

金财互联 (002530.SZ)

传统业务回暖,“线上+线下”泛财税生态现雏形

● 2017年上半年业绩回顾

公司2017年上半年实现营业收入3.47亿元,同比增长97.87%;实现归属母公司净利润7906万,同比增长954.66%;扣非后归属母公司净利润8132万,同比增长2547.49%。公司营收数据大幅增长主要由于方欣科技并表影响。传统热处理业务实现营业收入1.89亿元,同比增长7.96%,实现净利润1989.99万,同比增长165.33%,传统业务经营状况回升明显。财税业务线实现营业收入1.58亿,同比增长26.53%,其中财税云服务1.08亿、电子税务收入4965万;实现归母净利润5915.87万,同比增长35.13%。财税云服务毛利率为78.84%,相比去年年报披露的74.57%又有所提升,显示财税云服务在用户数量不断扩大同时规模效应显著。公司预计2017年1-9月归属母公司净利润区间为1.45亿~1.58亿,区间中值1.51亿。

● 线下布局不断落地,“线上+线下”泛财税生态初见雏形

2017年以来公司积极开始泛财税生态圈的布局,通过并购和战略合作等方式增强自身为企业提供“泛财税”服务的能力,我们认为公司目前打造“线上+线下”的泛财税生态已经初见雏形。公司凭借线上财税云服务已经坐拥近百万付费企业用户,泛财税的布局进一步将业务拓展至工商注册、代理记账等偏线下高附加值企业服务,公司目标打造的从线上到线下、由财到税一体的财税生态服务体系值得期待。

预计公司2017-2019年EPS分别为0.57元/股、0.79元/股、1.15元/股,按最新收盘价计算对应PE分别为52、38、26倍。公司在企业级服务领域较有稀缺性,围绕财税服务构建核心竞争力,看好公司中长期发展,公司在重组完成后,各项业务有序推进,线下“泛财税”布局持续落地,且目前估值趋于合理区域,综合,上调投资评级至“买入”。

● 风险提示

财税云服务推广不及预期的风险;相关战略合作项目的实施进度和实际效果尚存在不确定性。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	434.81	483.84	1,147.27	1,484.11	1,898.02
增长率(%)	18.42%	11.28%	137.12%	29.36%	27.89%
EBITDA(百万元)	60.71	81.98	369.68	507.20	724.18
净利润(百万元)	33.84	46.56	281.01	388.76	566.16
增长率(%)	3.38%	37.57%	503.58%	38.35%	45.63%
EPS(元/股)	0.126	0.095	0.573	0.792	1.154
市盈率(P/E)	187.77	339.73	52.39	37.87	26.00
市净率(P/B)	9.12	4.27	3.70	3.37	2.98
EV/EBITDA	102.27	173.66	30.86	21.71	14.46

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	30.00元
前次评级	谨慎增持
报告日期	2017-08-17

分析师: 刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究:

金财互联(002530.SZ): 产业基金进一步落实,财税共享中心值得期待	产	2017-07-11
丰东股份(002530.SZ): 一季报符合预期,泛财税生态战略落地加快	一	2017-04-25
丰东股份(002530.SZ): 财税业务并表支撑利润增长,泛财税布局渐落地	财	2017-03-16

联系人: 郑楠

zhengnan@gf.com.cn

2017 年中报业绩综述

公司2017年上半年实现营业收入3.47亿元，同比增长97.87%；实现利润总额8803万，同比增长610%；实现归属母公司净利润7906万，同比增长954.66%；扣非后归属母公司净利润8132万，同比增长2547.49%。公司预计2017年1-9月归属母公司净利润区间为14460万~15760万。

