



坐拥千万家企业客户，税控龙头开启多元化新成长

2018.12.29

夏清莹 (分析师)

电话: 020-88832900

邮箱: xia.qingying@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310518100002

● 税控领域龙头企业，积累超过千万企业用户，营收规模持续增长。

航天信息承担了“金税工程”、“金盾工程”、“金卡工程”等国家重点工程，目前是税控领域的龙头企业，在一般纳税人市场占比超过 80%。截至 2017 年公司员工超过 2 万人，年收入近三百亿。公司拥有覆盖全国的销售渠道和服务体系，积累超过千万企业用户。公司的营业收入规模持续增长，近几年保持在 15% 左右的稳健增速，其中税控业务以 16% 的收入占比贡献了超过一半的毛利。公司持续加强研发投入，保证其技术核心能力。其中，公司 2018 年前三季度投入的研发金额高达 3.16 亿元，较去年同期增长 52.66%。

● 政策东风频吹，各业务市场空间不断扩大。

航天信息承担了增值税防伪税控系统的研发及推广任务，自主研发了增值税发票防伪税控系统。“营改增”扩大了增值税纳税群体，为税控市场带来新的增量。普惠金融是近年我国金融发展的重要方向之一，中小微企业融资困难是普惠金融要解决的核心问题之一。航天信息在普惠金融政策的支持下，在银行等放贷金融机构和中小微企业之间搭建桥梁，提供征信服务。自 2016 年起，电子发票进入到了广泛的推广阶段，涉足行业从电商逐步扩大到零售、餐饮、交通、公共事业、保险等多个行业，地域也从个别的试点区域扩大到全国范围。根据中国产业信息网的数据统计，预计到 2022 年电子发票开具数量及基础类服务市场收入规模年复合增长均超过 100%，市场空间过百亿。

● 涉税增值业务成长性可期，助贷业务掘金新市场。

公司对税控业务降价有着丰富的应对经验，积极拓展增值业务、推广会员制服务，减缓降价带来的冲击。公司以会员制服务为重点，实现从依赖政策性收费到市场性收费的转变。公司是电子发票领域的领先企业，聚焦大客户稳步推进电子发票业务。2017 年，公司 51 发票平台注册用户已超过 50 万户，电子发票开票张数超过 13 亿份，稳居市场前列。公司通过诺诺金服平台为中小微企业提供综合性金融类服务，一方面与银行等金融机构紧密合作，一方面又向中小微企业提供金融类服务、助力中小微企业持续高速的发展，实现了银企的互利共赢。目前，公司已经和浦发银行、瀚华金控等多家金融机构达成合作，为后续助贷业务规模的持续增长构建了良好基础。

● 公司盈利预测与估值：

预计 18-20 年营收分别为 331.09、380.21 和 435.16 亿元，归母净利润分别为 16.18、21.74 和 30.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.87、1.17 和 1.63 元，对应 PE 分别为 26.35、19.61 和 14.02 倍。对比可比公司估值，给与公司 2019 年 25 倍 PE，对应 6 个月目标价 29.25 元，首次覆盖给与“强烈推荐”评级。

● 风险提示：

政策及宏观环境不及预期；新业务开展不及预期；传统业务毛利下滑超预期。

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	29754.49	33109.37	38020.65	43516.33
同比(%)	16.17%	11.28%	14.83%	14.45%
归属母公司净利润	1556.57	1618.37	2173.92	3041.86
同比(%)	1.34%	3.97%	34.33%	39.93%
每股收益(元)	0.84	0.87	1.17	1.63
P/E	27.39	26.35	19.61	14.02
P/B	4.35	3.93	3.65	3.08
EV/EBITDA	-0.26	11.64	9.03	6.70

强烈推荐 (首次)

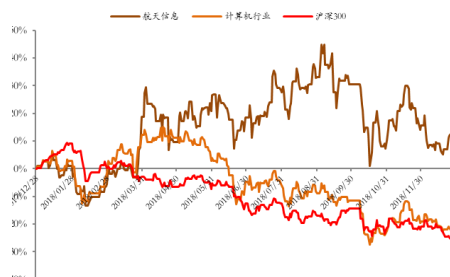
现价: 22.89

目标价: 29.25

股价空间: 27.78%

计算机行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
航天信息	-9.13	-17.75	-6.38
计算机	-7.34	-14.00	-16.81
沪深 300	-4.04	-12.45	-12.97

基本资料

总市值 (亿元)	426
总股本 (亿股)	18.63
流通股比例	99.16%
资产负债率	37.00%
大股东	中国航天科工集团有限公司
大股东持股比例	39.81%

相关报告



目录

目录.....	2
图表目录.....	3
1. 税控龙头持续做大，新业务改善盈利能力.....	4
1.1 深耕信息安全核心技术，成就税控领域龙头地位.....	4
1.2 三大产业板块覆盖全国，积累用户超千万家.....	5
1.3 营收规模稳健增长，毛利下滑影响净利润.....	6
2. 政策东风频吹，各业务市场空间不断扩大.....	8
2.1 金税工程三期进行时，“营改增”扩大目标用户群.....	8
2.2 普惠金融政策持续加码，解决中小企业融资难问题.....	9
2.3 电子发票业务迅速发展，百亿蓝海市场等待开拓.....	10
3. 涉税增值业务成长性可期，助贷业务掘金新市场.....	11
3.1 积极应对税控产品服务双降，会员制服务开启新成长.....	11
3.2 深度开拓电子发票业务，诺诺发票+大象慧云齐头并进.....	14
3.3 助贷业务发展迅速，实现银企互利共赢.....	15
4. 盈利预测及估值.....	17
5. 风险提示.....	18



图表目录

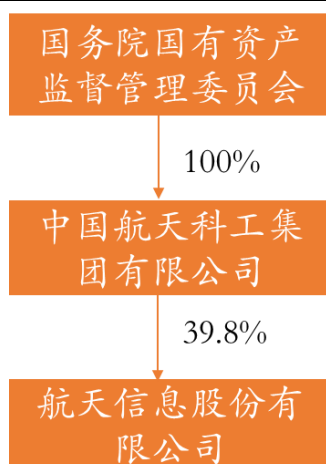
图表 1.	公司股权结构.....	4
图表 2.	公司发展历程.....	4
图表 3.	公司三大业务模块.....	5
图表 4.	公司销售服务网络.....	6
图表 5.	公司企业用户数情况.....	6
图表 6.	公司近五年营业收入及增速.....	7
图表 7.	公司近五年扣非前后归母近利润及增速.....	7
图表 8.	公司 2017 年营业收入构成.....	7
图表 9.	公司 2017 年毛利构成.....	7
图表 10.	公司近五年研发投入及增速.....	8
图表 11.	毛利率、管理费用率、销售费用率变化.....	8
图表 12.	金税工程基本情况.....	8
图表 13.	“营改增”主要进程.....	9
图表 14.	普惠金融部分相关政策.....	9
图表 15.	电子发票范例.....	10
图表 16.	我国 2017~2020 年电子发票开具数量预测.....	11
图表 17.	我国 2016~2020 年电子发票基础类市场收入预测.....	11
图表 18.	国家发改委四次税控降价统计.....	12
图表 19.	公司金税盘、报税盘产品.....	12
图表 20.	公司增值税防伪税控系统.....	12
图表 21.	企业增值业务.....	13
图表 22.	公司会员服务.....	13
图表 23.	公司会员服务分级范例（广州）.....	13
图表 24.	电子发票平台结构.....	14
图表 25.	诺诺发票部分标杆用户.....	14
图表 26.	大象慧云“我的发票”相关功能.....	15
图表 27.	诺诺金服业务流程.....	15
图表 28.	诺诺金服主要产品.....	16
图表 29.	诺诺金服主要合作伙伴.....	16
图表 30.	公司业务收入拆分及预测（收入单位：百万元）.....	17
图表 31.	可比公司估值.....	18

