

B+G 端双轮驱动, AI+财税拓宽成长空间

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 实现营业收入 16.98 亿元, 同比增长 5.80%, 实现归母净利润 1.44 亿元, 同比下滑 37.64%; 扣非归母净利润为 1.01 亿元, 同比下滑 42.16%; 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元。
- **金税工程+数字中国建设稳步推进, 公司有望充分受益。** 2022 年, 公司 G 端业务实现营收 7.4 亿元, 营收占比为 43.5%。公司深度参与金税三期建设, 智慧电子税务局已覆盖河北、广东、深圳等 10 个省市, 并率先在上海、宁波、四川等地区进行了云化电子税务局的建设, 使用该系统的纳税企业超过 800 万; 个税、决策支持等产品覆盖全国所有省市, 市占率领先。同时, 公司中标金税四期两大核心项目, 率先抢占战略高地。此外, 伴随数字中国建设稳步推进, 财税大数据作为政务大数据平台的重要组成部分, 具备丰富价值体现, 公司将充分借助于税费大数据价值开发商优势, 全面引领“以数治税”时代。
- **B 端业务逆势增长, AI 赋能毛利显著提升。** 2022 年, 公司 B 端实现营收 9.5 亿元, 同比增长 10.2%。其中, 1、中小企业客群实现营收 4.8 亿元 (yoy+5.1%), 分层经营效果初显, 高价值用户实现翻倍增长, 驱动 ARPU 值同比增长 11.4%。2、财税代理客群实现营收 3.5 亿元 (+yoy11.1%), 付费用户数增长 31% 达 380 万户, 付费渗透率达 64.4% (yoy+1.40pp), 市占率快速提升; 3、创新业务客群实现营收 1.2 亿元 (yoy+32.7%), 保持高速增长。从毛利率端来看, 2022 年 B 端业务整体毛利率为 73% (+4.40pp), 主要系 AI 赋能降本增效效果显著。
- **AIGC 时代来临, 内生降本叠加产品力增强带来公司价值重估。** 公司作为财税 SaaS 龙头, 在 AI 领域早有布局, 并已实现深度应用。公司已将 AI 技术应用于全国税务系统中的风险管理业务, 同时在企业中设定了财税咨询 AI 接入, 人工智能应答率超过 60%, B 端毛利率显著提升, 降本增效逻辑初步印证。此外, 公司积累了庞大的财税专业知识和服务案例库, 未来有望通过: 1) 新产品/应用程序发布, 2) 基于 AI 的 SKU 的溢价, 两种方式实现产品的升级与交叉销售, 提升客户留存率与新客户拓展速度, 实现用户数与 ARPU 值双重飞跃。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.81 元、1.11 元、1.44 元, 未来三年归母净利润将保持 59.71% 的复合增长率。考虑到公司 G 端市占率领先, B 端需求复苏与产品力强劲共振, 叠加 AI 赋能带来盈利能力提升, 给予 2024 年 50 倍 PE 估值, 对应目标价 55.50 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下滑、行业竞争加剧、政策推进节奏不及预期、技术落地不及预期、中小微企业需求不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1697.76	2108.34	2556.46	3024.37
增长率	5.80%	24.18%	21.25%	18.30%
归属母公司净利润(百万元)	143.90	329.31	452.31	586.18
增长率	-37.64%	128.85%	37.35%	29.60%
每股收益 EPS(元)	0.35	0.81	1.11	1.44
净资产收益率 ROE	5.85%	11.82%	3.97%	15.33%
PE	125	54	40	31
PB	7.31	6.45	5.55	4.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

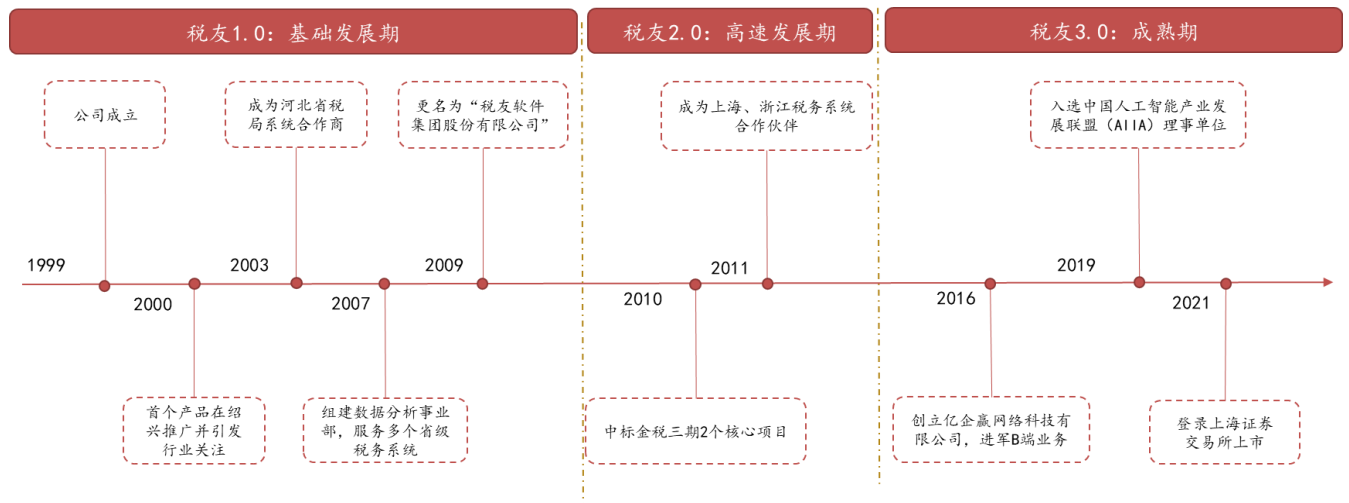
总股本(亿股)	4.06
流通 A 股(亿股)	0.90
52 周内股价区间(元)	23.98-51.02
总市值(亿元)	179.32
总资产(亿元)	34.99
每股净资产(元)	5.99