- ✓ 公司营收数据大幅增长，主要因为全资子公司方欣科技于去年11月并表，并表业绩带来营收大幅增长。
- ✓ 分业务看，公司传统业务热处理业务上半年实现营业收入1.89亿元，同比增长7.96%，实现净利润1989.99万，同比增长165.33%，公司传统热处理业务明显回升。
- ✓ 公司的财税业务线上半年实现营业收入1.58亿，同比增长26.53%，其中财税云服务1.08亿、电子税务收入4965万。财税业务板块实现归母净利润5915.87万，同比增长35.13%。
- ✓ 毛利率方面：传统热处理业务毛利率为31.33%，同比增长1.68个百分点；财税云服务毛利率为78.84%，相比去年年报披露的毛利率74.57%（去年11月12月并表数据）又有所提升，显示公司的财税云服务在用户数量不断扩大同时显现了较好的规模效应，也印证了我们此前对公司财税云服务毛利率乐观的判断。
- ✓ 费用方面：销售费用率为4.73%，比去年同期下降1个百分点；管理费用率为21.02%，比去年同期提升2.2个百分点；变化主要是由于并表口径变更所致。报告期内，研发投入为5393.71万，同比大幅提升同样来自于并表影响。
- ✓ 从收入分布区域看，华东地区和华南地区合计贡献公司收入比重的78.29%，显示目前公司传统业务和财税业务仍然较为集中于华东和华南地区。

表1：近三年中报业绩对比（单位：百万元）

财报数据（百万元）	2015H1	2016H1	2017H1
营业收入	210.34	175.25	346.77
营业成本	149.14	123.28	177.02
销售费用	11.30	10.04	16.41
管理费用	34.93	32.99	72.90
财务费用	0.91	1.27	-7.07
投资净收益	2.46	-0.07	2.53
营业利润	14.10	5.50	87.12
归属母公司所有者的净利润	15.05	7.50	79.06
扣非净利润	10.21	3.07	81.32
主要比率	2015H1	2016H1	2017H1
毛利率	29.10%	29.65%	48.95%
销售费用率	5.37%	5.73%	4.73%
管理费用率	16.61%	18.82%	21.02%
营业利润率	6.70%	3.14%	25.12%
净利率	7.68%	5.25%	23.44%

YOY	2015H1	2016H1	2017H1
营业收入	10.17%	-16.68%	97.87%
净利润	59.63%	-50.18%	954.65%
扣非净利润	36.56%	-69.93%	2547.52%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 2: 季度财务关键数据 (单位: 百万元)

财报数据	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入	91.14	84.11	83.71	224.88	149.12	197.65
营业成本	67.18	56.10	59.07	138.91	75.33	101.69
销售费用	5.30	4.75	5.83	7.93	7.40	9.01
管理费用	17.08	15.91	16.97	29.27	34.63	38.27
财务费用	0.65	0.63	0.63	-0.69	-1.29	-5.78
投资净收益	-0.47	0.40	1.15	1.22	1.41	1.11
营业利润	-0.12	5.61	1.33	37.92	32.10	55.02
归母公司净利润	2.47	5.02	2.71	36.35	30.05	49.01
扣非净利润	0.12	2.95	1.29	34.17	28.22	53.11
主要比率	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
毛利率	26.29%	33.30%	29.43%	38.23%	49.48%	48.55%
销售费用率	5.82%	5.65%	6.96%	3.53%	4.96%	4.56%
管理费用率	18.74%	18.92%	20.27%	13.02%	23.22%	19.36%
净利润率	2.60%	8.12%	2.63%	14.91%	20.29%	25.81%
YoY	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入	1.15%	-30.05%	-21.14%	90.06%	63.62%	134.99%
归母公司净利润	33.51%	-61.97%	-63.67%	220.83%	1116.60%	876.29%
扣非净利润	109.16%	-74.39%	-82.06%	264.29%	23416.67%	1700.34%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 3: 2017 中报各子业务收入情况