1. 税控龙头持续做大，新业务改善盈利能力

1.1 深耕信息安全核心技术，成就税控领域龙头地位

航天信息股份有限公司是由中国航天科工集团有限公司控股、以信息安全为核心技术的 IT 行业高新技术国有上市公司。公司于 2000 年 11 月 1 日成立，2003 年 7 月 11 日在 A 股主板上市（600271.SH）。公司积极贯彻集团公司“大防务、大安全”的发展理念，依托航天的技术优势、人才优势和组织大型工程的丰富经验，重点聚焦 IT 民用领域，业务领域涉及政府及行业信息化，重点发展税务、政务、公安、交通、金融、广电、教育等行业的信息化市场，并积极拓展企业的信息化市场。

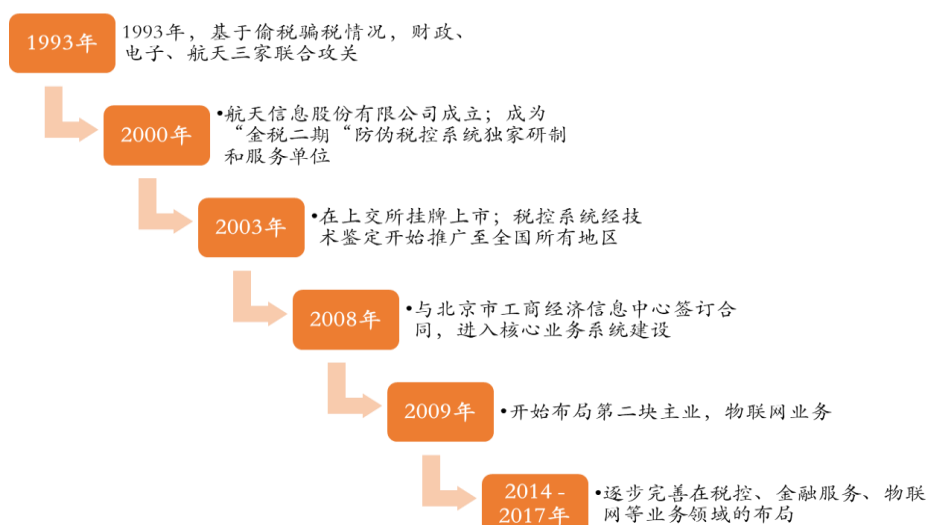
图表1. 公司股权结构



资料来源：公司公告、广证恒生

历经近 20 年，航天信息在税务、金融等领域做大做强，是国家大型信息化工程和电子政务领域的主力军。2000 年，公司由中国航天科工集团有限公司等十二家中国航天领域的知名企业和科研院所所在原航天金穗高技术有限公司、原北京航天金卡电子工程公司和北京航天斯大电子有限公司的基础上于 2000 年 11 月 1 日共同发起成立。此后，公司分别承担了“金税工程”、“金盾工程”、“金卡工程”等国家重点工程，并在此过程中逐步扩大业务布局，成为了税控领域的龙头企业，在一般纳税人市场占比超过 80%。

图表2. 公司发展历程



资料来源：公司官网、广证恒生

公司规模经过十几年的发展不断壮大，行业地位持续提升。目前，公司已经成为了拥有 18 亿多股本、员工超过 2 万人，年收入近三百亿的大型电子信息类企业。公司在相关业务领域优势地位持续提升，连续第 17 年获中国电子信息百强企业称号，排名第 23 位；连续第 8 年入围中国软件业务收入百强行列，排名第 10 位；在中国软件和信息技术服务综合竞争力百强企业中排名第 5；在北京软件企业实力榜排名第 2。

1.2 三大产业板块覆盖全国，积累用户超千万家

公司目前的主营业务包括三大产业板块：**金税及企业市场业务、金融电子支付及服务业务、物联网技术及应用业务。**

- **金税及企业市场业务：**公司一直以来作为国家“金税工程”的主要承担者之一在我国税务信息化领域处于领先地位，承担了“金税工程”增值税防伪税控系统 & 增值税系统升级版的建设工作。公司开发了多种税务领域的相关产品，包括防伪税控核心业务产品、防伪税控增值产品、普通发票综合管理系统、电子发票系统等约百种系解决方案及软硬件产品；同时，公司还开展了财税管理软件等企业财税信息化业务、产业化培训、IT 服务以及电子商务等企业增值业务。
- **金融科技及服务业务：**目前，公司已拥有银联、VISA、MasterCard 三大银行卡组织的银行卡生产资质，拥有中国银联收单外包机构资质认证等多项行业资质以及数十项金融支付产品认证和专利。为银行及上下游厂商提供二代 USBKEY 芯片、金融 IC 卡、POS 终端、IC 卡互联网支付终端等多款成熟产品，以及银行卡个人化服务、商户拓展与 POS 专业化服务、ATM 自助终端运营服务、行业综合电子支付解决方案、银行应用软件开发等多项服务。公司利用大数据为金融机构和企业开展征信和信用信贷服务。
- **物联网技术及应用业务：**公司主要承担了国家“金卡工程”“金盾工程”业务及其他物联网相关业务，包括公安、交通、电子政务、粮食信息化、物流防伪追溯和身份识别等服务。

图表3. 公司三大业务模块



资料来源：公司官网、广证恒生

经过了近 20 年的发展，公司的销售渠道和服务体系已经覆盖了全国。公司的服务体系集用户培训、产品销售、技术支持和售后服务于一体，销售服务网络遍布了全国三十多个省、市、自治区和 5 个计划单列市，建立了近 40 家省级服务单位、200 余家地市级服务单位、400 余家基层服务网点。公司拥有销售服务队伍逾万人，在客户关系型市场中，拥有较强的业务拓展能力。

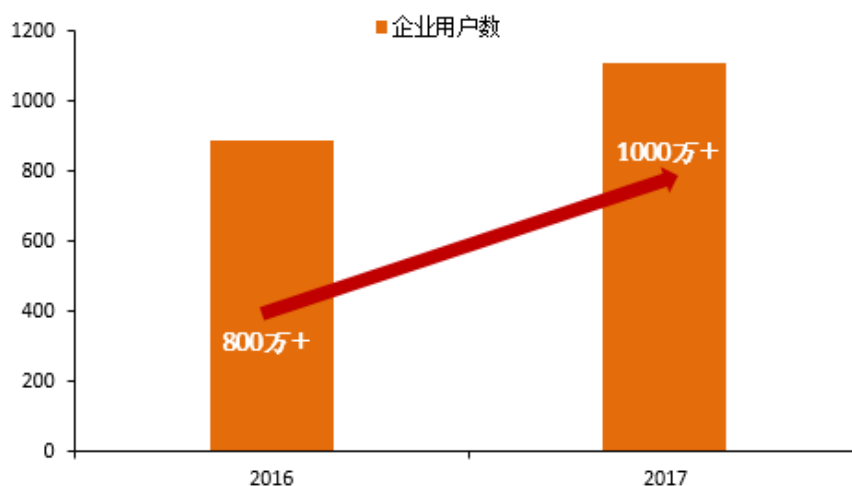
图表4. 公司销售服务网络



资料来源：公司官网、广证恒生

庞大的用户积累是公司信息化业务及相关产业进一步发展的宝贵基础，也是公司后续发展的资源保障。在涉税领域，公司多年来积累了庞大的企业用户，截至 2016 年底公司在涉税领域已积累用户超过八百万户；截至 2017 年底公司在涉税领域已积累超过千万企业用户。