相关研究

1 财税信息化领先企业，know-how 积累深厚

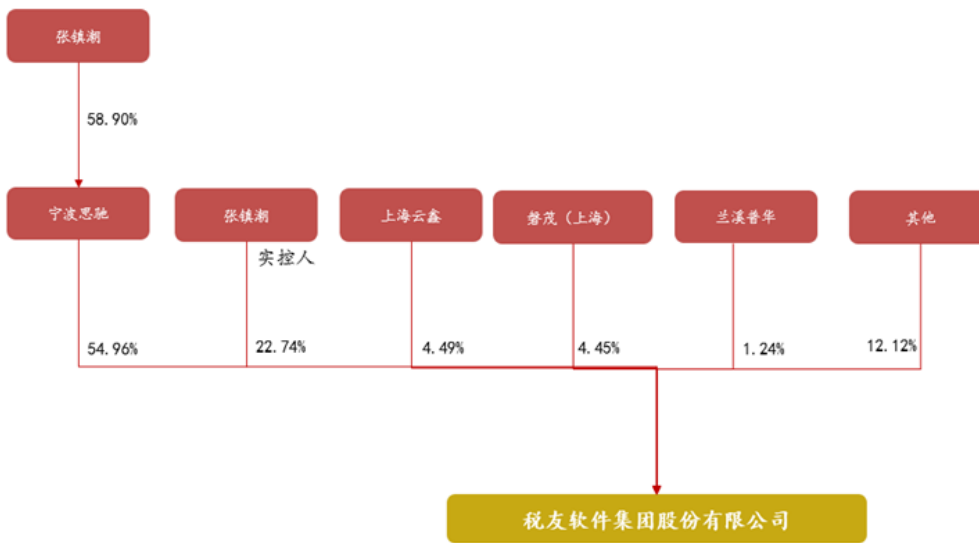
税友股份成立于 1999 年，是国内财税信息化综合服务领域的龙头企业，其前身为浙江西安交大龙山软件有限公司，2009 年更名为税友软件集团股份有限公司，2021 年于上交所成功上市。公司自成立以来一直聚焦财税数字化领域，是国内领先的财税 SaaS 服务商。公司从 1999 年成立至今经历了三个发展阶段：1) 基础发展期（1999-2010）：自 2000 年推出首款财税系统产品起，公司陆续获得各省市税务局财税系统开发项目订单；2) 高速发展期（2010-2016）：2010 年公司中标国家金税三期 2 个核心项目，确立了公司在财税信息化领域的领先地位；3) 成熟期（2016 年至今）：2016 年公司创立“亿企赢”品牌进军 B 端市场，确立公司 B 端与 G 端双轮驱动发展模式。截至 2022 年底，公司在涉税领域已积累活跃用户超 700 万户，其中付费用户数量累计超过 400 万户。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构集中，股权激励彰显发展信心。创始人兼董事长张镇潮先生为公司的实际控制人，直接持有公司 22.74% 股份，通过宁波思驰间接持有，股权结构集中稳定。此外，公司旗下拥有 9 家控股子公司、1 家参股公司。2023 年，公司发布股权激励计划，拟首次授予的激励对象共计 87 人，主要为公司中层管理人员及核心技术业务骨干，考核目标为以 2022 年业绩为基数，2023-2025 年净利润增长率不低于 10%、25%、45%。

图 2：公司主要股东持股比例


数据来源：公司公告，西南证券整理

面向 B、G 端市场，赋能税务信息化发展。公司业务主要分为 To G 数字化开发服务业务和 To B SaaS 订阅服务业务两大类。**(1) To G 端：**公司以“税友”为品牌，为税务机关提供自然人税收管理、税务大数据、社保费管理、智慧电子税务局系统的开发与运维等服务。**(2) To B SaaS 订阅服务：**公司以“亿企赢”为品牌，围绕中小微企业的财务、人事等管理需求，利用大数据、云计算、人工智能等技术，为其提供财务管理、税务管理、培训赋能、知识服务等服务。2022 年，公司 G 端、B 端业务营业收入分别为 7.4 亿、9.5 亿，营收占比分别为 43.49%、56.13%。

表 1：公司主要业务以及产品情况

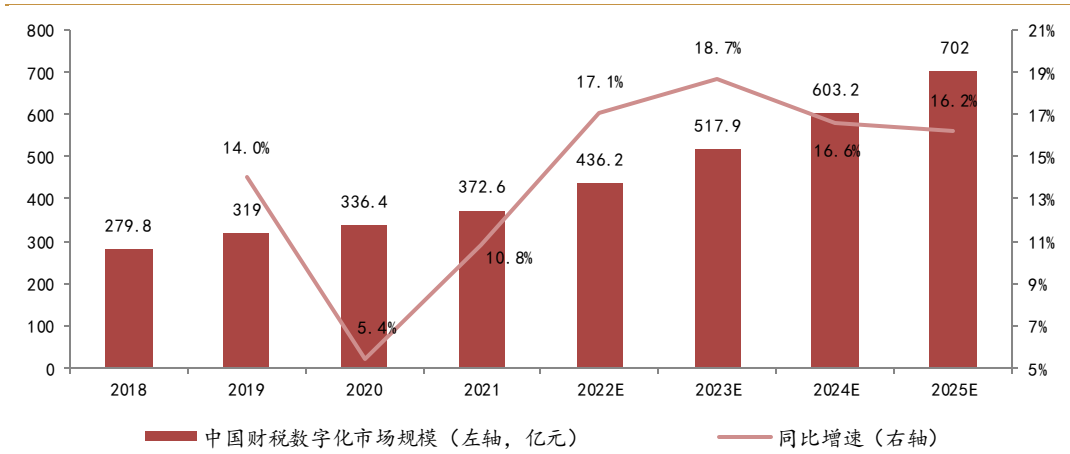
业务	产品	产品用途
To G 数字化开发服务	自然人税收管理系统（个税部分）	该系统依托现代互联网+大数据+云计算技术， 建成国家税务总局统一部署、全天候运行、支撑个税改革、首个全国大集中的信息系统 ，既可为个税改革提供了信息化支撑，又具有可扩充性，为将来个人其他税费改革的信息化支撑预留了空间。系统可支撑全国 7.8 亿自然人纳税人和 3,000 万扣缴单位的个人所得税征收和管理服务，支撑国家税务总局和全国税务部门税务工作人员的业务开展。
	社保费征管信息系统	该系统以社会保险费为主要费种，贯穿了登记、认定、申报、征收、证明五大业务域， 可以满足各地税务机关对社保费征缴的业务诉求。
	税务数据分析管理	主要包括全国统推产品、平台产品及专项可售产品。产品以“互联网+大数据”为基础，构建税务大数据服务平台，支撑纳税服务、税收征管、政策效应分析、税收经济分析等工作，优化纳税服务，提高税收征管水平。
	智慧电子税务局	该业务具有数据驱动、规则驱动、信用支撑、风险智控、移动互联的特性， 一方面为税务干部提供优质的智慧税务大数据管理服务 ，另一方面，在超过 800 万纳税企业用户使用智慧电子税务局过程中所积累的知识数据、行为数据的基础上 深化智能化管理与自动化服务 ，双管齐下全面提升办税服务水平和征管工作能效。
To B SaaS 订阅服务	中小企业客群业务	该业务主要通过“亿企助手”产品平台实现，平台集成亿企票财税、亿企薪社、亿企风控、亿企学会、亿企智库等众多财税相关增值应用和服务模块的 亿企助手产品可以集发票管理、财务

