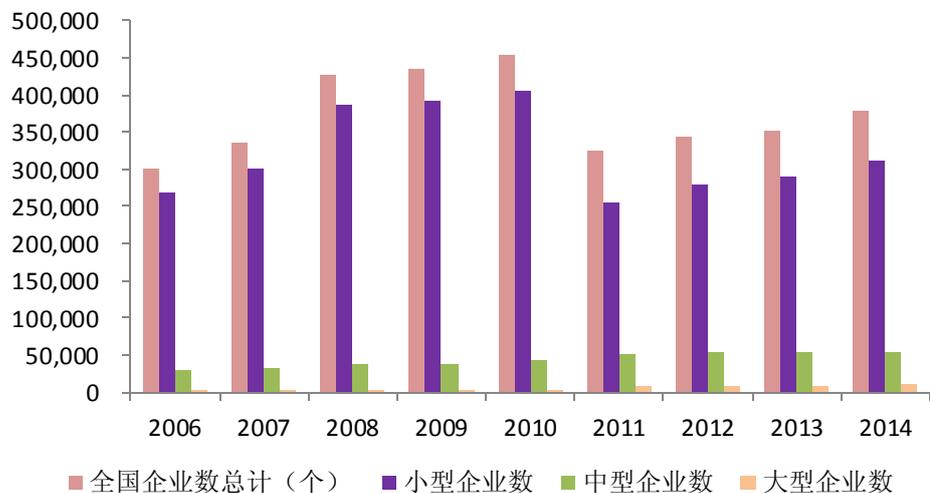
图表26： 某包含物业管理业务的 IT 企业受益营改增



资料来源：国家税务总局 联讯证券

**新增市场需求——小微企业数量多，需求旺。**营改增后会计核算方法发生改变，企业对新的政策趋势和行业特殊税收规定不熟悉，使企业财务管理难度加大，需要引入纳税增值服务。新的制度下，新增市场主体和自然人纳税人急剧增加，尤其是建筑业和生活服务业上纳税人基本特征是“规模小、数量多”，小微企业和个体户占绝大多数，这两大行业中的小微企业和个体户，总数超过900万户，对纳税增值服务服务诉求最为迫切。

图表27： 各类企业个数

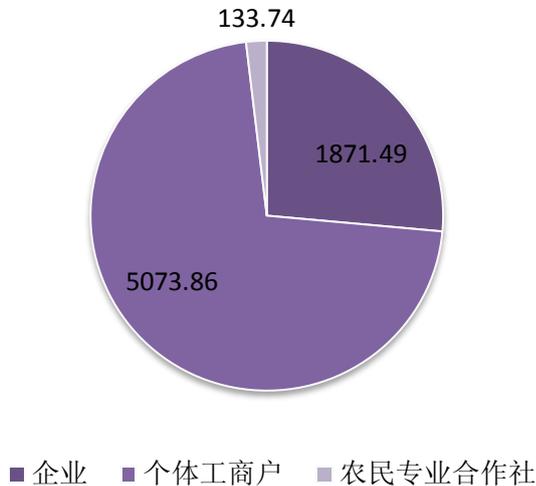


资料来源：wind 联讯证券



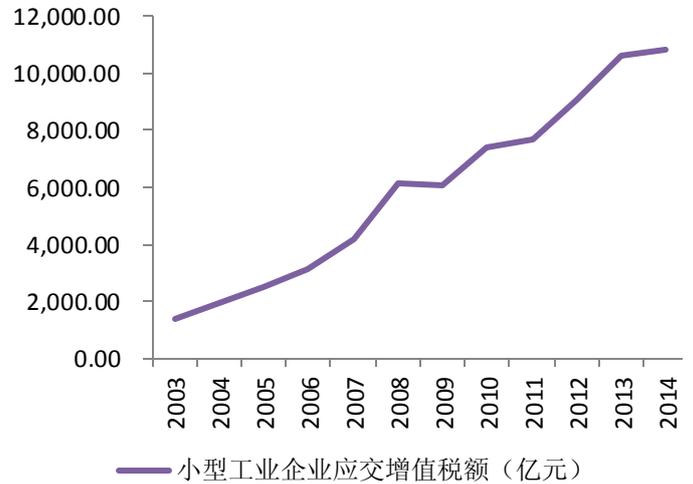
截止 2016 年 2 月底，我国各类市场主体总数 7079 万户，企业数占 1871.49 万户，以每户纳税服务收费 10000 元保守估计算，市场空间达千亿，美国市场只有 500 多万家中小企业远少于我国中小企业数，但产生了市值已达 283 亿美元中小企业财税服务企业 Intuit，未来我国财税领域有望出现中国版财税服务巨头。

图表28: 我国各类市场主体数



资料来源: 工商总局 联讯证券

图表29: 小型工业企业应交增值税额



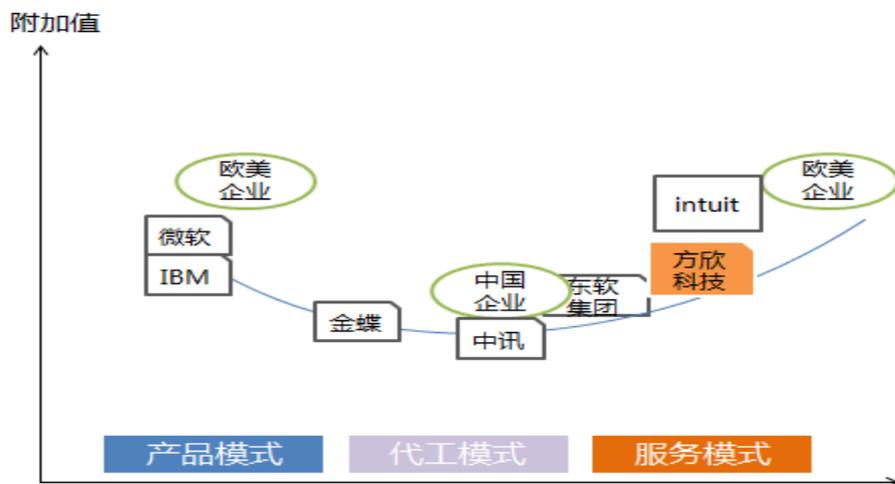
资料来源: wind 联讯证券

### (三) 财税服务产业链已完备，蓄势待发

#### 2.3.1 软件产业链已完备，方欣科技位处产业链上游

软件行业属于知识密集型高科技产业，其技术模式为对知识的处理，即知识型企业以从外界获取特定知识资源作为原料，通过加工处理，转变为知识产品，输出给用户。根据软件业微笑曲线，软件业可分三大类：软件产品研发、软件外包产业、软件服务业。方欣科技为 SAAS 服务商，所位置为软件业微笑曲线的上端，具备高附加值。

图表30: 全球软件产业链价值分布



资料来源: 中国产业观察网 联讯证券



方欣科技运营模式为垂直型 SaaS，通过优质服务满足企业的各项复杂要求，建立用户对产品的习惯，获得用户黏性，最终形成牢固的行业进入壁垒并快速扩张。目前中国 SaaS 正处于高速发展阶段，但尚未出现百亿美元级别企业服务公司，对 SaaS 服务提供商来讲是巨大的发展空间。