图表5. 公司企业用户数情况



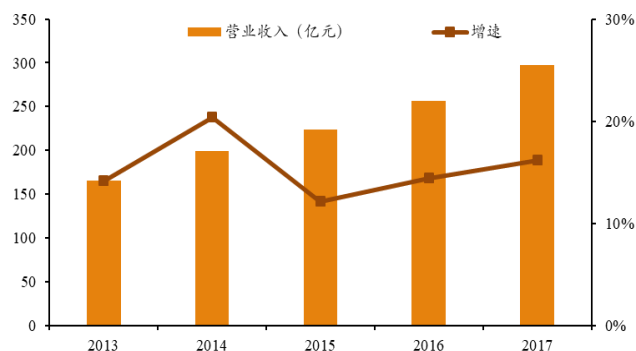
资料来源：公司公告、广证恒生

1.3 营收规模稳健增长，毛利下滑影响净利润

公司营业收入规模持续增长，近几年保持在 15% 左右的稳健增速。其中，公司 2017 年全年共实现营业收入 297.54 亿，较去年同期增长 16.16%；实现归属于母公司股东净利润 15.57 亿元，较去年同期仅增长 1.37%，主要是受到税控业务降价、系统集成及渠道销售等业务市场竞争加剧、毛利率下滑等不利影响。

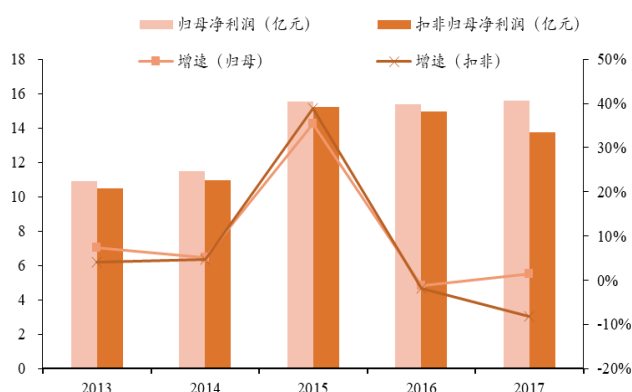
今年以来公司为减缓降价带来的不利影响，大力发展诺诺金服助贷业务及税务增值会员服务等新业务，提升公司盈利能力。截至 2018 年第三季度末，公司前三季度实现营业收入 231.06 亿元，同比增长 12.75%，实现扣非归母净利润 10.14 亿元，同比增长 8.88%。其中第三季度实现扣非归母净利润 3.28 亿元，同比增长 16.97%，去年同期扣非归母净利润增速为-17.14%。

图表6. 公司近五年营业收入及增速



资料来源: Wind、广证恒生

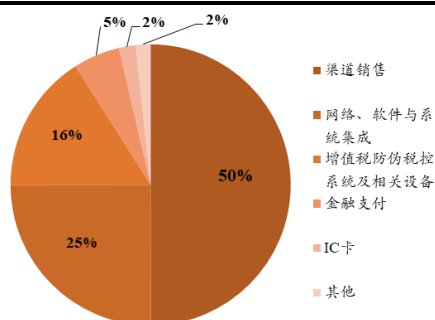
图表7. 公司近五年扣非前后归母近利润及增速



资料来源: Wind、广证恒生

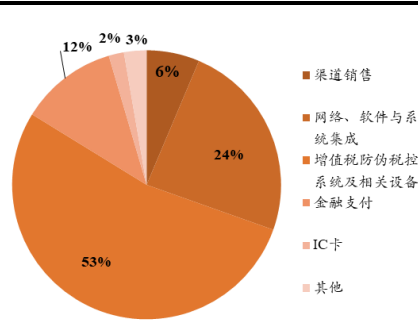
公司的营业收入和毛利构成结构有所不同,税控业务以16%的收入占比贡献了超过一半的毛利。具体的,根据2017年各业务的营业收入和毛利构成,可以看到渠道销售业务占比最大,为50%,但由于其毛利率仅为2.04%,渠道销售业务仅为公司贡献了6%的毛利;网络、软件与系统集成业务贡献了25%的营业收入,其毛利率为15.16%,贡献了约24%的毛利,贡献程度基本相同;增值税防伪税控系统及相关设备贡献了16%的营业收入,其毛利率为53.13%,贡献了53%的毛利,是公司主要的盈利来源;金融支付业务贡献了5%的营业收入,其毛利率为27.08%,贡献了12%的毛利。

图表8. 公司2017年营业收入构成



资料来源: Wind、广证恒生

图表9. 公司2017年毛利构成

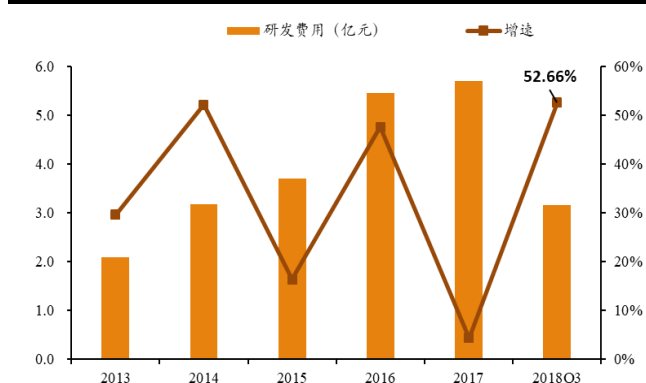


资料来源: Wind、广证恒生

公司持续加强研发投入,保证其技术核心能力。其中,公司2018年前三季度投入的研发金额高达3.16亿元,较去年同期增长52.66%,主要是由于加强了新业务的开发,积极研发新技术应用所致。目前,公司具有国家商用密码产品定点开发生产、销售单位等多项顶级资质,获得了《国家安全可靠计算机信息系统集成重点企业证书》,拥有信息产业部计算机信息系统集成一级资质;涉密计算机信息系统集成甲级资质;安防工程甲级资质;人防信息系统建设保密项目设计(施工)资质(甲级);建筑智能化工程专业承包资质;拥有软件开发CMMI证书:CMMI Maturity Level 3;拥有国家许可的电子认证CA中心;已通过ISO9000质量管理体系认证、ISO14000环境体系认证和ISO27000信息安全管理体系统认证。

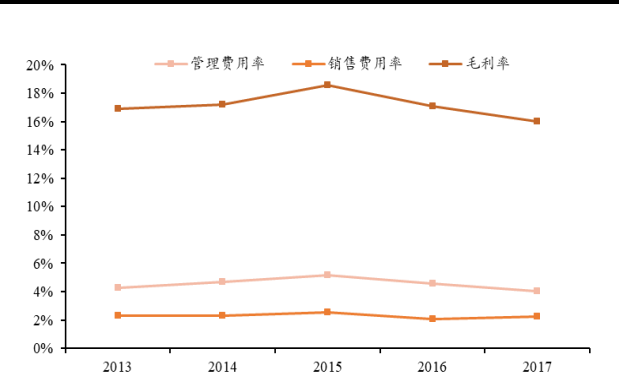
公司毛利率有所下降,管理费用率和销售费用率保持平稳。由于税控业务降价、渠道销售及系统集成业务竞争加剧、金融支付业务受电子支付冲击等影响,公司整体毛利率在近两年呈现下降趋势。随着后续电子发票、助贷、税务会员等新业务的开展,公司的毛利水平有望回稳。