业务	产品	产品用途
		管理、税务管理、咨询服务、培训赋能、知识服务于一体，从而为企业提供智慧财税管理、智慧人事服务、智慧风险管控、知识服务等企业级综合服务。
	财税代理客群业务	该业务主要通过“亿企代账”产品平台实现，平台针对大量的代理记账服务机构与数量庞大的代理记账人员，基于互联网架构，开发的一款集票据、财务、税务、管理、服务为一体的综合应用平台。
	创新 SaaS 业务	该业务以人资、薪社及新经济（中大型灵工平台或共享经济平台）的创新管理为内容，以 PTS（薪酬个税社保）、GTS（集团税务）、ETS（灵活用工税务平台）为抓手，以创新产品开拓新的市场。

数据来源：公司公告，西南证券整理

财税信息化市场稳步增长，政策频发景气度高企。2021 年，中国财税数字化市场规模达 372.6 亿元，同比增长 10.8%，2019-2021 年 CAGR 为 10.0%，保持稳步增长态势。随着疫情影响因素逐渐消退、企业市场活力修复以及金税工程持续推进，预计 22-25 年将保持较高增长率，2025 年总规模达到 702 亿元，同比增速为 16.2%。从政策端来看，国务院在《“十四五”数字经济发展规划》中明确提出要加快企业数字化转型升级进程，到 2025 年数字经济核心产业增加值占 GDP 比重达到 10%；同时，各省市也分别出台相应支持数字经济发展的政策，财税信息化作为数字经济发展的关键一环，将充分受益。

图 3：2018-2025E 中国财税信息化行业市场规模及增速情况



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

表 2：我国财政信息化相关政策

日期	部门	政策	主要内容
2009	财政部、国家发展改革委等	《关于鼓励政府和企业发包促进我国服务外包产业发展的指导意见》	明确积极支持服务外包产业发展，把促进政府和企业发包作为推动我国服务外包产业的重点。积极发挥服务外包示范城市的示范和带动作用，在发展政务信息化建设、电子政务，以及企业信息化建设、电子商务过程中，鼓励政府和相关部门整合资源，将信息技术的开发、应用和部分流程性业务发包给专业的服务供应商，扩大内需市场，培育国内服务外包业的发展。
2011	国务院	《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》	指出软件产业和集成电路产业是国家战略性新兴产业，是国民经济和社会信息化的重要基础，并进一步明确在财税政策、投融资政策、研究开发政策、进出口政策、人才政策、知识产权政策、市场政策、政策落实等方面对软件行业进行大力支持。
2013	财政部	《企业会计信息化工作规范》	推动企业会计信息化，节约社会资源，提高会计软件和相关服务质量，规范信息化环境下的会计工作。
2018	国家税务总局	《国家税务总局地方税务局	完善制度保障，强化技术支撑三期工程相关系统和本地特色软件，完善技术实现

日期	部门	政策	主要内容
	总局	《合作工作规范（4.0 版）》	方式，提高合作信息化水平。
2019	财政部	《代理记账管理办法（2019 修改）》	对代理记账行业进行规范，包括代理记账资格的申请、取得和管理，以及代理记账机构从事代理记账业务等。
2021	财政部	《会计信息化发展规划（2021-2025 年）》（财会〔2021〕36 号）	服务我国经济社会发展大局和财政管理工作全局，以信息化支撑会计职能拓展为主线，以标准化为基础，以数字化为突破口，引导和规范我国会计信息化数据标准、管理制度、信息系统、人才建设等持续健康发展，积极推动会计数字化转型，构建符合新时代要求的国家会计信息化发展体系。

数据来源：公司公告，国家税务总局，财政部网站，西南证券整理

（1）G 端：市占率领先，先发优势凸显

金税工程持续推进，财税信息化系统逐渐完善。金税工程是国家级电子政务工程之一，其目的是构建全国统一的税收管理系统，起始于 1994 年，金税一期与二期实现了全国范围内增值税交叉稽查系统和发票协查系统，正式使发票进入防伪控税时代。2009 年，金税三期启动，建立了一个平台（网络硬件和基础软件统一平台）+两级处理（税务数据集中在总局和省局处理）+四类系统（征收、行政、决策、外部），首次实现全面的税收征管系统以及国税、地税征管统一。目前，金税四期的三大核心项目——国家税务总局电子发票服务平台（一期）项目（全面数字化电子发票）、电子发票服务平台（二期）项目（建设全国统一规范电子税务局）、应用支撑平台项目（支撑全电和电子税务局智能化、数字化的，以大数据、中台技术为核心的应用基座），均已完成招标并开始建设推广，标志着金税四期建设启动实施。

图 4：金税工程发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：国家税务总局披露金税四期成交结果



索引号	1110000000014445H/2021-00043	主题分类	政府采购
标题	国家税务总局金税四期决策指挥端之指挥台及配套功能项目成交结果公告		
发布日期	2021-01-13		
国家税务总局金税四期决策指挥端之指挥台及配套功能项目成交结果公告			
一、项目编号	2020CGSC055		
二、项目名称	金税四期决策指挥端之指挥台及配套功能项目		
三、成交信息	供应商名称：腾讯云计算（北京）有限责任公司 供应商地址：北京市海淀区知春路49号3层西部309 成交金额：¥1,680,000.00		
四、主要标的信息	服务类： 名称：金税四期决策指挥端之指挥台及配套功能		

数据来源：国家税务总局，西南证券整理

数据要素加速流通，数字中国建设稳步推进。2022 年以来，国务院陆续发布相关政策，要求建立全国一体化政务大数据体系，各省市也将数据要素市场建设列入省级“十四五规划”，数字中国建设逐步推进。同时，在金税四期推动下，税费大数据有望作为政务大数据重要组成部分，伴随数据要素流通产生丰富价值体现：一方面纵向打通税费治理数据内循环，提升税费治理能力；一方面，横向应用于评估税费政策以及经济政策，为我国经济发展提供趋势指引。税友深耕财税领域二十余年，在数据治理、数据资产管理以及税收风险应用方面 know-how 积累颇深，将充分借助于税费大数据价值开发商优势，进一步扩大服务群体，全面引领“以数治税”时代。