图表31：中国企业级 SaaS 市场产业链



资料来源：易观智库 联讯证券

### 2.3.2 各巨头攻占财税行业各环节

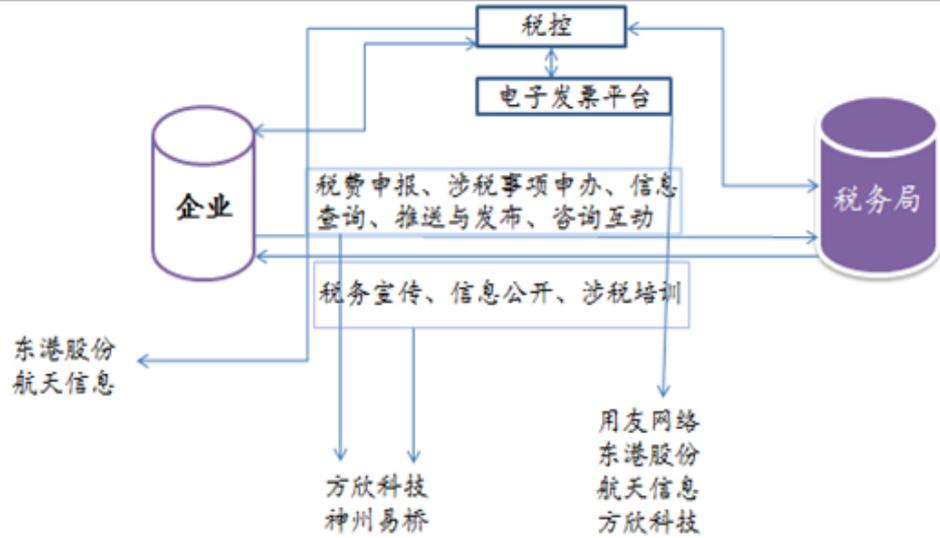
目前国家对财税信息化建设高度重视，大力投入，从政策和资金上扶持相关产业。继金税三期开启了税收信息化新篇章，营改增似一强心剂助推各财税软件巨头驶向财税信息化蓝海，财税行业各环节机会空前。

但在具体各纳税环节上，众上市公司各执一角：

- 防伪税控：东港股份和航天信息（7：3 垄断市场）；
- 纳税增值服务市场：方欣科技、神州易桥、普金科技（新三板）
- 电子发票平台：用友网络、东港股份、航天信息、方欣科技，未来可能将有更多巨头加入。方欣科技在电子发票平台主要提供电子发票服务云平台，可使用批量查验、发票归集、发票管理、报销管理等功能。电子发票平台盈利模式目前未明确细分，但前景可观。



图表32: A股上市公司布局财税各环节



资料来源: 联讯证券

### 2.3.3 纳税服务端商海已显, 但格局未定

据财政部会计司报告, 全国小微企业代理记账业务的总体规模超过一千个亿, 还不包括其它的财税咨询服务业务, 财税服务市场商业市场潜力巨大, 但全国并没有出现 BAT 的寡头垄断企业, 并没有形成统一的标准化解决方案, 整体竞争较为激烈。各大型软件巨头纷纷瞄准财税服务业蛋糕, 推出自己的产品谋求分一席之地。

图表33: 市场上主要纳税增值服务提供方

主要企业产品	核心增值服务
方欣科技 智慧电子税务局、电子发票平台、凭证管家、财务管家、办税管家、财务管家、培训管家	凭证管家、财务管家、办税管家、财务管家、培训管家
航天信息 Aisino erp 系列软件、税控盘、电子发票系统、物联系统产品	Aisino 在线服务平台、航信财税
浪潮软件 服务器、云操作系统、企业管理软件、浪潮纳税服务平台、浪潮税源控管系统、浪潮 ERP 服务等	浪潮纳税服务平台
用友网络 用友 NC6 (大型企业管理与电子商务平台) 用友 U9、MES 系统等	易代账、好会计
神州易桥 传统明胶业务、神州顺利办、“百城千店”	神州顺利办、“百城千店”
税友集团 税企通、个税数字完税证明应用系统、惠税无忧、携税宝、网络发票管理系统、网上抄报税系统、网上认证系统	惠税无忧、携税宝、网络发票管理系统、网上抄报税系统
百旺金赋 税控服务、开票软件、申报办税	申报办税

资料来源: 各公司官网 联讯证券



以各企业报税软件市场占有率为例，方欣科技在广东、云南、河南、广西、江西、青海、山东等地占有部分市场，航天信息、百旺金赋等在四川内蒙古等地占有市场，其余还有神州易桥、用友集团等各占区域。

图表34： 各公司报税软件业务主要涉及省市

公司	产品分布主要省市
航天信息	安徽、四川、福建、内蒙古、甘肃
税友集团	上海、新疆、陕西
方欣科技	广东、云南、河南、广西、江西、青海、山东
神州易桥	北京、山西、辽宁
百旺金赋	河北、四川、贵州、内蒙古
用友集团	北京

资料来源：联讯证券

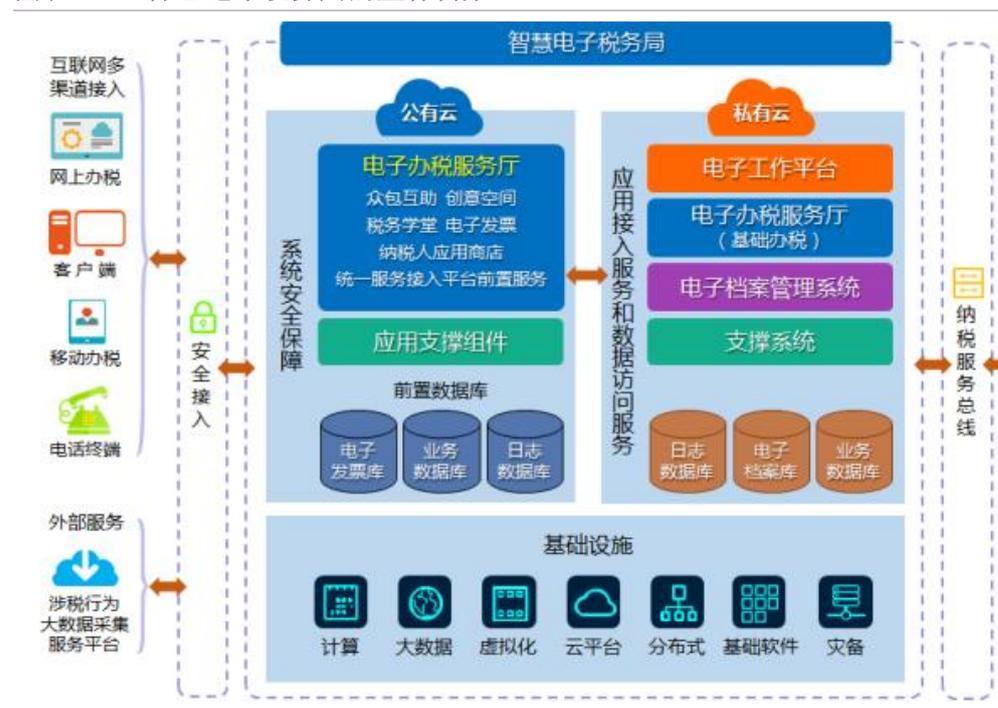
### 2.3.4 方欣科技两大业务体系全解

方欣科技在纳税服务端深耕多年，已形成了完善的业务体系。

**业务体系一：智慧电子税务局，新型纳税信息结构化税务系统。**方欣科技智慧电子税务局为综合性电子办税信息化平台，包含四大子系统：智能办税、电子发票、电子档案、税源管理，作为税务局前端入口不仅满足纳税服务中纳税人、税务人员、社会公众和中介机构四类用户群体的需求，同时采用云计算和大数据技术，深度分析用户在使用过程中积累的数据，针对性改善提高纳税服务，提高办质量和效率，打造智能税务系统。

智慧电子税务局的大数据采集服务平台可精准抓取散落在互联网上的涉税信息，并将网页碎片化信息结构化，为税务局端提高有税申报率、挖掘税收增长点、处理纳税疑难点，帮纳税人避免漏税风险、定制税务等，大大提高了增值服务空间。

图表35： 智慧电子税务局的整体构架



资料来源：方欣科技官网 联讯证券



电子税务局端切入客户具有天然优势，通过让平台在线注册用户免费体验服务获得海量客户，获客成本较低。目前其纳税服务客户已超 500 万，沉淀了海量的客户数据，是未来建设财税大数据、互联网金融服务生态圈的主要基石。

