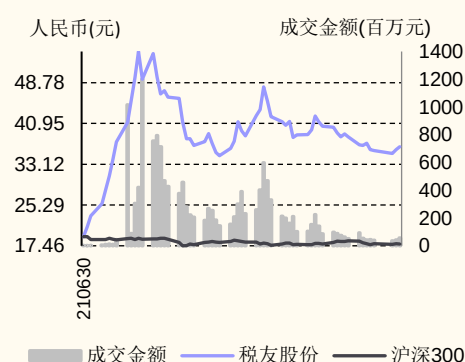


税友股份 (603171.SH) 买入 (首次评级)
公司深度研究

市场价格 (人民币): 36.48 元
 目标价格 (人民币): 44.12-44.12 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.06
已上市流通 A 股(亿股)	0.41
总市值(亿元)	148.07
年内股价最高最低(元)	54.78/19.20
沪深 300 指数	4849
上证指数	3613


2G+2B 双轮驱动，财税信息化乘云起航
公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,398	1,541	1,758	2,027	2,355
营业收入增长率	7.49%	10.23%	14.08%	15.29%	16.21%
归母净利润(百万元)	284	302	307	357	417
归母净利润增长率	4.14%	6.41%	1.46%	16.38%	16.73%
摊薄每股收益(元)	0.778	0.827	0.756	0.879	1.026
每股经营性现金流净额	0.61	0.85	0.07	0.84	1.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.34%	17.00%	12.47%	13.35%	14.25%
P/E	n/a	n/a	48.28	41.49	35.54
P/B	n/a	n/a	6.02	5.54	5.06

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是国内领先的税务 IT 供应商，对税收政策的理解和客户积淀打造核心竞争力。**我国税法自由裁量权大，公司深耕税务信息化领域 20 年，服务税务机关、纳税企业与财税中介，对税法及相关政策洞察深刻，产品模块覆盖全面。研发费用率 20%+，研发人员占比 50%+，行业领先。公司同时采用线下+线上销售模式，熟客推荐率 62%，销售费用率不到 10%，低于行业平均约 10 PP，盈利性强。公司今年 6 月上市，发行价 13.33 元，总数不超过 4059 万股，募集资金总额约 5.4 亿元，将投入产品升级改造、研发中心建设项目，有利于把握税务信息化趋势，进一步提升综合竞争力。
- **税务机关管理需求提升，中标金税三期核心项目，有望在金税四期获益。**我国财税信息化建设向全国、全面、“云化、智能化”发展，复杂性成倍增长，对服务商的技术实力和业务经验提出更高的要求。我们认为云计算、AI 等技术会加剧行业变革，唯有技术实力过硬、兼备税务与 IT 综合专业积淀的厂商能在激烈的市场竞争中胜出。金税四期启动建设，管理范围从纳税企业扩大到个人，从纳税环节扩大到非税，将带来更多机遇。公司作为金税三期核心承建商（份额>30%，第二），预计未来三年 G 端业务 CAGR 25%+。
- **企业税务信息化市场空间广阔，差异化市场定位与分层销售战略有利于提高客户满意度和粘性。**我国实有市场主体保持 12% 的净增速，国内企业财税信息化渗透率约 30%，测算当前市场规模约 295 亿元，对比海外仍有一倍提升空间。公司针对不同规模客户群体采用分层战略，重点布局大中型企业，并引导小 B 客户向财税代理转移。除税务流程 SaaS 产品外还提供税务筹划、财税培训及学习交流平台、人事薪税产品，提升客户粘性与满意度。预计未来代账机构客单价从 535 元提升至 600 元，公司总营收 CAGR 15%+。

投资建议与估值

- 我们预计 21-23 年公司营收分别为 17.58/20.27/23.55 亿元，同比增长 14.08%/15.29%/16.21%；归母净利润 3.07/3.57/4.17 亿元，同比增长 1.46%/16.38%/16.73%。给予 22 年 50 倍 PE，合理市值 179 亿元，仍有 20.9% 上升空间。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 税务部门资本开支不达预期、市场竞争激烈、企业端市场拓展不及预期、新税收政策落地迟缓、募投项目进展不及预期、技术研发或遇瓶颈。

罗露

分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
 luolu@gjzq.com.cn

邵艺开

联系人
 shaoyikai@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

1) 金税四期带动未来三年 25%及以上政府采购营业收入增长。2021 年起疫情恢复,企业客户数恢复正增长,最终公司综合营业收入增速约 15%。

2) 伴随技术迭代与硬件投入占比下降,产生规模效应,成本率维稳或小幅下降。因产品结构变化,公司未来三年综合毛利率小幅下滑。

3) 公司募集资金后将投入产品研发,假设今年研发费用率提升至 23.5%,其余费用率基本持平,后续随着公司经营效率提升,费用率小幅下滑。

■ 我们区别于市场的观点

市场以公司覆盖为主,主要对公司产品展开详细介绍。

我们的观点:技术变革使税务信息化行业发生结构性变化,并对市场空间进行测算。未详细展开介绍各产品模块,聚焦对公司战略和竞争优势的分析。

■ 股价上涨的催化因素

税务信息化渗透率提升、税务部门 IT 支出增加、公司产品价格上涨、公司产品研发实现重大突破、税收政策发生有利变化。

■ 估值和目标价格

我们预计 21-23 年公司营收分别为 17.58/20.27/23.55 亿元,同比增长 14.08%/15.29%/16.21%;归母净利润 3.07/3.57/4.17 亿元,同比增长 1.46%/16.38%/16.73%。采用 PE 进行估值,对标航天信息、中国软件等可比公司,考虑到公司所处的税务信息化赛道未来市场空间广阔,且公司基本面稳固,战略布局有望提升获客能力与续费率,给予 22 年 50 倍 PE,合理市值 179 亿元,目标价 44.12 元,仍有 20.9%上升空间。首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

1) 税务部门资本开支不达预期

若国内疫情形势加剧,税务部门将缩减开支,暂缓资本投入,推迟各类税务建设项目,项目数量减少将影响公司营收。

2) 市场竞争激烈,企业端市场拓展不及预期

行业竞争者增加导致竞争加剧,新入竞争者或通过价格战争夺客户,可能导致公司成本增加,产品毛利减少。

3) 新税收政策落地迟缓

税制改革在全国范围内落实需要时间,若企业财税人员未能及时解读新政,仍沿用过时的财税理念,将影响公司新产品推广。

4) 募投项目进展不及预期,技术研发或遇瓶颈

若募投项目无法及时实现技术突破获得预期进展,公司需额外加大人力物力投入,增大成本负担。同行业竞争公司可能抢先发布新产品,面临客户流失,市场份额减少的风险。

内容目录

投资要件	2
1. 深耕税务信息化二十年，2G+2B 双轮驱动增长	5
1.1 专注税务信息化，发展前景广阔	5
1.2 业务布局政府端和企业端，行业洞察深刻，产品覆盖全面	6
1.3 技术+服务打造行业领先地位	9
2. G 端业务发展稳健，前期业务布局有望带来竞争优势	10
2.1 技术变革催化财税部门管理要求提升	10
2.2 金税三期核心系统中标，金税四期建设需求有望释放	10
2.3 G 端营收稳步提升，毛利率有所改善且高于同行	12
3. B 端市场空间广阔，公司战略定位中小企业赋能，有望乘云起航	13
3.1 技术变革与税改推动我国企业财税信息化渗透率提升，未来空间广阔 ..	13
3.2 分层销售战略提升经营效率与客户粘性	16
3.3 差异化市场定位，未来空间广阔	18
4. 盈利预测及估值	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议与估值	22
5. 风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司发展历程图	5
图表 2: 中国财税信息化市场规模复合增速约 9%	5
图表 3: 企业财税信息化比重有望提升	5
图表 4: 2018-2021H1 公司主营业务收入拆分（亿元）	6
图表 5: 2018-2021H1 公司主营业务毛利拆分（亿元）	6
图表 6: 税务系统开发与运维业务构成	7
图表 7: 企业财税综合服务业务构成	8
图表 8: 与同行相比公司的税务信息化软件功能模块最为全面	8
图表 9: 2018-2021H1 公司研发费用率领先	9
图表 10: 2020 年公司研发人员占比领先	9
图表 12: 公司募投项目投入金额及占比（亿元，%）	9
图表 13: 税务信息化发展历程	10
图表 14: 2010-2021H1 金税三期中标项目数	11
图表 15: 2010-2021H1 金税三期中标项目金额（亿元）	11
图表 16: 2021H1 公司中标项目举例	11
图表 17: 金税四期在金税三期基础上管理范围与技术要求提升显著	12
图表 18: 金税四期决策指挥系统的主体功能和配套功能	12
图表 19: 2018-2021H1 公司 G 端营收情况（亿元）	13

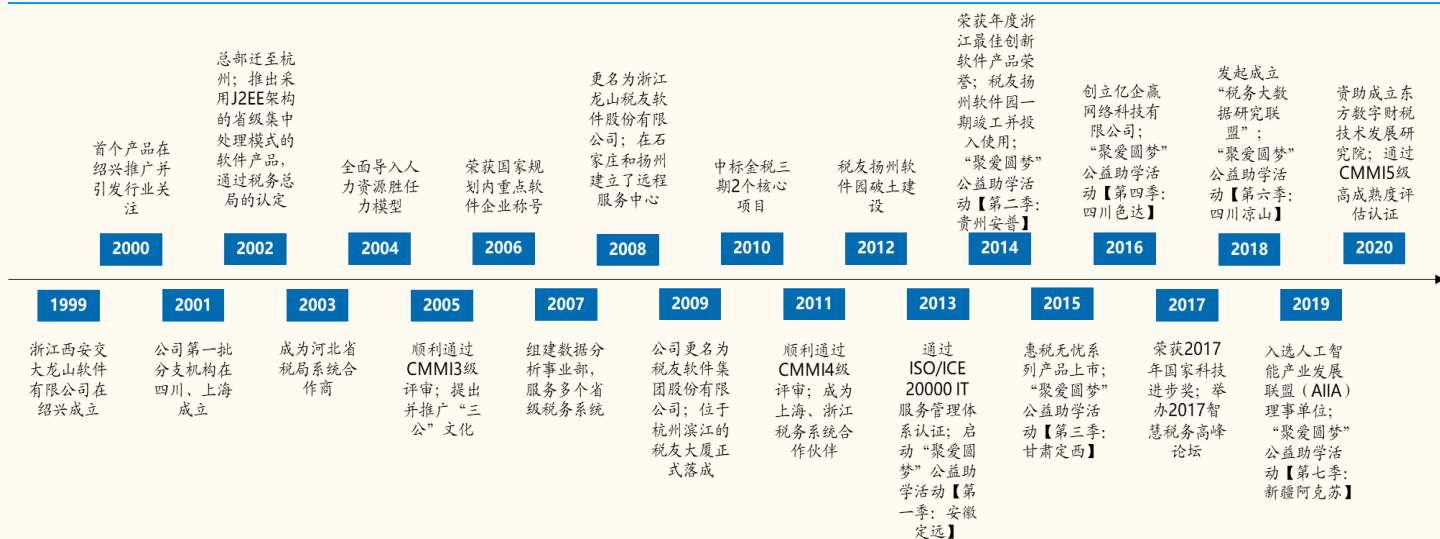
图表 20: 公司 G 端营收拆分情况 (亿元)	13
图表 21: 2018-2021H1G 端毛利率同行业对比	13
图表 22: 企业财税信息化发展历程.....	14
图表 23: 过去三年税法相关文件与政策举例	14
图表 24: 2016-2020 全国实有市场主体发展情况 (百万户)	15
图表 25: 中国企业税务信息化市场规模测算	15
图表 26: 公司不同规模的客户抗风险能力及需求.....	16
图表 27: 18-20 亿企助手及亿企代账收入对比 (亿元)	16
图表 28: 18-20 亿企代账收款对象收入对比 (百万元)	16
图表 29: 2018-2020 公司 B 端会员数及续费率	17
图表 30: 2018-2020 公司 B 端收款金额及客单价	17
图表 31: 18-20 亿企助手月活用户数 (万家)	17
图表 32: 18-20 亿企代账月活用户数 (万家)	17
图表 33: 18-21H1B 端业务毛利率同行业对比	18
图表 34: 18-20 亿企助手毛利拆分 (百万元)	19
图表 35: 18-20 亿企代账毛利拆分 (百万元)	19
图表 36: 亿企助手不同模块的订购数量 (万个)	19
图表 37: 亿企学会财税培训场次及人次	20
图表 38: 亿企学会财税培训金额	20
图表 39: 公司主要科目盈利预测	20
图表 40: 可比公司估值.....	22

