

## 创新技术与企业服务研究中心

**金财互联(002530.SZ)买入(首次评级)****公司深度研究**

市场价格(人民币): 13.55元

**电子办税新机遇****市场数据(人民币)**

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 7.79        |
| 已上市流通A股(亿股) | 6.37        |
| 总市值(亿元)     | 105.58      |
| 年内股价最高最低(元) | 16.50/13.40 |
| 沪深300指数     | 3688        |
| 中小板综        | 9162        |

**公司基本情况(人民币)**

| 项目             | 2017    | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 998     | 1,264  | 1,215  | 1,849  | 2,742  |
| 营业收入增长率        | 106.21% | 26.70% | -3.85% | 52.17% | 48.27% |
| 归母净利润(百万元)     | 262     | 323    | -353   | 377    | 570    |
| 归母净利润增长率       | 347.61% | 23.33% | N/A    | N/A    | 51.21% |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.53    | 0.41   | -0.45  | 0.48   | 0.73   |
| 每股经营性现金流净额     | 0.72    | 0.47   | 0.17   | 0.34   | 0.40   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 6.67%   | 7.73%  | -9.22% | 8.95%  | 11.92% |
| P/E            | 45      | 16     | -30    | 28     | 19     |

来源:公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **疫情背景下“新财税”战略迎来机遇。**金财互联是国内领先的纳税服务SaaS提供商,主要为线下企业提供电子办税增值服务。近期公司将纳服业务从过去的“S2C”模式向“S2B2C”模式升级,通过吸引B端财税服务机构上平台引流C端中小企业,公司财税SaaS服务的用户数量和arpu值有望双升。疫情背景下,电子办税等“非接触式”办税模式需求上升,过去主要依靠线下模式的财税服务机构有望加速迁移至金财平台,公司“新财税”战略迎来发展机遇。
- **推出新商合规宝产品,优先卡位网红纳税服务赛道。**金财互联推出新商合规宝产品,针对各类电子商务经营者提供一站式的纳税服务。新《电商法》出台,明确个人电子商务经营者亦需要进行工商登记,并对销售的产品和服务出具纸质或电子发票并以此为依据纳税,而纳税情况的报送与监管依赖于电子商务平台经营者。据统计,目前除天猫、京东等传统电商对企业商户进行纳税规范以外,包括淘宝在内的传统电商以及各类新型社交电商、直播电商等对个人经营者工商注册、依法纳税问题均未进行监管。我国个人电子商务经营群体巨大,随着《电商法》落地执行,网红纳服业务前景可期。
- **区块链电子发票前景广阔。**公司网红纳税服务业务运用到了区块链电子发票技术,通过区块链电子发票,可以使监管部门实时监控发票开具、流转、报销全流程,实现无纸化智能税务管理,保障税款及时、足额入库,未来全面推广前景可期。截至19年11月,区块链电子发票系统仅在我国深圳、广州和平潭三个城市上线试点,其中广州和平潭的技术由金财互联提供,公司在区块链电子发票领域技术领先。

**盈利预测及估值分析**

- 受财政部44号文影响,19年公司传统SaaS业务出现下滑,公司已预告19年进行商誉减值,预计公司19-21年营收分别为12.15、18.49、27.42亿元,归母净利润分别为-3.53、3.77、5.70亿元,同比增速为N/A、N/A、51.21%。分部估值给予公司2020年目标市值168.90亿元,目标价21.68元,首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示**

- 宏观经济大幅下滑,传统纳税服务业务受影响较大的风险;《电商法》执行不力,新商合规宝产品推广受挫的风险;市场竞争加剧的风险;解禁风险;商誉减值风险。

## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 一、财税 SaaS 服务龙头 .....                      | 4  |
| 1.1 基础情况：智慧财税综合服务平台 .....                 | 4  |
| 1.2 业务体系：金财金税双轮驱动，财税两端拓宽业务边界 .....        | 4  |
| 1.3 金财业务升级：疫情背景下“新财税”S2B2C 模式迎来发展机遇 ..... | 6  |
| 1.4 业绩状况：收入、利润、费用率、毛利率、净利率等变化情况 .....     | 7  |
| 二、新财税“S2B2C”模式下的产品体系 .....                | 8  |
| 2.1 面向中小企业 .....                          | 8  |
| 2.2 面向企业员工 .....                          | 10 |
| 2.3 面向财税合作伙伴 .....                        | 13 |
| 三、网红纳税服务空间几何 .....                        | 14 |
| 3.1 《电商法》施行推动电子商务纳税正规化 .....              | 14 |
| 3.2 电商平台承担合规化监管任务 .....                   | 15 |
| 3.3 传统电商推进个人卖家合规化经营进展 .....               | 16 |
| 3.3 新型电商经营群体巨大 .....                      | 17 |
| 3.4 新商合规宝：网红纳税服务综合平台 .....                | 21 |
| 3.5 直销平台有望率先展开纳税合规化进程 .....               | 22 |
| 3.6 “区块链+财税”——全国首个电子发票区块链平台“税链” .....     | 23 |
| 四、盈利预测与投资建议 .....                         | 24 |
| 4.1 盈利预测 .....                            | 24 |
| 4.2 投资建议及估值 .....                         | 26 |
| 五、风险提示 .....                              | 26 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图表 1：金财金税双轮驱动示意 .....                   | 4 |
| 图表 2：金财互联双轮驱动战略 .....                   | 5 |
| 图表 3：税友集团的业务范围 .....                    | 5 |
| 图表 4：税友集团 2016-2019Q1 营业状况（单位：万） .....  | 5 |
| 图表 5：顺利办的业务范围 .....                     | 5 |
| 图表 6：顺利办 2015-2019Q3 营业状况（单位：万） .....   | 5 |
| 图表 7：“新财税”S2B2C 模式 .....                | 7 |
| 图表 8：公司 2015-2019Q3 营业收入情况(单位：亿元) ..... | 7 |
| 图表 9：公司 2015-2019Q3 净利润情况（单位：亿元） .....  | 7 |
| 图表 10：金财互联 2015-2019Q3 利润率情况 .....      | 8 |
| 图表 11：金财互联 2015-2019Q3 三项费率情况 .....     | 8 |
| 图表 12：金财管家（桌面版）产品整体界面展示 .....           | 8 |
| 图表 13：形态一：财税一体化智能财税工具 .....             | 9 |
| 图表 14：形态二：对接用友金蝶财务等及第三方系统对接 .....       | 9 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 15: 金财管家（移动端）产品整体界面展示.....                | 10 |
| 图表 16: 办税助手功能介绍.....                         | 10 |
| 图表 17: 票税宝产品操作页面.....                        | 11 |
| 图表 18: 票税宝运营模式.....                          | 11 |
| 图表 19: 电子票据推行进展事项.....                       | 12 |
| 图表 20: 电子票据优势.....                           | 12 |
| 图表 21: 电子票据三极价值高地：C 端规模、数据资产、企业服务.....       | 13 |
| 图表 22: 票税宝覆盖场景.....                          | 13 |
| 图表 23: 金财互联产品地图.....                         | 14 |
| 图表 24: 《电子商务法》重点提炼.....                      | 15 |
| 图表 25: 电商平台对个人卖家的监管现状.....                   | 16 |
| 图表 26: 淘宝官方《电子商务法》FAQ.....                   | 16 |
| 图表 27: 淘宝推进个人卖家合规化经营.....                    | 17 |
| 图表 28: 社交电商平台的会员模式.....                      | 18 |
| 图表 29: 微商从业人群.....                           | 19 |
| 图表 30: 2014-1016 年中国微商从业人员数量（单位：万人）.....     | 19 |
| 图表 31: 主要直播卖货平台.....                         | 20 |
| 图表 32: 2013-2019 年中国二手闲置市场规模（单位：亿元）.....     | 20 |
| 图表 33: 2019 年度阿里巴巴集团总结——闲鱼部分.....            | 21 |
| 图表 34: 中国个体工商户纳税政策一览.....                    | 21 |
| 图表 35: 美国 ebay 平台的卖家征税流程.....                | 21 |
| 图表 36: 新型电商合规化的必要性.....                      | 22 |
| 图表 37: 新商合规宝——合规经营流程.....                    | 22 |
| 图表 38: 2019 年中国直销行业规模（单位：个）.....             | 23 |
| 图表 39: 金财互联荣获《中国大数据企业排行榜 V6.0》区块链技术行业榜首..... | 24 |
| 图表 40: 全国首个“税链”电子发票区块链平台发布仪式.....            | 24 |
| 图表 41: 公司分业务营收预测（单位：百万元）.....                | 25 |
| 图表 42: 公司分业务毛利率预测.....                       | 25 |
| 图表 43: 可比公司估值比较（市盈率法）.....                   | 26 |

## 一、财税 SaaS 服务龙头

### 1.1 基础情况：智慧财税综合服务平台

- 金财互联曾用名丰东股份，2016 年以前公司主营业务为热处理业务，涵盖热处理设备制造、专业热处理加工、热处理设备售后服务及热处理技术咨询服务四大板块。2015 年 6 月，公司启动重大资产重组，拟以发行股份购买资产并募集配套资金的方式并购财税 SaaS 服务商方欣科技，本次重组于 16 年 9 月获得证监会核准，此后，公司按照相关规定完成重组并实现双主业经营。
- 17 年 5 月，公司更名金财互联，继续实施双主业独立运营、双轮业绩驱动的经营模式。一方面，公司继续深耕互联网财税服务，促进业务升级，打造核心竞争力；另一方面继续发展传统热处理业务，保持在热处理行业的领先地位。而互联网财税业务成为公司未来发力的重心。
- 公司热处理板块业务涵盖了热处理设备制造、专业热处理加工、热处理设备售后服务及热处理技术咨询服务四大块，产品广泛应用于航空航天、工程机械、机械基础零部件等行业。同时公司向客户提供财税一体化智能财税服务、财税知识服务和风控、金融征信辅助、经营决策等财税大数据服务。

### 1.2 业务体系：金财金税双轮驱动，财税两端拓宽业务边界

- 金税系列产品面向税务局提供服务于纳税人的互联网多端产品，其主要产品包括：实名办税与涉税风险监控系统、智慧电子税务局等。依托数十年税务领域服务的积累，基于云计算技术、大数据技术和人工智能算法等，公司具备为纳税人提供便捷的互联网办税与综合服务能力，为税务干部提供高效的服务管理与风险管控能力。
- 金财系列产品为解决中小企业和家庭个人“合规、降负、增利”的新财税服务需求，分别面向企业会计、法人和员工提供系列服务。面向会计人员主要解决会计从业人员日常工作繁琐重复以及技能提升问题，产品包括：办税助手、金财管家、税检宝、金财学院工具等；面向法人提供掌税保工具，主要解决法人实时掌握企业财税状况、财税风险以及同行情况的问题。面向代理记账机构和事务所提供数字化转型升级赋能产品，提供给财税服务机构在数字化时代下的智能营销、智能服务、智能生产和数据运营的能力，产品主要包括：金财运营、金财金融、金财代账、税检宝等。金财系列产品利用公司在财税服务领域积累的专业能力，基于海量用户带动业务的不断共创及迭代。