分产品	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同比	营业成本同比	毛利率同比
热处理设备销售	67.70	53.37	21.18%	-9.16%	-0.97%	-6.52%
热处理加工	94.92	61.98	34.70%	23.69%	14.35%	5.33%
财税云服务	107.90	22.83	78.84%			
产品及开发服务	20.58	7.80	62.10%			
技术服务	23.02	11.31	50.86%			
系统集成	6.06	5.16	14.94%			
其他	26.59	14.59	45.15%	10.88%	-4.03%	8.52%

数据来源: 公司中报、广发证券发展研究中心

“线上+线下”泛财税生态初见雏形

2017年以来公司积极开始泛财税生态圈的布局,通过并购和战略合作等方式增强自身为企业提供“泛财税”服务的能力,相关布局如下表:

表 4: 公司今年以来的泛财税生态布局

公告日期	事项	意义
2017 年 1 月 18 日	拟收购浙江立信 51% 股权	布局线下业务。浙江立信主要经营代理记账、会计信息咨询、税务咨询等线下业务
2017 年 1 月 18 日	拟收购上海企盈 100% 股权	布局线下业务。上海企盈主要经营企业注册开办、代理记账、会计咨询等线下业务
2017 年 3 月 18 日	拟收购高新金财 100% 股权	布局线下服务。高新金财为青岛本地财税服务商，通过并购可以完善公司税务局端布局
2017 年 4 月 24 日	拟出资设立子公司“广州市金财互联小额贷款有限公司”	布局企业金融服务，致力于为中小微企业提供方便、快捷的小额贷款融资服务
2017 年 4 月 25 日	全资孙公司方欣智慧与黄山市黄山区人民政府签署了《战略合作协议》	布局园区税收筹划业务，利用黄山区提供的税收优惠、配套服务等方面的优惠政策，积极参与黄山区产业园的建设；
2017 年 7 月 1 日	全资孙公司金财互联数据服务有限公司与浙江经贸职业技术学院签订《战略合作协议》	布局线下财税服务中心，双方承诺就共同建设“财税大数据中心暨企业财税共享中心”进行战略合作。
2017 年 7 月 7 日	2017 年 7 月 7 日公司与苏州工业园区管理委员会签合作框架协议	公司设立并购基金议案的进一步落实，同时作为国内领先的技术开发区园区也将为公司数据中心业务总部设立提供大力支持和产业环境。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

我们认为公司目前打造“线上+线下”的泛财税生态已经初见雏形：

线上业务：依托于公司打造的电子税务局局端项目，公司进一步获得为企业提供目标解决报税痛点的财税增值服务的机会。目前公司的财税云服务已经积累大量付费用户和注册用户（截至2016年10月付费用户90万，注册用户600万，数据来源：2016年10月18日公告《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》）。线上业务主要针对自主办税的企业客户，为其提供诸如发票管理、办税管理等提高办税效率的增值服务，按年收取服务费用。

线下业务：此前公司的财税云服务只针对企业办税环节，而通过线下布局，公司目标将服务能力范围进一步扩大到“泛财税”类服务，如企业代理记账、税收筹划、企业金融服务等。从上表公司今年以来的布局，可以看到公司正一步步构建自身泛财税的服务能力：

- ✓ **代理记账、工商注册等传统线下企业服务：**通过浙江立信、上海企盈股权并购实现一定区域服务能力。
- ✓ **财税共享中心：**公司与浙江经贸职业技术学院合作建设财税共享中心，财税共享中心其实质是将传统非标准化的记账报税服务通过工厂模式将其标准

化、流程化，目标提升服务效率。

- ✓ **企业金融服务：** 出资设立子公司“广州市金财互联小额贷款有限公司”。
- ✓ **税收筹划服务：** 全资孙公司方欣智慧与黄山市黄山区人民政府签署了《战略合作协议》，旨在利用黄山区提供的税收优惠、配套服务等方面的优惠政策，积极参与黄山区产业园的建设。