图表10. 公司近五年研发投入及增速



资料来源：Wind、广证恒生

图表11. 毛利率、管理费用率、销售费用率变化



资料来源：Wind、广证恒生

2. 政策东风频吹，各业务市场空间不断扩大

2.1 金税工程三期进行时，“营改增”扩大目标用户群

航天信息多年以来一直深度参与金税工程，与我国税务改革共同成长，在我国税务信息化领域占据领先地位。为有效防止不法分子利用伪造、倒卖、盗窃、虚开专用发票等手段进行偷、骗、逃国家税款的违法犯罪活动，国家决定在纸质专用发票物理防伪的基础上，引入现代化技术手段强化增值税征收管理，金税工程自此在我国诞生。

图表12. 金税工程基本情况

金融工程	开始时间	实施情况
金税一期	1994 年	从 1994 年 3 月底开始，金税工程办公室组织实施了以建设 50 个城市为试点的增值税计算机交叉稽核系统。
金税二期	2001 年	2001 年 7 月 1 日，增值税防伪税控发票开票、认证、交叉稽核、协查四个子系统，在全国全面开通，对加强增值税专用发票管理，打击偷、骗税犯罪行为，增加税收收入等方面起到积极有效的作用。
金税三期	2005 年	金税工程三期是在对金税工程二期四个子系统进行功能整合、技术升级和业务与数据优化的基础上，进一步强化征管功能，扩大业务覆盖面，形成有效的、相互联系的制约和监控考核机制。工程以推进简政放权、税制改革及“四个规范”为契机，在全程信息化运作的同时，简化优化业务流程，精减数据信息和表证单书，推动税收业务规范化管理、标准化运行。

资料来源：公开资料整理、广证恒生

金税工程一期：1994 年 2 月国务院召开专题会议，指示要尽快建设以加强增值税管理为主要目标的“金税工程”。会议同意利用人民银行清算中心网络建设交叉稽核系统，同时指出防伪税控系统要先试点，后推行。为组织实施这项工程，国务院成立了国家税控系统建设协调领导小组，下设“金税工程”工作办公室，具体负责组织、协调系统建设工作。当年下半年防伪税控系统和交叉稽核系统开始试点，金税工程正式启动。

金税工程二期：2000 年 8 月 31 日，总局向国务院汇报金税工程二期的建设方案并得到批准。2001 年 7 月 1 日，增值税防伪税控发票开票、认证、交叉稽核、协查四个子系统，在全国全面开通，两个月来，总体运行情况良好，对加强增值税专用发票管理，打击偷、骗税犯罪行为，增加税收收入等方面起到积极有效的作用。

金税工程三期：2005 年至今，金税三期是对金税二期四个子系统进行功能整合、技术升级和业务与数据优化的基础上，进一步强化征管功能，扩大业务覆盖面，形成有效的、相互联系的制约和监控考核机制。

航天信息从金税工程一期开始就承担了增值税防伪税控系统的研发及推广任务，自主研发出了对中国税制改革十分重要的增值税发票防伪税控系统，并在后续十几年将此产品逐步推向全国。

“营改增”是近几年我国税务体制改革的又一重点，扩大了增值税纳税群体数量，为税控市场带来新的增量。2011 年以来，我国“营改增”试点不断开展，越来越多地域和行业被纳入增值税征收范围，提升了对增值税相关税控设备及服务的需求。2016 年 5 月 1 日以后，所有的原营业税纳税人均被并入增值税纳税轨道，航天信息作为税控业务的龙头企业，受益于行业需求的提升，用户数量快速增长超过千万家。

图表13. “营改增”主要进程

时间	主要进程
2011 年	国务院决定开展“营改增”试点，逐步将征收营业税的行业改为征收增值税。
2012 年	在上海的交通运输业和部分现代服务业行业率先开展“营改增”试点。
2013 年	交通运输业、部分现代服务业实施范围扩展至全国。
2014 年	铁路运输业、邮政业、电信业在全国范围内实行“营改增”试点。
2016 年	全面推开“营改增”试点，将建筑业、房地产业、金融业、生活服务业纳入试点范围。

资料来源：政府相关部门网站、广证恒生

2.2 普惠金融政策持续加码，解决中小企业融资难问题

普惠金融是近年我国金融发展的重要方向之一，多次被写入政府工作报告。2016 年 1 月国务院出台了《推进普惠金融发展规划（2016-2020 年）》。《规划》指出到 2020 年，要建立与全面建成小康社会相适应的普惠金融服务和保障体系，特别是要让小微企业、农民、城镇低收入人群、贫困人群和残疾人、老年人等及时获取价格合理、便捷安全的金融服务，使我国普惠金融发展居于国际中上游水平。

中小微企业融资困难是普惠金融要解决的核心问题之一。由于中小微企业自身的生命周期、还贷能力等均弱于大型企业，在信贷业务中有着较高风险，因此很难从银行等放贷机构获取及时、便捷、成本合理的贷款。为解决中小企业融资难的问题，一方面要加强银行能放贷机构针对中小微企业的放贷规模，另一方面也要加强建立中小微企业的征信体系，降低坏账风险，保障放贷机构的利益，实现共赢发展。

图表14. 普惠金融部分相关政策

公司	部门	政策文件	主要内容
2016 年 1 月	国务院	《推进普惠金融发展规划(2016-2020 年)》	到 2020 年，要建立与全面建成小康社会相适应的普惠金融服务和保障体系，特别是要让小微企业、农民、城镇低收入人群、贫困人群和残疾人、老年人等及时获取价格合理、便捷安全的金融服务，使我国普惠金融发展居于国际中上游水平。
2016 年 2 月	银监会	《中国银监会办公厅关于 2016 年推进普惠金融发展工作的指导意见》	"初步建立普惠金融统计分析和考核评价体系；确保小微企业贷款投放稳步增长，扩大小微企业金融服务覆盖面，提高贷款可获得性，力争实现小微企业贷款“三个不低于”目标；努力实现涉农信贷投放持续增长，进一步提高乡镇网点和行政村基础金融服务覆盖率；增加建档立卡贫困户信贷投入，大幅度提高建档立卡贫困户扶贫小额信贷覆盖率。
2017 年 5 月	银监会	《大中型商业银行设立普惠金融事业部实施方案》	通过在大中型商业银行构建科学的普惠金融事业部治理机制和组织架构，健全普惠金融专业化服务体系，提高普惠金融服务能力，缓解小微企业、“三农”、创业创新、脱贫攻坚等领域的融资难、融资贵问题，用普惠便捷的金融服务促进就业扩大、经济升级和民生改善。

公司	部门	政策文件	主要内容
2017 年 10 月	中国人民银行	《关于对普惠金融实施定向降准的通知》	聚焦单户授信 500 万元以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款，凡前一年上述贷款余额或增量占比达到 1.5% 的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调 0.5 个百分点；前一年上述贷款余额或增量占比达到 10% 的商业银行，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调 1 个百分点。
2018 年 3 月	国务院	《政府工作报告》	强调改革完善金融服务体系，支持金融机构扩展普惠金融业务，规范发展地方性中小金融机构，着力解决小微企业融资难融资贵的问题。

资料来源：政府相关部门网站、广证恒生

航天信息在普惠金融政策的支持下，在银行等放贷金融机构和中小微企业之间搭建桥梁，提供征信服务。航天信息多年的税控业务为其积累了千万级的企业用户，其中也不乏众多的中小微企业用户。航天信息拥有这些企业纳税的相关数据信息，在企业授权的前提下，能够根据自身的算法筛选出还款能力更优、坏账风险较低的优质企业客户推荐给银行等放贷机构，为我国普惠金融的推进做出一份贡献。

2.3 电子发票业务迅速发展，百亿蓝海市场等待开拓

电子发票是发票的电子化表示，采用统一的版式、规则、防伪技术，并附有税务机关、纳税人的电子签章。企业可在线领购、在线开具、查验、接收入账等。电子发票系统实现发票的网络化、电子化、无纸化管理，简化了税收工作的环节，大大降低和节约印制、管理成本，可以为国家节约大量的人力、物力、财力，降低征纳双方成本。