表 3：国家层面数据要素政策颁布提速

时间	发布部门	政策	主要内容
2020 年 3 月	国务院	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	在世界上首次将数据视为新的生产要素，成为与土地、劳动力、资本、技术等传统要素并列的第五大要素；引导培育大数据交易市场，依法依规开展数据交易。
2021 年 1 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《建设高标准市场体系行动方案》	建立数据资源产权、交易流通、跨境传输和安全等基础制度和标准规范
2021 年 11 月	工信部	《“十四五”大数据产业发展规划》	建立数据价值体系，提升要素配置作用，加快数据要素化，培育数据驱动的产融合作、协同创新等新模式，促进数据驱动的传统生产要素合理配置
2021 年 12 月	国务院办公厅	《要素市场化配置综合改革试点总体方案》	2021 年，启动要素市场化配置综合改革试点工作。2022 年上半年，完成试点地区布局、实施方案编制报批工作。2023 年，试点工作取得阶段性成效，在数据要素市场化配置基础制度建设探索上取得积极进展。 2025 年，基本完成试点任务，要素市场化配置改革取得标志性成果
2022 年 1 月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	加快数据要素市场化流通，创新数据要素开发利用机制，到 2025 年初步建立数据要素市场体系
2022 年 4 月	国务院	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	加快培育数据要素市场，建立健全数据安全、权利保护、跨境传输管理、交易流通、开放共享、安全认证等基础制度和标准规范，深入开展数据资源调查，推动数据资源开发利用
2022 年 6 月	中央深改委	《关于构建数据制度更好发挥数据要素作用的意见》	促进数据高效流通使用、赋能实体经济，统筹推进数据产权、流通交易、收益分配、安全治理，加快构建数据基础制度体系。
2022 年 9 月	国务院办公厅	《全国一体化政务大数据体系建设指南》	2023 年底，全面摸清政务数据资源底数，建立政务数据目录动态更新机制，政务数据质量不断改善； 2025 年，政务数据资源全部纳入目录管理，数据资源实现有序流通、高效配置
2022 年 11 月	发改委	《关于数字经济发展情况的报告》	不断完善数字经济治理体系，加快出台数据要素基础制度及配套政策，推进公共数据、企业数据、个人数据分类分级确权授权使用，构建数据产权、流通交易、收益分配、安全治理制度规则，统筹推进全国数据要素市场体系

数据来源：政府官网，西南证券整理

先发优势凸显，深度参与金税四期两大核心项目建设。2018 年，公司中标总局金税四期先行探索项目——“自然人税收管理系统（个人所得税部分）软件升级完善项目”，打造成为支撑数千万企业和数亿个人高效办税的自然人电子税务局，为金税四期的可行性研究积累大量经验。2022 年，公司中标金税四期两大核心项目：“国家税务总局电子发票服务平台（二期）”与“应用支撑服务平台（第 2 包）”，率先占据金税四期战略高地，凭借领先的技术优势和行业 know-how 积累，进一步巩固行业领先地位，未来将充分享受金税四期带来的增量空间。

表 4：公司中标金税三期与四期部分项目统计

中标时间	中标公司	中标项目	中标金额（万元）
2022 年 8 月 24 日	中国软件、神州数码	应用支撑项目第 2 包中标公告	4878.75
2022 年 8 月 17 日	税友集团、中国软件、方欣科技	国家税务总局电子发票服务平台(二期)项目	3732.45
2022 年 10 月 31 日	税友集团	2022 年社保费管理子系统运行维护及升级完善项目	4478.08
2020 年 12 月 23 日	税友集团、神州数码、上海中软	国家税务总局上海市税务局金税三期等信息系统运维服务	--

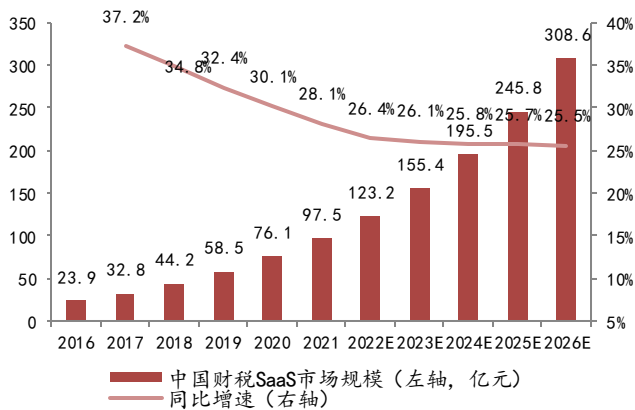
中标时间	中标公司	中标项目	中标金额（万元）
2020 年 12 月 17 日	税友集团	国家税务总局内蒙古自治区税务局金税三期社保费征管信息系系统（标准版）上线实施服务项目	807

数据来源：中国政府采购网，西南证券整理

（2）B 端：中小微市场需求旺盛，三大客群共同发力

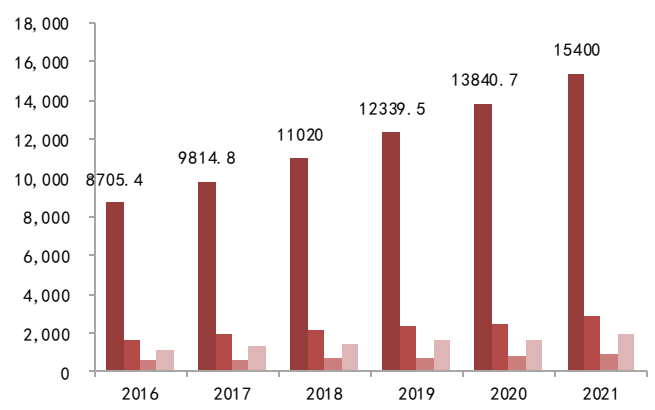
财税 SaaS 市场高速增长，中小微企业需求旺盛。近年来，中国财税 SaaS 市场呈高速增长态势。据灼识咨询统计，2016-2021 年 CAGR 为 32.5%，2021 年达近百亿，预计到 2026 年将超过 300 亿元。从市场结构来看，在国家政策扶持下，中小微企业数量快速增长，占全体市场主体比重超 90%，已发展成为我国市场经济的主要参与者。2020 年以来，在错综复杂的外部环境影响下，小微企业生存压力增加，“降本增效”成为生存之道，低成本、高质量的智能化、一体化、自动化的财税 SaaS 服务成为企业首选。此外，在金税四期的大趋势下，全电发票、电子档案将驱使小微企业与政府部门及银行等机构互联互通，进一步开放自身财税数据，促进财税信息化纵深发展。