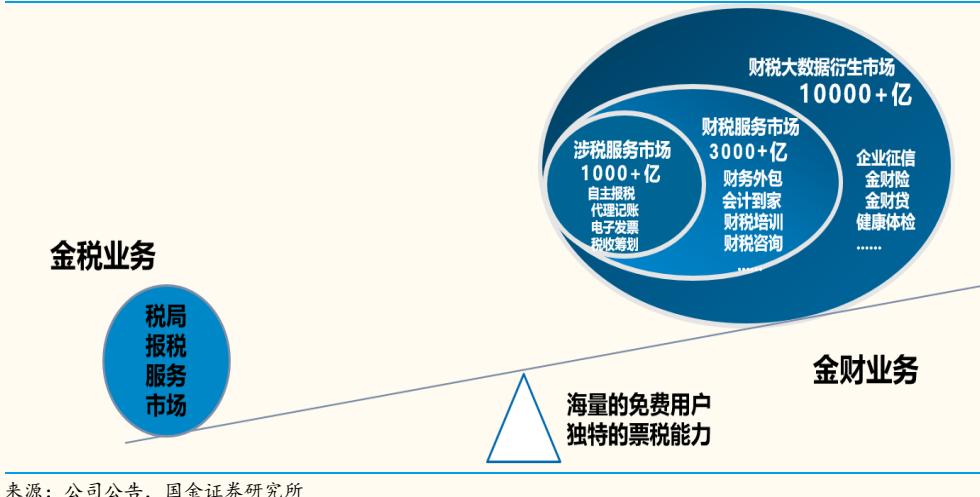
图表 1：金财金税双轮驱动示意



来源：公司官网，国金证券研究所

- 金财互联采用双轮驱动战略，利用近 20 年在税局涉税服务市场上积累的海量免费用户及独特的票税两端优势，通过建设互联网平台的模式，撬动整个企业财税服务市场。

图表 2：金财互联双轮驱动战略



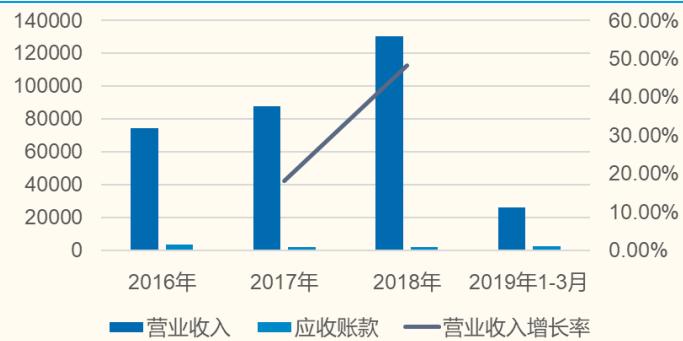
- 国内同类型财税服务商除了金财互联以外，主要有税友集团、顺利办等，但在电商合规化业务领域，税友集团和顺利办尚未形成一套完整的解决方案。

图表 3：税友集团的业务范围

| 品牌  | 服务对象 | 服务类型                                  |
|-----|------|---------------------------------------|
| 税友  | 税务机关 | 提供自然人税收管理、税务数据分析管理、智慧电子税务局系统的开发与运维等服务 |
| 亿企赢 | 纳税企业 | 围绕广大中小微企业，提供财税管理、人事管理服务               |
|     | 财税中介 | 提升财税人员业务能力                            |

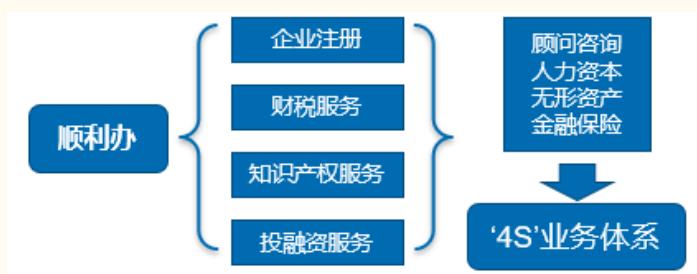
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：税友集团 2016-2019Q1 营业状况（单位：万）



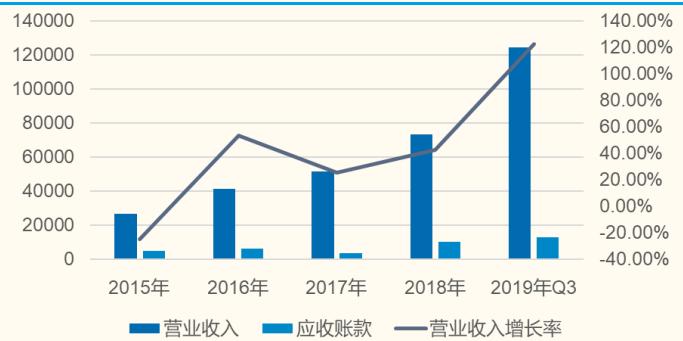
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：顺利办的业务范围



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：顺利办 2015-2019Q3 营业状况（单位：万）

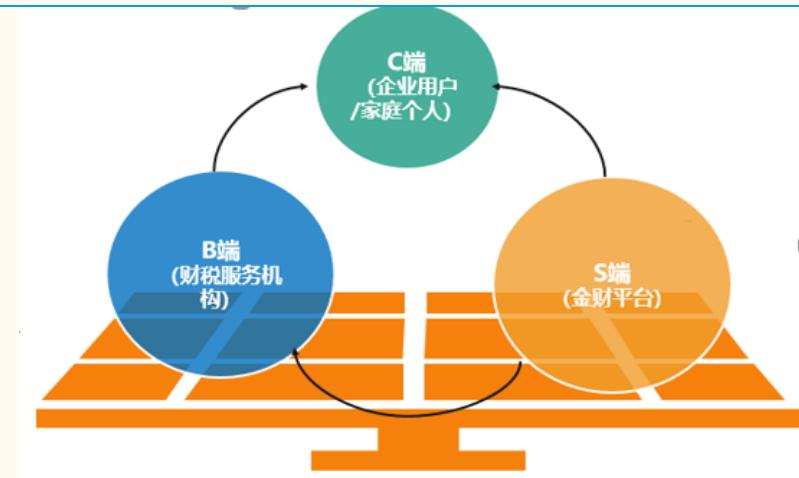


来源：Wind，国金证券研究所

### 1.3 金财业务升级：疫情背景下“新财税”S2B2C 模式迎来发展机遇

- 公司过去金财业务模式是“**S2C**”模式，即直接给企业用户提供金财管家、办税助手等 **saas** 服务，收取 **saas** 服务费。但一方面财税服务行业非常分散，市场上存在大量的线下服务机构，在触及新用户上有一定天花板，另一方面由于过去主要面向企业用户中的财税人员，需求有限，公司 **saas** 服务的 **arpu** 值提升不显著，因此传统模式下的 **saas** 服务增长出现瓶颈。
- 19 年，受税总发〔2019〕44 号《国家税务总局关于坚决查处第三方借减税降费服务巧立名目乱收费行为的通知》文件的影响，公司原存量的凭证管家、发票管家产品转变为对企业免费、政府购买服务的形式，该部分产品受到较大影响，公司传统纳税服务业务出现一定下滑。
- 针对“**S2C**”模式出现瓶颈及传统纳税业务出现下滑的情况，公司提出新的“**S2B2C**”战略，即通过吸引 **B** 端财税服务机构上金财平台，将服务对象由财税人员扩展到法人、主管、员工并形成完整财税服务闭环产品体系。新的战略升级有望带来两方面增量，一方面是服务商上平台带来的服务费，另外一方面是通过 **B** 端服务商平台吸引更多 **C** 端用户，用户数量和 **arpu** 值有望双升。
- 2020 年春节期间，我国遭遇新型冠状病毒疫情，在疫情背景下，电子办税等“非接触式”办税模式需求上升，过去主要依靠线下模式的财税服务机构有望加速迁移至金财平台，公司“新财税”战略迎来发展机遇，前景可期。

图表 7：“新财税”S2B2C 模式

**S端 (金财平台)**

- 平台支持 (技术+数据)
- 产品支持 (供应链整合)
- 运营支持 (内容+活动运营)

**B端 (财税服务机构)**

- 营销推广
- 落地服务

**C端 (企业用户)**

- 享受“合规、降负、增利”服务

来源：公司公告，国金证券研究所

**1.4 业绩状况：收入、利润、费用率、毛利率、净利率等变化情况**

- 公司收入保持稳健增长态势，2019 年前三季度实现营业收入 9.39 亿元，同比增长 19.16%。2015-2019Q3，公司分别实现归母净利润 0.34, 0.47, 2.30, 2.91, 1.81 亿元，2019 年受财政部 44 号文影响，预计全年业绩与 18 年相比将略有下滑。

图表 8：公司 2015-2019Q3 营业收入情况(单位：亿元)



来源：Wind，国金证券研究所

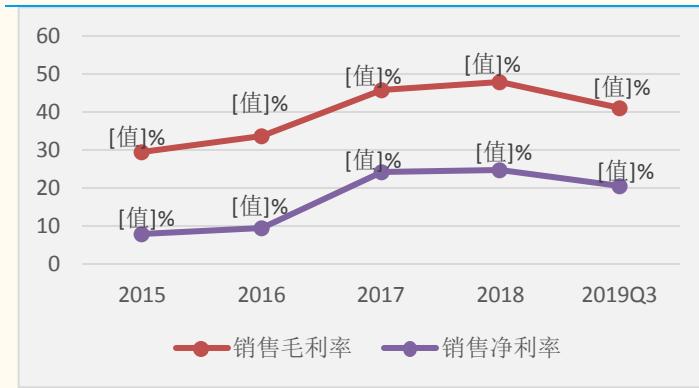
图表 9：公司 2015-2019Q3 净利润情况 (单位：亿元)



来源：Wind，国金证券研究所

- 2015-2019Q3，公司毛利率、净利率水平稳定增长，预计未来随着财税业务占比不断扩大，毛利率、净利率依旧有上升空间。2015-2019Q3，公司费用率基本保持稳定。

图表 10：金财互联 2015-2019Q3 利润率情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：金财互联 2015-2019Q3 三项费用率情况



来源：Wind，国金证券研究所

## 二、新财税“S2B2C”模式下的产品体系

### 2.1 面向中小企业

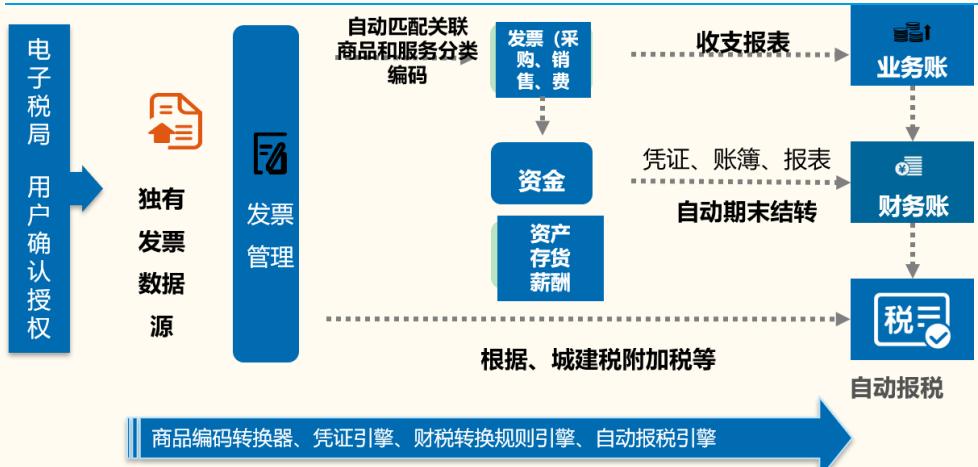
- 金财互联面向中小企业主要提供金财管家（桌面版、移动版）、办税助手等产品。
- 金财管家（桌面版）是面向中小企业推出的专业财税一体化智能财税平台。平台支持财税三大系统，提供咨询、培训、资讯等服务，使企业老板实时了解企业经营状况，资金往来、税负情况一目了然。同时金财管家支持多公司、多企业业务，并提供丰富的引导和在线服务。