图表15. 电子发票范例

上海市国家税务局电子发票

发 票 联

发票代码 131001370051
发票号码 00000001

开票日期: 2013-12-28 行业分类: 商业

付款单位(个人)名称: 个人
付款方识别号(证件号):

防伪码: 1179B 71611 42EE6 64297

品名规格	计量单位	数量	单价	金额
苹果 (APPLE) iPhone 5s 16G版 3G		1	4988.00	4988.00
手机 (金色) WCDMA/GSM				
苹果 (APPLE) iPhone 5s 16G版 3G		1	4898.00	4898.00
手机 (银色) WCDMA/GSM				

合计人民币(大写): 玖仟捌佰捌拾陆元整 (小写): ¥ 9886.00

备注:
收款单位(个人)名称: 上海西迈贸易有限公司
收款方识别号(证件号): 310114666025597

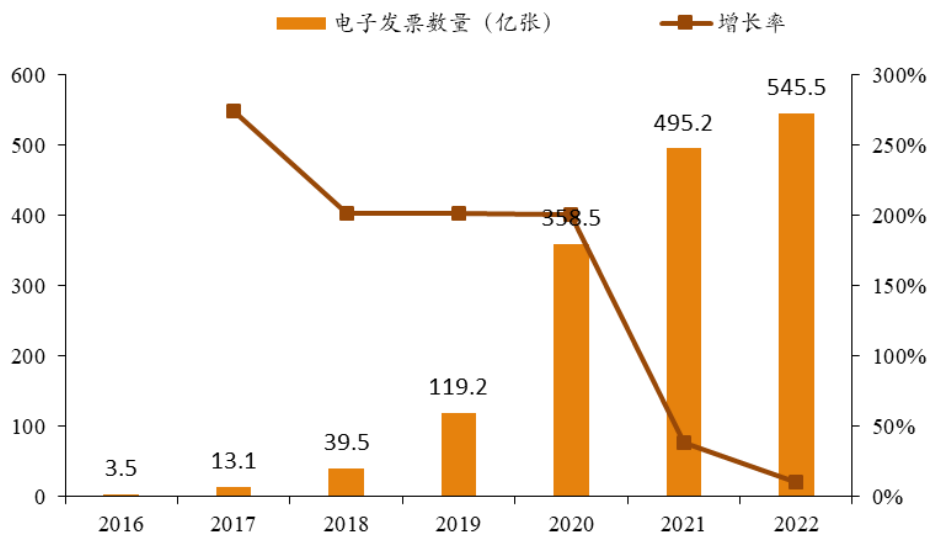
网络订单号: 94293 开票员: 京东商城

上海西迈贸易有限公司
310114666025597
发票专用章

资料来源：公司官网、广证恒生

自 2016 年起，电子发票进入到了广泛的推广阶段，涉足行业从电商逐步扩大到零售、餐饮、交通、公共事业、保险等多个行业，地域也从个别的试点区域扩大到全国范围。根据中国产业信息网的数据统计，预计 2017 年我国电子发票开具量有 13.1 亿张，到 2022 年电子发票开具数量将增长至 545.5 亿张，年复合增速超过 100%。

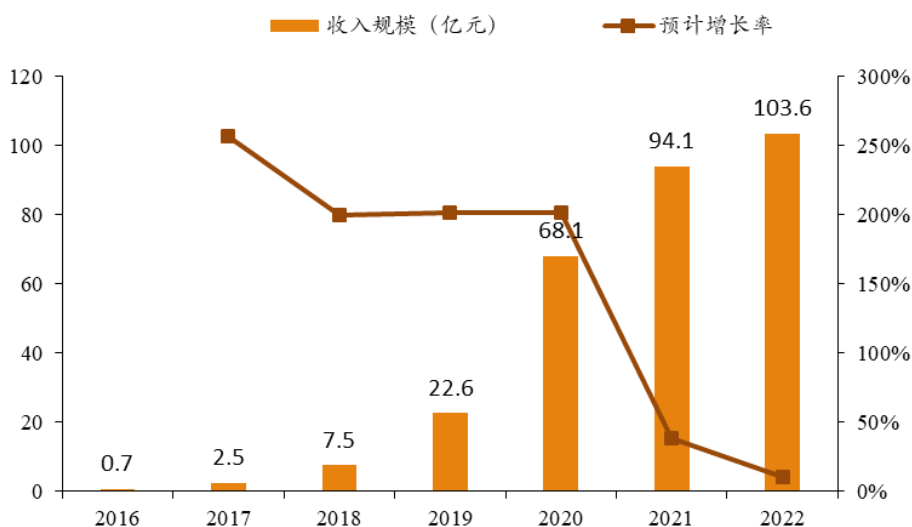
图表16.我国 2017~2020 年电子发票开具数量预测



资料来源：中国产业信息网、广证恒生

根据中国产业信息网的数据统计，预计 2017 年我国电子发票基础类服务市场收入规模为 2.5 亿元，到 2022 年我国电子发票基础类服务市场收入规模有望突破百亿，年复合增长同样超过 100%。

图表17.我国 2016~2020 年电子发票基础类市场收入预测



资料来源：中国产业信息网、广证恒生

3. 涉税增值业务成长性可期，助贷业务掘金新市场

3.1 积极应对税控产品服务双降，会员制服务开启新成长

公司对降价有着丰富的应对经验，积极拓展增值业务、推广会员制服务业务，减缓降价带来的冲击。伴随着我国税务业务的推进，税控产品服务的价格在过去下调了四次，间隔周期为 3-5 年。具体的，2006 年、2009 年、2014 年和 2017 年分别四次降价，均对公司利润短期造成了一定不利影响。但随着后续用户数量的持续增加，公司业务又回归稳健增长。此次 2017 年 7 月国家发改委最新发布的《关于降低增值税税控系统产品及维护服务价格等有关问题的通知》中，税控盘、服务费出现了双降，在千万级用户的基础上服务费的下调会对公司全年产生 4-5 个亿的利润影响。

图表18. 国家发改委四次税控降价统计

时间	政策	内容
2006 年	《国家发改委关于降低增值税防伪税控系统专用产品价格的通知》	金税卡的零售价格由每套 1303 元降为 1188 元，金税专用 jk300 型读卡器的零售价格由每台 173 元降为 149 元，金税专用 ic 卡（64k）的零售价格由每张 105 元降为 79 元。
2009 年	《国家发改委关于降低增值税防伪税控系统技术维护价格的通知》	增值税防伪税控系统专用设备技术维护中准价格由每户每年 450 元降低为 370 元。各省、自治区、直辖市价格主管部门可根据本地情况，在上下 10% 的浮动幅度内制定具体价格，报国家发改委备案。
2014 年	《国家税务总局关于停止发售金税卡、IC 卡等税控专用设备有关问题的公告》	自 2014 年 8 月 1 日起，增值税防伪税控系统服务单位只允许发售金税盘、报税盘，停止发售金税卡、IC 卡等税控专用设备。原使用金税卡、IC 卡的纳税人可以继续使用金税卡、IC 卡等税控专用设备。
2017 年	《国际发改委关于降低增值税税控系统产品及维护服务价格等有关问题的通知》	自 2017 年 8 月 1 日起，将增值税防伪税控系统专用设备中的 USB 金税盘零售价格由每个 490 元降为 200 元，报税盘零售价格由每个 230 元降为 100 元；货物运输业增值税专用发票、机动车销售统一发票和公路、内河货物运输业发票税控系统专用设备中的 TCG-01 税控盘零售价格由每个 490 元降为 200 元，TCG-02 报税盘零售价格由每个 230 元降为 100 元。技术维护服务收取的费用由每户每年每套 330 元降为 280 元；对使用两套及以上税控系统产品的，从第二套起减半收取技术维护服务费用。