1. 深耕税务信息化二十年，2G+2B 双轮驱动增长

1.1 专注税务信息化，发展前景广阔

公司成立于 1999 年，是国内领先的财税信息化综合服务提供商，为税务机关提供税务系统开发与运维，为纳税企业和财税中介提供互联网财税综合服务。公司首个产品在绍兴推广，第一批分支机构在四川、上海成立，2002 年通过税务总局的认证，2010 年中标金税三期 2 个核心项目，业务逐渐向全国扩张。深耕税务信息化二十年，发起成立“税务大数据研究联盟”、资助成立东方数字财税技术发展研究院等，打磨产品力与行业口碑。

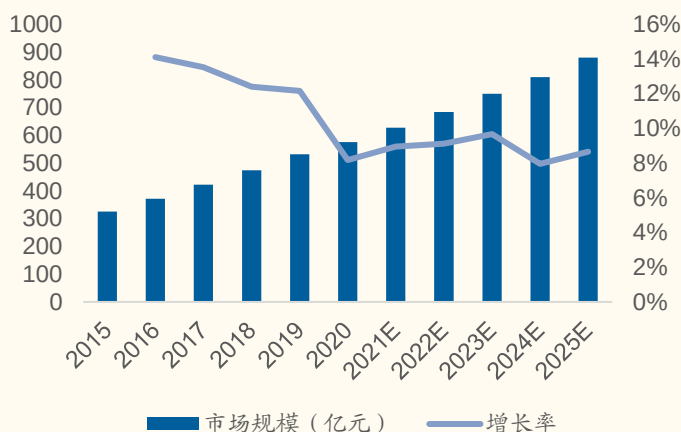
图表 1：公司发展历程图



来源：公司官网，国金证券研究所

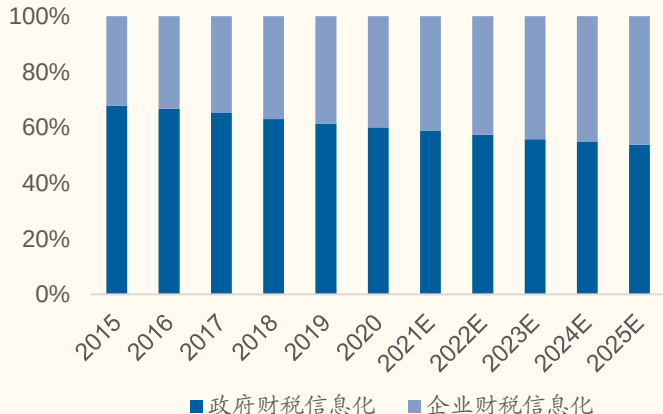
据智研咨询测算，中国财税信息化市场规模仍有较大发展空间：2020 年市场规模达 575 亿元，预计未来可实现近 9% 的年化增长率，2025 年有望突破 880 亿元。其中，企业财税信息化比重预计将从 2020 年 40% 提升至 2025 年 46%。公司以“引领智慧税务，共创财税价值”为发展使命，成立至今获多项荣誉及认证，业务服务受市场广泛认可，有望把握行业机遇，在稳步扩张的市场中创造更大的价值。

图表 2：中国财税信息化市场规模复合增速约 9%



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 3：企业财税信息化比重有望提升

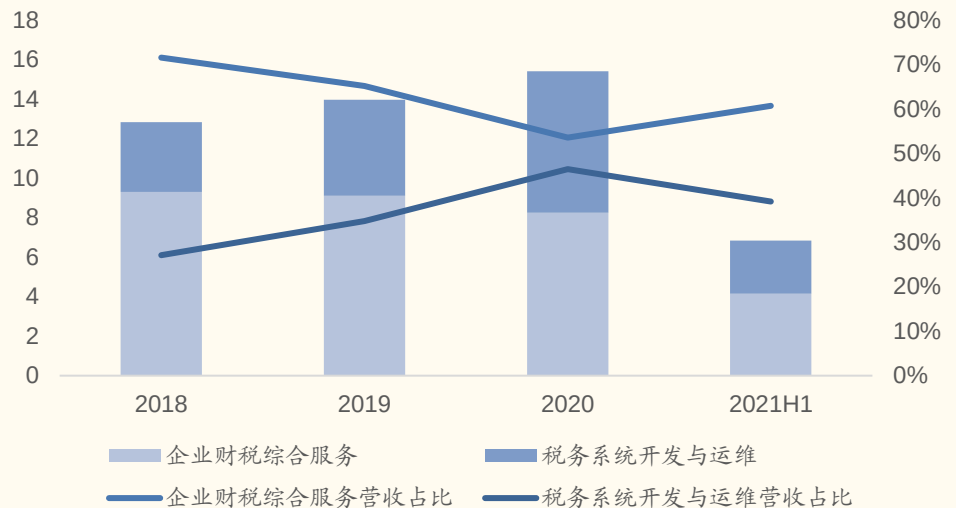


来源：智研咨询，国金证券研究所

1.2 业务布局政府端和企业端，行业洞察深刻，产品覆盖全面

公司同时为政府端和企业端提供服务。2018年至2021上半年B端营收占比均超50%，贡献主要收入来源。由于公司调整B端经营策略，且2020年受新冠疫情影响，B端业务营收占比53.51%，较18年下降17PP。同时，因政府不断加大税制改革力度、金税三期持续升级需求等利好机遇，G端营收占比上升至46.42%，较18年提高19.34PP。2021年上半年，国内疫情趋于稳定，公司积极恢复企业端业务，B端业务营收占比恢复至60.68%。

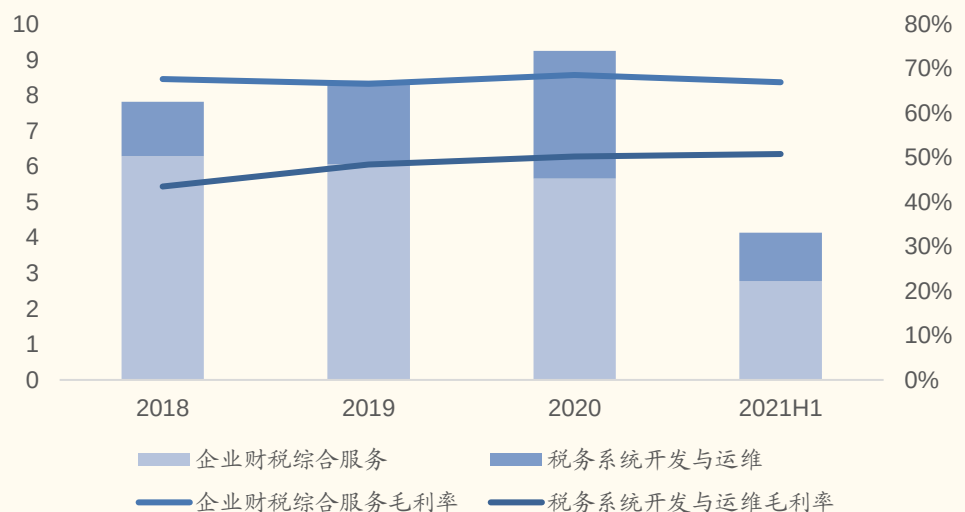
图表4：2018-2021H1公司主营业务收入拆分（亿元）



来源：公司招股书，公司财报，国金证券研究所

从毛利情况看B端业务毛利率较高，G端业务毛利率稳步提升。因G端业务定制化程度高，成本投入高，而B端业务产品标准化程度高，因此B端毛利率高于G端毛利率。公司B端业务发展成熟，且公司不断调整经营策略，即便在外部环境低迷（19年国内经济发展放缓及20年新冠疫情影响）的情况下毛利率仍能稳定在66%。公司G端业务得益于公司项目经验的积累和核心技术的突破，毛利率有所提升，2021H1年达50.78%，较18年全年G端毛利率提升7.3PP。

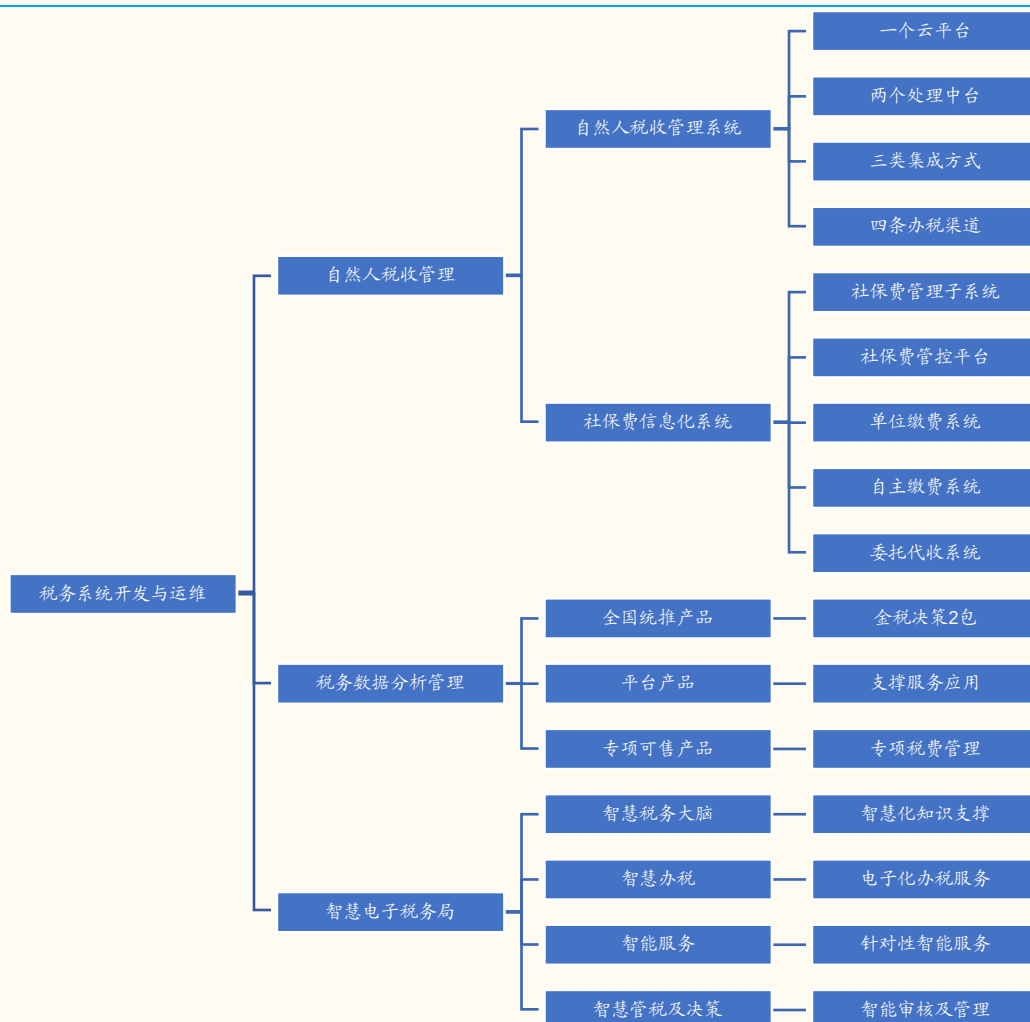
图表5：2018-2021H1公司主营业务毛利拆分（亿元）



来源：公司招股书，公司财报，国金证券研究所

G 端业务主要涵盖自然人纳税管理、税务数据分析管理、智慧电子税务局三大板块。公司以“税友”为品牌，顺应国家财税体制改革战略导向和财税信息化发展趋势，通过对业务变革的研究，凭借领先的技术优势和成熟的应用经验，服务税务机关部门，以提高税收征管效率，减少税源流失，实现智慧征管和决策。