图表 12：金财管家（桌面版）产品整体界面展示



来源：公司官网，国金证券研究所

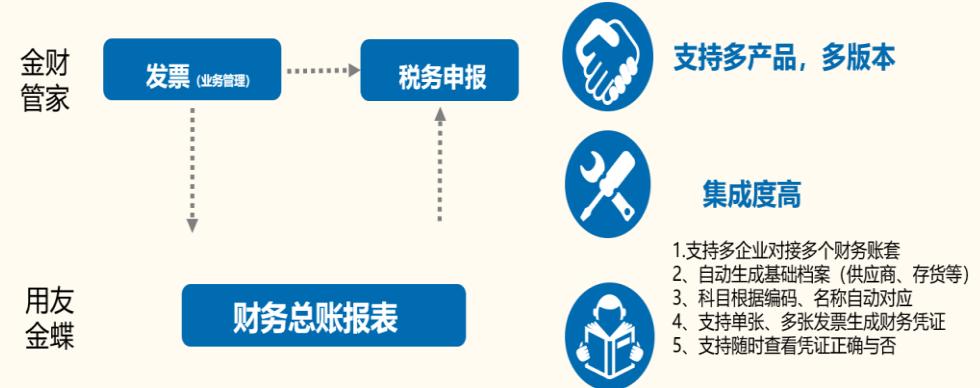
图表 13：形态一：财税一体化智能财税工具



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 14：形态二：对接用友金蝶财务等及第三方系统对接

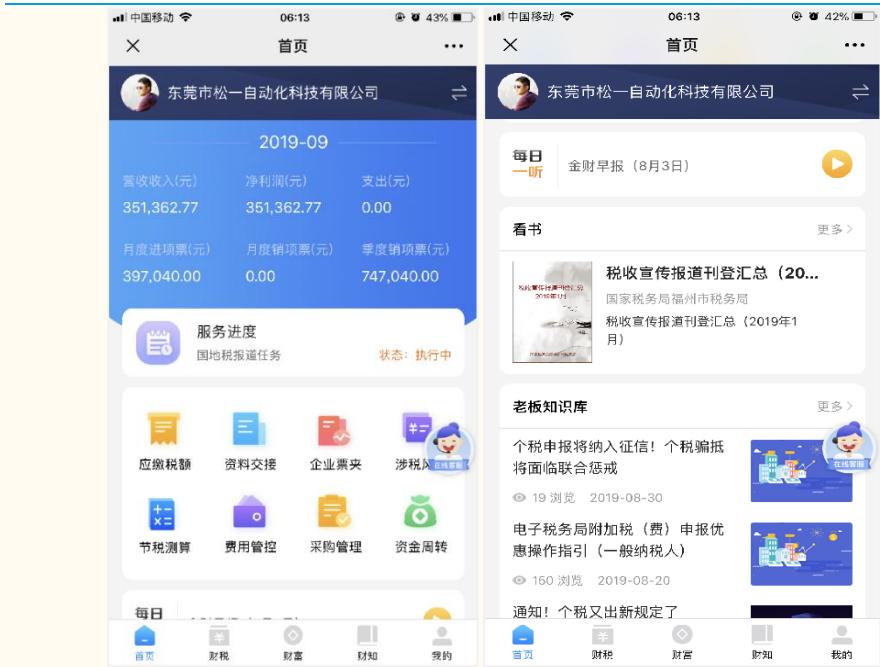
根据发票计算增值税、城建税附加税等



来源：公司官网，国金证券研究所

- 金财管家（移动端）通过三大业务板块，触达企业老板、会计，打通企业财税服务决策链。企业营业收入、净利润、支出、进销项票金额等统计数据实时查看，方便企业老板了解企业近期经营情况；服务进度、资料交接实时掌握，快速让老板了解事项进度，便于进行跟进；企业票夹功能，便于老板记录发票及快速提交代账会计记账。财知智库则包含金财早报、财税电子书、老板知识库等，同时有更多精彩财税干货和财税课程快速更新。

图表 15：金管家（移动端）产品整体界面展示



来源：金管家 app，国金证券研究所

- 金财办税助手产品主要面向自建账企业，提供全方位智能服务管理，助力企业轻松完成办税流程。

图表 16：办税助手功能介绍



来源：公司官网，国金证券研究所

## 2.2 面向企业员工

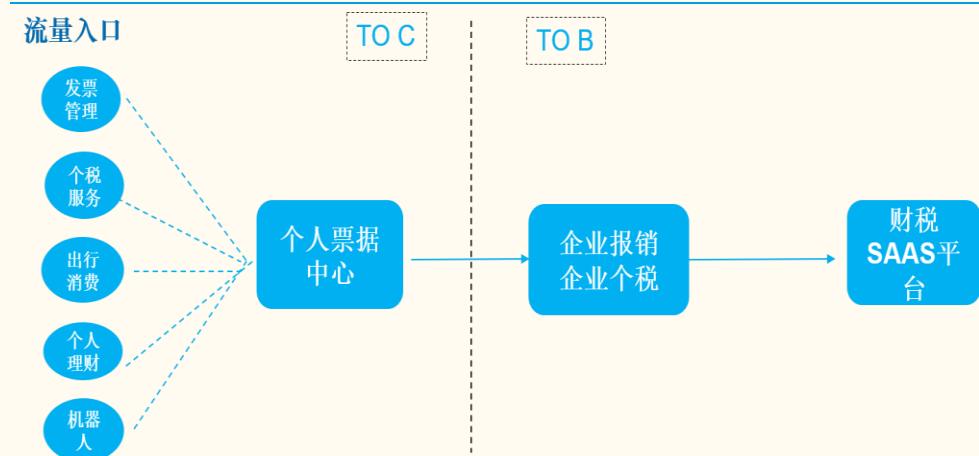
- 面向企业员工推出的票税宝产品可以对企业员工个人发票进行收集，补足数字化企业信息采集盲区；同时以个税专项附加扣除为切入点，以发票数据为依托，将家庭和个人数字化。票税宝平台的主要模块包括个人票税中心、企业报销平台、个税抵税、企业票税中心等。

图表 17: 票税宝产品操作页面



来源：票税宝 app，国金证券研究所

图表 18: 票税宝运营模式



来源：公司官网，国金证券研究所

- **电子票据和抵税时代有望来临。** 电子票据带来数字化机遇，伴随国家强势推行电子发票和个税改革，我们判断未来几年大概率会出现一家或几家围绕“个人/家庭/企业/财税”票据及财税服务业务的线上领导者。

**图表 19：电子票据推行进展事项**

| 事项内容                                  |
|---------------------------------------|
| 2015年7月31日，全国首张增值税电子发票在京东集团总部开出       |
| 2015年12月，国家发布《会计档案管理办法》，明确电子票据完全合法    |
| 2016年7月1日起，餐饮企业增值税电子发票与纸质发票具有相同的法律效力  |
| 2016年7月29日，南航在广州白云机场开出中国民航首张增值税电子发票   |
| 2017年6月15日，上海南站停车场成功开具该行业第一张电子发票      |
| 2018年2月2日，广州开发区联合万科发布首张增量房电子普通发票      |
| 2018年6月14日，广州燃气开出首张“区块链”发票，技术提供方为方欣科技 |
| 2018年7月1日起，高速公路通行须凭通行费电子发票进行进项税额抵扣    |
| 2019年，中国高铁将全部采用无纸化电子客票.....未来已来       |

来源：新浪新闻等，国金证券研究所

- 相较于传统票据，电子票据具备多方面的优势。

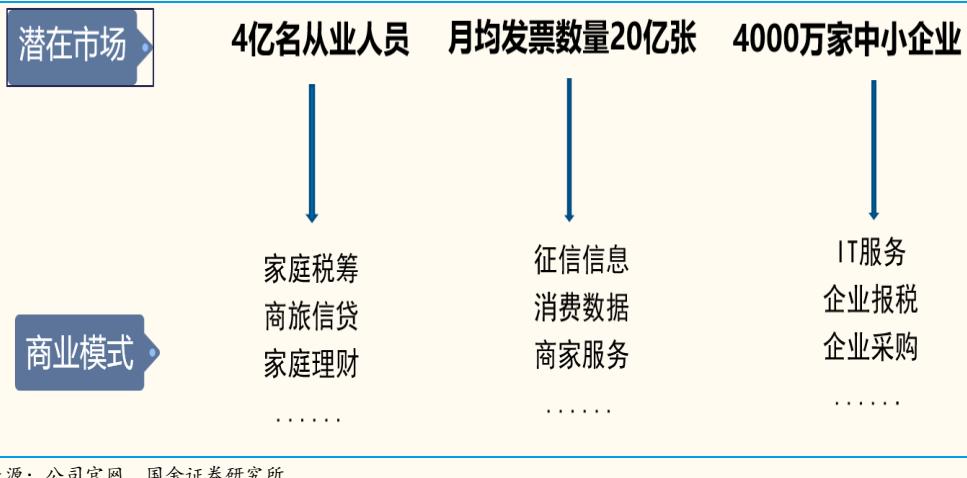
**图表 20：电子票据优势**

|  |  |
|--|--|
|  不会丢票<br>易存易管<br>杜绝重复 |  不会丢票<br>易存易管<br>防止虚假 |
|  易存易管<br>防止虚假<br>杜绝重复 |  税项咨询<br>报税代理<br>一键抵扣 |

来源：公司官网，国金证券研究所

- 电子票据面向的潜在市场空间广阔，从 C 端客户规模、数据资产和企业服务三个维度判断，未来电子票据在家庭理财、商家服务、企业服务等多个领域具备应用前景。

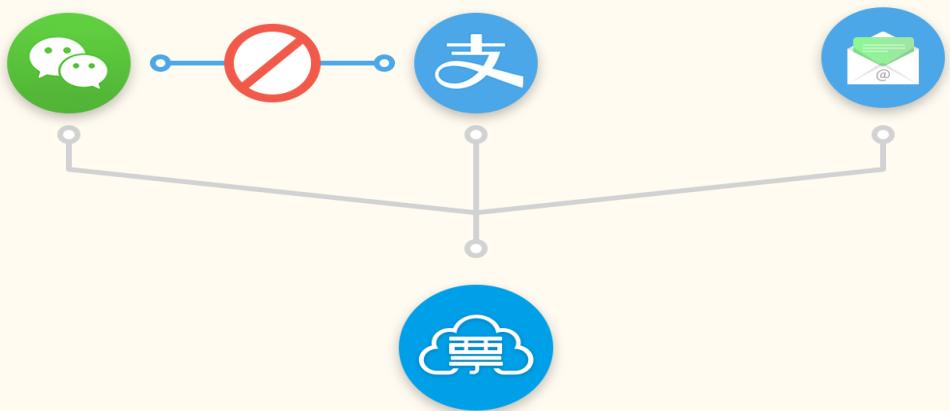
图表 21：电子票据三极价值高地：C 端规模、数据资产、企业服务



来源：公司官网，国金证券研究所

- 票税宝目前收取发票渠道全国第一，覆盖场景最广（微信发票、支付宝发票、滴滴发票等），国税总局官网数据同样已通过金财互联票据通道实时同步。票税宝是独家可以收取腾讯、阿里+金财两大“区块链发票”的唯一客户端，同时也是目前国内商旅航空公司对接最多的平台