图 6：中国财税 SaaS 市场规模及增速情况



数据来源：灼实咨询，西南证券整理

图 7：2016 年-2021 年全国新设市场主体情况



数据来源：国家市场监督管理总局，西南证券整理

公司 B 端业务主要针对中小微企业客群、财税代理客群以及创新业务客群。2022 年实现营业收入 9.5 亿元，同比增长 10.2%。

- 中小企业客群续费率维持稳定，ARPU 值大幅提升。**公司以“亿企赢”财税平台为主要抓手，为中小企业提供智能财税管理、税务咨询与筹划等服务。2022 年，受宏观经济下行影响，较多中小企业客户无法持续经营，付费用户数有所下滑，但公司推进分层经营战略，推广更高价值产品及服务，营收实现逆势增长；ARR（订阅收入）4.9 亿元，同比增长 6.1%；客群 ARPU 值达 815 元，同比增长 11.4%；其中，客群高价值用户（订阅费大于 1980 元的用户）达 3.4 万户，同比增长 164.4%。

表 5：中小企业客群相关经营指标

经营指标	2020	2021	2022
活跃用户数(万)	120	120	115
yoy	--	--	-4.20%
付费用户数(万)	68	63	60
yoy	--	-7.4%	-4.80%

经营指标	2020	2021	2022
付费渗透率	56.7%	52.5%	52.2%
ARR（订阅收入，亿元）		4.6	4.9
yoy			6.10%
ARPU 值(元)		731	815
yoy			11.40%
高价值用户(万)		1.3	3.4
yoy			164.40%
用户续费率		85%	85%

数据来源：公司公告，西南证券整理

- 财税代理客群用户数高速增长，以提高市占率为首要目标。**公司为代账机构提供“亿企代账”SaaS 平台，间接为百万中小微企业提供财税信息化服务。公司以提高市占率为首要目标，2020-2022 年活跃用户数与付费用户数均呈高速增长态势，2022 年付费用户数增长 31% 达 380 万户，付费渗透率达 64.4%，同比提升 1.40pp。同时，公司顺应发票全面电子化推广趋势，针对市场新需求推出财税合规、电子发票、生态引流服务等增值服务，打造差异化竞争优势。整体来看战略成效显著，2022 年实现 ARR 收入 4.2 亿元，同比增长 11.3%。

表 6：财税代理客群相关经营指标

经营指标	2020	2021	2022
活跃用户数(万)	350	460	590
yoy	--	31.4%	28.3%
付费用户数（万）	190	290	380
yoy	--	52.6%	31.0%
付费渗透率	54.3%	63.0%	64.4%
ARR（订阅收入，亿元）	--	3.8	4.2
yoy	--	--	11.30%
ARPU 值(元)		130	111
金额续费率		-	103%

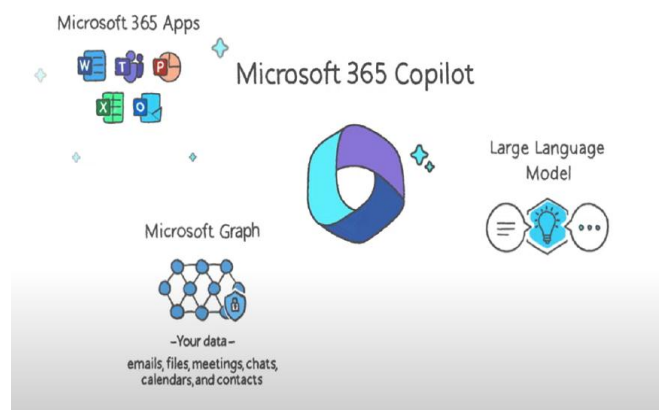
数据来源：公司公告，西南证券整理

- 创新业务客群业务高速增长，极具增长潜力。**公司创新 SaaS 业务以 B+C 为主，B 端以 GTS 平台（集团税务管理）、PTS 平台（人资薪税）切入大型集团、机构，为其提供集团税务共享中心、集团员工薪资、社保等服务；C 端聚焦新经济（如直播、骑手等）的社保管理。2022 年实现营收 1.2 亿元，同比增长 32.7%，呈高速增长态势。其中，GTS 取得重大突破，与申能集团、东方希望、绿城、财通证券、吴江城投、TCL 集团、招商证券、大参林、哈尔斯等集团企业达成合作；PTS 在银行、人资机构、集团等多个行业客群持续拓展，同时面向政务客群，建设了以税务、社保、财政为核心的三支柱综合服务体系。

（3）AIGC 时代来临，“GPT+” 打开想象空间

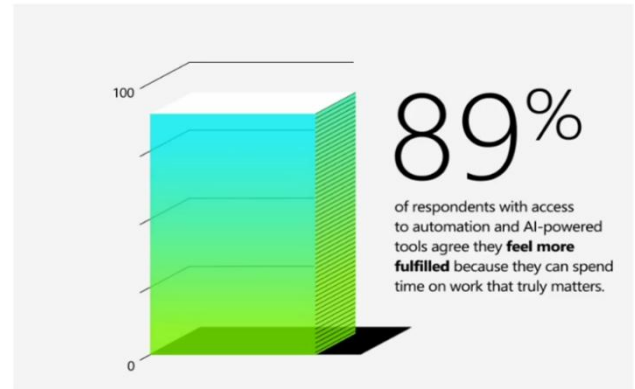
GPT 引发产业革命，应用端百花齐放。伴随全球数字化经济发展进入深水区，企业数字化转型同样遭遇瓶颈。软件面临学习成本高、系统繁杂等问题，员工每天需要执行数据录入、记录内容等大量重复性工作，商业价值提升有限。此番 ChatGPT 利用生成式 AI 能力，赋能优化业务操作流程、降低软件学习成本、打破数据与流程壁垒，更为直接地面向 B 端客户终端适用人群，挖掘终端客户深层次需求。目前，SAP、Salesforce、SIEMENS、Microsoft、Intuit 等企业已将 ChatGPT 能力植入企业级软件，SaaS 成为 AI 技术落地的重要土壤。