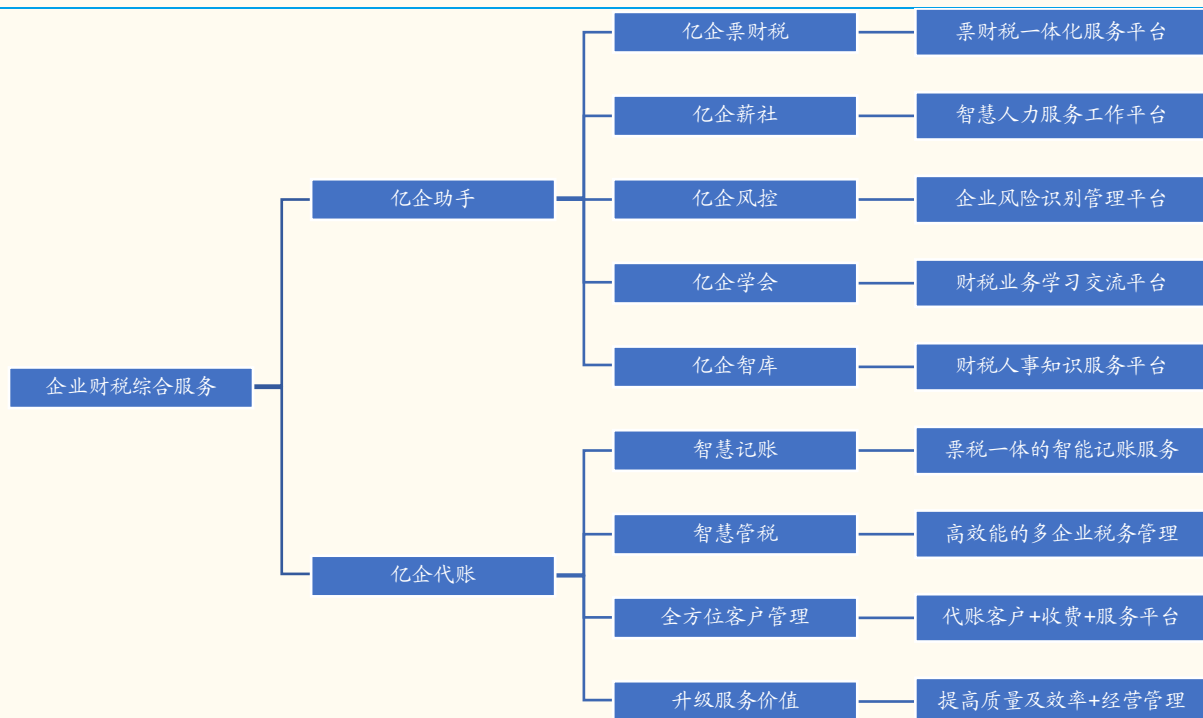
图表 6：税务系统开发与运维业务构成



来源：公司招股书，国金证券研究所

B 端业务划分两大板块。公司企业财税综合服务产品包括面向自主办税企业的“亿企助手”产品平台和面向代账中介机构的“亿企代账”产品平台，强化中后台业务数据、业务规则的归集分析能力，以智能化的票、财、税工具帮助中小微企业正确记账、规范纳税，提升财税事务处理效率。

图表 7：企业财税综合服务业务构成



来源：公司招股书，国金证券研究所

公司兼顾 G 端和 B 端客户的税务信息化，细分业务和产品矩阵覆盖全面。G 端业务公司独家中标多个板块业务，如自然人税收管理（个人所得税部分），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，并支撑国家税务总局和全国税务部门工作人员的业务开展，为公司未来在自然人税收服务领域的持续发力奠定基础。B 端业务公司实现票财税一体化，既为自助办税企业提供智慧记账服务，也为代账中介机构提供代账平台。此外，公司独有的智能薪社管理平台-亿企薪社，是服务小 B 客户的集人员管理、工资管理、个税管理、员工服务一体的高效工具。

图表 8：与同行相比公司的税务信息化软件功能模块最为全面

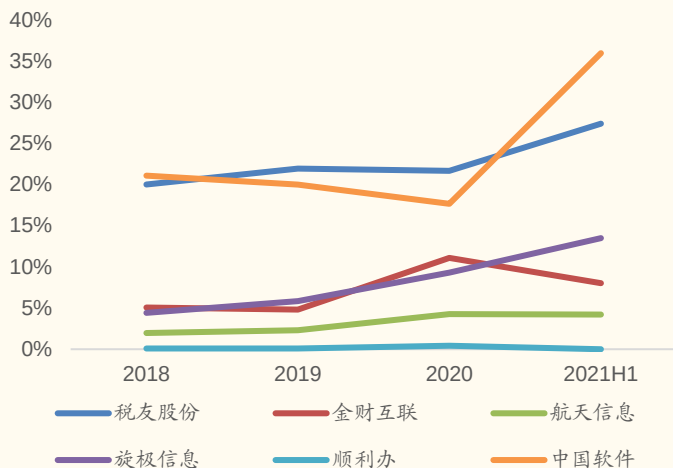
		税友股份	航天信息	金财互联	中国软件	旋极信息	顺利办	金蝶国际	用友网络
G 端业务	智慧电子税务局	√	√	√	√				
	自然人税收管理	√							
	社保费征管与缴费系统	√		√	√				
	税务大数据平台	√	√		√				
	风险管理系统	√	√						
	纳税信用管理系统	√							
	稽查指挥平台	√							
	大企业税务审计平台	√							
	纳税人网络学校			√					
	电子发票区块链平台			√					
B 端业务	增值税防伪税控系统		√						
	税务执法公示平台				√				
	智能记账服务	√	√	√	√	√	√	√	√
	智能代账服务	√	√	√		√	√		
	智能办税服务	√	√			√	√		√
	智能薪社管理服务	√							
	智能风控服务	√		√				√	√
	税务培训服务	√	√	√					
	咨询服务	√	√				√		
	智能开票服务		√			√		√	
	智能收付款服务							√	
	智能报告服务							√	

来源：公司招股书，各公司官网，国金证券研究所

1.3 技术+服务打造行业领先地位

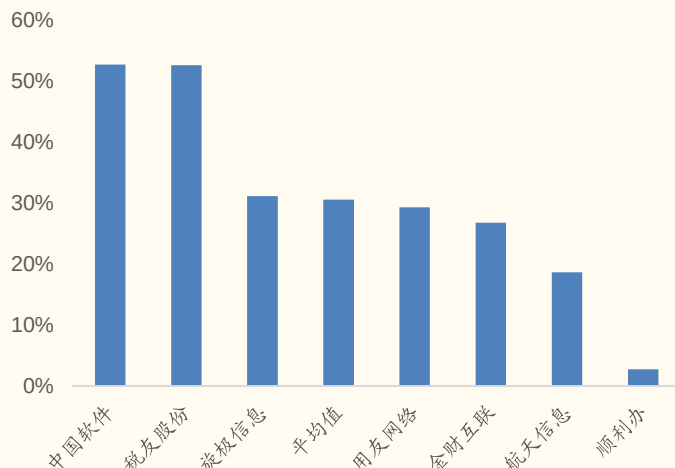
公司持续加大研发投入，研发费用率与研发人员占比高于行业平均水平。21年上半年研发费用投入1.87亿元，同比增长12.72%。研发费用率维持20%以上，高于行业平均水平近10PP，当前仅次于中国软件。公司2020年研发人员占比达52.57%，行业领先，以0.08PP的微小差距仅次于中国软件，超行业平均22.04PP。目前公司拥有超过3000名技术人员，且核心研发人员大多具备多年互联网、软件行业、财税服务的复合工作经历，行业经验丰富，对行业技术发展趋势的洞见能力较强。优秀强大的人才队伍及不断强化的研发投入使得公司在产品内容创新、技术服务能力上具备较大优势。同时公司在全国自建200多网点响应客户服务，市场认可度高。

图表9：2018-2021H1 公司研发费用率领先



来源：公司招股书，公司财报，国金证券研究所

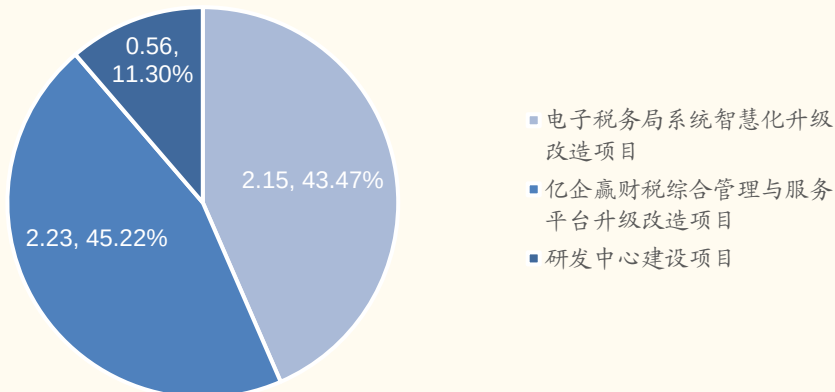
图表10：2020 年公司研发人员占比领先



来源：公司招股书，公司财报，国金证券研究所

公司于2021年6月上市，公开发行股票总数不超过4059万股，发行价格为13.33元，募集资金总额约5.4亿元，实际募集资金扣除发行费用后的净额将用于以下项目建设：电子税务局系统智慧化升级改造项目、亿企赢财税综合管理与服务平台升级改造项目、研发中心建设项目。公司本次募集资金主要用于产品升级改造，有利于进一步加强产品力和在智慧电子税务局、税务大数据、大风控、大信用领域的领先地位，并进一步提升公司在企业级财税服务领域的专业能力、品牌知名度与市场占有率。

图表11：公司募投项目投入金额及占比（亿元，%）



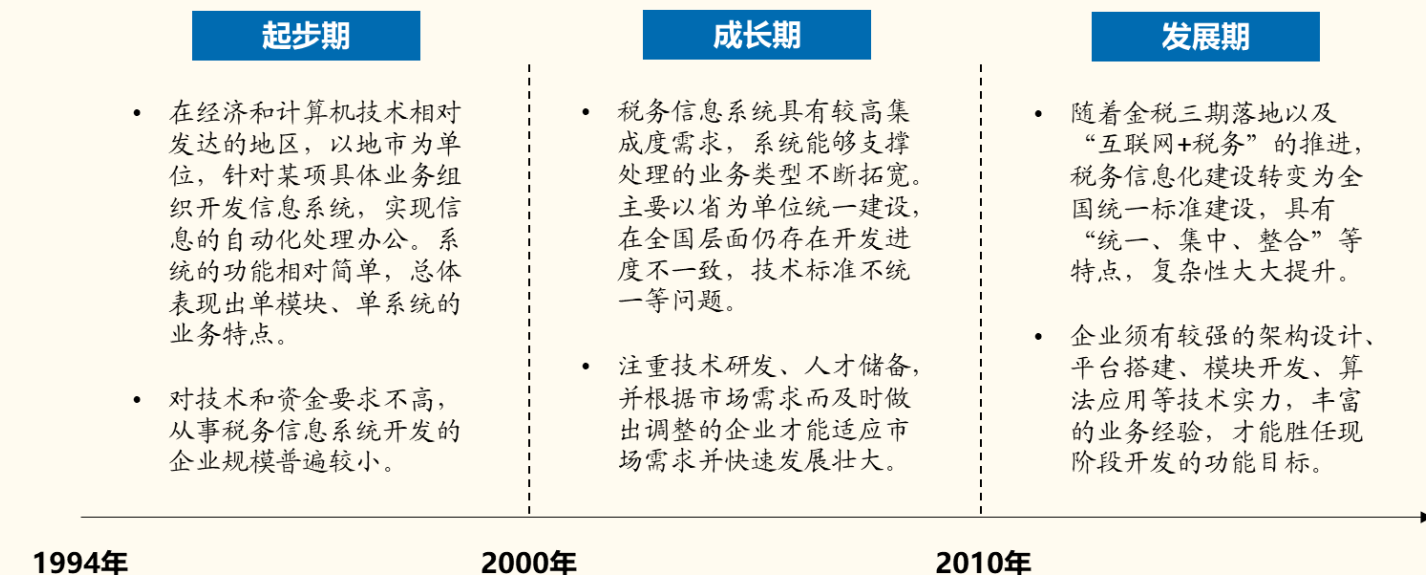
来源：公司招股书，国金证券研究所

2. G 端业务发展稳健，前期业务布局有望带来竞争优势

2.1 技术变革催化财税部门管理要求提升

我国财税信息化建设向全国、全面、“云化、智能化”发展。我国财税信息化建设始于 20 世纪 90 年代初，主要经历起步期、成长期、发展期三个阶段。业务系统从单模块、单系统，发展至金税三期后统一、集中、整合，并对技术架构、算法应用等方面提出更高要求；建设主体从经济和 IT 相对发达的地市向全国税务总局集中，复杂性成倍增长，对服务商的技术实力和业务经验提出了更高的要求。整体发展过程中经历技术实力不强的小厂商被出清、市场份额集中度提升。我们认为云计算、AI 等技术会加剧行业变革，唯有税友股份等技术实力过硬、兼备税务与 IT 综合专业积淀的厂商有望在激烈的市场竞争中胜出。