图表 22：票税宝覆盖场景



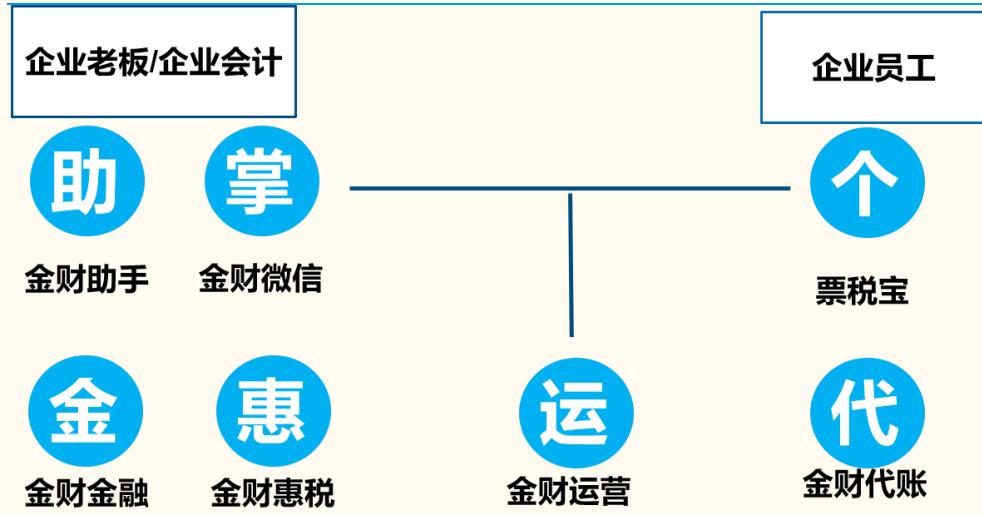
来源：公司官网，国金证券研究所

### 2.3 面向财税合作伙伴

- 金财互联面向财税合作伙伴提供金财代账、金财惠税、金财智能云等产品，通过赋能 B 端合作伙伴，金财互联希望打造覆盖线下代记账公司等第三方服务商、企业（企业老板、财务人员）、企业员工的完整产品体系。
- 金财代账为代账行业提供集发票采集、记账、报税于一体的财税管理平台，通过该平台可打通业务、财务、税务三者通道，实现数据无缝对接；该平台可实时采集发票，自动生成凭证，一键、批量快速完成纳税申报；并且在自动提取、识别分析场景数据的过程中，平台会进行智能解析和记忆，越用越聪明。
- 金财惠税基于人工智能和大数据技术，可实现智能化处理税务，帮助财税服务机构提供合规、专业、便捷的服务，包括工商注册设立、账务处理、智能报表、智能报税一体化等。税检宝自动检测财税风险、信用及节税空间，为惠税业务引流。云服平台实现三流（相关业务活动的合同或者协议，相关业务活动的增值税专用发票/普通发票/电子普通发票，采用非现金方式支付的付款凭证）合一确保惠税方案持续合规。

- 金财智能云针对专业人士及个人推出“欣宝机器人”产品。通过平台知识构建自动化、知识推送个性化、知识加工智能化、知识服务多元化、服务场景定制化，有效提升了针对专业人士的服务效率。

图表 23：金财互联产品地图



来源：公司官网，国金证券研究所

### 三、网红纳税服务空间几何

#### 3.1 《电商法》施行推动电子商务纳税正规化

- 公司传统业务主要面向线下企业，2019年，公司成立子公司金财云商并启动“新商合规宝”项目，19年下半年，新商合规宝产品正式上线，针对社交电商从业者提供实现工商、税务、银行开户全在线办理的功能。目前已经与服装、美妆、零售等行业领域的相关社交电商品牌方和平台方展开合作。
- 2018年8月31日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过了《中华人民共和国电子商务法》。其中对电子商务的定义为：通过互联网等信息网络销售商品或者提供服务的经营活动。包括新营销模式和商业业态下的电子商务，如社交电商、直播电商、分享经济、智慧零售等。电子商务经营者包括电商平台个人卖家、直销微商、代购等类型的个人经营者。
- 电子商务经营者需要进行纳税，但纳税相关情况的报送与监管主要依赖于电子商务平台经营者。
  - 电商法第十一条规定：电子商务经营者应当依法履行纳税义务，并依法享受税收优惠。
  - 电商法第二十八条规定：电子商务平台经营者应当按照规定向市场监督管理部门报送平台内经营者的身份信息，提示未办理市场主体登记的经营者依法办理登记，并配合市场监督管理部门，针对电子商务的特点，为应当办理市场主体登记的经营者办理登记提供便利。
  - 电商法第二十八条规定：电子商务平台经营者应当依照税收征收管理法律、行政法规的规定，向税务部门报送平台内经营者的身份信息和与纳税有关的信息。

图表 24: 《电子商务法》重点提炼

## 三个要点



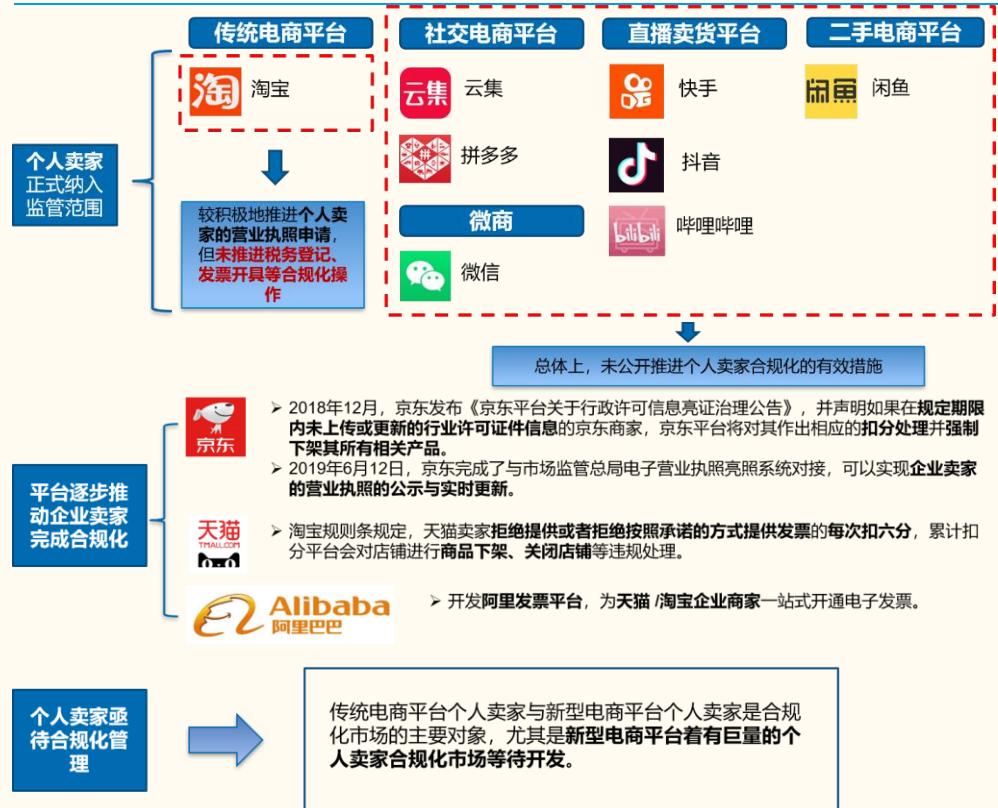
来源：中华人民共和国商务部官网，国金证券研究所

- 细则方面，2018年12月，市场监管总局对外公布了《关于做好电子商务经营者登记工作的意见》，进一步明确了电子商务平台的权责。规定电子商务平台经营者应提示、鼓励、督促平台内经营者依法办理主体登记；提到各地市场监管部门应结合地方实际做好意见的贯彻落实，并细化实化工作措施。
- 2019年4月，市场监管总局依据《电子商务法》对原《网络交易管理办法》进行了修订起草了《网络交易监督管理办法（征求意见稿）》，进一步强调了网络交易经营者市场主体登记、网络交易经营者身份信息公示和网络交易信息数据报送提供三个问题。

### 3.2 电商平台承担合规化监管任务

- 2019年1月1日，《中华人民共和国电子商务法》正式实施。根据电商法的规定，平台承担了电商合规化监管的任务。但根据我们统计，除天猫、京东、阿里巴巴等平台逐步推动企业商家完成合规化外，包括淘宝在内的传统电商平台以及新型社交电商平台、直播电商平台、二手电商平台等各类平台当前总体上均未有效推进个人卖家合规化经营，个人卖家合规化经营问题亟待解决。

图表 25：电商平台对个人卖家的监管现状



来源：各大电商网站，国金证券研究所

### 3.3 传统电商推进个人卖家合规化经营进展

- 与新型社交电商、直播电商相比，以淘宝为代表的传统电商此前有推进个人卖家合规化经营的措施，但措施主要集中在营业执照登记、财务服务等方面，对税务登记、依法开票纳税等方面推进不足。
- 2019年1月3日，淘宝官方发布“《电子商务法》重点FAQ”，多次重复“相关行政主管部门暂未对‘零星小额’作出具体规定”并表示个人商家在政府明确界定“零星小额”之前可暂缓营业执照办理。同时淘宝表明不会因店铺无营业执照而进行任何处罚。

图表 26：淘宝官方《电子商务法》FAQ

The screenshot shows the Taobao official website's FAQ page for the Electronic Commerce Law, dated January 3, 2019. The page title is "淘宝官方《电子商务法》重点FAQ". It includes sections like "规则体系" (Rule System), "规则解读" (Rule Interpretation), and "解答说明" (Answer Explanation). A prominent orange bar at the bottom links to "发布汇总" (Summary Release). The page content discusses the definition of 'small amount' and provides a list of activities that do not require business registration.