图 8：微软将 ChatGPT 植入其企业办公软件



数据来源：微软官网，西南证券整理

图 9：微软调查显示 89% 的员工希望 AI 完成重复性工作

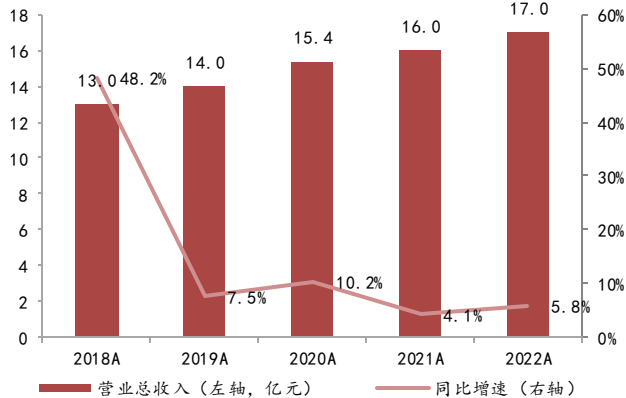


数据来源：微软官网，西南证券整理

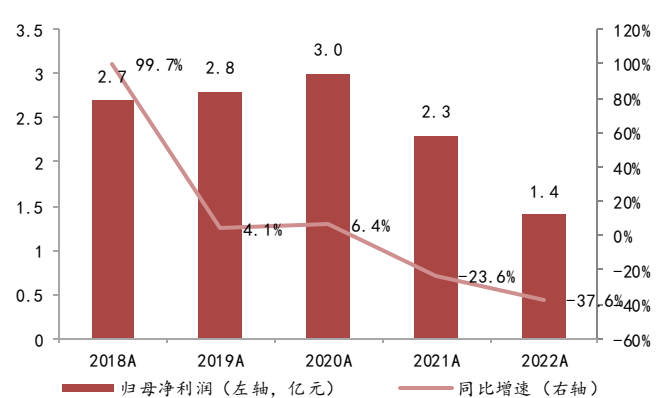
公司作为财税 SaaS 龙头，在 AI 领域早有布局，并已实现深度应用。截至 2022 年底，公司已将 AI 技术应用于全国税务系统中的风险管理业务，同时在企业中设定了财税咨询 AI 接入，人工智能应答率超过 60%。一方面，生成式 AI 具备代码输出能力，充分助力企业内部降本增效，2022 年公司 B 端业务毛利率达 73%，同比提升 4.40pp，逻辑初步显现。另一方面，我们认为，公司已经构建全国最庞大的财税知识数字化和人工智能体系，积累了庞大的财税专业知识和服务案例库，未来有望通过：1) 新产品/应用程序发布，2) 基于 AI 的 SKU 的溢价，两种方式实现产品的升级与交叉销售，提升客户留存率与新客户拓展速度，实现用户数与 ARPU 值双重飞跃。

（4）财务分析

总体来看，2022 年公司实现营收 17.0 亿元，同比增长 5.8%，2018-2022 年营收 CAGR 为 6.9%，呈稳步上升态势。此外，近年来受疫情影响叠加费用投入较为刚性影响，利润端短期承压，2022 年公司实现归母净利润 1.4 亿元，同比下滑 37.6%。我们认为，G 端来看，伴随数字中国建设与金税四期稳步推进，公司深度卡位局端市场，将充分受益；B 端来看，中小企业逐步复苏，付费渗透率仍有潜力可控；同时，公司推进高价值客户转化，未来 B 端业务仍有望保持快速增长。此外，在 AI 加持下，公司产品力有望再上台阶，带来用户数与 ARPU 值双重飞跃，业绩有望重回快速增长通道。

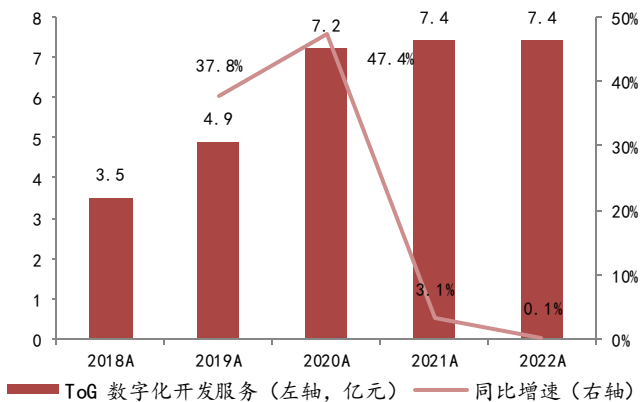
图 10：2018-2022 年公司营业收入及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

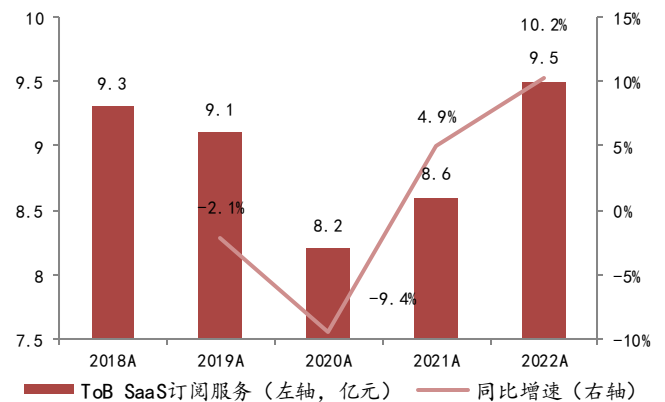
图 11：2018-2022 年公司归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

分业务看，公司业务主要包括 G 端、B 端两大类，1) 从 G 端来看，公司承接多个金税三期项目，市场占有率领先，业务规模迅速扩张，2018-2022 年营收 CAGR 为 20.3%，营收贡献占比由 2018 年的 27.1% 提升至 2022 年的 43.5%。2022 年实现营收 7.4 亿元，与去年基本持平，主要系疫情扰动项目验收延迟所致。2) 从 B 端来看，2022 年，在中小企业经营较为困难的背景下，公司营收逆势增长 10.2% 至 9.5 亿元，贡献占比为 56.1%，体现出公司良好的产品基因与经营韧性。

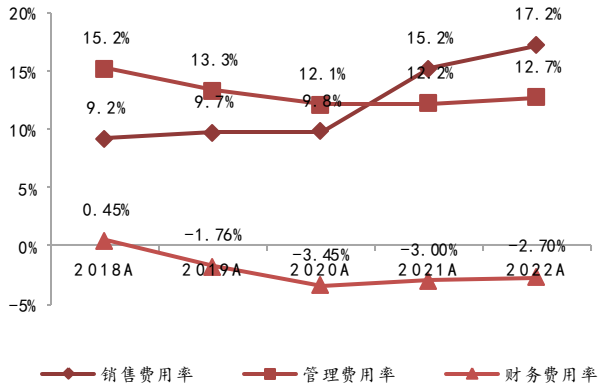
图 12：2018-2022 年 G 端营业收入与增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