图表 12：税务信息化发展历程

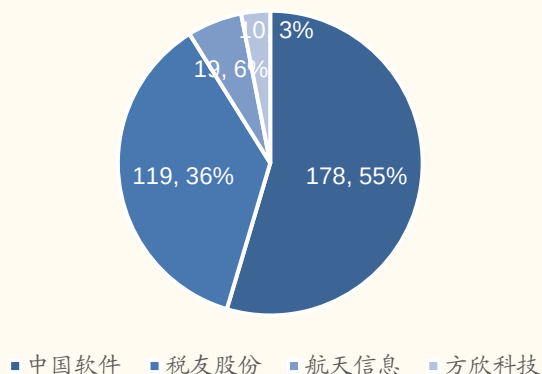


来源：公司招股书，国金证券研究所

2.2 金税三期核心系统中标，金税四期建设需求有望释放

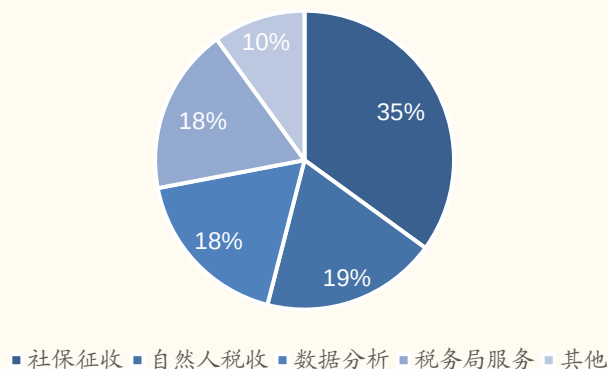
金税三期持续升级需求，公司作为金税三期承建商有望持续受益。在税务信息化的成长期，国家税务总局提出了以“一个平台，两级处理，三个覆盖，四个系统”为建设目标的金税工程三期规划。应国家税务总局的要求，金税三期相关项目在全国 36 个省市（自治区、直辖市、计划单列市）税务局内逐步推广。公司 05 年就开始参与税务总局个人所得税的相关项目，中标个人所得税基础信息管理系统，深刻把握客户需求，厚积薄发，凭借领先的技术优势和成熟的应用经验独家承建国家金税三期工程核心项目（管理决策分析平台（第 2 包）和个人税收管理系统）。使得公司税局客户已经覆盖到了全国 36 个省市，中标项目数量与金额全国领先。

图表 13: 2010-2021H1 金税三期中标项目数



来源: 中国政府采购网, 国金证券研究所

图表 14: 2021H1 税务局分模块采购金额比重



来源: 中国政府采购网, 国金证券研究所

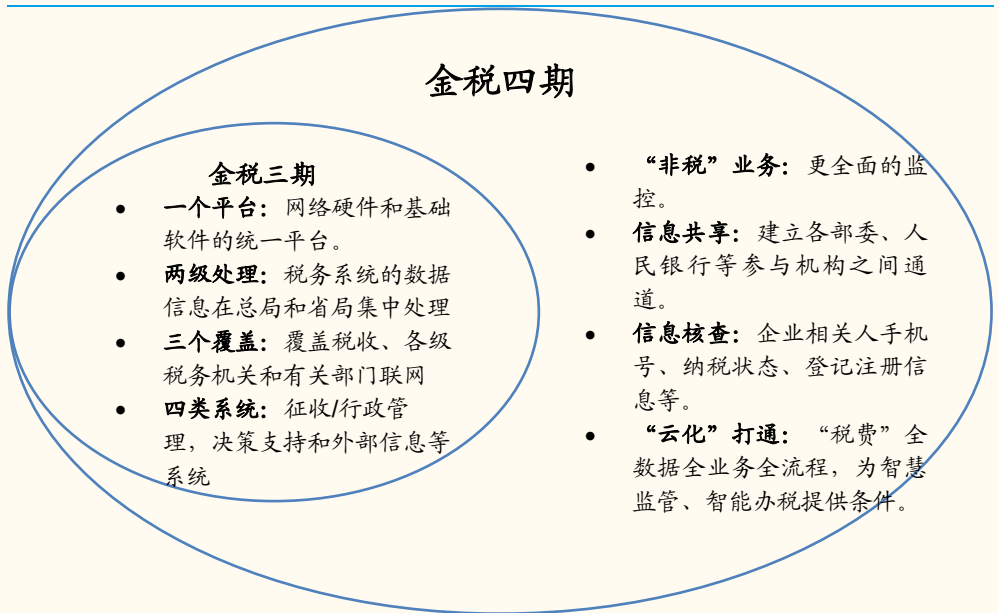
图表 15: 2021 年以来公司中标项目举例

项目名称	中标日期	金额 (万元)
国家税务总局江西省税务局金税三期系统运维服务二包项目中标公告	2021 年 09 月 16 日	215.86
国家税务总局甘肃省税务局金税三期相关系统运维项目中标公告	2021 年 09 月 14 日	474.42
国家税务总局山西省税务局金税三期决策二包等系统运维项目中标公告	2021 年 09 月 13 日	463.50
国家税务总局湖北省税务局 2022 年度金税三期相关系统服务项目	2021 年 09 月 08 日	280.80
国家税务总局江苏省税务局金税三期系统等系统软件运维项目	2021 年 09 月 02 日	1,239.65
国家税务总局海南省税务局金税三期系统运维项目	2021 年 09 月 01 日	129.54
国家税务总局黑龙江省税务局金税三期核心业务系统运维服务项目	2021 年 08 月 10 日	275.88
国家税务总局福建省税务局金税三期应用系统运维服务项目	2021 年 07 月 29 日	309.60
国家税务总局山东省税务局金税三期决策二包等系统运维服务项目	2021 年 07 月 06 日	502.90
国家税务总局大连市税务局金税三期运维服务项目	2021 年 06 月 23 日	107.00
国家税务总局南京市税务局金税三期系统社保费软件运维服务	2021 年 06 月 18 日	39.30
国家税务总局青岛市税务局金税三期核心征管等系统运维采购项目	2021 年 04 月 01 日	212.80
国家税务总局陕西省税务局金税三期核心征管等系统运维服务项目	2021 年 01 月 22 日	395.88
国家税务总局西藏自治区税务局金税三期税费征管业务系统整合运维采购项目	2021 年 01 月 12 日	276.40
合计		5171.52

来源: 中国政府采购网, 国金证券研究所

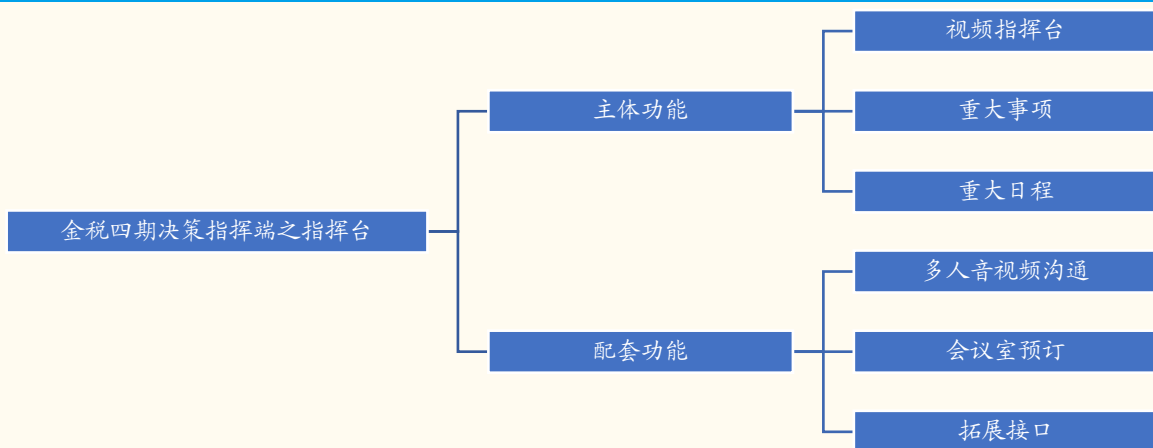
金税四期启动建设, 带来更多机遇。金税三期实现“国地税”数据的大统一, 对税务系统业务流程全监控。金税四期则将纳入“非税”业务, 搭建各部委、人民银行以及银行等参与机构之间信息共享和核查的通道, 实现多维化、全方位的全流程监控。增强内部控制监督平台的建设, 重点实现数据共享、智慧税务和智慧监管, 实现每个市场主体在全国范围内全业务全流程的“数据画像”。**数据安全、风险分析、决策研判将成为技术难点和业务重点, 存在较大的技术壁垒。**金税四期建设对服务商在大数据、人工智能、云计算等先进技术领域提出更高要求, 公司深厚的项目经验和储备能带来竞争优势。公司在金税三期中标的个人所得税项目在全国范围完全按照云化、数字化理念建设, 积累了技术和服务经验, 获得客户背书, 为参与金税四期做了很大的铺垫, G 端业绩有望得到新一轮增长。