我们认为公司所打造的“线上”和“线下”业务并非彼此独立，一方面公司税局端多年积累的数据、接口优势同样也会为公司线下业务工具平台的打造构建核心壁垒，打通财税的关键是从软件、平台层面构建一体化的财税工具，另一方面，公司大量的线上财税云服务注册用户、付费用户同样也会有多样的企业服务需求，公司凭借日趋完善的线下企业服务也有望从已有客户中获得更多的增值服务机会。

综合，公司凭借线上财税云服务已经坐拥近百万付费企业用户，泛财税的布局将进一步将业务拓展至线下高附加值企业服务，公司在税务局端的多年积累和其上市公司的身份都是其在财税市场的竞争优势所在，公司目标打造的从线上到线下、由财到税一体的财税生态服务体系值得期待。

盈利预测

假设条件1（收入）：

传统业务： 对于公司传统业务，考虑经济下行压力持续加大的宏观经济形势影响，公司传统业务面临困境，但同时公司计划将在2017年进行诸多优化整改措施，我们假设公司传统业务收入未来三年基本维持稳定(传统业务收入波动区间为4.3-4.6亿)。

方欣科技： 将于2017年开始全部并表，对于方欣科技最为核心的财税云服务，考虑到后续随着越来越多省份建设期的结束逐步进入高峰期，财税云服务的付费用户数有望快速提升，我们乐观预计财税云服务收入仍能保持较快增长

同时公司针对浙江立信、上海企盈的股权收购仍在进行之中，如果可以顺利完成将会产生新的并表收入。综合我们预计方欣科技营业收入仍将保持较快增长（方欣科技收入波动区间为6.3-12.5亿）。

假设条件2（毛利率）：

传统业务： 根据公司2017年年度计划，将整合热处理业务资源并强化子公司投资管理，我们假设热处理业务线毛利率可以小幅回升并维持稳定（假设毛利率波动区间为25%-30%）。

方欣科技： 财税云服务营业成本主要包括人工成本、采购成本以及其他相关费用。人工成本占财税云服务营业成本70%以上（数据来源：公司公告），主要为财税云服务产品研发人员及后台支持人员薪酬，产品研发人员及后台支持人员数量会随着付费用户数量增加而增加，但产品研发人员及后台支持人员数量的增加幅度远小于付费用户数量的增加幅度，付费用户数量的增长与人工成本的增长并非为线性关系，因此我们预计财税云服务的毛利率未来三年稳中有升（假设财税云服务毛利率波动区间73%-78%）。方欣科技其他业务线毛利率我们预计与前年度基本持平（假设软件开发与销售业务毛利率波动区间为35%-40%，技术服务毛利率波动区间为38%-43%）。

假设条件 3 (费用率)

传统业务线，公司目前没有新的动作，传统业务我们假设销售费用和管理费用基本持平。而对于方欣科技，由于公司在未来三年仍然处于快速扩张阶段，且智慧财税服务互联平台仍然处于开发中，因此相应的管理费用和销售费用预计将相应增加。

综合，预计公司2017-2019年净利润分别为2.81亿、3.89亿、5.66亿，对应EPS分别为0.57元/股、0.79元/股、1.15元/股，按最新收盘价计算对应PE分别为52、38、26倍。

公司在企业级服务领域较有稀缺性，围绕财税服务构建核心竞争力，目前线上线业务有序推进，看好公司中长期发展。公司在重组完成后，各项业务有序推进，线下“泛财税”布局持续落地，且估值趋于合理区域，按最新收盘价2017年PE为52倍、2018年PE为38倍。综合，上调投资评级至“买入”评级。