**规则体系**

- 淘宝平台规则总纲
- 规则分类
  - 市场主体登记与违法处理
  - 消费者权益保护
  - 信用及经营保障
  - 行业管理规范
  - 商品与服务质量
  - 广告与促销规范
  - 知识产权保护
  - 电子商务规范
  - 跨境电子商务
  - 支付结算规范
  - 物流与快递服务规范
  - 消费者评价规范
  - 售后服务规范
  - 争议解决规范
  - 其他相关规定
- 解读说明
- 发布汇总

**（一）有关营业执照线下办理问题：**

问：市场主体登记是什么意思？都有哪些要求？具体流程是怎么样的？  
答：市场主体登记，即市场主体向登记机关申请登记，可以申请登记为个体工商户、公司、合伙企业、个人独资企业等形式，填写根据自己的经营范围、发展计划、地址选择登记机关。  
登记的要素和流程，可能因地区政策而不同，建议您登陆属地市场监督管理部门（国家部委备案后，工商等部门合并成为市场监管部门）的官方网站或通过电话咨询。

电商法明确规定符合以下情形，不需要进行登记：1) 个人销售自己农副产品的；2) 个人销售家庭手工产品；3) 个人利用自己的技能从事偶尔无须取得许可的便民劳务活动；4) 个人进行零星小额交易活动；5) 其它法律规定不需要进行登记的情形。

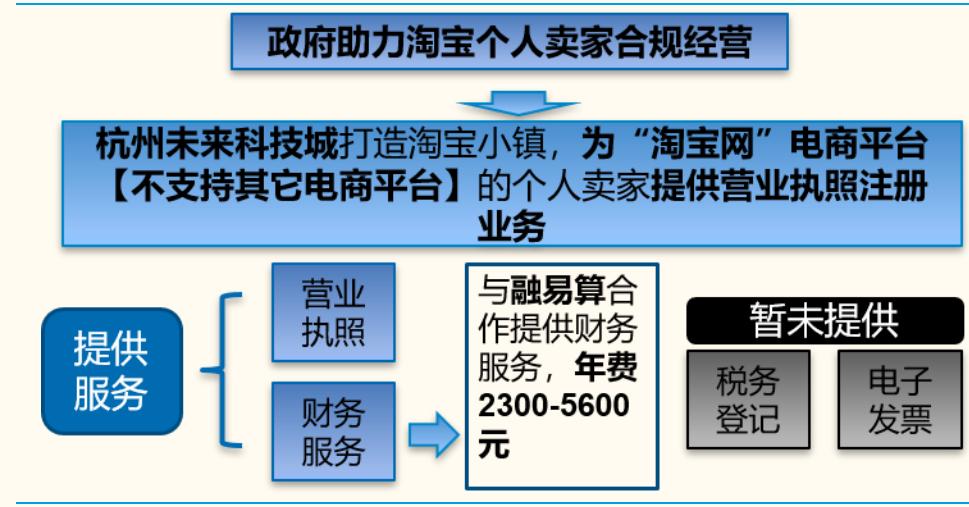
据了解，相关行政主管部门暂未对“零星小额”等5类不需要登记的情况作出具体规定，如也不确定是否属于“零星小额”范畴，您可以等待相关行政主管部门对此作出具体规定后再进行办理登记事宜。

问：不需要办理市场主体登记的具体标准是什么？有明确的细则吗？  
答：符合以下情形的，不需要进行登记：1) 个人销售自己农副产品的；2) 个人销售家庭手工产品；3) 个人利用自己的技能从事偶尔无须取得许可的便民劳务活动；4) 个人进行零星小额交易活动；5) 其它法律规定不需要进行登记的情形。

据了解，相关行政主管部门暂未对以上情况作出具体规定，如也不确定是否属于“零星小额”范畴，您可以等待相关行政主管部门对此作出具体规定后再进行办理登记事宜。

来源：淘宝网，国金证券研究所

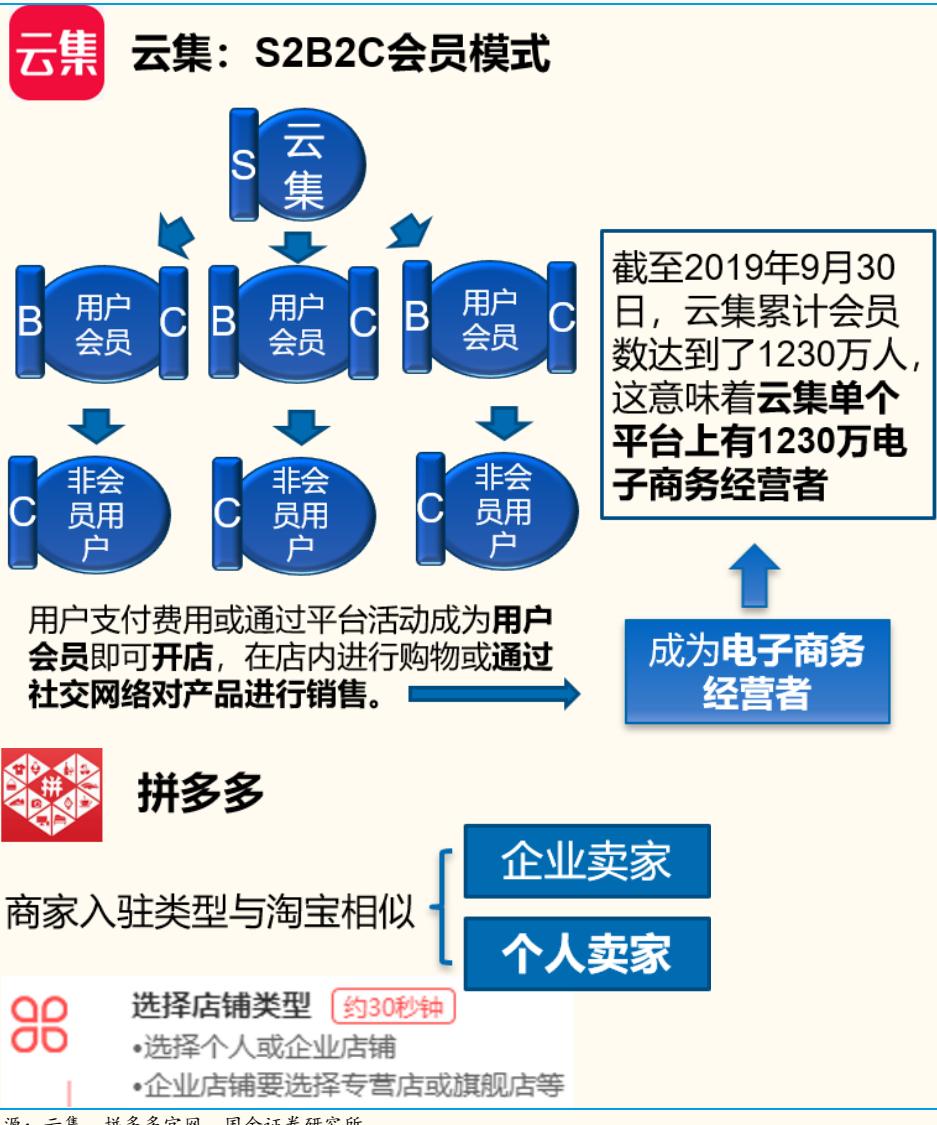
图表 27：淘宝推进个人卖家合规化经营



### 3.3 新型电商经营群体巨大

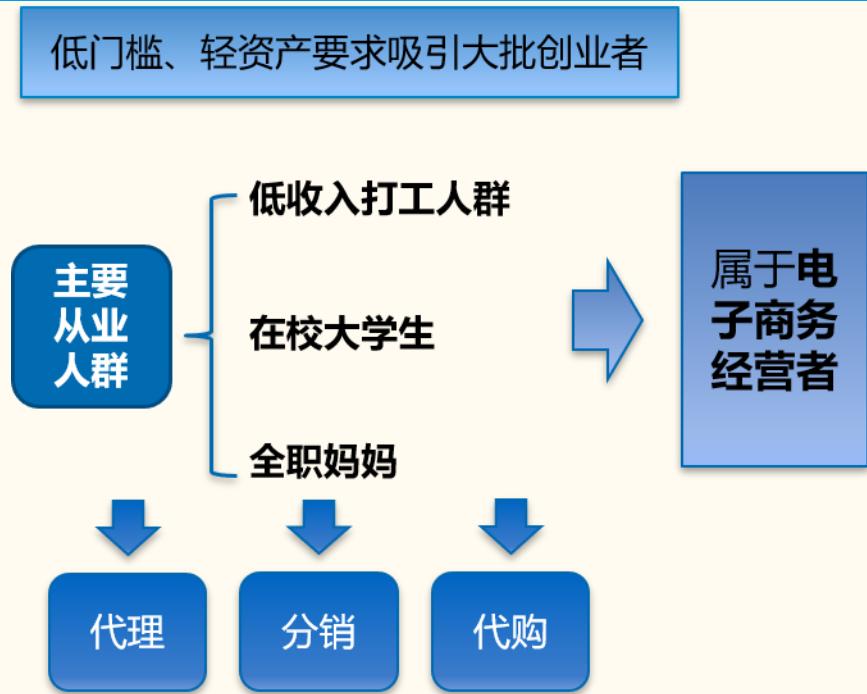
- 社交电商平台：此类平台大多暂未公开推进个人电商合规化的措施，但受法律、政策以及投资者的约束，我们判断个人电商合规化是必然趋势。

图表 28：社交电商平台的会员模式



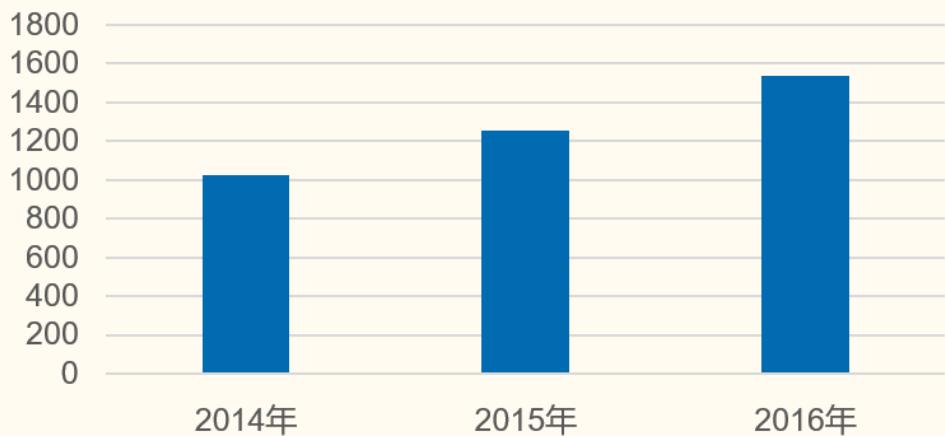
- 微商：据中国产业网数据，2016 年中国微商行业的从业人员数量达到了 1535.2 万人，即微信平台上至少 1535.2 万电子商务经营者，其中绝大部分为个人电子商务经营者。