图表 16：金税四期在金税三期基础上管理范围与技术要求提升显著



来源：中国政府采购网，国金证券研究所

图表 17：金税四期决策指挥系统的主体功能和配套功能

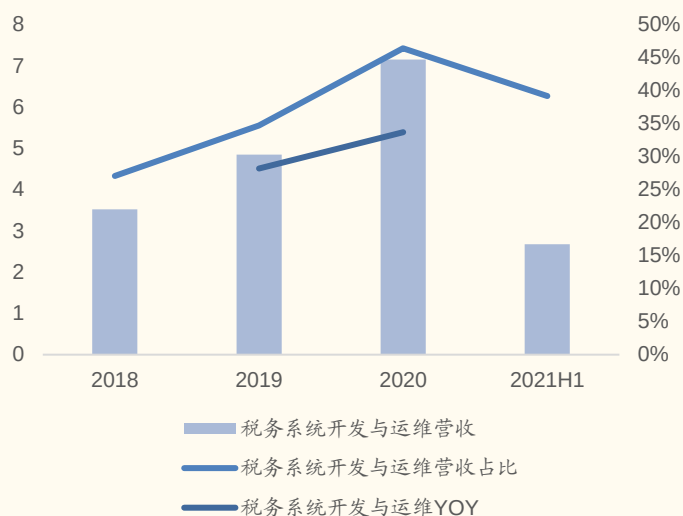


来源：中国政府采购网，国金证券研究所

2.3 G 端营收稳步提升，毛利率有所改善且高于同行

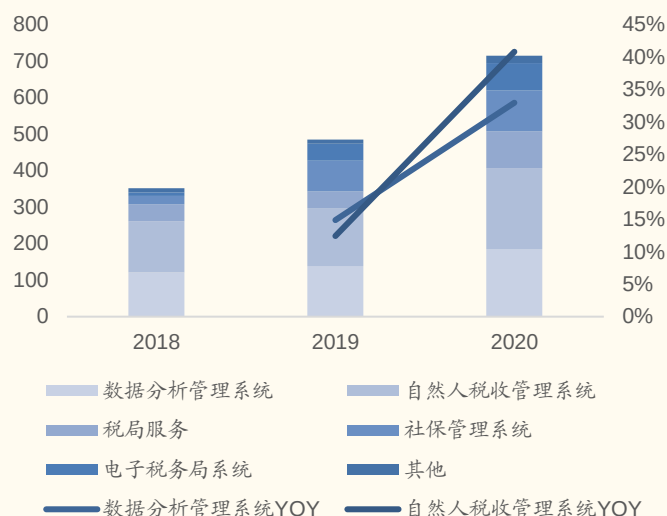
公司紧跟国家税务信息化建设步伐，优化产品与解决方案，实现收入增长。因 G 端项目验收多在年底进行，存在季节性波动的特征，2021 上半年营收占比较去年全年略有下降。从收入结构看，数据分析管理系统和自然人税收管理系统为 G 端业务收入主要来源。自公司 2010 年中标金税三期工程核心项目以来，不断为国家税务总局更新完善决策分析平台系统和自然人税收管理系统。以前大数据分析偏滞后管理，现在既有稽查深化，又有宏观经济分析，有望从税收数据中进行政策的匹配性分析、宏观经济税源可持续分析、预测分析等。税务管理对象也从企业法人扩展到自然人。我们判断数据分析管理系统和自然人税收管理系统收入贡献比重将持续提升。

图表 18: 2018-2021H1 公司 G 端营收情况 (亿元)



来源: 公司招股书, 公司财报, 国金证券研究所

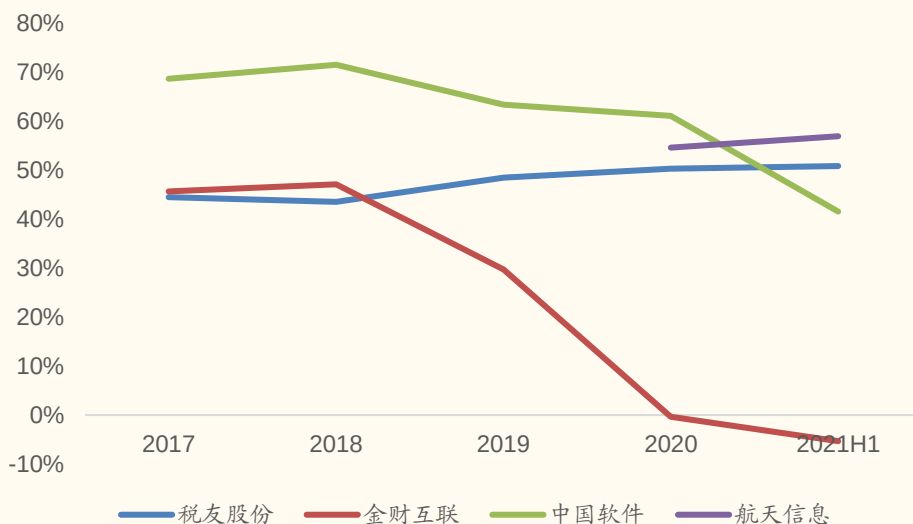
图表 19: 公司 G 端营收拆分情况 (亿元)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

G 端业务毛利率水平稳步提升并超越行业平均。由于公司毛利率相对较高的系统开发收入金额比重增加, 以及毛利率的增长趋势, 2018 年以后公司毛利率水平稳步提高, 且超越行业平均水平。2021H1 公司 G 端业务毛利率已达 50.78%, 位于行业前列, 也是仅有的毛利率水平稳步提升的政府税务信息化供应商。同行业中金财互联毛利率急剧下滑, 主要系公司不断开拓业务导致成本上升和新冠疫情对业务的影响所致。19 年因市场竞争激烈, 其他公司毛利率均有下降, 税友股份逆势上升。

图表 20: 2018-2021H1G 端毛利率同行业对比



来源: 公司招股书, 公司财报, 国金证券研究所

3. B 端市场空间广阔, 公司战略定位中小企业赋能, 有望乘云起航

3.1 技术变革与税改推动我国企业财税信息化渗透率提升, 未来空间广阔

企业税务信息化受技术与政策推动, 也经历了三个发展阶段。2000 年以前, 企业以手工记账为主, 人工申报纳税, 工作效率较低。在 2000 年至 2014 年期间, 以传统财务软件记账为主, 并通过扫描认证、网上申报的方式,

能足不出户实现纳税申报，但难以在广大中小微企业中普及。2014 年以来，财税数据不局限在电脑端口，能够通过云计算、大数据的方式上传到云端，实现了票财税集成一体与智能记账。SaaS 化财税软件能整体提升财税工作效率，并在中小微企业中推广普及。

图表 21：企业财税信息化发展历程



来源：公司招股书，国金证券研究所

国家完善税收相关法律法规，规范市场行为，倡导共同富裕，为公司提供长期发展机遇。在全国范围税制改革的背景下，各纳税企业将面临严格的税收监管，使得纳税企业对专业的记账报税服务需求提高，企业财税信息化市场扩大，企业税务信息化具备更大发展空间。例如：以网店、微商、代购、直播等新经济为代表的经营群体不再属于监管的“灰色地带”；严厉打击隐瞒高收入、未如实申报纳税的人员；加大对小微企业提供税收扶持，推进共同富裕。我们认为公司过去二十年服务税务部门的经验有利于加强公司对税收相关法律法规和政策的解读以及对管理风向变化的敏感度，服务企业客户具备天然优势。

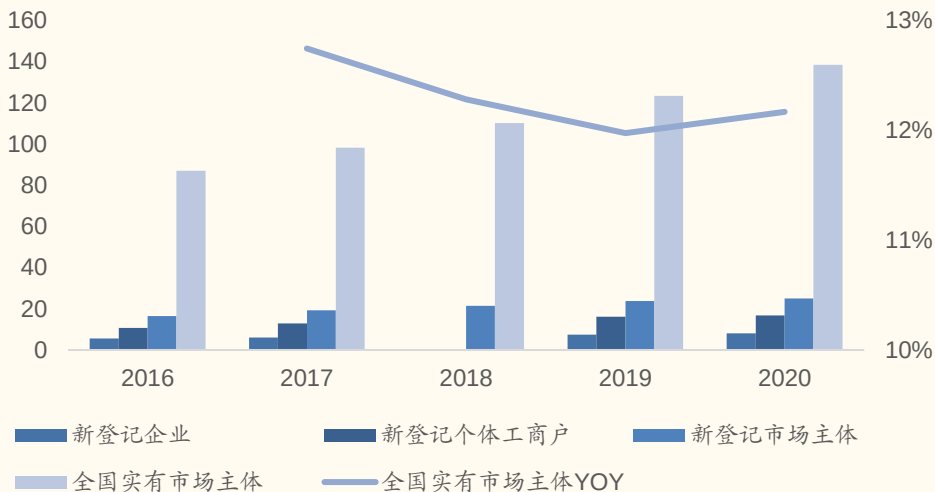
图表 22：过去三年税法相关文件与政策举例

法规名称	发布时间	具体细节
《中华人民共和国电子商务法》	2018/8/31	电子商务经营者应当依法办理市场主体登记，依法履行纳税义务，并依法享受税收优惠。
《国家税务总局关于坚决查处第三方借减费降费服务巧立名目乱收费行为的通知》	2019/3/29	在已开展涉企收费、中介机构收费清理整治工作的基础上，对照税务总局有关工作要求，进一步全面深入梳理第三方涉税服务收费情况，彻底摸清收费的项目、标准等，细致排查是否存在乱收费行为。
《中国人民银行关于开展大额现金管理试点的通知》	2020/6/10	在深圳、浙江、河北等重点地区开展大额现金管理试点。加强对可能存在偷逃税、逃避监管和不合理占用社会资源的“关键少数”现金交易的监测。
《国务院办公厅关于进一步优化营商环境更好服务市场主体的实施意见》	2020/7/21	2020 年底前基本实现增值税专用发票电子化，主要涉税服务事项基本实现网上办理。简化增值税等税收优惠政策申报程序，原则上不再设置审批环节。
《网络交易监督管理办法》	2021/3/15	网络社交、网络直播等网络服务提供者经营者提供网络经营场所、商品浏览、订单生成、在线支付等网络交易平台服务的，应当依法履行网络交易平台经营者的义务。通过上述网络交易平台服务开展网络交易活动的经营者，应当依法履行平台内经营者的义务。
《关于进一步深化税收征管改革的意见》	2021/3/24	支持第三方按市场化原则为纳税人提供个性化服务。
《国家税务总局关于落实支持小型微利企业和个体工商户发展所得税优惠政策有关事项的公告》	2021/4/7	对小型微利企业和个体工商户年应纳税所得额不超过 100 万元的部分，在现行优惠政策基础上，再减半征收所得税。

来源：中国政府网，国金证券研究所

国内经济活力增强，企业创业创新积极性高，市场主体增加有利于增加潜在客户群体。我国新登记市场主体数量不断上升，社会投资创业热情高涨。剔除企业死亡率后，全国实有市场主体保持 12% 以上的净增长率。此外，公司 B 端业务主要涵盖办税流程、安心管税与税务统筹。办税流程相关产品早已免费开放，实际收费用户主要使用后增值增值服务，经营不佳、存在退出风险的企业主体并非公司目标市场。市场主体的繁荣发展给公司 B 端业务带来了更大的潜在客户群体，有利于公司未来业绩增长。

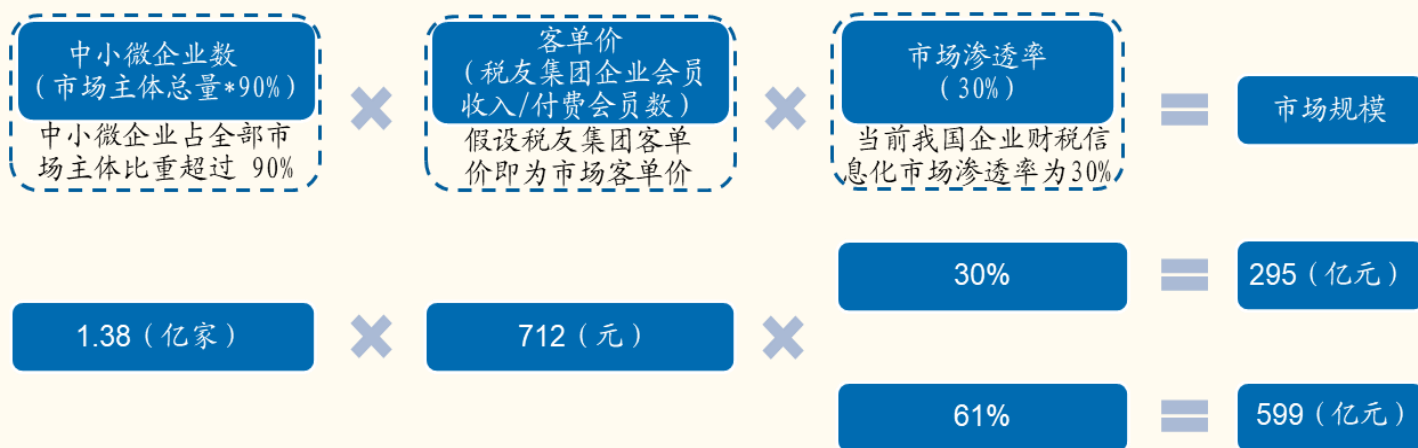
图表 23：2016-2020 全国实有市场主体发展情况（百万户）



来源：国家市场监督管理总局，国金证券研究所

然而，国内企业财税信息化市场规模较海外仍有较大差距，发展空间大。根据第三方数据显示，虽然中国财税企业服务行业发展多年，但对标海外发达国家，美国的企业财税信息化市场渗透率已达到 61%，而我国仅为 30%，提升空间广阔。我国市场主体为中小微企业，假设这类企业占比达 90%，税友客单价约 712 元，以 30% 渗透率测算，则总体市场规模约 295 亿元；若渗透率能提升到美国 61% 的水平，则市场空间可达 599 亿元，仍有一倍以上提升空间。考虑到 ARPU 值仍有提升的可能，市场空间可观。