资料来源：政府相关部门网站、广证恒生

增值税发票系统是金税工程的重要组成部分，核心产品包括金税盘、报税盘、增值税防伪税控系统等。增值税发票系统运用先进的安全密码算法以及加解密技术和电子黑匣子存储技术，提供完善的增值税发票系统的解决方案，曾获国家科技进步二等奖、中国优秀发明专利奖。金税盘、报税盘是增值税发票系统的税控专用设备，用于发票防伪、税源控制和税务系统身份认证，具备发票开具、发票领购、发票安全存储、发票管理、身份认证和抄报税功能。

图表19. 公司金税盘、报税盘产品



资料来源：公司官网、广证恒生

图表20. 公司增值税防伪税控系统



资料来源：公司官网、广证恒生

公司还开发了多种税务领域的相关产品。具体包括防伪税控核心业务产品、防伪税控增值产品、普通发票综合管理系统、电子发票系统等约百种系解决方案及软硬件产品。同时，公司还开展了财税管理软件等企业财税信息化业务、产业化培训、IT 服务以及电子商务等企业增值业务。

公司积极开拓企业增值业务，完善涉税业务产品服务体系。具体的，公司为企业用户提供 IT 增值相关服务、新财力会员业务、Aisino 在线服务平台等。其中，IT 增值相关服务是为企业用户提供 IT 设备延保、网络在线服务，企业财税咨询、筹划，微博、微信、网站建设等服务，为企业发展在财税专业和自媒

体建设、IT 设备运维等方面提供支持；新财力会员业务是以航信体系财税服务能力和资源为基础，面向企业财税人员推出的会员制服务业务，包括针对财税人员以服务产品、会员活动，消费团购等形式提供的工作学习辅助和相关生活服务；Aisino 在线服务平台是航天信息为企业用户提供的网络服务客户端软件，平台采用 CS+BS 架构，云端服务器部署和分级管理设计，为用户提供及时、高效的在线咨询、远程协助、财税支持等服务，同时为服务管理者提供稳定、安全、可控的服务管理平台。

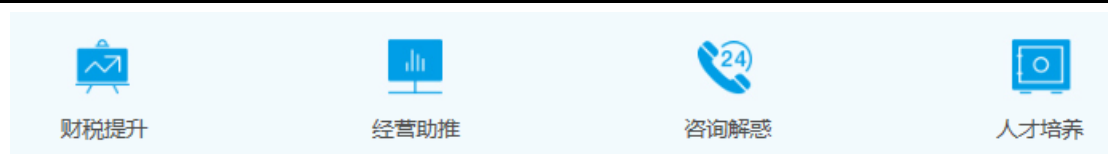
图表21.企业增值业务



资料来源：公司官网、广证恒生

公司以会员制服务为重点，加速开启企业市场税务服务新模式，实现从依赖政策性收费到市场性收费的转变。公司的会员服务包括财税提升、经验助推、咨询解惑和人才培养四大类型，会员系统、信息服务及商城、期刊等会员制特色权益全部上线，能够为企业用户提供丰富完善的信息化服务，满足企业各类财税服务的需求。

图表22.公司会员服务



资料来源：公司官网、广证恒生

公司依据各地实际情况因地制宜，提供不同的会员服务等级分类及权益组成。

图表23.公司会员服务分级范例（广州）

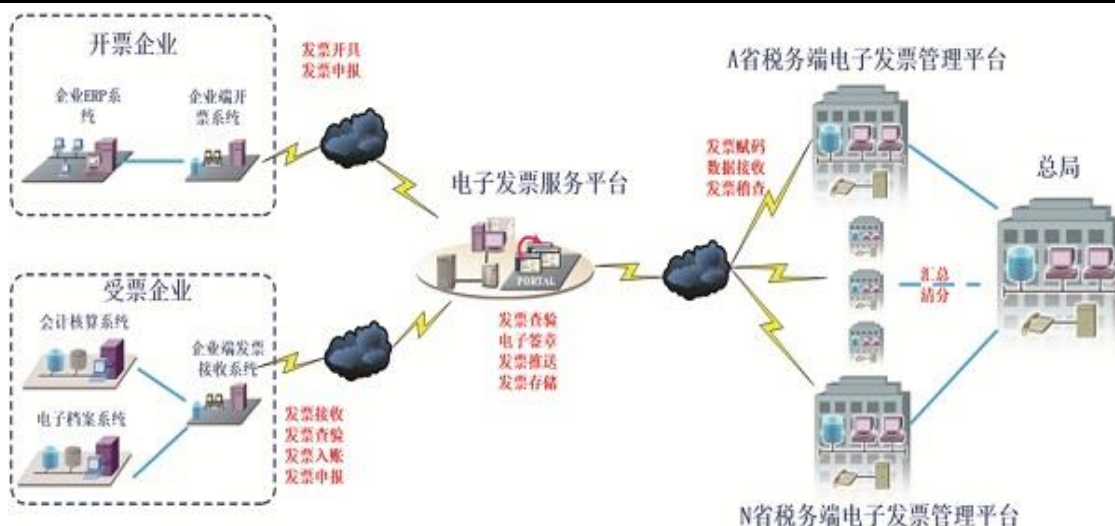
会员等级	服务类型	会员权益	价格
普通会员	IT 外包（到店）	IT 外包不限次数到店软硬件维护（含开票、CA 证书、相关办公软件、操作系统安装）。	480 元/年
初级会员	进项管理服务	进项发票管理软件和 IT 外包上门服务。	1000 元/年
	IT 上门外包维护服务	税控设备上门维护、上门重装电脑操作系统和诺言咨询接入 VIP 优先队列。	600 元/年
	51 云开票服务	51 云开票服务和诺言咨询接入 VIP 优先队列。	980 元/年
	发票小 E	发票小 E 进销项发票管理软件使用权	680 元/年
	智票通	智票通进项管理软件	680 元/年
高级会员	51 云开票模式扫码领票	云平台托管模式，手工可以通过网页或者手机 APP 开票，自动开票则可通过 POS 打单系统打印出来的发票增加二维码，消费者可以通过扫描二维码自行填写发票抬头并领票。	2980 元/年

资料来源：公司官网、广证恒生

3.2 深度开拓电子发票业务，诺诺发票+大象慧云齐头并进

公司是电子发票领域的领先企业，聚焦大客户稳步推进电子发票业务。公司在电子发票领域顺利推广多个产品和方案，其中，京东自营电子发票运营、卷式增值税发票管理系统、微信开票行业解决方案应用系统等电子发票应用产品完成功能开发并在多地上线。纸电一体化发票解决方案已在亚马逊、一号店、新美大等大型互联网企业成功上线。电子发票业务解决方案以电子发票开具为基础，通过电子发票服务平台，实现开票方、受票方、税务机关和其他相关机构、部门的发票信息传递。为特大型企业、大型企业、大中型企业、中小型企业、小微企业等类型企业（电商企业或实体企业）提供针对性解决方案。

图表24.电子发票平台结构



资料来源：公司官网、广证恒生

公司通过诺诺网为企业专业的一站式发票服务。诺诺发票平台能够提供智能、安全、便捷的发票开具方案，涵盖极速开票、智能编码和电子发票等功能，为企业多种全新开票方式，实现更便捷、更智能的发票开具及管理体验。高品质、高性能的产品服务，为公司树立了优质的口碑，积累了 20 万+的优质企业客户。