图表 29：微商从业人群



来源：智研咨询，国金证券研究所

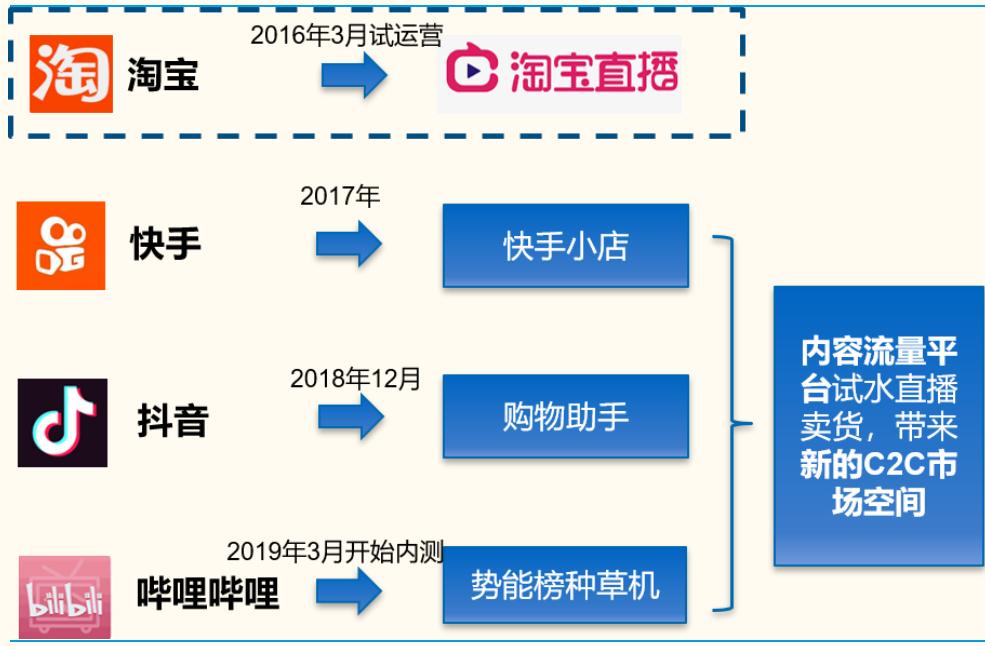
图表 30：2014-2016 年中国微商从业人员数量（单位：万人）

 2014-2016年中国微商行业从业人员数量  
(单位：万人)


来源：智研咨询，国金证券研究所

- 直播电商平台：2019 年为我国“直播电商元年”，快手网红、抖音网红、B 站 up 主等成为新进入的电子商务经营者。2019 年 11 月 11 日，淘宝直播引导成交额近 200 亿，其中有超过 10 个“亿元直播间”，超过 100 个“千万元直播间”

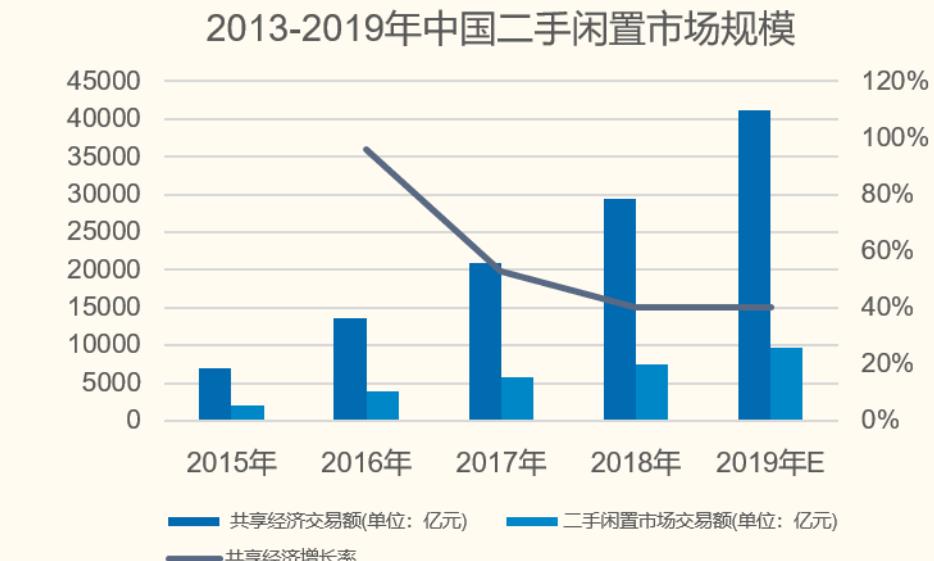
图表 31：主要直播卖货平台



来源：各大直播平台网站，国金证券研究所

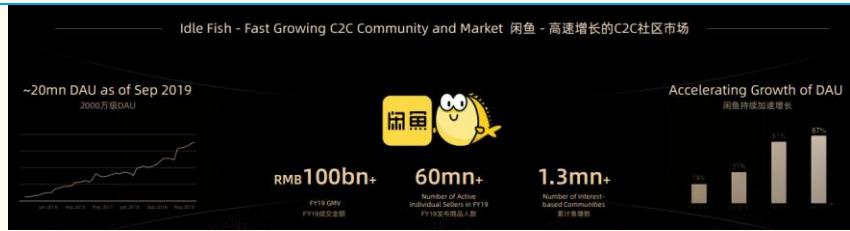
- 二手电商平台：闲鱼为全国最大最活跃的闲置物品交易社区，2019 年闲鱼活跃个人卖家达到 6000 万人，全年成交金额达到 1000 亿元。根据 MobData 研究院数据，2020 年中国二手闲置市场将步入万亿时代。

图表 32：2013-2019 年中国二手闲置市场规模（单位：亿元）



来源：国家信息中心，国金证券研究所

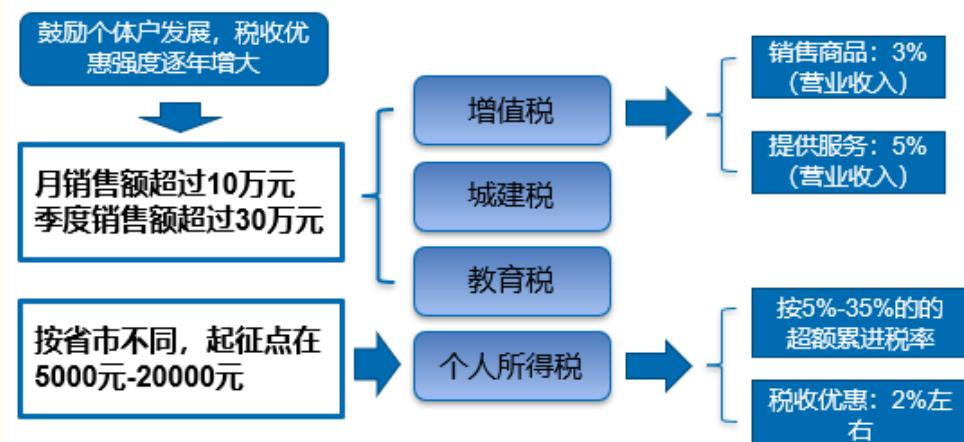
图表 33：2019 年度阿里巴巴集团总结——闲鱼部分



来源：阿里巴巴集团官网，国金证券研究所

- 根据中国个体工商户征税的推行经验与美国电商平台的纳税方式，可以总结出两个推论：1) 商家的年/季度/月销售额及交易频次是商家是否需要办理营业执照并纳税的重要依据：参照我国个体工商户税法，电商卖家起征点可能在月销售额 2 万元至 10 万的区间内；2) 电商个人卖家征税比个体工商户征税更易操作、难度更低：由于个体工商户资金结算方式不透明，故税务机关难以核算其真实收入；而电商个人卖家资金结算完全在线上完成，税务机关可以迅速通过电商平台上的交易数据完成应缴税款的核算。

图表 34：中国个体工商户纳税政策一览



来源：国家税务总局网站，国金证券研究所

图表 35：美国 ebay 平台的卖家征税流程



来源：eBay 官网，国金证券研究所

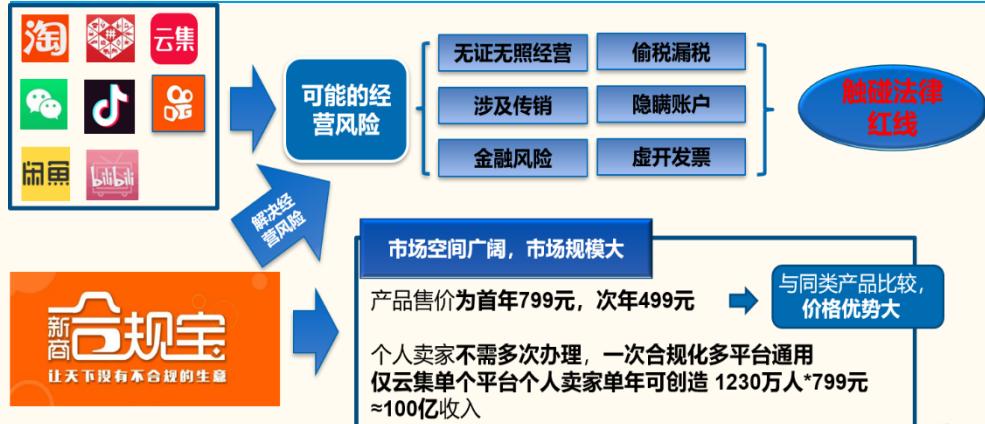
### 3.4 新商合规宝：网红纳税服务综合平台

- 面对巨大的线上网红纳税服务市场，金财互联推出新合规宝产品为线上电子商务经营者提供一站式的纳税服务。公司与电商平台签订合同，将平台旗下有纳税需求的电子商务经营者统一纳入平台进行工商注册、开具发票、报税纳税等服务，同时，与地方政府合作，争取各类税收优惠政策，将平台税收统一缴纳至地方税务机构。金财互联通过向采用新商合规宝产品的用户收取年费的方式获得收入，目前新商合规宝产品第一年服务费 799 元，

第二年以后下降至 499 元，随着平台用户数增加，公司预计未来年服务费将稳定在 300 元左右。

- 传统电商、社交电商、二手电商、直播电商和微商以及其它众多新营销模式和商业业态下的电子商务正在蓬勃地发展，合规化既是它们健康、稳定发展要跨过的第一座大山，又是长期稳定发展的根基。
- 个人电商经营者群体巨大，仅单个云集平台的个人卖家就达约 1230 万人，随着《电商法》执行，网红纳税综合服务市场有望爆发。

图表 36：新型电商合规化的必要性

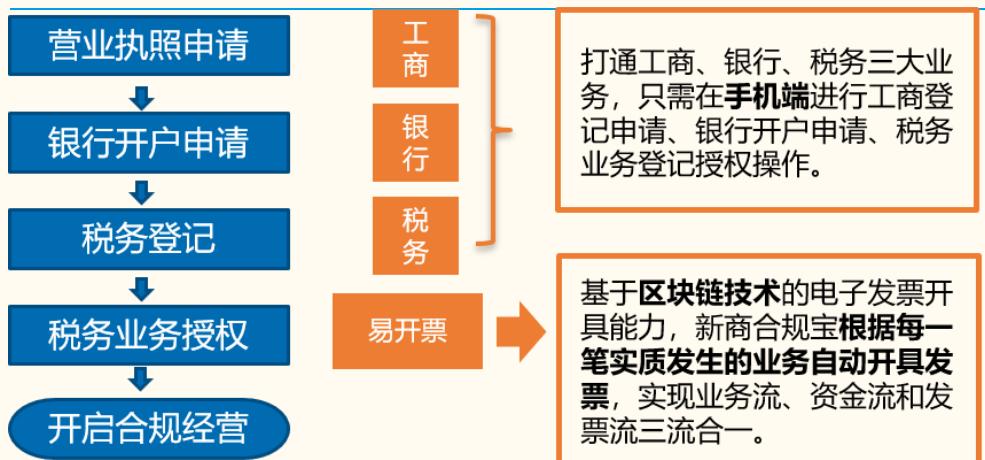


10

来源：新商合规宝微信公众号，国金证券研究所

- 新商合规宝集成人工智能、区块链、云计算、大数据、SAAS 化服务，致力于为电商法下的新业态从业者提供方便、快捷、全生命周期、低门槛的合规化服务。

图表 37：新商合规宝——合规经营流程



来源：新商合规宝微信公众号，国金证券研究所

### 3.5 直销平台有望率先展开纳税合规化进程

- 直销指通过销售人员的人脉将商品和服务直接销售到买家手中。截至 2019 年，中国总计有 90 家企业获得商务部直销牌照。2019 年 4 月 9 日，商务部公布直销员复核登记结果，显示 89 家（除权健外）直销企业的在册直销员数量为 326.7 万。据世界直销协会联盟统计数据，2018-2019 年度中国首次超越美国成为全球最大的直销市场。直销行业在我国主要面临五大违法风险：违规招募直销员、审批范围外开展直销业务、对非审批直销产品开展直销业务、违规开展业务培训以及虚假宣传。权健事件后，直销行业将面临更严格更规范的管理，合规化经营迫在眉睫。