智慧电子税务局包含集开具、查验、统计、报账为一体的电子发票服务云平台。国内线上领域电子发票的需求量每年约为 200 亿张，而全社会每年发票的开具量为 3,000 亿张，营改增形成纳税服务商新增长点，电子发票端需求显著。营改增自今年 2015 年 5 月全行业普及促使电子发票加速推广以及增值税发票升级换代，企业用户面临新的报税规则、制度、法规都带来新的需求，形成财税服务商新的增长点。

图表36： 公司电子发票平台



资料来源：公司资料 联讯证券

基于电子发票平台升级给企业带来新的盈利机会，新型电子发票系统需满足两点要求：

- 可对接其他第三方电子发票平台、电商平台等，实现发票跨平台流转；
- 与企业的 ERP、财务、报销、电商等系统的集成，打通销售发票入账、采购发票入账、个人报销、凭证归档等环节，实现电子发票的全流程电子化管理。

电子发票系统平台盈利模式多样，有系统初装费、流量费、增值服务费，国外部分地区每笔交易收取一定的系统使用费用，一些公司还会收取安装费用和维护费。



图表37: 公司电子发票生态圈



资料来源: 公司资料 联讯证券

智慧电子税务局端 2015 年已覆盖 11 个省, 计划 2016 年-2018 年分别覆盖 15、23、27 个省, 随着金税三期的陆续推进, 客户量和业务量也将随之稳步增加已毋庸置疑。

图表38: 方欣科技智慧电子税务局业务推广计划

2015 年 (已覆盖)	2016 年 (计划)	2017 年 (计划)	2018 年 (计划)
11	15	23	27

资料来源: 公司资料 联讯证券

**业务体系二: 企业云服务。**方欣科技依托智慧电子税务局端打开客户通道汇聚纳税人, 以在线免费试用的方式引进用户, 纳税人成为免费注册用户后即可享受增值服务, 抢占海量客户是公司云服务端开拓的第一步; 公司财税云服务平台对接专业的法律, 人力资源服务机构, 以合作方式把其他专业机构的服务内容 SAAS 化到本公司平台。

图表39: 方欣科技企业云服务端推动模式



资料来源: 公司资料 联讯证券



公司企业云服务产品包括凭证管家、办税管家、财税管家、财务管家和培训管家，凭证管家利用 CA 证书电子印章（签名）、电子凭证、电子影像技术为财税工作人员提供财税云档案管理服务，为办税管家作基础支撑；办税管家对接财管人员，根据电子发票数据实现财务办公智能化；财税管家连通企业单据、账单、报表、报税四个环节；培训管家在线课堂、在线论坛为财税人员、财税专家各方提供交流平台。

图表40： 公司企业云服务主要产品

产品	用户群体	主要功能	优点
凭证管家	财务工作人员	财税云档案管理服务	财税纸质材料电子化，实现无纸化办公
财务管家	企业财务核算及管理人员	基于凭证管家的基础上，根据提供的电子发票数据自动生成记账凭证	
办税管家	各类纳税人	无缝衔接税务局申报平台，智能报税	报税精简化
财税管家	广大中介财务机构、大型集团企业	集财务管理、涉税业务办理、中介机构管理及集团企业财务管理	连通单据、财务、报表、报税四个环节
培训管家	中介机构、纳税人、专家	财税知识在线、互动交流	聚集财税各类人员

资料来源：公司定增说明书 联讯证券

### 2.3.5 方欣科技与国内同类企业比较

**方欣科技和国内同类企业比较。**目前财税领域二级市场中，与方欣科技有类似业务的公司仅有神州易桥一家，但神州易桥以线上软件免费，线下服务收费为主，方欣科技为 SaaS 服务，因此在战略上的不同呈现的结果是方欣科技付费用户转化率较低但客户数目大，以低 APRU 拓展客户+税务局端项目优势。

图表41： 各公司报税软件业务主要涉及省市

公司	方欣科技	神州易桥
主要产品	智慧电子税务局 财税云服务 大数据生态平台	财税大管家 财税综合解决方案
服务内容	提供财税综合解决方案，包括电子发票、智能办税、	税务培训等
收费模式	通过平台汇聚用户，再将免费用户转化为收费用户	软件免费，配套服务收费
付费用户转化率	12%	23%
前五大客户	中国电信股份有限公司广东分公司 湖南省人民检察院 广东省地方税务局信息中心 云南省地方税务局 广州市信息安全评测中心	中国软件 神州数码 东方微银金融服务公司 山东易税云科信息科技有限公司 黑龙江宏远泰斯科技有限公司
运营模式	SAAS	线下为主，线上辅助
APRU	166元	957元
付费用户数	62万	21万
营业收入	同比增长61.42%	同比减少25.05%

资料来源：联讯证券



我们更为看好方欣科技：

- 局端合作方优势。两家企业覆盖的业务差不多，但在合作方上，方欣科技与税务局端合作更为紧密，更容易获得税务局端口核心的税务信息，并有利于其开拓其他业务；
- 客户布局更广，获客成本更低。方欣科技的付费用户转化率较低是因为其策略上选择大量汇聚免费注册用户；
- 更适合广大小微企业。对于小微企业来说定制型的企业财务软件服务成本较高，且企业自身没有足够资源进行维护。这就决定了小微企业更加适合采用低成本企业财税 SaaS 应用。

### 2.3.6 卡位金税三期纳税服务平台，天然对接企业优势

方欣科技为金税三期纳税服务平台唯一承建商，优势独特。

**金税三期主要建立国地税统一现代化税收管理信息系统。**金税工程是我国税收信息工程系统的简称，其目标是以计算机网络技术实现全国税务机关税收数据共享以提升税收管理。在金税一期、金税二期的基础上，金税三期确定了“一个平台、两级处理、三个覆盖、四类系统”的工作目标，将建成一个年事务处理量超过 100 亿笔、覆盖税务机关内部用户超过 80 万、管理过亿纳税人的现代化税收管理信息化系统。

图表42： 金税各期工程介绍

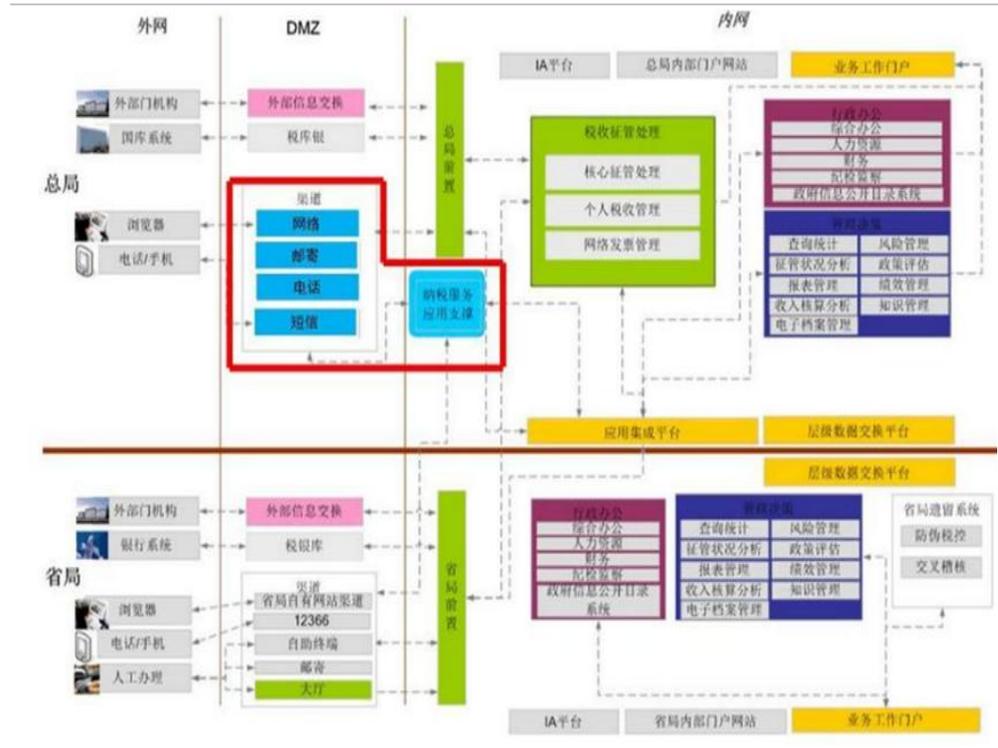
金税各期工程	
金税一期	包括增值税交叉稽核和增值税防伪税控两个子系统，在全国50个试点上线，通过人工采集纳税人的发票信息，再由计算机对比发现问题，但是手工采集数据错误了太高
金税二期	实现发票数据的自动采集，将海关增值税完税凭证纳入管理等
金税三期	建立“一个平台、两级处理、三个覆盖、四个系统”，实现国地税和其他部门的联网。