图表25.诺诺发票部分标杆用户



资料来源：公司官网、广证恒生

同时，公司的电子发票平台相关产品系列（包括企业发票综合运营平台、大数据分析应用平台、报销服务平台等支撑服务平台）均已陆续进行推广，逐渐形成规模。2017 年，公司 51 发票平台注册用户已超过 50 万户，电子发票开票张数超过 13 亿份，稳居市场前列。

2016 年，公司与京东集团共同出资成立了大象慧云信息技术有限公司，为消费用户端提供便捷性的产品服务。大象慧云集税务大数据开发与应用、税务信息化业务及“互联网+税务”为一体，其核心产品“我的发票”功能齐全，为消费者提供了一个发票统一管理和保存的平台，平台用户数量持续增加，用户活跃度迅猛增长，已经形成了一定的用户规模。

图表26.大象慧云“我的发票”相关功能

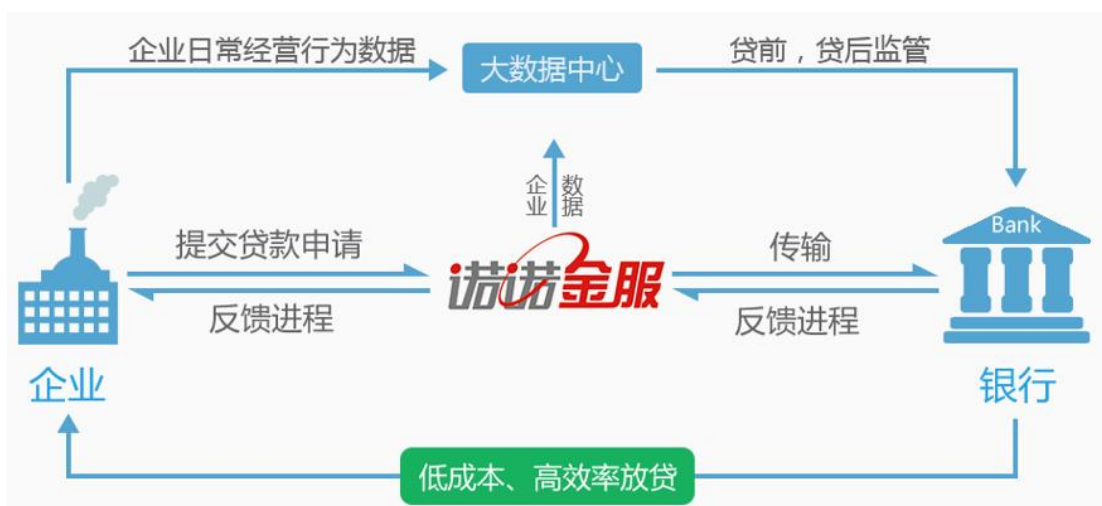


资料来源：公司官网、广证恒生

3.3 助贷业务发展迅速，实现银企互利共赢

在国家大力发展普惠金融，帮助小微企业发展的政策指导下，公司通过诺诺金服平台为中小微企业提供综合性金融类服务。公司结合自身在企业用户资源、渠道资源、数据获取和分析方面的优势，成功推出基于发票数据面向小微企业和金融机构的信用贷款助贷产品，通过不同维度风险控制模型的结合，有效控制风险，帮助银行打开了小微企业信用贷款的突破口，用实际行动践行了普惠金融的政策理念，服务小微企业成长发展。借助全国销售服务网络的体系优势，该业务成长迅速，2017 年帮助金融机构向小微企业发放贷款规模突破 80 亿元。公司一方面与银行等金融机构紧密合作，一方面又实现了向中小微企业提供金融类服务，助力中小微企业持续高速的发展，实现了银企的互利共赢。

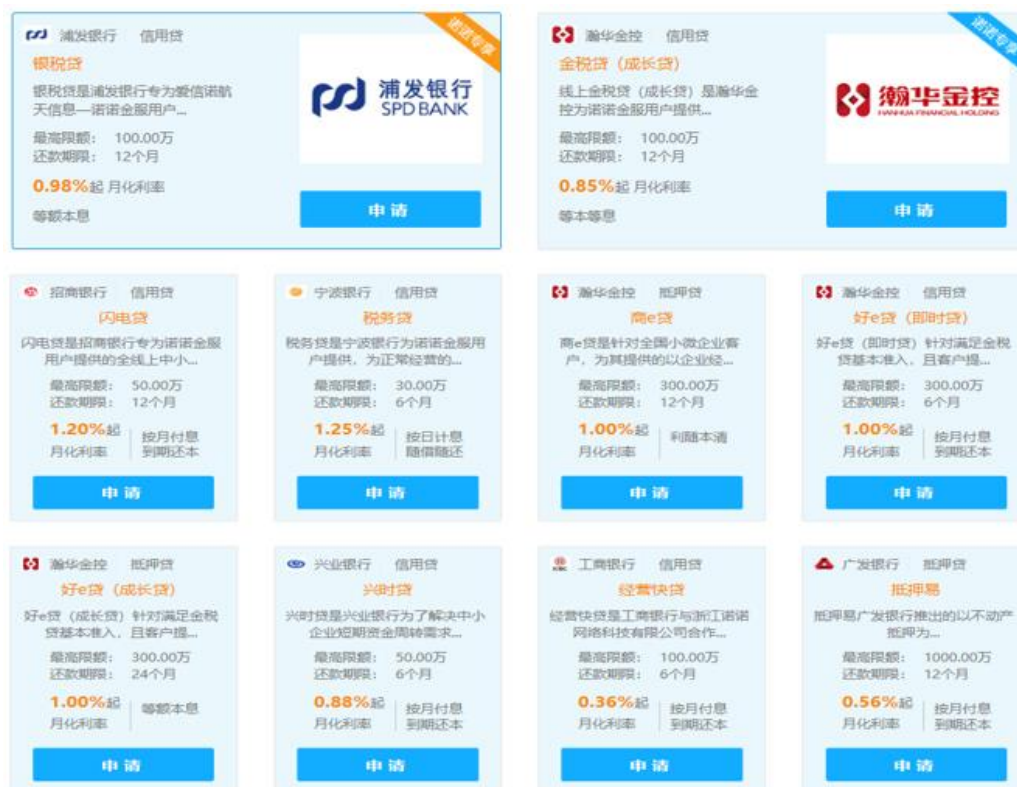
图表27.诺诺金服业务流程



资料来源：公司官网、广证恒生

诺诺金服目前拥有银税贷、金税贷等特色融资产品，还拥有税务贷、闪电贷等多款常规信贷产品。其中，银税贷是浦发银行专为诺诺金服用户提供、以经营性信息为主要授信依据、由浦发银行放款的全线上小微企业信用贷款。金税贷（成长贷）则是瀚华金控为诺诺金服用户提供、以企业法定代表人为借款主体、对符合贷款条件的借款人授予一定的贷款额度的产品。

图表28.诺诺金服主要产品



资料来源：公司官网、广证恒生

目前，公司已经和浦发银行、瀚华金控等多家金融机构达成合作，为后续助贷业务规模的持续增长构建了良好基础。通过诺诺金服，企业可同时向多家银行申请授信业务、便捷地获取更低成本的融资。通过与合作银行建立的绿色信贷通道，企业可获得更快的审批速度，审批进程可通过诺诺金服平台进行实时查询。同时，依托诺诺网的大数据中心，银行等放贷金融机构可以解决企业信息不对称及贷中监管问题。

图表29.诺诺金服主要合作伙伴



资料来源：公司官网、广证恒生



4. 盈利预测及估值

关键假设：

- 1、公司员工规模保持稳定水平，费用率水平稳重略降；
- 2、税务业务新增用户数量每年递减 10%-15%，客户流失率为 5%；
- 3、会员制服务业务客单价每年增长 15% 左右，渗透率每年提升 10%-15%；
- 4、普惠金融政策指引不变，助贷业务规模持续扩大。