图表 24：中国企业税务信息化市场规模测算

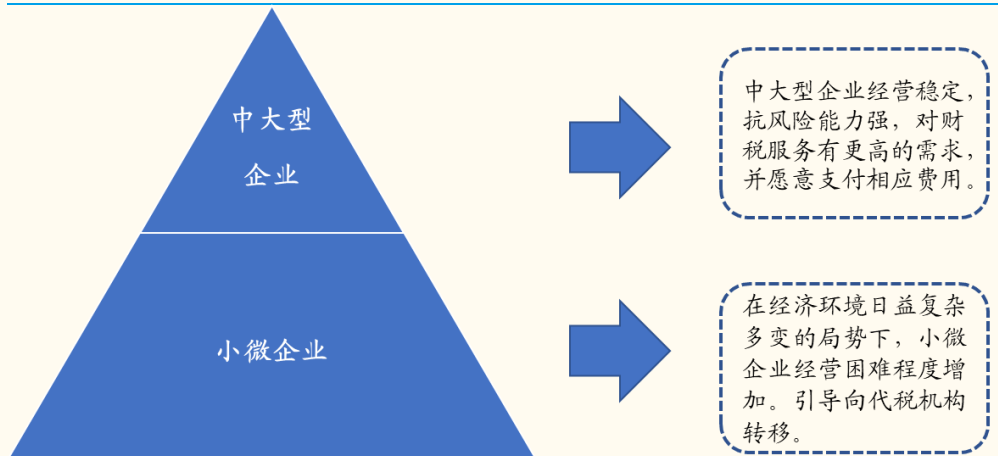


来源：市场监督管理总局，公司招股书，国金证券研究所

3.2 分层销售战略提升经营效率与客户粘性

客户服务战略分层，打磨更加高效的运营作业模式。中大型企业经营更稳定，抗风险能力强，付费能力强；小微企业则在经济环境中面临更大挑战。公司提出客户战略性上移策略，实行战略分层，将公司的业务发展重点布局在财税服务需求更旺盛、规模与发展潜力相对较大的中小型企业及大型企业，使业务线更清晰，运营更有针对性。同时响应国家支持小微企业发展的政策，为需求简单的中小微企业提供免费服务促使其成长，同时扩大公司智能化平台中活跃企业的数量规模，为公司后续发展储备充足的潜在客户，并引导小 B 客群中业务量小、财务能力弱的企业向财税代理转移。

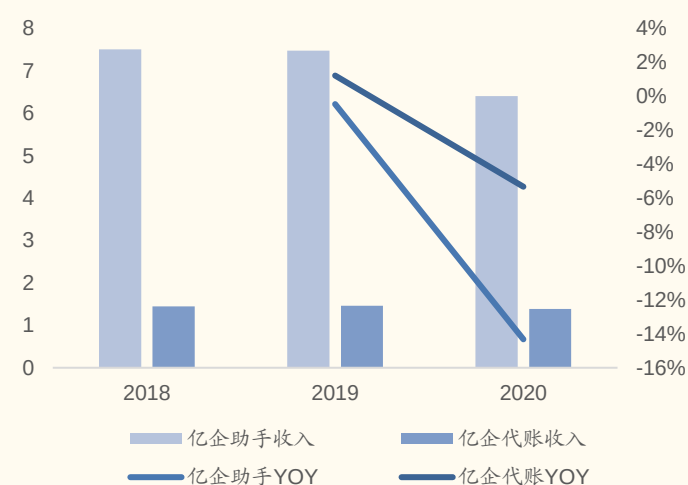
图表 25：公司不同规模的客户抗风险能力及需求



来源：公司招股书，国金证券研究所

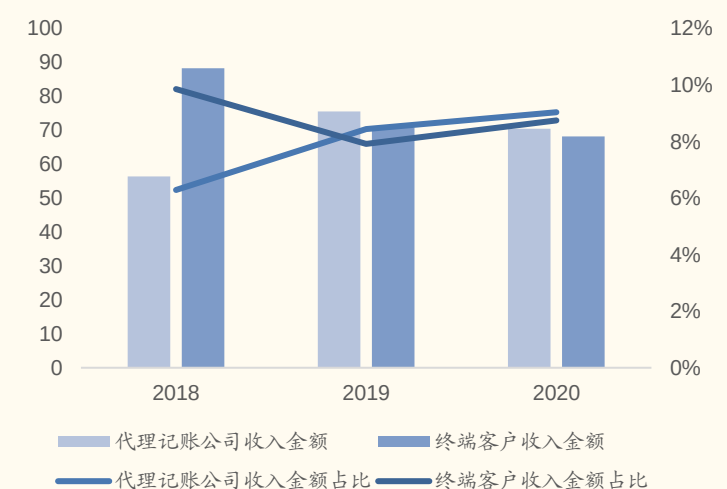
B 端收入受经济环境影响有所降低，但代账机构客户增长潜力大。2019 年国内经济增速放缓，且公司调整 B 端经营策略，2020 年新冠疫情的影响下公司部分老客户续费出现延期，公司难以开展线下服务，从而对当期营收产生了一定的影响，B 端业务收入下降。亿企助手 2020 年收入同比下降 14.32%，亿企代账 2020 年收入同比下滑 5.32%。从亿企代账收款对象收入情况看，代理记账公司收入金额占比提升。公司抓住代理记账行业快速发展的契机，开发出能够有效提升代账中介工作效率、降低其经营与税务风险的亿企代账软件平台，并对其针对性地提供培训赋能，重视与代账机构建立合作关系，有利于丰富 B 端业务收入来源。

图表 26：18-20 亿企助手及亿企代账收入对比（亿元）



来源：公司招股书，国金证券研究所

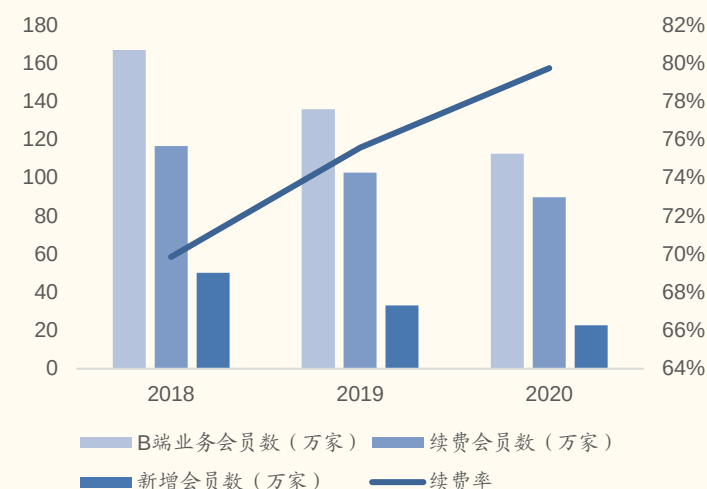
图表 27：18-20 亿企代账收款对象收入对比（百万元）



来源：公司招股书，国金证券研究所

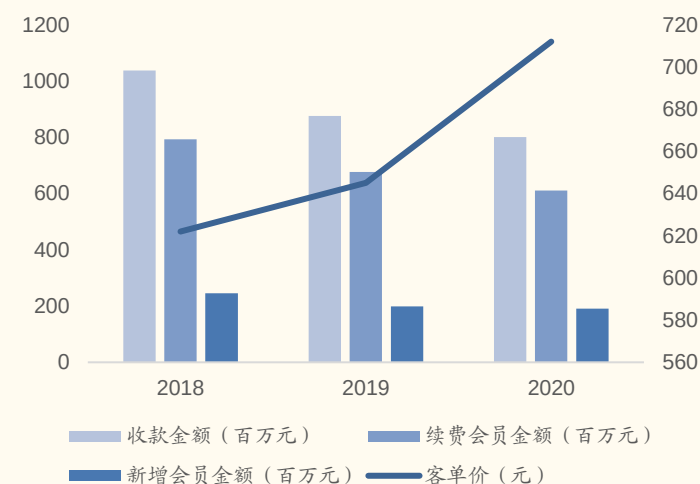
“线上+线下”服务体系提高客户满意度和粘性。公司设立两大远程服务中心，提供全天候服务，快速、低成本地解决客户使用产品过程中的大部分问题。线下服务方面，公司设立了 20 多家省级分支机构、200 余个服务网点，配备超过 1700 名服务人员，形成完整、高效的综合服务体系。线下服务体系集用户培训、产品与服务推广、技术支持和售后服务于一体，有助于公司解决客户的个性化问题，深入挖掘客户需求，促使公司个性化定制、因地制宜的产品策略的贯彻落实，提升公司产品服务与客户需求的契合度，进而提升与合作客户的粘性，续费率、客单价、月活用户持续增长。

图表 28：2018-2020 公司 B 端会员数及续费率



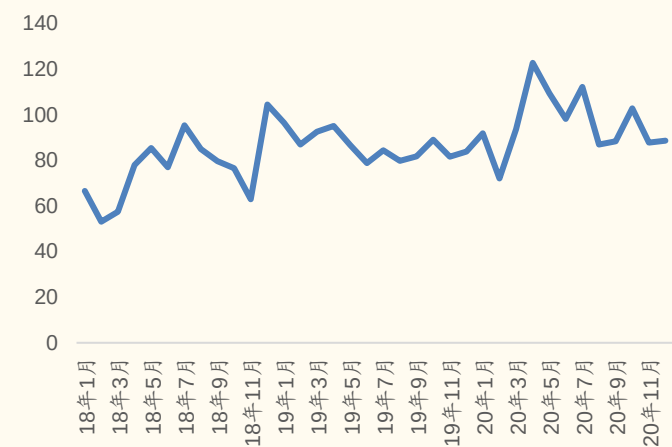
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 29：2018-2020 公司 B 端收款金额及客单价



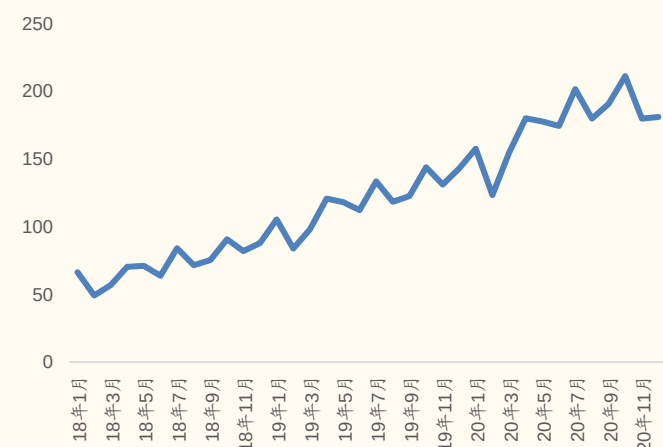
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 30：18-20 亿企助手月活用户数 (万家)