风险提示

财税云服务推广不及预期的风险；战略合作项目的实施进度和实际效果尚存在不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	554	2221	4049	4613	5348
货币资金	192	1767	3314	3709	4253
应收及预付	193	295	385	499	632
存货	169	151	349	405	464
其他流动资产	1	7	0	0	0
非流动资产	446	2056	503	488	468
长期股权投资	99	93	93	93	93
固定资产	234	243	228	213	196
在建工程	28	29	32	34	36
无形资产	55	1659	127	124	120
其他长期资产	30	32	23	23	23
资产总计	1000	4277	4551	5101	5817
流动负债	215	472	495	651	796
短期借款	17	187	0	0	0
应付及预收	169	285	495	651	796
其他流动负债	29	0	0	0	0
非流动负债	20	32	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	32	0	0	0
负债合计	235	504	495	651	796
股本	268	491	491	491	491
资本公积	210	2954	2954	2954	2954
留存收益	218	257	538	926	1493
归属母公司股东权	696	3702	3983	4372	4938
少数股东权益	68	71	74	78	83
负债和股东权益	1000	4277	4551	5101	5817

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	39	222	237	406	550
净利润	36	45	284	393	572
折旧摊销	26	31	30	30	32
营运资金变动	-24	140	-71	-13	-48
其它	1	6	-5	-5	-5
投资活动现金流	-55	51	1520	-11	-7
资本支出	-39	-12	1517	-14	-11
投资变动	-15	63	4	3	3
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-15	1301	-210	0	0
银行借款	41	212	-187	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	1	1166	0	0	0
其他	-56	-77	-23	0	0
现金净增加额	-30	1574	1547	395	543
期初现金余额	222	192	1767	3314	3709
期末现金余额	192	1766	3314	3709	4253

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	18.4	11.3	137.1	29.4	27.9
营业利润增长	7.2	25.6	658.5	39.9	45.5
归属母公司净利润增长	3.4	37.6	503.6	38.3	45.6
获利能力(%)					
毛利率	29.6	33.6	48.5	51.3	55.5
净利率	8.2	9.3	24.7	26.5	30.1
ROE	4.9	1.3	7.1	8.9	11.5
ROIC	5.6	1.9	44.8	62.6	87.3
偿债能力					
资产负债率(%)	23.5	11.8	10.9	12.8	13.7
净负债比率	-0.2	-0.4	-0.8	-0.8	-0.8
流动比率	2.58	4.70	8.18	7.08	6.72
速动比率	1.73	4.34	7.41	6.39	6.07
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.18	0.26	0.31	0.35
应收账款周转率	3.14	2.74	4.87	4.87	4.87
存货周转率	1.69	2.01	1.69	1.78	1.82
每股指标(元)					
每股收益	0.13	0.09	0.57	0.79	1.15
每股经营现金流	0.15	0.45	0.48	0.83	1.12
每股净资产	2.60	7.54	8.12	8.91	10.06
估值比率					
P/E	187.8	339.7	52.4	37.9	26.0
P/B	9.1	4.3	3.7	3.4	3.0
EV/EBITDA	102.3	173.7	30.9	21.7	14.5

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	435	484	1147	1484	1898
营业成本	306	321	590	723	844
营业税金及附加	3	8	14	22	25
销售费用	23	24	50	65	84
管理费用	68	79	153	197	252
财务费用	1	1	2	2	2
资产减值损失	3	8	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	2	4	3	3
营业利润	36	45	339	475	691
营业外收入	10	14	6	6	6
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	44	57	344	479	696
所得税	9	12	60	87	124
净利润	36	45	284	393	572
少数股东损益	2	-2	3	4	6
归属母公司净利润	34	47	281	389	566
EBITDA	61	82	370	507	724
EPS(元)	0.13	0.09	0.57	0.79	1.15

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰: 首席分析师, 东南大学工学士, 中国人民大学经济学硕士, 1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理
工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作, 2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 研究助理, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 张璋: 研究助理, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015年加入
广发证券发展研究中心。
- 郑楠: 研究助理, 北京邮电大学计算机专业学士, 法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士, 2010年起就职于外资企业软件公司从事
研发、咨询顾问等工作, 2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9 号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号 太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。