核心业务营业收入拆分及预测：

增值税防伪税控系统及相关设备的销售收入：受到税控产品及服务价格双降影响，产品价格影响新增用户，服务价格影响存量客户，我们按照税控盘 200 元售价、服务费 280 元的假设，预计 2018-2020 年税控产品及服务的收入分别为 43.76、49.88 和 55.88 亿元；

会员制服务业务：假设 2018 年付费用户转化率为 10%，客单价为 370 元；预计 2018-2020 年付费用户比例每年增长 10%、客单价提升 15%，对应会员服务收入分别为 5.07、13.70 和 26.94 亿元；

助贷业务：基于 2017 年 80 亿的放贷规模，假设 2018-2020 的放贷规模增速分别为 300%、200% 和 150%、费率分别 1.3%、1.4% 和 1.5%，预计 2018-2020 年助贷业务收入分别为 3.12、6.72 和 10.8 亿元；

渠道销售业务：由于渠道销售行业竞争格局较为激烈，且市场受互联网企业寡头垄断，预计 2018-2020 年营业收入增速分别为 7%、6.5% 和 6%；

网络、软件与系统集成：由于系统集成行业竞争激烈，预计毛利率还会有略微下降，预计 2018-2020 年收入增速分别为 20%、18% 和 16%。

图表30.公司业务收入拆分及预测（收入单位：百万元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	29754.49	33109.37	38020.65	43516.33
增速	16.17%	11.28%	14.83%	14.45%
毛利率	15.99%	16.12%	18.13%	20.30%
IC 卡	574.28	631.71	682.25	730.01
增速	73.74%	10.00%	8.00%	7.00%
金融支付	1599.01	1758.91	1917.21	2070.59
增速	46.82%	10.00%	9.00%	8.00%
其他	329.94	428.92	536.15	643.39
增速	54.19%	30.00%	25.00%	20.00%
其他涉税业务	177.79	266.68	386.69	541.37
增速	367.05%	50.00%	45.00%	40.00%
渠道销售	14864.76	15905.29	16939.13	17955.48
增速	7.04%	7.00%	6.50%	6.00%
网络、软件与系统集成	7436.06	8923.27	10529.46	12214.18
增速	30.58%	20.00%	18.00%	16.00%
增值税防伪税控系统及相关设备	4772.65	4375.68	4987.63	5587.59
增速	9.44%	-8.32%	13.99%	12.03%
会员制服务		506.90	1370.11	2693.73
增速			170.29%	96.61%
助贷业务		312.00	672.00	1080.00
增速			115.38%	60.71%

资料来源：Wind、港澳资讯、广证恒生



我们预计 2018-2020 年营业收入分别为 331.09、380.21 和 435.16 亿元，归母净利润分别为 16.18、21.74 和 30.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.87、1.17 和 1.63 元，对应 PE 分别为 26.35、19.61 和 14.02 倍。对比可比公司估值，给与公司 2019 年 25 倍 PE，对应 6 个月目标价 29.25 元，首次覆盖给与“强烈推荐”评级。

图表31.可比公司估值

股票 代码	股票简称	最新股价	EPS（元）			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
300348	长亮科技	16.43	0.41	0.57	0.84	40.41	28.69	19.50
300324	旋极信息	5.61	0.34	0.47	0.65	16.60	11.85	8.69
002530	金财互联	6.59	0.38	0.46	0.62	17.16	14.31	10.69
600536	中国软件	20.93	0.28	0.36	0.50	74.09	58.14	41.49
平均			/	/	/	/	28.25	/

资料来源：Wind 一致预期（20181228）、广证恒生

5. 风险提示

- 政策及宏观环境不及预期；
- 新业务开展不及预期；
- 传统业务毛利下滑超预期。



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	15662	17213	19278	23489	营业收入	29754	33109	38021	43516
现金	10026	5997	6169	8170	营业成本	24998	27772	31128	34684
应收账款	1380	8277	9885	11749	营业税金及附加	93	107	121	139
其它应收款	223	229	228	227	营业费用	672	695	836	957
预付账款	665	707	686	696	管理费用	1199	1324	1597	1871
存货	981	989	985	987	财务费用	1	-117	-86	-100
其他	2387	1014	1325	1659	资产减值损失	84	60	72	66
非流动资产	3839	4107	4628	4366	公允价值变动收益	141	47	62	83
长期投资	54	40	47	43	投资净收益	47	15	15	16
固定资产	973	887	785	679	营业利润	3044	3329	4430	5998
无形资产	742	845	998	1150	营业外收入	50	50	50	50
其他	2070	2335	2798	2494	营业外支出	12	12	13	14
资产总计	19501	21320	23906	27856	利润总额	3082	3367	4467	6034
流动负债	4949	5057	5333	5282	所得税	644	646	861	1201
短期借款	19	0	0	0	净利润	2438	2721	3607	4833
应付账款	1514	1591	1552	1572	少数股东损益	882	1102	1433	1791
其他	3417	3466	3781	3711	归属母公司净利润	1557	1618	2174	3042
非流动负债	2265	2270	2327	2361	EBITDA	3157	3425	4563	6119
长期借款	42	84	126	168	EPS（摊薄）	0.84	0.87	1.17	1.63
其他	2223	2186	2201	2193					
负债合计	7215	7327	7660	7644	主要财务比率				
少数股东权益	2035	3137	4570	6361	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	1863	1863	1863	1863	成长能力				
资本公积	378	378	378	378	营业收入增长率	16.2%	11.3%	14.8%	14.5%
留存收益	7779	8615	9435	11610	营业利润增长率	18.4%	9.4%	33.1%	35.4%
归属母公司股东权益	9808	10856	11676	13851	归属于母公司净利润增长率	1.3%	4.0%	34.3%	39.9%
负债和股东权益	19501	21320	23906	27856	获利能力				
					毛利率	16.0%	16.1%	18.1%	20.3%
现金流量表					净利率	8.2%	8.2%	9.5%	11.1%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	13.3%	12.3%	14.4%	16.7%
经营活动现金流	3031	-3650	1721	2927	ROIC	23.5%	24.0%	29.9%	33.9%
净利润	2438	1618	2174	3042	偿债能力				
折旧摊销	222	175	181	186	资产负债率	37.0%	34.4%	32.0%	27.4%
财务费用	1	-117	-86	-100	净负债比率	0.85%	1.34%	1.89%	2.34%
投资损失	-47	-15	-15	-16	流动比率	3.16	3.40	3.61	4.45
营运资金变动	298	-5443	-1610	-2242	速动比率	2.97	3.21	3.43	4.26
其它	119	130	1076	2057	营运能力				
投资活动现金流	-557	81	-348	-184	总资产周转率	1.60	1.62	1.68	1.68
资本支出	-625	-17	21	2	应收账款周转率	21.66	6.86	4.19	4.02
长期投资	39	92	-51	7	应付账款周转率	15.71	17.89	19.80	22.20
其他	28	6	-318	-192	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-1054	-460	-1202	-741	每股收益（最新摊薄）	0.84	0.87	1.17	1.63
短期借款	19	-19	0	0	每股经营现金流（最新摊薄）	1.63	-1.96	0.92	1.57
长期借款	42	42	42	42	每股净资产（最新摊薄）	5.27	5.83	6.27	7.44
普通股本增加	16	0	0	0	估值比率				
资本公积金增加	162	0	0	0	P/E	27.39	26.35	19.61	14.02
其他	-1293	-483	-1244	-783	P/B	4.35	3.93	3.65	3.08
现金净增加额	1420	-4028	171	2002	EV/EBITDA	-0.26	11.64	9.03	6.70

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。