来源：公司招股书，国金证券研究所

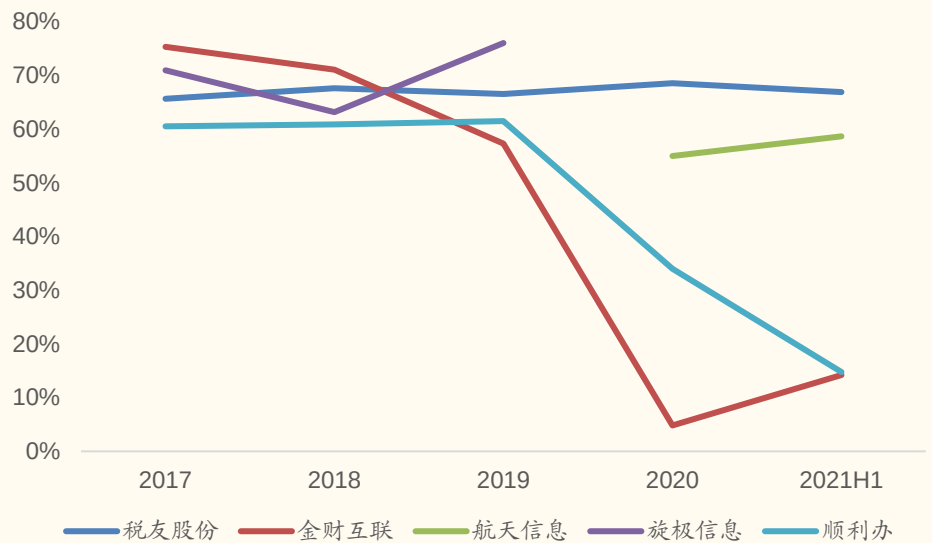
图表 31：18-20 亿企代账月活用户数 (万家)



来源：公司招股书，国金证券研究所

从盈利情况看，公司 B 端业务毛利率当前居行业首位。公司 B 端业务毛利率保持行业中的领先水平，自 2018 年后一直超行业平均值，且领先优势不断加大。公司 B 端业务毛利率水平稳定在 67% 左右，较其他公司波动最小。金财互联和顺利办的 B 端业务毛利率在国内经济环境和新冠疫情的影响下，抗风险能力及业务弹性较差，B 端毛利率呈现大幅下跌趋势。而公司凭借多年的业务经验和科学的经营策略，对业务及时作出调整，得以维持自身毛利率水平并使其小幅上涨。

图表 32: 18-21H1 B 端业务毛利率同行业对比



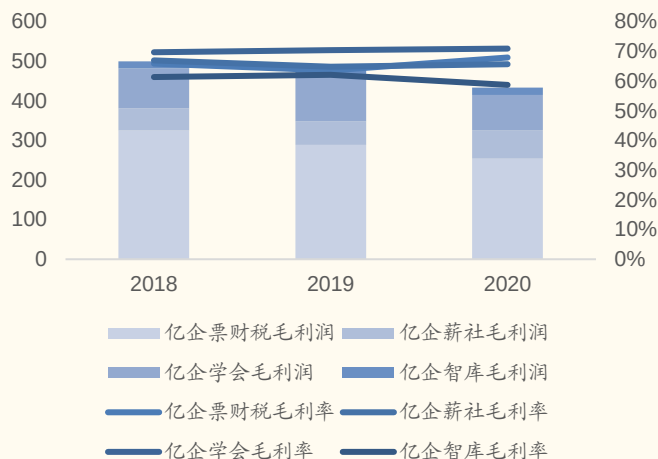
来源：公司招股书，公司财报，国金证券研究所

3.3 差异化市场定位，未来空间广阔

部分投资者担心公司面对 SAP、Oracle、金蝶、用友等大型通用 ERP 软件厂商的竞争，如何保障未来成长性问题。我们认为公司市场定位与以上竞争对手存在较大差异，中长期驱动力强。未来公司发力点主要有两个方向：1）税务软件与财务软件可相互补充，合作大于竞争。我国税账差异 60% 以上，如何把账税数据打通，不同行业存在特殊性。当前软件产品主要聚焦票财税流程，但税务筹划、安心管税方向尚无完全可对标的竞品；2）公司战略定位小 B 企业的赋能者，在税务产品基础上提供亿企学会、亿企薪社等产品，为客户提供综合培训，并实现人财税协同。

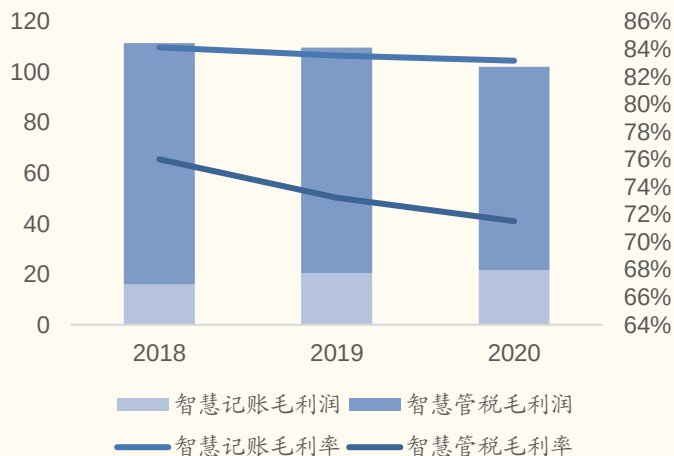
从亿企助手毛利分解来看，虽然受疫情影响，2020 年亿企助手整体毛利下降，但亿企学会模块毛利率不断增长。主要因 2017 年公司为加强客户服务，对外聘请、内部培养了财税水平较高的讲师，组织线上、线下的专项培训活动，为客户的财税人员进行财税政策解读、实际操作讲解等，提高了亿企学会模块的毛利率。亿企智库模块毛利金额增长主要系人工智能、大数据等技术在 B 端业务中的应用日益成熟，线上智能问答、互助社区等服务方式更加高效，降低单位产品成本。2018 至 2020 年智慧记账呈增长趋势，主要系公司大力发展与代理记账公司的合作。

图表 33: 18-20 亿企助手毛利拆分 (百万元)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

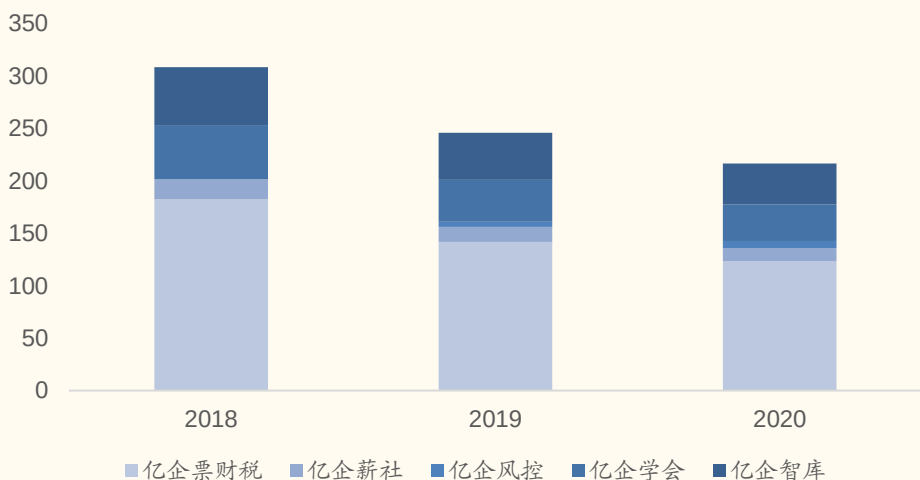
图表 34: 18-20 亿企代账毛利拆分 (百万元)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

亿企薪社是公司开设的独特的亿企助手业务模块, 旨在用行业领先技术推动人事管理数字化变革创新。中小企业受制于规模和成本, 往往缺乏专业、规范且高效的人力资源管理能力。亿企薪社集人员管理、工资管理、个税管理、员工服务一体, 为企业进行员工的个税代扣代缴, 协同企业财务及人事, 提升企业经营管理效率。亿企助手的订购数量逐年下降, 与公司客户战略性上移策略总体一致, 将业务重点布局在中小型企业及大型企业。虽然客户数量相对较少, 但其支付费用的意愿更强, 客单价更高, 未来具备更大的发展空间。

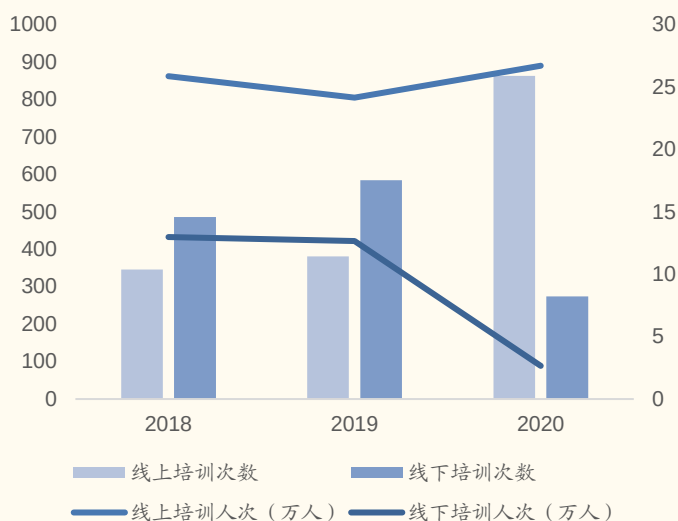
图表 35: 亿企助手不同模块的订购数量 (万个)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

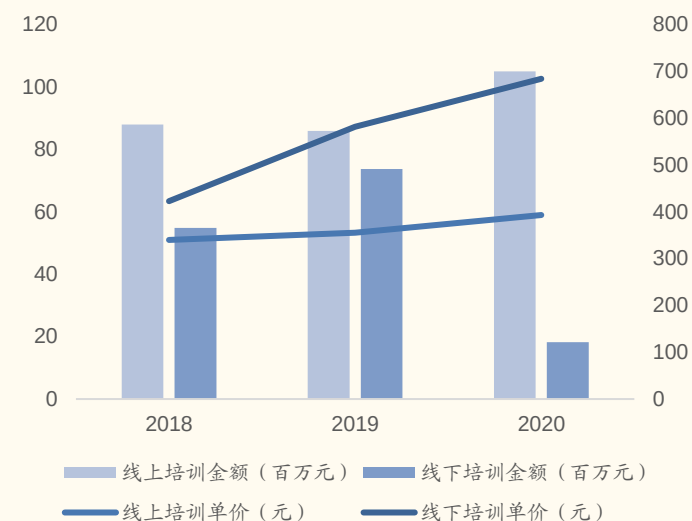
亿企学会是公司的财税培训及学习交流平台, 为客户提供高质量、定制化和智能化的课程培训和咨询服务, 助力企业财税人员专业技能提升。亿企学会提供线上及线下两大学习路径, 聘请行业资深专家对财税政策提供及时、细致、准确的解读, 课程质量受客户广泛认可。2018 年至 2019 年间, 亿企学会的线上及线下培训举办次数逐年上涨。2020 年线上培训涨幅尤其突出, 主要系新冠疫情影响下公司为配合国家疫情防控要求, 主要以线上方式进行培训, 同时线下培训次数有所下降。但由于线下培训具备更高效深入的交流, 预计疫情好转后线下培训次数将恢复上升趋势。线下培训单价增长, 主要因公司不断优化与改进课程内容, 提升培训服务的广泛性。同时 2020 年新冠疫情使得公司开展线下培训难度变大, 新增如防疫物资等额外成本, 单价随之有所提升。线上培训因采用网络直播方式, 成本较低, 使得单价低于线下培训且相对稳定。

图表 36：亿企学会财税培训场次及人次



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 37：亿企学会财税培训金额



来源：公司招股书，国金证券研究所

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

分业务主要有以下预测假设：

- 1) 政府采购预算支出周期性较强。金税三期建设启动期开支较大。金税四期建设总规模预计不低于三期，前三年建设高峰期将带动公司未来三年 25%及以上政府采购营业收入增长。2021 年起疫情恢复，亿企助手客户数量恢复正增长，但因广大中小企业渗透率提升，客单价略有下滑；亿企代账客户数恢复正增长，且因公司加强与代账机构合作，客单价维持上升趋势。最终公司综合营业收入增速约 15%。
- 2) 伴随技术迭代与硬件投入占比下降，产生规模效应，成本率维稳或小幅下降。因政府采购收入比重增加且毛利率低于企业客户，公司未来三年综合毛利率小幅下滑。
- 3) 公司募集资金后将投入产品研发，升级 G 端软件与 B 端平台建设。假设今年研发费用率提升至 23.5%；公司对税收政策熟悉，产品设计也对税收优惠应享尽享，所以自身税率也低，预计未来三年税收费用率维持 5%低水平；其余费用率基本持平。后续随着公司经营效率提升，费用率小幅下滑。

我们预计 21-23 年公司营收分别为 17.58/20.27/23.55 亿元，同比增长 14.08%/15.29%/16.21%；归母净利润 3.07/3.57/4.17 亿元，同比增长 1.46%/16.38%/16.73%。

图表 38：公司主要科目盈利预测

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
公司主营业务营收	1,299.39	1,395.63	1,540.05	1,756.95	2,025.81	2,354.33
yoy	n/a	7%	10%	14%	15%	16%
税务系统开发与运维营收	352.20	485.37	715.40	926.34	1,157.93	1,447.41
yoy	n/a	38%	47%	29%	25%	25%
企业财税综合服务营收	929.90	910.26	824.65	830.61	867.89	906.92
yoy	n/a	-2%	-9%	1%	4%	4%
亿企助手营收	751.09	747.68	640.58	635.98	658.63	681.96
yoy	n/a	0%	-14%	-1%	4%	4%

客单价 (元)	640	796	772	730	720	710
yoy	n/a	24%	-3%	-5%	-1%	-1%
客户数 (家)	1,173,784	938,927	829,724	871,210	914,771	960,509
yoy	n/a	-20%	-12%	5%	5%	5%
亿企代账营收	144.66	146.44	138.64	149.63	164.25	179.96
yoy	n/a	1%	-5%	8%	10%	10%
客单价	293	350	535	550	575	600
yoy	n/a	20%	53%	3%	5%	4%
客户数	494,278	418,704	259,097	272,052	285,654	299,937
yoy	n/a	-15%	-38%	5%	5%	5%
公司总体营收	1,300.58	1,397.97	1,541.03	1,757.95	2,026.81	2,355.33
yoy	48%	7%	10%	14%	15%	16%
公司主营业务成本	504.39	554.71	615.33	679.87	797.00	939.98
yoy	n/a	10%	11%	10%	17%	18%
成本率	38.82%	39.75%	39.96%	38.70%	39.34%	39.93%
税务系统开发与运作成本	199.07	250.31	355.99	453.91	561.59	694.76
yoy	n/a	26%	42%	28%	24%	24%
成本率	57%	52%	50%	49%	49%	48%
企业财税综合服务成本	301.01	304.39	259.35	225.96	235.40	245.22
yoy	n/a	1%	-15%	-13%	4%	4%
成本率	32%	33%	31%	30%	30%	30%
亿企助手成本	251.17	260.62	206.95	203.51	210.76	218.23
yoy	n/a	4%	-21%	-2%	4%	4%
成本率	33%	35%	32%	32%	32%	32%
亿企代账成本	48.16	36.70	21.45	22.44	24.64	26.99
yoy	n/a	-24%	-42%	5%	10%	10%
成本率	33%	25%	15%	15%	15%	15%
公司非主营业务成本	0.38	0.73	0.26	0.45	0.45	0.45
yoy	n/a	95%	-64%	71%	0%	0%
成本率	32%	31%	27%	45%	45%	45%
公司总体营业成本	504.76	555.44	615.59	680.32	797.45	940.43
yoy	53%	10%	11%	11%	17%	18%
成本率	39%	40%	40%	39%	39%	40%
公司主营业务毛利额	795.00	840.92	924.72	1,077.09	1,228.82	1,414.35
yoy	n/a	6%	10%	16%	14%	15%
毛利率	68%	69%	73%	55%	55%	55%
税务系统开发与运维毛利额	153.14	235.07	359.42	472.43	596.33	752.65
yoy	n/a	53%	53%	31%	26%	26%
毛利率	43%	48%	50%	51%	52%	52%
企业财税综合服务毛利	628.89	605.87	565.30	581.43	607.52	634.85
yoy	n/a	-4%	-7%	3%	4%	4%
毛利率	68%	67%	69%	70%	70%	70%
亿企助手毛利额	499.92	487.06	433.64	432.47	447.87	463.73
yoy	n/a	-3%	-11%	0%	4%	4%
毛利率	67%	65%	68%	68%	68%	68%
亿企代账毛利额	96.50	109.74	117.19	127.18	139.61	152.97
yoy	n/a	14%	7%	9%	10%	10%
毛利率	67%	75%	85%	85%	85%	85%
公司总体毛利额	795.82	842.52	925.44	1,077.64	1,229.37	1,414.90
yoy	46%	6%	10%	16%	14%	15%
毛利率	61%	60%	60%	61%	61%	60%
销售费用率	9%	10%	10%	10%	10%	10%
管理费用率	15%	13%	12%	12%	12%	12%
研发费用率	20%	22%	22%	24%	23%	23%
财务费用率	0%	-2%	-3%	-2%	-2%	-2%
净利润	272.72	284.02	302.23	306.66	356.88	416.59
利润率	21%	20%	20%	17%	18%	18%

来源：公司财报，国金证券研究所

4.2 投资建议与估值

我们采用 PE 对公司进行估值，综合考虑业务相似性与 Wind 一致市场预期，选取的可比公司有航天信息、中国软件等软件 A 股上市公司。考虑到公司所处的税务信息化赛道未来市场空间广阔，且公司基本面稳固，战略布局有望提升获客能力与续费率，给予 2022 年 50 倍 PE，合理市值 179 亿元，仍有 20.9% 上升空间。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 39：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600271	航天信息	12.46	0.63	0.74	0.90	19.68	16.74	13.78
600536	中国软件	49.89	0.42	0.62	0.88	120.07	80.61	56.95
	中位数					69.88	48.67	35.36
	平均数					69.88	48.67	35.36
603171	税友股份	36.48	0.76	0.88	1.03	48.28	41.36	35.26

来源：Wind，国金证券研究所

5. 风险提示

■ 税务部门资本开支不达预期

若国内疫情形势加剧，税务部门将缩减开支，暂缓资本投入，推迟各类税务建设项目，项目数量减少将影响公司营收。

■ 市场竞争激烈，企业端市场拓展不及预期

行业竞争者增加导致竞争加剧，新入竞争者或通过价格战争夺客户，可能导致公司成本增加，产品毛利减少。

■ 新税收政策落地迟缓

税制改革在全国范围内落实需要时间，若企业财税人员未能及时解读新政，仍沿用过时的财税理念，将影响公司新产品推广。

■ 募投项目进展不及预期，技术研发或遇瓶颈

若募投项目无法及时实现技术突破获得预期进展，公司需额外加大人力物力投入，增大成本负担。同行业竞争公司可能抢先发布新产品，面临客户流失，市场份额减少的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,301	1,398	1,541	1,758	2,027	2,355
增长率		7.5%	10.2%	14.1%	15.3%	16.2%
主营业务成本	-505	-555	-616	-680	-797	-940
%销售收入	38.8%	39.7%	39.9%	38.7%	39.3%	39.9%
毛利	796	843	925	1,078	1,229	1,415
%销售收入	61.2%	60.3%	60.1%	61.3%	60.7%	60.1%
营业税金及附加	-11	-9	-10	-12	-13	-16
%销售收入	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-119	-135	-151	-176	-203	-236
%销售收入	9.2%	9.7%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
管理费用	-198	-186	-187	-211	-239	-271
%销售收入	15.2%	13.3%	12.1%	12.0%	11.8%	11.5%
研发费用	-260	-307	-334	-413	-466	-530
%销售收入	20.0%	21.9%	21.7%	23.5%	23.0%	22.5%
息税前利润 (EBIT)	208	206	243	266	308	363
%销售收入	16.0%	14.7%	15.8%	15.1%	15.2%	15.4%
财务费用	-6	25	53	42	48	51
%销售收入	0.5%	-1.8%	-3.5%	-2.4%	-2.4%	-2.1%
资产减值损失	3	1	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	61	28	0	15	20	25
%税前利润	22.3%	9.8%	0.0%	4.6%	5.3%	5.7%
营业利润	273	282	316	323	376	439
营业利润率	21.0%	20.2%	20.5%	18.4%	18.5%	18.6%
营业外收支	-1	0	-2	0	0	0
税前利润	272	282	315	323	376	439
利润率	20.9%	20.1%	20.4%	18.4%	18.5%	18.6%
所得税	0	1	-13	-16	-19	-22
所得税率	-0.1%	-0.2%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	272	282	301	307	357	417
少数股东损益	0	-2	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	273	284	302	307	357	417
净利率	21.0%	20.3%	19.6%	17.4%	17.6%	17.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	272	282	301	307	357	417
少数股东损益	0	-2	-1	0	0	0
非现金支出	27	36	26	34	34	33
非经营收益	-58	-28	9	-17	-20	-25
营运资金变动	206	-66	-26	-296	-31	-18
经营活动现金净流	447	224	309	27	339	407
资本开支	-219	-33	-132	-41	-95	-95
投资	-26	14	-3	92	-10	-10
其他	-465	972	3	15	20	25
投资活动现金净流	-710	953	-131	66	-85	-80
股权募资	534	0	0	498	0	0
债权募资	-100	0	0	6	0	0
其他	-3	0	-73	-123	-143	-167
筹资活动现金净流	431	0	-73	381	-143	-167
现金净流量	168	1,177	105	473	112	161

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	448	1,643	1,775	2,248	2,360	2,520
应收款项	65	67	98	289	444	613
存货	53	77	85	149	175	206
其他流动资产	1,009	45	56	59	59	60
流动资产	1,574	1,833	2,014	2,745	3,038	3,400
%总资产	69.1%	72.4%	72.1%	77.6%	77.8%	78.4%
长期投资	26	25	23	33	43	53
固定资产	540	533	552	603	656	709
%总资产	23.7%	21.1%	19.8%	17.0%	16.8%	16.4%
无形资产	134	132	149	158	167	176
非流动资产	705	698	778	794	866	938
%总资产	30.9%	27.6%	27.9%	22.4%	22.2%	21.6%
资产总计	2,280	2,531	2,792	3,539	3,904	4,337
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	27	36	37	37	43	51
其他流动负债	879	842	882	945	1,089	1,265
流动负债	907	879	919	982	1,132	1,316
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	108	104	97	100	100	100
负债	1,014	983	1,016	1,082	1,232	1,416
普通股股东权益	1,265	1,549	1,778	2,460	2,674	2,924
其中：股本	281	365	365	406	406	406
未分配利润	318	596	809	993	1,207	1,457
少数股东权益	1	-1	-2	-2	-2	-2
负债股东权益合计	2,280	2,531	2,792	3,539	3,904	4,337

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.971	0.778	0.827	0.756	0.879	1.026
每股净资产	4.501	4.239	4.867	6.060	6.587	7.203
每股经营现金净流	1.592	0.614	0.847	0.067	0.836	1.003
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.302	0.352	0.411
回报率						
净资产收益率	21.56%	18.34%	17.00%	12.47%	13.35%	14.25%
总资产收益率	11.96%	11.22%	10.82%	8.66%	9.14%	9.61%
投入资本收益率	16.42%	13.33%	13.08%	10.29%	10.95%	11.80%
增长率						
主营业务收入增长率	48.16%	7.49%	10.23%	14.08%	15.29%	16.21%
EBIT 增长率	96.18%	-0.85%	17.96%	9.60%	15.71%	17.87%
净利润增长率	99.67%	4.14%	6.41%	1.46%	16.38%	16.73%
总资产增长率	65.43%	11.00%	10.33%	26.76%	10.30%	11.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.8	4.7	8.6	50.0	70.0	85.0
存货周转天数	33.2	42.8	48.1	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	11.8	15.9	17.0	15.0	15.0	15.0
固定资产周转天数	151.5	139.1	125.9	100.3	78.4	60.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.38%	-108.66%	-101.92%	-92.91%	-89.65%	-87.47%
EBIT 利息保障倍数	35.3	-8.4	-4.6	-6.4	-6.5	-7.2
资产负债率	44.49%	38.85%	36.40%	30.56%	31.56%	32.64%

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	1	2	3	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

单击此处输入文字。

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: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402