图表 38: 2019 年中国直销行业规模 (单位: 个)



来源：商务部直销行业管理官网，国金证券研究所

### 3.6 “区块链+财税”——全国首个电子发票区块链平台“税链”

- 新商合规宝业务流程中涉及开具电子发票环节，该环节使用了金财互联自行研发的区块链电子发票技术，区块链电子发票应用前景广阔。
- 区块链在电子发票领域应用有着巨大的优势。区块链融合了分布式数据存储、点对点传输、共识机制、加密算法等技术，具有分布式、可信任、不可篡改等优势。它能通过特定算法记录每一个交易事项，具有无与伦比的可靠性和安全性。应用区块链电子发票，对用户、商户、企业和税务监管部门均有较大好处。
  - 用户：实现“交易即开票，开票即报销”，用户可以实现链上储存、流转、报销，大大节省开票及报销流程。
  - 商户：消费者结账之后就能自行获取电子发票，大大节省了商户时间、硬件、人员成本。
  - 企业：以安全、快捷地实现发票申领、开具、查验，在打通企业财务系统后，可实现员工即时报销，后续可拓展至纳税申报。满足中小微企“合规、降负、增利”的新财税服务需求
  - 税务监管部门：通过区块链管理平台，可实时监控发票开具、流转、报销全流程，实现无纸化智能税务管理，保障税款及时、足额入库
- 2018年6月22日，由方欣科技研发的全国首个“税链”电子发票区块链平台上线。广州燃气集团有限公司由税务机关授权加入区块链网络，开出首张“上链”发票，实现全国首张电子发票上区块链存储、交换和共享。截至2019年11月，区块链电子发票仅在我国深圳、广州和平潭三个城市上线，其中广州和平潭的区块链电子发票平台由金财互联提供技术支持

图表 39：金财互联荣获《中国大数据企业排行榜 V6.0》区块链技术行业榜首

| 一级分类  | 二级分类        | 三级分类             | 第一名            | 第二名            | 第三名              | 第四名            | 第五名 |
|-------|-------------|------------------|----------------|----------------|------------------|----------------|-----|
| 数据采集  | 计算机视觉终端（硬件） | 杭州海康威视数字技术股份有限公司 | 天津市亚安科技有限公司    | 浙江大华科技有限公司     | 天津天地伟业数码科技有限公司   | 深圳市迪杰特电子有限公司   |     |
|       | 互联网数据采集（工具） | 深圳跨界信息技术有限公司     | 北京因特睿软件有限公司    | 北京优特捷信息技术有限公司  | 深圳市乐捷软件技术有限公司    | 合肥乐维信息技术有限公司   |     |
|       | 地理数据采集      | 北京三维图新科技股份有限公司   | 高德软件有限公司       | 深圳市凯立德科技股份有限公司 | 腾讯大地通途（北京）科技有限公司 | 立得空间信息技术股份有限公司 |     |
|       | 可视化软件       | 成都方伟业软件有限公司      | 北京数子冰雹信息技术有限公司 | 天津大海云科技有限公司    | 北京永洪商智科技有限公司     | 南京帆软软件有限公司     |     |
| 健康监控  |             | 缤刻锐（北京）科技有限责任公司  | 广东乐心医疗电子股份有限公司 | 时云医疗科技（上海）有限公司 | 北京瑞智和康科技有限公司     | 珠海云麦科技有限公司     |     |
| 区块链技术 |             | 广州金财互联区块链科技有限公司  | 上海万向区块链股份有限公司  | 杭州趣链科技有限公司     | 杭州趣链科技有限公司       | 智链数据科技（南通）有限公司 |     |
|       |             |                  | 吉贝克信           |                | 广东万丈             |                |     |

来源：方欣科技官网，国金证券研究所

图表 40：全国首个“税链”电子发票区块链平台发布仪式



来源：方欣科技官网，国金证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

#### 盈利预测假设及其必要的解释：

**热处理业务：**热处理业务是公司原有传统业务，该业务并非公司主要经营方向，但在国内市场地位较为稳定，该业务在基本每年保持稳定的状态下小幅波动，预计 19-21 年该业务营收同比增速分别为 -6%、5%、5%。

**企业云服务：**企业云服务业务为公司传统的针对中小企业提供财务及纳税综合一体化 saas 服务的业务，该业务 19 年受财政部 44 号文影响，出现下滑，19 年四季度起，公司将业务战略升级为“S2B2C”模式并推出多款新产品，同时

受到疫情影响，电子办税迎来机遇，未来几年有望逐步恢复增长，假设 19-21 年公司纳税 SaaS 业务用户数同比增长 15%、25%、30%，arpu 值同比增长 -8%、25%、35%，留存率分别为 83%、83%、85%，预计 19-21 年该业务同比增速分别为 -12%、30%、55%。

**电子税务：**电子税务业务指公司的“金税”业务，主要为国家及各地税务机关提供各类解决方案，该业务以项目制形式推进，公司此前中标国家税务总局纳税服务项目、实名办税项目以及涉税风险监控系统，随着总局推广相关系统至各省级单位，预计 19-21 年该业务同比增速分别为 8%、30%、25%。

**新商合规宝：**新商合规宝是公司当前重点推进的产品，19 年下半年公司已与相关电商平台展开试点合作（试点产生收入较少，未单独列示），20、21 年该产品将全面推广，假设全面推广以后，产品单价稳定在 300 元/年，20 年及 21 年存量用户数分别达到 150 万、300 万，预计 20、21 年该业务可产生收入 4.02、9.27 亿元。

图表 41：公司分业务营收预测（单位：百万元）

| 单位：百万元 | 2016A  | 2017A   | 2018A    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|--------|--------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 热处理行业  | 386.59 | 492.08  | 570.24   | 535.85  | 562.75  | 591.17  |
| YoY    |        | 27.29%  | 15.88%   | -6.03%  | 5.02%   | 5.05%   |
| 企业云服务  | 47.61  | 227.12  | 347.69   | 305.51  | 396.96  | 615.16  |
| YoY    |        | 377.03% | 53.09%   | -12.13% | 29.93%  | 54.97%  |
| 电子税务   | 49.64  | 278.54  | 346.15   | 374.02  | 487.42  | 609.32  |
| YoY    |        | 461.13% | 24.27%   | 8.05%   | 30.32%  | 25.01%  |
| 新商合规宝  |        |         |          |         | 402.33  | 926.61  |
| YoY    |        |         |          |         |         | 130.31% |
| 合计     | 483.84 | 997.74  | 1,264.09 | 1215.38 | 1849.46 | 2742.27 |
| YoY    |        | 106.21% | 26.70%   | -3.85%  | 52.17%  | 48.27%  |

来源：Wind，国金证券研究所

#### 毛利率假设：

**热处理业务：**热处理业务为公司传统业务，较为成熟，预计 19-21 年该业务毛利率分别为 37.0%、37.3%、36.1%。

**企业云服务：**公司企业云服务业务为 SaaS 业务，毛利率较高，随着各类新产品推出以及用户数量和 arpu 值的提升，该业务毛利率可保持稳定提升，预计 19-21 年该业务毛利率分别为 72.4%、72.8%、73.0%。

**电子税务：**电子税务业务为项目制形式，因项目中硬件占比不同毛利率会略有波动，预计 19-21 年该业务毛利率分别为 46.3%、47.3%、44.7%。

**新商合规宝：**新商合规宝亦是 SaaS 类产品，毛利率较高，随着用户数量不断增长，毛利率有望不断提升，预计 20、21 年该业务毛利率分别为 64.9%、65.2%。

图表 42：公司分业务毛利率预测

|       | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 热处理行业 | 26.0% | 32.0% | 34.8% | 37.0% | 37.3% | 36.1% |
| 企业云服务 | 74.6% | 75.3% | 71.1% | 72.4% | 72.8% | 73.0% |
| 电子税务  | 53.2% | 45.6% | 47.2% | 46.3% | 47.3% | 44.7% |
| 新商合规宝 |       |       |       |       | 64.9% | 65.2% |
| 综合    | 33.7% | 45.7% | 48.1% | 48.8% | 53.6% | 56.1% |

来源：Wind，国金证券研究所

#### 费用率假设：

公司传统热处理业务较为成熟，企业云业务和新商合规宝产品化程度较高，但考虑公司推出多项新产品，需持续进行人员投入，预计费用率基本保持稳定。

综上，考虑公司已预告 19 年将进行商誉减值，预计公司 19-21 年营收分别为 12.15、18.49、27.42 亿元，归母净利润分别为 -3.53、3.77、5.70 亿元，同比增速为 N/A、N/A、51.21%。

## 4.2 投资建议及估值

由于公司财税业务与热处理业务差异较大，我们采取分部估值法。A股上市公司中从事财税服务业务的公司有顺利办（无万得一致预测），从事SaaS服务业务的公司有石基信息、用友网络、广联达等，我们选取三家SaaS公司进行分析比较，参考三家公司PE水平及金财互联的自身增速，给予公司财税SaaS业务2020年50倍PE的估值，给予热处理业务20年15倍PE的估值。根据公司历史经营情况假设热处理业务净利率为10%，则20年公司热处理业务净利润0.56亿元，财税业务净利润3.21亿元，对应目标市值区间为168.90亿元，对应股价区间为21.68元，首次覆盖给予“买入”评级。

**图表 43：可比公司估值比较（市盈率法）**

| 代码         | 名称   | 股价(元) | EPS   |       |       | PE        |           |           |
|------------|------|-------|-------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|
|            |      |       | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
| 002153.SZ  | 石基信息 | 33.80 | 0.49  | 0.59  | 0.71  | 79        | 57        | 47        |
| 600588.SH  | 用友网络 | 29.30 | 0.34  | 0.44  | 0.57  | 82        | 67        | 52        |
| 002410.SZ  | 广联达  | 38.22 | 0.35  | 0.49  | 0.72  | 96        | 78        | 53        |
| <b>平均值</b> |      |       |       |       |       | <b>86</b> | <b>67</b> | <b>51</b> |
| 002530.SZ  | 金财互联 | 13.55 | -0.45 | 0.43  | 0.70  | -26       | 32        | 19        |