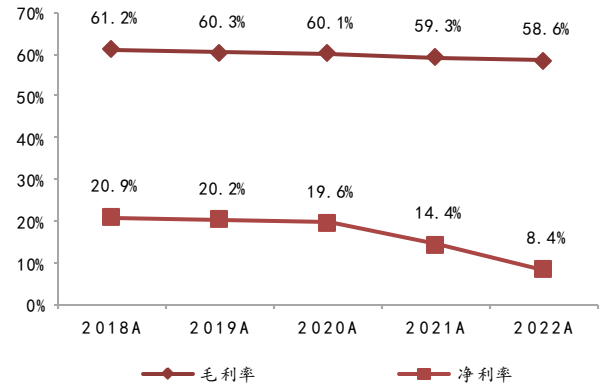
图 13：2018-2022 年 B 端营业收入与增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

从费用率和利润率来看，1) 费用率端，2022 年，公司销售费用率、管理费用率分别为 17.2% (yoy+2.00pp)、12.7% (yoy+0.50pp)，主要系公司加大推广销售业务，拓宽销售渠道，优化人员结构所致。2) 利润率端，2022 年，公司毛利率为 58.6%，同比下降 0.70pp；其中，B 端业务毛利率为 73%，同比提升 4.40pp；G 端业务毛利率为 40%，同比下降 8.34pp。净利率为 8.4%，同比下滑 5.91pp，主要系公司加大费用投入所致。

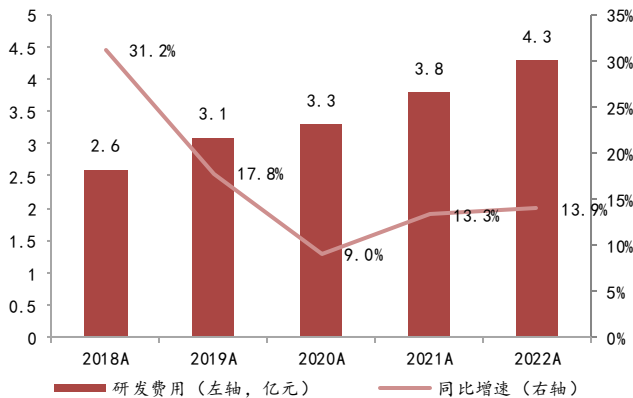
图 14：2018-2022 年公司费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

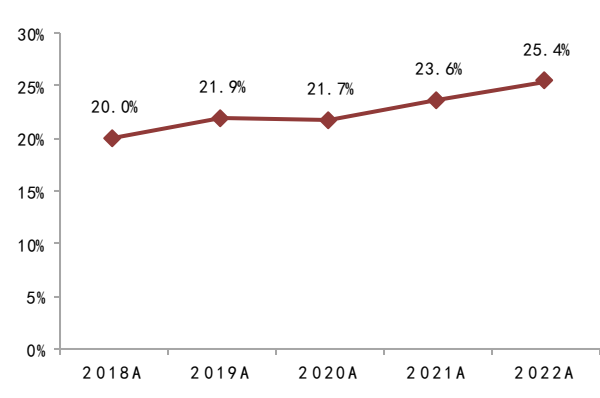
图 15：2018-2022 年公司利润率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

持续加大研发投入，巩固市场领先地位。公司高度重视研发投入，聚焦大数据、人工智能、云计算等新兴技术领域。2022 年，公司研发费用率达 25.4%，同比提升 1.80pp；研发费用为 4.3 亿元 (yoy+13.9%)，保持快速增长。2022 年，公司加强人工智能技术在产品与服务运营中的应用，提升电子税务局“智慧化”能力，并运用 NLP、知识图谱、深度学习、情感计算等技术构建数智化运营体系，产品力再度提升。

图 16：2018-2022 年公司研发费用及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：2018-2022 年公司研发费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

1) 中小企业客群：公司采取分层经营模式，针对不同规模客户提供不同价格带产品。伴随金税四期开展，高成长型中小企业内生税务筹划、风险管理需求将大幅增加，高价值用户数量有望实现快速增长，从而带来 ARPU 值提升，截至 2022 年底，高价值用户（订阅费大于 1980 元的用户）达 3.4 万户，同比增长 164.4%，逻辑初步兑现。因此，我们预计 2023-2025 年中小客群 ARPU 值增速分别为 20%、15%、10%，呈快速增长态势。此外，随着中小企业经营逐渐复苏，预计 2023-2025 年付费用户数增速为 5%。

2) 财税代理客群：财税代理机构是服务于个人或者没有会计的小微企业的代账机构，根据统计，我国目前大约有 3500 万小微企业存在财税代理需求，公司目前的付费用户为 380 万家，未来提升空间广阔，预计 2023-2025 年付费用户数增速分别为 30%、28%、25%。此外，由于财税代理机构客户需求相对单一，预计 2023-2025 年 ARPU 值保持稳定增长，增速分别为 3%、1%、1%。

3) 创新 SaaS：B 端以 PTS（人资薪税平台）、GTS（集团税务共享中心）为矛向大型企业集团切入；公司在税务领域 know-how 积累颇深，能够充分弥补传统 ERP 系统的缺点，产品认可度较高，2022 年与多个集团展开合作。C 端针对细分新经济业态下的行业，围绕 2C 新型灵活就业群体打造 ETS 灵活用工税务平台，据统计，我国目前灵活就业群体大约有 2 亿人左右，伴随未来全国社保政策实现统筹，增长空间广阔。整体来看，2022 年创新 SaaS 业务收入增速达 32.7%，呈高速增长态势，营收占比仅为 7.2%，仍处于快速孵化阶段，预计 2023-2025 年收入增速分别为 33%、30%、28%。

4) G 端业务：公司在金税工程市占率较高，已中标金税四期两大核心项目建设，有望持续受益于金税四期的稳步推进，预计 2023-2025 年收入增速分别为 18%、16%、14%。