资料来源：联讯证券

**方欣科技纳税服务平台助其从电子税务局端天然对接客户。**公司通过让平台在线注册用户免费体验服务获得海量客户，获客成本较低。目前其纳税服务客户已超 500 万，沉淀了海量的客户数据，是未来建设财税大数据、互联网金融服务生态圈的主要基石。



图表43: 纳税服务平台在金税三期应用环境中的位置



资料来源: 金税三期工程架构需求, 联讯证券

### 2.3.7 财税领域垂直服务商, 壁垒更高

方欣科技的服务模式为垂直型 SaaS 模式, 据公司透露, 该模式已进入边际效用增加的阶段。

图表44: 部分通用型 SaaS 服务公司



资料来源: 36kr 联讯证券

图表45: 部分垂直型 SaaS 服务公司



资料来源: 36kr 联讯证券

SAAS 服务分通用型和垂直型。通用型 SaaS 不区分行业, 提供通用企业服务; 垂直型 SaaS 服务集中于特定类型的行业客户, 以细化、针对性的行业解决方案占领市场。通用型 SaaS 目前在 CRM、ERP、协同 OA、HRM 业务, 垂直型 SaaS 在金融、教育、医疗、电商、物流细分领域皆有布局。



图表46：通用型和垂直型企业级服务异同

类型	通用型	垂直型
代表公司	Salesforce、Sage	Intuit、Athenahealth、Medidata
共同目标	解决企业管理上各种问题、帮助企业降低成本、提高效率，从而获得企业信任占领市场	
共同难点	SaaS数据归属权问题、商业化需要的技术、标准化过程中与企业原有软件的对接问题	
模式比较	市场份额大	市场份额小
	准入壁垒低	准入壁垒高
	行业市场传播速度慢	行业市场传播速度快
	管理费用高	管理费用低
	销售费用高	销售费用低
	ebitda margin较低	ebitda margin较高

资料来源：联讯证券

垂直型 SAAS 服务的市场份额较小，但客户的同质性要求其提供更全面专业的服务，成长较快。另外垂直型服务可以以较低的成本满足小中型企业阶段性需求。方欣科技作为 SASS 服务商在财税领域也有以上优势，公司谋求以整套优质服务吸引客户，其在线开拓客户营销费用较低，容易较快积累客户量，客户流失率低，可形成一定的壁垒，其全程一体化服务形成的了价值闭环，解决纳税服务中的各个痛点并最终提高了客户的竞争力。

### 三、Intuit 模式在中国的别样之路

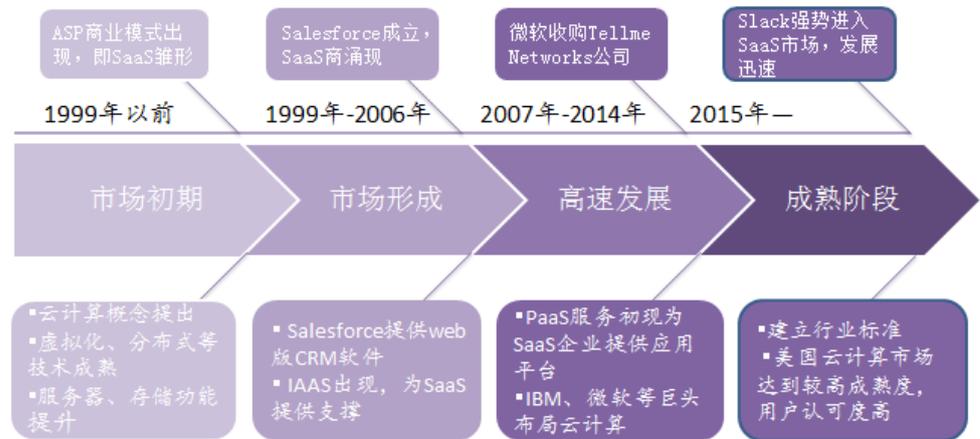
#### （一）中美 SaaS 行业比较

##### 3.1.1 他山之石—美国 SaaS 发展概况

美国 SaaS 市场发展已超过十年，目前已进入成熟阶段，其 SaaS 企业级服务占比全球一半以上市场份额，居于主导地位，因此对我国本土 SaaS 企业级服务极具借鉴意义。



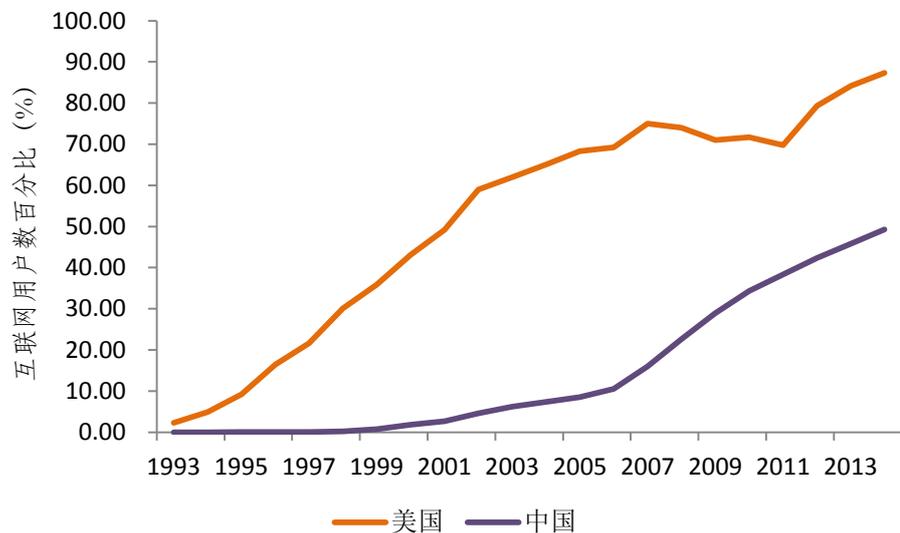
图表47： 美国 SaaS 发展历程



资料来源：易观智库 联讯证券

美国市场信息化程度较高。纳税人的各种纳税相关资料都已电子化，税务部门通过不同来源资料加以比对，使得纳税人不敢轻易以身试法；中国目前正在逐渐走税务电子化工程，未来中小企业难逃税控管理唯有做好企业自身纳税管理。

图表48： 中美互联网用户数百分比

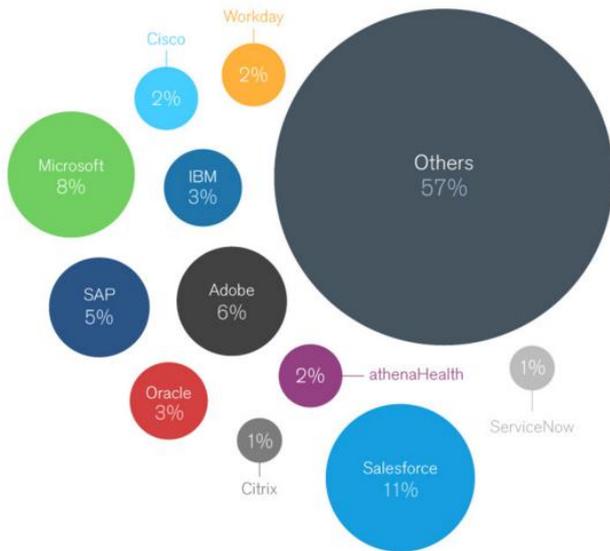


资料来源：wind 联讯证券

巨头和初创企业对分市场。目前在美国上市的 SaaS 公司已达 60 多家，有 31 家市值超过 10 亿美元。在市场份额上，Salesforce、Microsoft 等巨头占有份额较高，但大量初创企业整体占比已达 57%，市场格局会朝着新一轮布局发展。



图表49: 2015年美国 SaaS 市场份额



资料来源: BetterBuys 联讯证券

图表50: 部分美国上市公司市值

公司	领域	上市时间	市值 (亿美元)
Salesforce	CRM	2004	514
intuit	财务	1993	289
workday	HCM	2012	175
Netsuite	ERP	2007	88
Zendesk	客户服务	2014	29
Hubspot	数字营销	2014	20
New Relic	APM	2014	19

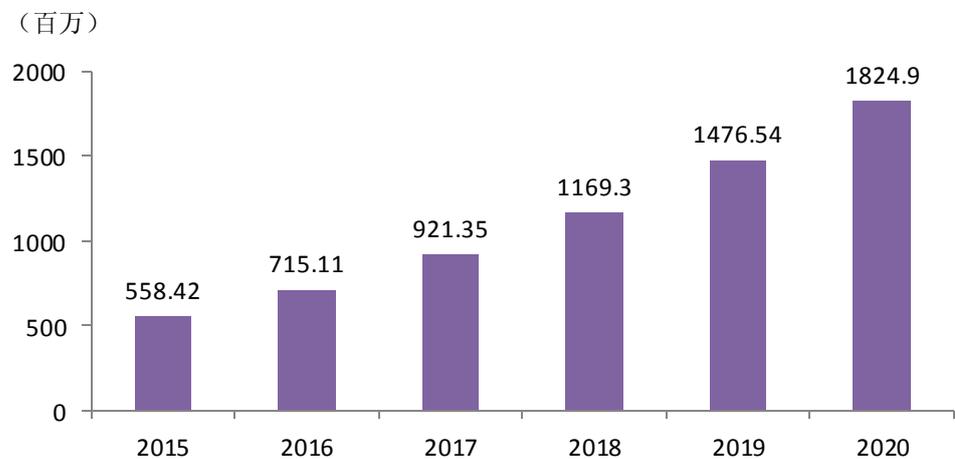
资料来源 36Kr 联讯证券 (市值为截止 2016/09/01 数据)

### 3.1.2 市场发展时期不同: 美国 SaaS 市场较为成熟, 中国处于追赶期

比较美国 SaaS 处于较为成熟阶段, 中国企级 SaaS 正处于高速发展阶段。从 2006 年 Salesforce 进入中国市场后 SAAS 服务概念进入中国, 但受制于互联网环境的发展因素, 当时市场对 SAAS 认可度不高。直到 2014 年-2015 年, 移动互联网技术迭代进步、行业政策推出, 传统软件厂商开始利用其积累的客户资源开始布局 SAAS 服务, 且资本市场加速投入资金布局 SAAS 产业, 国际巨头的进入更催化了市场发展进程, SAAS 服务进入高速发展阶段。

根据 IDC 数据统计, 截止到 2015 年, 中国 SaaS 市场规模为 558.4 百万美元, 同比增长 35%。预计到 2020 年, 中国 SaaS 市场规模将达到 1824.9 百万美元, 2015-2020 年的年复合增长率将达到 26.7%。

图表51: 中国 SAAS 市场规模预测



资料来源: IDC 联讯证券



国内 SaaS 企业市值提升空间较大。2015 年，美国企业级 SaaS 市场总值达 328.6 亿美元，这一数字在中国仅为 2.35 亿美元。此外，互联网的采用率中美两国的中小企业差距也较大，在中国采用互联网进行工作和管理的中小企业仅占 25%，而在美国这一渗透率可以达到 85%。未来随着经济发展的指引，国内企业级 SaaS 提升空间巨大。

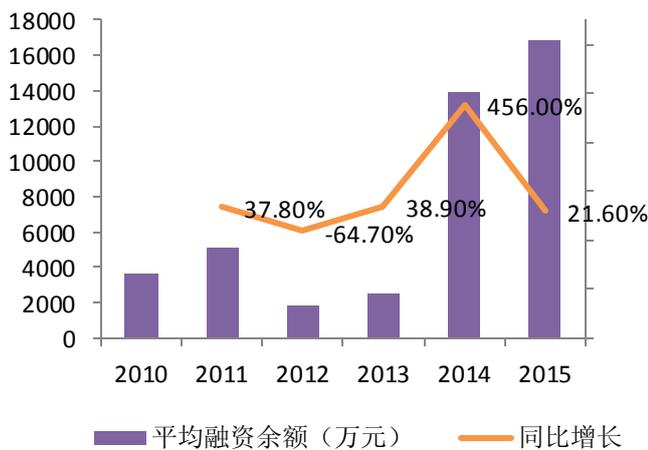
图表52: 中美 SaaS 市场比较

国家	SaaS 市场总值 (亿/美元)	采用互联网进行工作的中小企业渗透率
中国	2.35	25%
美国	326.6	85%

资料来源: 各公司官网 联讯证券

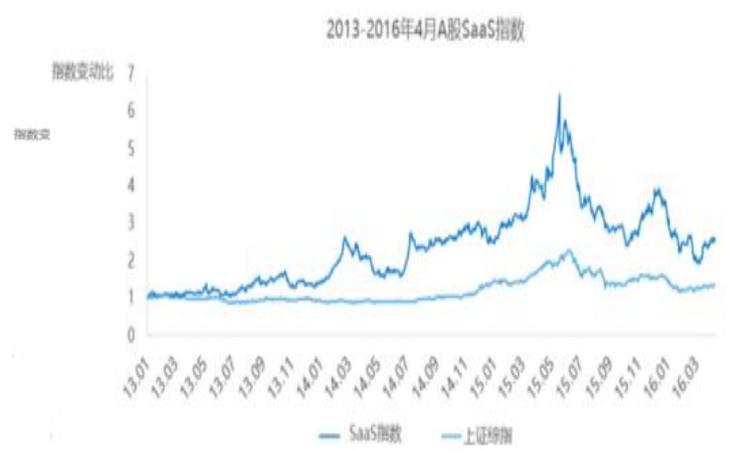
目前资本投资对 SaaS 市场较为看好。一级市场上，2015 年行业融资数量为 195 件，同比增长 30.9%，平均融资余额为 1.69 亿元；二级市场上，从 2013 年到 2016 年 4 月间 A 股上市的 15 家 SASS 企业表现优于大盘，二级市场投资者对 SASS 市场认可度高,未来市场有望迎来爆发期。

图表53: 2010-2015 年中国 SaaS 服务平均融资金额



资料来源: 36kr 联讯证券

图表54: 中国企业级 SAAS 市场 AMC 模型



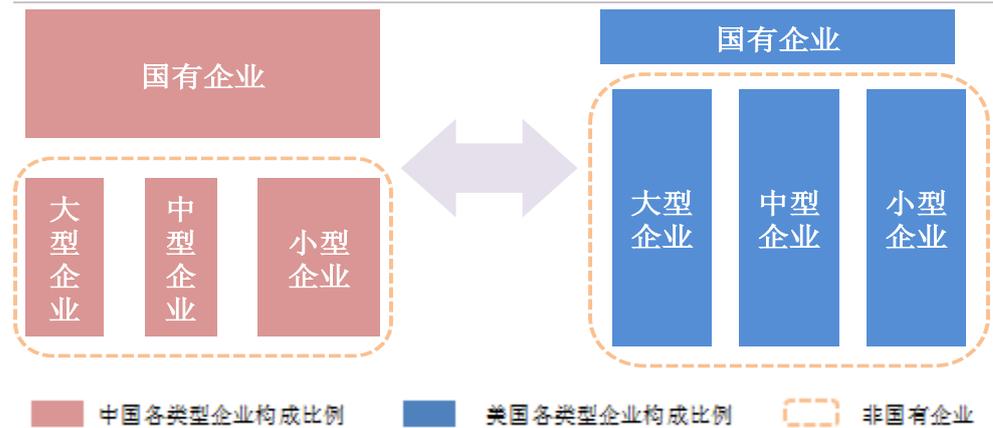
资料来源: 36kr 联讯证券

### 3.1.3 发展环境比较: 中国 SaaS 市场需要自有模式以适应期商业环境

服务中小企业是较好的打开市场入口。相比美国市场，中国企业级服务市场中国企业占比高，根据中国企业 500 强企业统计，2016 年中国企业 500 强中国企业占比 295 家，居于 500 强主导地位。私营企业对提高生产力和解决方案的有效性较为敏感，对 SaaS 解决方案较为容易接受，国有企业改革往往是自上而下式，对新的 SaaS 服务接受程度会慢于私有企业。在美国，很多企业服务公司的主要客户为大型民营企业，而在中国市场一方面与政府合作较好的企业有望获得国有企业服务入口机会，以中小企业作为入口相对容易。



图表55：中美企业类型构成比较



资料来源：互联网 联讯证券

### 3.1.3 商业模式比较：国内采用传统 SaaS 模式变现较难，可另辟蹊径

根据峰瑞资本调查数据，中国中小企业过去 7 到 8 年里，人力成本以每年 16% 的速度上涨，中小企业有信息化降成本的内在动力；但由于存在 To C 的免费使用软件惯性，其付费欲望不强。因此在中国光做传统的 SaaS 模式，阻力较大，收费模式可以考虑采用线上结合线下的模式，或者采用流量变现等模式。

### 3.1.4 中国 SaaS 企业要出现独角兽需攻克难关

中国的经济环境和美国不同，美国经济发展了 200 多年，中国从改革开放到现在还不到 50 年，企业还没有达到美国企业的经营管理效率，中国有其自有的运营方式。中国市场的运作模式、产品要求、销售方法和美国市场是不一样的，因此没法盲目照搬美国模式，有一个摸索过程，**中国市场还处于摸索期**，需要攻克诸多难点：

- **选择市场。**选择“大 SaaS”还是“小 SaaS”。“大 SaaS”以通用型 SaaS 居多，所面对的企业规模相对较大，产品功能点相对较复杂、较多，“小 SaaS”以垂直型 SaaS 居多，面对的客户通常规模较小，深耕于细分领域。行业规模往往决定了成长空间。

- **是否拥有高壁垒优质产品。**好的产品是维持高续约率的核心，根据易观智库 2015 年“关于用户对企业级 SaaS 采购决策分析”的调查，影响企业用户选择企业级 SaaS 服务的因素当中，“是能否解决企业的具体需求”，选择比例高达 92.3%。

- **销售能力。**美国的 SaaS 上市公司销售费用率较高，销售对 SaaS 成功至为重要，中国由于信息化程度相对较低，要客户接受新型的 SaaS 模式对销售能力要求更高。

## （二）方欣科技，非一般的“Intuit”

### 3.2.1 中美税制比较

中美税制主要有几大区别：

#### （1）从主要税种看：

美国是以直接税为主体的国家，税收收入主要为个人所得税收入、社会保险税、公司所得税、消费税、关税等；



中国以间接税为主，增值税占全部财政收入半数以上。另外从纳税主体看，美国的税收主要来自于个人，而中国的税收主要来自于企业。

### (2) 从税收征管程序看：

美国税收征管制化程度高、信息化程度高、普遍实行纳税申报、税务代理发达；我国在税收征管法律化、信息化等方面较低，税务代理还处于初期。

目前随着我国企业信息化程度提高以及税改的推进，税收体系逐步成熟，金税三期完成后，税务大数据落地税务局端助力国家有效控税，企业合理避税、依法纳税是必经之路。

### 3.2.2 Intuit 和方欣科技类比

Intuit 创立于 1983 年，有员工 8000 多人，是美国财税服务巨头，也是全美最大的理财软件公司。1988 年，其主要产品 Quicken 成了市场上同类产品中最受欢迎的。1993 年上市，公司市值高达 220 亿美元，年收入超过 40 亿美元，股价已从 IPO 时的 3 美元/股一路跃升至现在的 110 美元/股左右。经过三十多年的发展，公司已成为美国财税 SaaS 领域独角兽。

图表56: Intuit 大事记

Intuit (财捷公司) 大事记
1983年, Scott Cook和Tom Proulx在加州Palo Alto创立直觉软件公司(财捷);
1993年, Intuit 收购圣地亚哥报税软件公司Chipsoft;
1994年, 财捷公司收购弗吉尼亚州公司Best Programs的报税软件部门;
1994年, Intuit 以6400万美金从Bob Parsons收购Parsons Technology;
1996年, Intuit 收购GALT Technologies, Inc.;
1998年, 财捷公司收购Lacerte Software Corp.;
1999年, Intuit以2亿美金收购Computing Resources Inc.;
1999年12月, Intuit 以5.32亿美金收购Rock Financial (2002年6月更名为 Quicken Loans)
2002年, 财捷公司收购Management Reports International;
2003年, Intuit Inc. 收购' Innovative Merchant Solutions' (IMS);
2005年11月, Intuit以2000万美金收购MyCorporation.com;
2006年9月, 直觉软件公司以6000美金收购StepUp Commerce;
2006年12月, Intuit 收购Digital Insight;
2007年12月, 直觉软件公司收购Electronic Clearing House;
200711月, Intuit 以1.7亿美金收购Homestead Technologies;
2009年4月, Intuit 收购Boorah;
2009年6月2日, 直觉软件公司以1.7亿美金收购PayCycle Inc.;
2009年9月14日, 财捷公司以1.7亿美金收购Mint.com;
2010年1月15日, Intuit Inc. 分拆Intuit Real Estate Solutions(Intuit于2002年收购)成为一家独立公司;
2010年5月21日, 直觉软件公司以9100万美金收购MedFusion;
2010年8月10日, Intuit Inc. 收购个人金融管理APPCha-Ching;
2011年6月28日, 财捷公司收购Mobile Money Ventures网络银行科技资产;
2012年5月18日, Intuit Inc. 以4.235亿美金收购Demandforce;



2012年8月15日，直觉软件公司出售其'Grow Your Business'业务给Endurance International，包括 Intuit Websites 和 之前从Homestead Technologies 和 StepUp Commerce收购的Weblistings产品；  
 2013年7月1日，Intuit以10.3亿美金出售其Intuit Financial Services (IFS)业务单元(前Digital Insight) 给Thoma Bravo；  
 2013年8月19日，直觉软件公司宣布已出售其Intuit Health业务(前MedFusion)回MedFusion 的创立者，Steve Malik；  
 2013年10月23日，Intuit 收购数据咨询公司Level Up Analytics；  
 2013年10月30日，直觉软件公司收购预约软件开发公司Full State；  
 2014年5月，Intuit Inc. 收购Invitco；  
 2014年12月，直觉软件公司收购英国全球性的基于云的工资单服务供应商Acrede。

资料来源：互联网 联讯证券

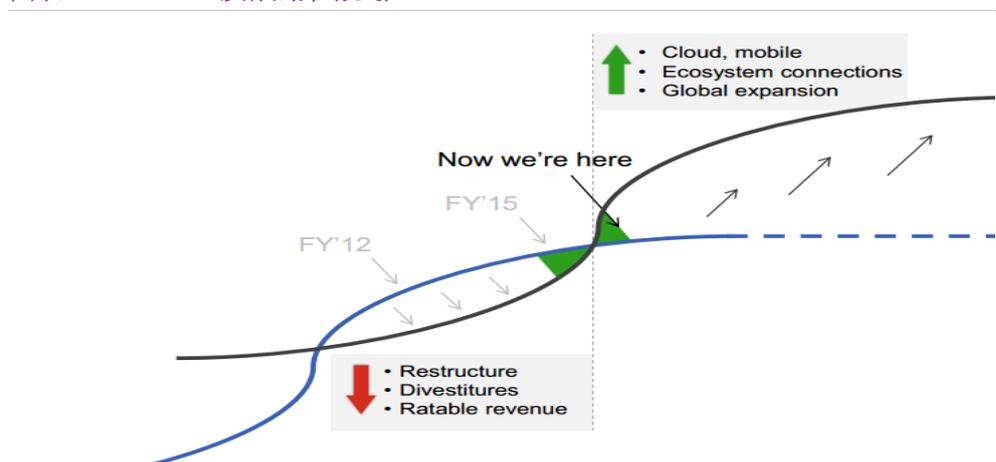
INTUIT 主要为中小企业、消费者和会计专业工作人员提供财务服务和管理的一体化解决方案。公司现有的产品体系包括 QuickBooks、TurboTax、Mint 等协助客户完成账单支付、税务申报、管理财务等，另其还有 ProSeries 和 Lacerte 辅助客户进行税务筹划，其中 QuickBooks 和 TurboTax 为公司主打产品，截止 2015 年 TurboTax 的市场占有率已达 60.5%，QuickBooks 市场占有率超 85%。TurboTax 在上个世纪实现了将纸质表格填写转化为软件操作，解放了劳动力成为当时家喻户晓的产品，后来其逐步发展，帮助企业在法律容许的范围内减少纳税数额，并为客户解决各类奇异的纳税问题。

Intuit 定位客户群体为中小企业，是基于美国中小企业在美国经济中的重要作用。美国中小企业总量一共占美国全部企业数量的 98%左右，就业机会占私营部门的 54%，产值占国内生产总值的 50%，在美国经济中分量较大，而美国税法名目繁多、计算复杂，报税往往基本需要专业人士完成，中小企业往往缺乏专业的报税人员，Intuit 产品以其简洁和人性化的设计超越了其之前的产品并成功成为全美最大税务理财软件公司。

目前 Intuit 坚持三个方向策略：

- 坚持良好的用产品体验—将桌面产品转向云端化和移动化以方便各种场景使用；
- 营造全员参与平台，让第三方和终端客户参与到产品发展；
- 以大数据实现精准营销，通过数据更好地完成产品和用户的交互。

图表57: intuit 发展路径规划

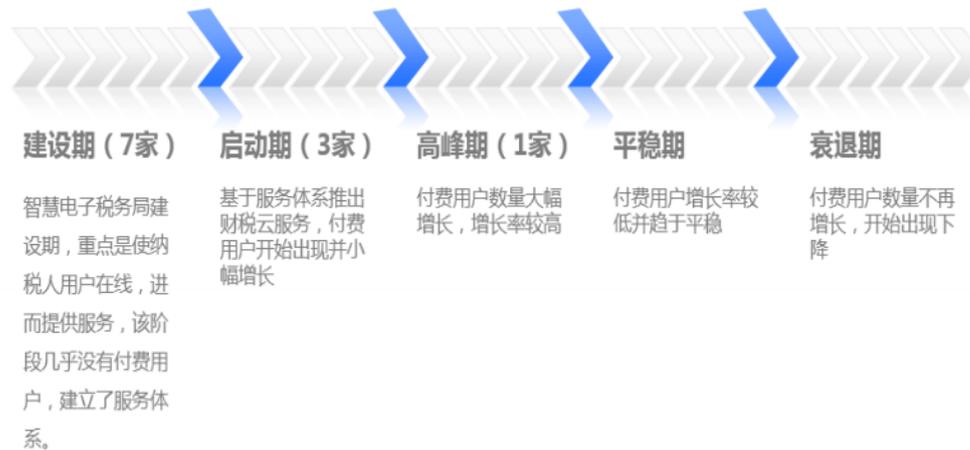


资料来源：intuit 网站 联讯证券



方欣科技成立于 1998 年，是国内纯正 SaaS 财税服务商，深耕于财税领域多年，可借鉴 Intuit 的成功模式。但中美税制和经济环境的差异决定了 Intuit 和方欣科技在财税领域的解决方案必然存在异同，需探索方欣科技自有发展路径。

图表 58：方欣科技财税云推广的五个阶段



资料来源：丰东股份公告 联讯证券

### Intuit 和方欣科技在商业模式上的比较：

**相同点 1：以客户服务为中心的理念。**当客户使用一种报税软件多年后，会不愿意换成另一供应商的应用，尤其是整个公司员工要因为新的学习数据输入方法改变工作流程，公司管理也需调整，因此好的纳税服务软件很容易利用用户惯性建立壁垒。Intuit 和方欣科技在运营中都非常注重客户体验。Intuit 采用“凡事皆服务”的原则，方欣科技认为标准化的优质产品是公司目前的要务。

**相同点 2：注重平台的作用。**Intuit 拥有 TurboTax 平台，方欣科技以智慧电子税务局平台汇聚用户，同时两家公司都有大数据平台，将传统碎片化的财税服务片段整合为完整税务解决方案。

**相同点 3：加大线上业务在业务体系中的占比。**目前 TurboTax 业务线下业务转至线上业务转化率约为 20%，更多老客户因为对老产品有粘性，但新客户（由于年轻人比较多）普遍倾向于使用线上产品，Intuit 正逐步把业务从线下推至线上；方欣科技线下网点辅助线上业务，通过免费服务和技术支持等将线下客户引流到线上。

**不同点：客户群体。**Intuit 服务的群体主要是消费者和中小企业，方欣科技服务群体面向企业为主。美国信息化程度普遍较高，客户群体从线下引流到线上较为容易，未来线上客户比重会大大增加；国内企业在信息化程度上参差不齐，线下服务是不可或缺的部分。

**未来方欣科技可选扩张之路。**Intuit 在历史上多次并购扩张完善其业务体系，目前方欣科技还没有走资本化扩张之路。



### Intuit 和方欣科技在盈利构成上的比较:

(1) **Intuit 收入分析。**在 Intuit 的财报数据中，可以观察到小型企业每年都是公司主要来源，QuickBooks 为 Intuit 打下半壁江山，这主要也是因为小型企业是美国经济重要创新力量；其次由于美国消费税占比较高，个人纳税者是重要税收来源，消费者税务部门服务的产品 TurboTax 贡献度近半，另外美国纳税代理发达，专业会计师构成了公司重要的服务客户群体。

图表59: Intuit 三大税务服务部门收入构成

部门	产品	2013年	2014年	2015年
小型企业部门	为小型企业提供的QuickBooks、为小型企业专业财务人员提供的桌面和线上薪资产品及全服务薪资产品	50%	51%	50%
消费者税务部门	TurboTax所得税辅助服务和电子报税服务	40%	39%	43%
专业赋税部门	针对专业会计师及包括Lacerte、Proseries及其他线上相关专业报税产品与服务	10%	10%	7%

资料来源: intuit 财报 联讯证券

**方欣科技收入分析。**国内税收代理业务较为分散，税务信息化还有很大空间，方欣科技重点布局财税云服务。财税云服务在方欣科技的收入构成中逐步增加，2015 年度同比增幅达 220%，付费用户数量由 29 万增加至 63 万，财税云服务收入及占比亦大幅增加，主要是由于公司基于智慧电子税务局平台积累了大量用户，在广东率先取得效果。未来随着金税三期推广该部分业务有望持续增长，并呈现规模效益。其余业务是公司传统基础业务，份额较为固定。

图表60: 方欣科技过去两年收入构成

部门	产品	2014年	2015年
财税云服务	财税云服务是方欣科技基于多年财税领域信息化服务经验的基础上，为企业用户研发的互联网财税增值产品，主要包括：凭证管家、财务管家和办税管家等	20%	40%
软件开发与销售	软件开发业务为定制软件，软件销售业务是指销售自行开发生产的计算机软件所获得的收入	40%	21%
技术服务	技术服务业务是指公司为客户提供专业的技术服务实现的收入，包括规划咨询、系统运维服务等	19%	14%
系统集成	系统集成业务是指针对客户的需求，是为用户设计出符合其需求的软硬件解决方案。	21%	25%

资料来源: 丰东股份定增报告 联讯证券

(2) **Intuit 产品计划。**Intuit 将产品计划分为现有业务、成长期业务、新想法三块，其业务指标中对客户满意程度涉及有客户推荐度、积极口碑、客户喜爱程度等，注重客户体验。



图表61: Intuit 产品计划

	现有业务	成长期业务	新想法
投资	60%	30%	10%
指标	丰富现有产品类别, 市场份额, 客户推荐、收入	成长型、提升效率, 带来利润提升	基于给客户带来好处的“喜爱指标”, 产品活跃度、积极口碑
产品	TurboTax、Mint	QuickBooks在线会计	SnapTax

资料来源: EAI 企业架构创新研究院 联讯证券

**方欣科技产品计划。**方欣科技现有业务体系齐全, 以智慧电子税务局作为平台汇聚用户, 企业云服务为中小企业解决报税全套方案, 布局企业大数据生态。近期丰东股份募集配套资金12亿, 其中5.5亿建设智慧财税服务互联平台, 3亿用于建设企业大数据创新服务平台, 加速拓展财税生态圈。

图表62: 智慧财税服务互联平台



资料来源: 公司资料 联讯证券

**智慧财税服务互联平台**项目主要利用云计算技术, 建立用户企业、中介、政府管理机构、个人)、设备 ( PC、移动终端、专用终端)、应用 (财务、办税、资金、ERP 管理等全生态链服务应用)、连接各种线上线下服务的智能云连接平台, 最终形成从财税专业领域到金融、企业管理、生产、制造、交易等各领域的全方位智慧互联生态圈。

我们认为该智慧财税互联平台的优势在于:

- 汇集各方资源。通过打造一体化的平台链接企业资源、连接财务软件开发公司、企业管理软件公司等第三方资源, 对接中小企业的各个税务端口, 无业务死角;
- 增强用户粘性。该平台以多角度场景植入以提高用户使用满意度, 可不断加强用户对平台纳税服务的需求粘性。



企业大数据创新服务平台在于以数据手段解决广大企业的高端财税增值需求业务。税务数据可对企业经营起客观度量，分析企业税务数据的特点能把握企业的业务发展和实际需求实现精准营销。

图表63： 企业大数据创新服务平台建设内容



资料来源：公司资料 联讯证券

#### 四、估值与盈利预测

关键假设：

- 1、2015 年企业用户数 500 万，未来三年企业用户数增长率 10%；
- 2、企业用户付费渗透率未来三年提高至 20%、25%、30%，2015 年为 12%；
- 3、ARPU 值未来三年增长率为 50%、30%、20%，2015 年为 166 元。

图表64： 收入预测

单位：万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
热处理加工		43,480.91	47829	52612	55242
增长率			10%	10%	5%
金税三期 (IT)		15,558.07	23337	30338	36406
增长率			50%	30%	20%
财税云 (SaaS)		10,313.58	27390	48960	77552
增长率			166%	79%	58%
收入合计 (万元)		69353	98556	131910	169200
YoY (增长率)			42.1%	33.8%	28.3%

资料来源：公司公告 联讯证券



## 五、估值与投资建议

根据公司主营业务目前处于转型态势良好，全资子公司方欣科技预计未来进入快速增长期，给予 2016-2018 年 EPS 分别 0.32 元、0.41 元、0.54 元，予以“买入”评级。

## 六、风险提示

公司经营期间业务发生重大变动，主营业务或收并购业务出现较大亏损，整体收益不及预期。



附录：公司财务预测表

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	项目 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	435	986	1,319	1,692	货币资金	192	300	180	30
减：营业成本	306	686	922	1,178	应收票据	35	35	35	35
营业税金及附加	3	7	9	11	应收账款	136	309	413	530
销售费用	23	53	70	90	预付账款	14	10	6	0
管理费用	68	154	207	265	其他应收款	9	19	26	33
财务费用	1	-1	-1	-1	存货	169	378	509	650
资产减值损失	3	0	0	0	其他流动资产	1	-179	-299	-417
加：投资收益	5	6	7	7	<b>流动资产合计</b>	<b>554</b>	<b>873</b>	<b>869</b>	<b>861</b>
二、营业利润	36	93	119	155	长期股权投资	99	0	0	0
加：营业外收支净额	9	20	27	35	固定资产	234	243	282	314
三、利润总额	44	113	146	190	在建工程	28	79	59	48
减：所得税费用	9	22	28	37	无形资产	47	44	41	38
四、净利润	36	92	118	153	其他非流动资产	0	0	0	0
归属于母公司的利润	34	86	111	144	<b>非流动资产合计</b>	<b>446</b>	<b>382</b>	<b>399</b>	<b>416</b>
五、基本每股收益 (元)	0.13	0.32	0.41	0.54	<b>资产总计</b>	<b>1,000</b>	<b>1,254</b>	<b>1,268</b>	<b>1,277</b>
		154%	29%	30%	短期借款	17	17	17	17
<b>主要财务指标</b>					应付票据	0	0	0	0
<b>项目 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	应付账款	66	148	199	254
<b>EV/EBITDA</b>	129.02	171.26	136.2	105.75	预收账款	86	-12	-143	-311
<b>成长能力：</b>					其他应付款	3	6	8	11
营业收入同比	18.40%	126.70%	33.80%	28.30%	应交税费	4	4	4	4
营业利润同比	7.20%	161.10%	28.10%	30.10%	其他流动负债	1	1	1	1
净利润同比	3.40%	153.70%	29.10%	29.70%	<b>流动负债合计</b>	<b>215</b>	<b>161</b>	<b>83</b>	<b>-28</b>
<b>营运能力：</b>					长期借款	0	0	0	0
应收账款周转率	3.14	4.43	3.66	3.59	其他非流动负债	20	20	20	20
存货周转率	2.4	3.6	2.97	2.92	<b>非流动负债合计</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
总资产周转率	0.43	0.87	1.05	1.33	<b>负债合计</b>	<b>235</b>	<b>180</b>	<b>102</b>	<b>-8</b>
<b>盈利能力与收益质量：</b>					股本	268	562	562	562
毛利率	29.60%	30.40%	30.10%	30.40%	资本公积	210	188	188	188
净利率	7.80%	8.70%	8.40%	8.50%	盈余公积	28	28	28	28
总资产净利率ROA	3.60%	7.30%	9.30%	12.00%	未分配利润	190	223	307	417
净资产收益率ROE	4.70%	8.50%	10.10%	11.90%	少数股东权益	68	74	81	91
<b>资本结构与偿债能力：</b>					<b>所有者权益合计</b>	<b>765</b>	<b>1,074</b>	<b>1,166</b>	<b>1,285</b>
流动比率	2.58	5.44	10.51	-31.29	<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,000</b>	<b>1,254</b>	<b>1,268</b>	<b>1,277</b>
资产负债率	23.50%	14.40%	8.10%	-0.60%					
					<b>现金流量表</b>				
<b>每股指标：</b>					<b>项目 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
每股收益	0.13	0.32	0.41	0.54	经营活动现金流量	39	-135	-81	-103
每股经营现金流量	0.15	-0.5	-0.3	-0.39	投资活动现金流量	-55	67	-14	-13
每股净资产	2.85	1.91	2.08	2.29	筹资活动现金流量	-15	223	-25	-34

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

郭佳楠：联讯证券基金研究员，具备 6 年公募基金产品及重点行业研究经验，目前是研究院报告质控岗。从事公募基金定性、产品评价及策略研究，持续跟踪基金行业发展动态，对公募产品运作特征有着较为深入的理解。曾为多家机构客户提供基金行业及产品深度专题研究服务；具备银行、证券公司基金池推介及维护经验。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 买入：相对大盘涨幅大于 10%；
- 增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
- 持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
- 减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
- 中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)