来源：Wind，国金证券研究所

## 五、风险提示

- **宏观经济大幅下滑，传统纳税服务业务受影响较大。**公司传统纳税saas业务主要服务于线下实体经济，若宏观经济出现大幅下滑，实体经济经营困难，对公司传统纳税服务业务会产生较大负面影响。
- **《电商法》执行不力，新商合规宝产品推广受挫。**《电商法》已于19年1月正式实行，但针对电商纳税的相关法规尚未严格执行，若未来相关法规持续执行不力，会对公司新商合规宝产品的推广产生负面影响。
- **市场竞争加剧的风险。**公司传统纳税服务业务的竞争对手有顺利办、税友集团等公司，同时航天信息等公司亦为财税体系提供相关解决方案和产品，随着电商纳税服务需求不断增长，各竞争对手也可能加紧研发推出相关产品，从而致使市场竞争加剧，导致公司相关业务的毛利率和增速下滑，进而影响公司的发展前景。
- **解禁风险。**公司19年12月4日和11月18日分别公告两笔限售股解禁，其中12月4日解禁78,947,539股，占公司总股本的10.13%，解禁股东为徐正军，本次解除限售股份的上市流通日为2019年12月9日；11月21日解禁313,732,593股，占公司总股本的40.04%，解禁股东为王金根、民生方欣1号集合资产管理计划、朱文明、曹锋、邓国庭、束昱辉、谢兵、徐锦宏，本次解除限售股份的上市流通日为2019年11月21日。此两次解除限售股份占公司股本比例较大，后续可能带来股东减持等风险。
- **商誉减值风险。**截至19年3季报，公司商誉值为18.17亿元，该商誉主要由并购方欣科技所产生，由于方欣科技业绩承诺期为16-18年，19年公司业务受到财政部44号文影响，业绩出现一定下滑，公司19年业绩预告已计提6亿商誉，仍有12.17亿商誉，未来存在继续商誉减值的风险。

### 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

|              | 2016  | 2017   | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E  |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 主营业务收入       | 484   | 998    | 1,264 | 1,215 | 1,849 | 2,742  |
| 增长率          |       | 106.2% | 26.7% | -3.9% | 52.2% | 48.3%  |
| 主营业务成本       | -321  | -542   | -655  | -623  | -859  | -1,203 |
| %销售收入        | 66.4% | 54.4%  | 51.9% | 51.2% | 46.4% | 43.9%  |
| 毛利           | 163   | 455    | 609   | 593   | 991   | 1,539  |
| %销售收入        | 33.6% | 45.6%  | 48.1% | 48.8% | 53.6% | 56.1%  |
| 营业税金及附加      | -8    | -9     | -11   | -10   | -16   | -23    |
| %销售收入        | 1.7%  | 0.9%   | 0.9%  | 0.9%  | 0.9%  | 0.9%   |
| 销售费用         | -24   | -39    | -58   | -56   | -78   | -115   |
| %销售收入        | 4.9%  | 4.0%   | 4.6%  | 4.6%  | 4.2%  | 4.2%   |
| 管理费用         | -79   | -160   | -143  | -140  | -194  | -315   |
| %销售收入        | 16.4% | 16.0%  | 11.3% | 11.5% | 10.5% | 11.5%  |
| 研发费用         | 0     | 0      | 0     | -67   | -78   | -143   |
| %销售收入        | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%  | 5.5%  | 4.2%  | 5.2%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 51    | 247    | 397   | 320   | 625   | 943    |
| %销售收入        | 10.6% | 24.7%  | 31.4% | 26.3% | 33.8% | 34.4%  |
| 财务费用         | -1    | 10     | -6    | -92   | -261  | -353   |
| %销售收入        | 0.3%  | -1.0%  | 0.5%  | 7.6%  | 14.1% | 12.9%  |
| 资产减值损失       | -8    | -16    | -26   | 0     | 0     | 0      |
| 公允价值变动收益     | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 投资收益         | 0     | 0      | 0     | 8     | 40    | 31     |
| %税前利润        | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%  | -2.2% | 9.5%  | 4.9%   |
| 营业利润         | 45    | 267    | 344   | -364  | 404   | 620    |
| 营业利润率        | 9.2%  | 26.8%  | 27.2% | n.a   | 21.8% | 22.6%  |
| 营业外收支        | 12    | 5      | 3     | 0     | 10    | 8      |
| 税前利润         | 57    | 272    | 347   | -364  | 414   | 628    |
| 利润率          | 11.8% | 27.3%  | 27.5% | n.a   | 22.4% | 22.9%  |
| 所得税          | 0     | 0      | 0     | 11    | -37   | -59    |
| 所得税率         | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%  | n.a   | 9.0%  | 9.3%   |
| 净利润          | 57    | 272    | 347   | -353  | 377   | 570    |
| 少数股东损益       | -2    | 10     | 24    | 0     | 0     | 0      |
| 归属于母公司的净利润   | 59    | 262    | 323   | -353  | 377   | 570    |
| 净利率          | 12.1% | 26.3%  | 25.6% | n.a   | 20.4% | 20.8%  |

资产负债表 (人民币百万元)

|                 | 2016         | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金            | 1,767        | 723          | 841          | 828          | 1,063        | 1,540        |
| 应收账款            | 274          | 447          | 584          | 659          | 982          | 1,450        |
| 存货              | 151          | 199          | 285          | 247          | 334          | 485          |
| 其他流动资产          | 28           | 1,085        | 519          | 697          | 810          | 953          |
| 流动资产            | 2,221        | 2,455        | 2,229        | 2,431        | 3,189        | 4,428        |
| %总资产            | 51.9%        | 51.2%        | 43.0%        | 44.7%        | 51.0%        | 58.9%        |
| 长期投资            | 116          | 194          | 233          | 236          | 236          | 237          |
| 固定资产            | 272          | 289          | 537          | 517          | 527          | 519          |
| %总资产            | 6.4%         | 6.0%         | 10.4%        | 9.5%         | 8.4%         | 6.9%         |
| 无形资产            | 1,659        | 1,842        | 2,172        | 2,256        | 2,299        | 2,338        |
| 非流动资产           | 2,056        | 2,338        | 2,959        | 3,009        | 3,061        | 3,094        |
| %总资产            | 48.1%        | 48.8%        | 57.0%        | 55.3%        | 49.0%        | 41.1%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>4,277</b> | <b>4,793</b> | <b>5,188</b> | <b>5,440</b> | <b>6,250</b> | <b>7,523</b> |
| 短期借款            | 187          | 223          | 91           | 923          | 1,098        | 1,494        |
| 应付款项            | 259          | 451          | 593          | 408          | 612          | 888          |
| 其他流动负债          | 27           | 46           | 50           | 10           | 58           | 88           |
| 流动负债            | 472          | 720          | 734          | 1,341        | 1,768        | 2,470        |
| 长期贷款            | 0            | 2            | 89           | 89           | 89           | 89           |
| 其他长期负债          | 32           | 30           | 31           | 28           | 32           | 32           |
| 负债              | 504          | 752          | 854          | 1,458        | 1,889        | 2,592        |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>3,702</b> | <b>3,932</b> | <b>4,181</b> | <b>3,829</b> | <b>4,208</b> | <b>4,778</b> |
| 其中：股本           | 491          | 491          | 785          | 779          | 779          | 779          |
| 未分配利润           | 228          | 457          | 718          | 364          | 741          | 1,311        |
| 少数股东权益          | 71           | 110          | 153          | 153          | 153          | 153          |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>4,277</b> | <b>4,793</b> | <b>5,188</b> | <b>5,440</b> | <b>6,250</b> | <b>7,523</b> |

比率分析

|               | 2016    | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E  | 2021E  |
|---------------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |        |        |
| 每股收益          | 0.119   | 0.534   | 0.412   | -0.453  | 0.484  | 0.731  |
| 每股净资产         | 7.543   | 8.012   | 5.325   | 4.914   | 5.401  | 6.132  |
| 每股经营现金净流      | 0.250   | 0.724   | 0.469   | 0.165   | 0.338  | 0.396  |
| 每股股利          | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000  | 0.000  |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |        |        |
| 净资产收益率        | 1.58%   | 6.67%   | 7.73%   | -9.22%  | 8.95%  | 11.92% |
| 总资产收益率        | 1.37%   | 5.47%   | 6.23%   | -6.49%  | 6.03%  | 7.57%  |
| 投入资本收益率       | 1.29%   | 5.77%   | 8.77%   | 6.20%   | 10.24% | 13.10% |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |        |        |
| 主营业务收入增长率     | 11.28%  | 106.21% | 26.70%  | -3.85%  | 52.17% | 48.27% |
| EBIT增长率       | 48.01%  | 381.76% | 60.76%  | -19.41% | 95.61% | 50.78% |
| 净利润增长率        | 38.17%  | 347.61% | 23.33%  | N/A     | N/A    | 51.21% |
| 总资产增长率        | 340.65% | 12.07%  | 8.23%   | 4.87%   | 14.88% | 20.36% |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |        |        |
| 应收账款周转天数      | 133.4   | 107.7   | 127.0   | 176.0   | 172.0  | 171.0  |
| 存货周转天数        | 181.8   | 118.0   | 134.8   | 145.0   | 142.0  | 147.0  |
| 应付账款周转天数      | 103.2   | 99.9    | 94.2    | 65.0    | 73.0   | 73.0   |
| 固定资产周转天数      | 183.1   | 97.5    | 144.2   | 150.6   | 98.5   | 64.0   |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |        |        |
| 净负债/股东权益      | -41.89% | -12.32% | -15.25% | -0.40%  | -2.99% | -5.41% |
| EBIT利息保障倍数    | 42.0    | -25.1   | 64.7    | 3.5     | 2.4    | 2.7    |
| 资产负债率         | 11.80%  | 15.69%  | 16.45%  | 26.80%  | 30.22% | 34.45% |

现金流量表 (人民币百万元)

|                 | 2016         | 2017          | 2018        | 2019E       | 2020E       | 2021E       |
|-----------------|--------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润             | 45           | 241           | 315         | -353        | 377         | 570         |
| 少数股东损益          | -2           | 10            | 24          | 0           | 0           | 0           |
| 非现金支出           | 35           | 57            | 74          | 73          | 81          | 88          |
| 非经营收益           | 1            | -14           | -22         | 648         | 22          | 51          |
| 营运资金变动          | 42           | 73            | 2           | -240        | -217        | -401        |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>122</b>   | <b>356</b>    | <b>368</b>  | <b>129</b>  | <b>263</b>  | <b>308</b>  |
| 资本开支            | 0            | 0             | 0           | -737        | -123        | -112        |
| 投资              | 60           | -223          | -43         | -202        | -52         | -56         |
| 其他              | 3            | -923          | 626         | 8           | 39          | 31          |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>63</b>    | <b>-1,147</b> | <b>583</b>  | <b>-931</b> | <b>-136</b> | <b>-137</b> |
| 股权募资            | 1,166        | 0             | 19          | 0           | 0           | 0           |
| 债权募资            | 141          | 36            | -150        | 828         | 179         | 397         |
| 其他              | 6            | 1             | -215        | -39         | -72         | -91         |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>1,313</b> | <b>38</b>     | <b>-346</b> | <b>789</b>  | <b>108</b>  | <b>306</b>  |
| <b>现金净流量</b>    | <b>1,499</b> | <b>-754</b>   | <b>605</b>  | <b>-13</b>  | <b>235</b>  | <b>477</b>  |

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期 | 一周内         | 一月内         | 二月内         | 三月内         | 六月内         |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0           | 2           | 2           | 3           | 3           |
| 增持 | 0           | 0           | 0           | 0           | 1           |
| 中性 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 评分 | <b>0.00</b> | <b>1.00</b> | <b>1.00</b> | <b>1.00</b> | <b>1.25</b> |

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7GH