5) 毛利率：在财税咨询领域，公司采用 AI 技术，人工智能应答率已超过 60%，伴随生成式 AI 技术日趋成熟，应答率有望再度提高，从而进一步促进降本增效，毛利率稳步提升，预计 2023-2025 年毛利率分别为 62.7%、64.1%、65.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
中小企业客群	收入	482.0	607.1	731.4	841.1
	增速	5.1%	20.6%	18.4%	15.0%
财税代理	收入	348.0	459.4	594.1	750.5
	增速	11.1%	32.0%	29.3%	26.3%
创新 SaaS 业务	收入	122.9	163.5	212.5	272.0
	增速	32.7%	33%	30%	28%
G 端	收入	738.4	871.3	1010.7	1152.2
	增速	0.1%	18%	16%	14%
合计	收入	1697.8	2108.3	2556.5	3024.4
	增速	5.8%	24.2%	21.3%	18.3%
	毛利率	58.6%	62.7%	64.1%	65.6%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 21.1 亿元（+24.2%）、25.6 亿元（+21.3%）和 30.2 亿元（+18.3%），归母净利润分别为 3.3 亿元（+128.9%）、4.5 亿元（+37.4%）、5.9 亿元（+29.6%），EPS 分别为 0.81 元、1.11 元、1.44 元，对应动态 PE 分别为 54 倍、40 倍、31 倍。

综合考虑业务模式，我们选取中国软件、用友网络、航天信息、金财互联为参考。从 PE 角度看，公司 2024 年 40 倍，行业平均值为 47 倍，显著低于行业平均估值水平。考虑到公司 G 端市占率领先，B 端需求复苏与产品力强劲共振，叠加 AI 赋能带来盈利能力提升，给予 2024 年 50 倍 PE 估值，对应目标价 55.50 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22A/E	23E	24E	21A	22A/E	23E	24E
600536.SH	中国软件	417.7	63.1	0.15	0.28	0.59	0.98	327	222	108	64
600588.SH	用友网络	784.1	22.8	0.22	0.06	0.18	0.31	166	379	127	73
600271.SH	航天信息	272.0	14.7	0.55	0.58	0.59	0.65	24	18	25	22
002530.SZ	金财互联	65.2	8.4	--	--	0.2	0.31	--	--	43	27
平均值								172	206	76	47
603171.SH	税友股份	179	44.18	0.57	0.35	0.81	1.11	62	125	54	40

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

宏观经济下滑、行业竞争加剧、政策推进节奏不及预期、技术落地不及预期、中小微企业需求不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1697.76	2108.34	2556.46	3024.37	净利润	143.38	328.38	451.01	584.43
营业成本	703.04	787.09	919.04	1039.19	折旧与摊销	39.47	53.69	55.31	57.30
营业税金及附加	12.24	14.45	17.65	20.99	财务费用	-45.79	10.54	12.78	15.12
销售费用	292.70	316.25	383.47	453.65	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	215.12	653.59	779.72	922.43	经营营运资本变动	25.81	-68.24	-72.26	55.57
财务费用	-45.79	10.54	12.78	15.12	其他	-73.10	9.80	4.60	4.26
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	89.77	334.17	451.45	716.68
投资收益	21.54	0.00	0.00	0.00	资本支出	-133.59	-130.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	7.15	-12.29	-9.15	-10.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-126.44	-142.29	-139.15	-140.14
营业利润	140.28	326.42	443.79	572.98	短期借款	43.00	-43.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.77	-3.64	-3.79	-3.74	长期借款	5.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	136.51	322.79	440.00	569.24	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-6.87	-5.59	-11.01	-15.19	支付股利	-121.77	0.00	0.00	0.00
净利润	143.38	328.38	451.01	584.43	其他	-18.19	-19.76	-21.94	-25.14
少数股东损益	-0.52	-0.93	-1.30	-1.75	筹资活动现金流净额	-91.95	-62.76	-21.94	-25.14
归属母公司股东净利润	143.90	329.31	452.31	586.18	现金流量净额	-128.62	129.12	290.36	551.40
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1691.34	1820.46	2110.82	2662.22	成长能力				
应收和预付款项	186.77	190.23	248.04	292.30	销售收入增长率	5.80%	24.18%	21.25%	18.30%
存货	245.49	223.03	274.55	313.98	营业利润增长率	-40.38%	132.69%	35.96%	29.11%
其他流动资产	217.77	219.65	221.71	223.85	净利润增长率	-37.78%	129.03%	37.34%	29.58%
长期股权投资	30.60	30.60	30.60	30.60	EBITDA 增长率	-40.57%	191.60%	31.03%	26.08%
投资性房地产	76.14	76.14	76.14	76.14	获利能力				
固定资产和在建工程	758.36	859.12	958.25	1055.39	毛利率	58.59%	62.67%	64.05%	65.64%
无形资产和开发支出	174.03	149.61	125.19	100.76	三费率	27.21%	46.50%	46.00%	46.00%
其他非流动资产	305.75	318.02	327.15	337.26	净利率	8.45%	15.58%	17.64%	19.32%
资产总计	3686.25	3886.86	4372.44	5092.52	ROE	5.85%	11.82%	13.97%	15.33%
短期借款	43.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.89%	8.45%	10.31%	11.48%
应付和预收款项	392.55	394.45	470.47	538.05	ROIC	15.81%	41.13%	42.15%	45.22%
长期借款	5.00	5.00	5.00	5.00	EBITDA/销售收入	7.89%	18.53%	20.02%	21.34%
其他负债	796.19	709.53	668.07	736.14	营运能力				
负债合计	1236.74	1108.98	1143.54	1279.19	总资产周转率	0.47	0.56	0.62	0.64
股本	405.89	405.89	405.89	405.89	固定资产周转率	3.16	3.96	4.71	5.40
资本公积	939.14	939.14	939.14	939.14	应收账款周转率	12.68	13.40	14.10	13.53
留存收益	1106.82	1436.13	1888.44	2474.61	存货周转率	3.40	3.36	3.68	3.51
归属母公司股东权益	2451.84	2781.15	3233.46	3819.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.08%	—	—	—
少数股东权益	-2.33	-3.26	-4.56	-6.31	资本结构				
股东权益合计	2449.51	2777.89	3228.90	3813.33	资产负债率	33.55%	28.53%	26.15%	25.12%
负债和股东权益合计	3686.25	3886.86	4372.44	5092.52	带息债务/总负债	3.88%	0.45%	0.44%	0.39%
					流动比率	2.04	2.38	2.66	2.86
					速动比率	1.82	2.16	2.40	2.60
					股利支付率	84.62%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.35	0.81	1.11	1.44
					每股净资产	6.04	6.85	7.97	9.41
					每股经营现金	0.22	0.82	1.11	1.77
					每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	133.97	390.65	511.89	645.40					
PE	124.62	54.45	39.65	30.59					
PB	7.31	6.45	5.55	4.69					
PS	10.56	8.51	7.01	5.93					
EV/EBITDA	116.08	39.34	29.44	22.48					
股息率	0.68%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn