

603171.SH

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 27.28

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(26.1)	5.2	(28.0)	0.0
相对上证指数	(15.2)	(2.6)	(21.9)	9.9

发行股数(百万)	406
流通股(%)	10
总市值(人民币 百万)	11,073
3 个月日均交易额(人民币 百万)	74
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
宁波思驰股权投资合伙企业(有限合伙)	55

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 6 月 6 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机: IT 服务 II

证券分析师: 杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

税友股份

竞争壁垒稳固, 稀缺的税务 SaaS 龙头蓄势待发

作为国内税务信息化的 SaaS 龙头, 公司拥有 20 余年行业积累。公司 B 端、G 端业务兼具, 稀缺属性明显。在疫情的负面冲击下, 公司业绩保持增长态势, 经营韧性强大。从 SaaS 核心指标出发, 公司与用友可比性较高, 且竞争壁垒稳固、短期业绩向上弹性充足。与 Intuit 发展路径对比, 公司长期发展势头良好。随着留抵退税、金税四期等一系列税务政策的落地, 公司对相关业务的前瞻性布局有望打开新增长空间。首次覆盖, 给予公司买入评级。

支撑评级的要点

- 公司 B 端、G 端业务双覆盖, 稀缺性较强。公司是税务信息化领域少有的覆盖 To B 企业财税以及 To G 税务系统建设的厂商。公司 B 端以“亿企赢”为品牌, 打造成熟的 SaaS 模式, 目前企业用户近 600 万, 续费率达 85%。To G 业务多次中标金税四期社保费、自然人电子税务局等项目, 龙头位置稳固。税务信息化领域对于技术以及人才的标准相对较高, 外来厂商切入难度较大, 公司护城河稳固, 稀缺属性明显。
- 疫情下整体收入持续增长, 经营韧性突出。公司 To B 业务面向中小企业客群, 在疫情导致企业倒闭率提升的客观因素下, 公司收入维持增长态势, 显现出强大的经营韧性。
- SaaS 核心指标彰显企业强壁垒, 短期、长期发展态势良好。公司与用友客户留存率均保持在较高水平, 反映出公司 B 端具备较高替换成本, 企业护城河强大。在公司实行客户分层战略后, 细分业务新增客户与客单价均有不同程度提升, 业绩具备向上弹性。从长期看, 公司发展路径与 Intuit 相似, 相关量化指标与 Intuit 同期水平相当, 公司长期发展动力十足。

估值

- 预计 2022~2024 年净利润为 2.67、3.49、3.98 亿元, 对应 EPS 分别为 0.66、0.86、0.98 元, 对应 PE 为 42X、32X 和 28X。以分部估值法看, 公司合理市值有望达 179.4 亿元。首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 疫情超预期; 金税四期 IT 投入不及预期; 技术突破不及预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	1,541	1,605	1,832	2,072	2,369
变动(%)	10	4	14	13	14
净利润(人民币 百万)	302	231	267	349	398
全面摊薄每股收益(人民币)	0.745	0.569	0.658	0.860	0.981
变动(%)	(4.2)	(23.6)	15.7	30.8	14.0
全面摊薄市盈率(倍)	36.6	48.0	41.5	31.7	27.8
价格/每股现金流量(倍)	32.8	71.9	29.1	31.9	37.8
每股现金流量(人民币)	0.83	0.38	0.94	0.86	0.72
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.3	57.8	39.0	33.3	25.5
每股股息(人民币)	0.000	0.068	0.039	0.077	0.073

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

稀缺性与韧性兼具的税务信息化龙头	5
23 年蓬勃发展，铸造财税信息化龙头	5
B 端、G 端双覆盖，具备稀缺性的优质标的	6
疫情下经营韧性显现，投入加大有望打开增长空间	7
To B SAAS：竞争壁垒稳固，看好业绩向上弹性	10
行业高壁垒与企业强护城河打造“税务界用友”	10
客户分层战略实现量价齐增，细分业务向上弹性有望释放	12
税收政策东风已至，中国版“INTUIT”打造新增长极	14
To G 业务：金税四期工程利好头部厂商	19
税务信息化建设范围扩大，金税四期相关市场超千亿	19
行业积累深厚，社保入税强化公司 G 端优势	21
盈利预测与投资分析	24
盈利预测	24
估值分析	25
风险提示	26

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司发展史.....	5
图表 2. 公司主要股东	6
图表 3. 公司主营业务.....	6
图表 4. 金税四期相关市场份额.....	7
图表 5. 公司业务具备稀缺性	7
图表 6. 整体业务收入及增速	8
图表 7. B 端、G 端收入及增速	8
图表 8. 公司毛利率、净利率	8
图表 9. 研发费用及销售费用	9
图表 10. 企业税务管理系统承接 ERP 与税务局系统.....	10
图表 11. 税务与财务收入处理差异	10
图表 12. 2020 年 ERP SaaS 市场份额	11
图表 13. ERP 系统贯穿企业管理多重环节	12
图表 14. 公司 To B 细分业务.....	13
图表 15. 中小企业客群 ARPPU 提升.....	13
图表 16. 财税代理客群用户规模扩大.....	13
图表 17. 创新业务客群实现高速增长.....	13
图表 18. 税务共享中心模式.....	15
图表 19. 2017-2021 年公司营收、净利变化	15
图表 20. 2017-2021 年公司销售费用率变化	16
图表 21. Intuit 销售费用与销售费用率.....	16
图表 22. B 端毛利率对比	16
图表 23. Intuit 长期发展战略.....	17
图表 24. 税友、Intuit 长期发展指标对比	18
图表 25. 国内税控设备对比.....	19
图表 26. 金税政策总结.....	20
图表 27. 金税四期各项目投入.....	20
图表 28. 发票市场规模.....	21
图表 29. 发票类中期、远期市场规模.....	21
图表 30. 公司 G 端主要业务.....	22

图表 31. 金税工程马太效应加强	22
图表 32. 税务系统建设毛利率对比	23
图表 33. To B 业务收入预测	24
图表 34. 营收、毛利预测	24
图表 35. B 端可比公司估值	25
图表 36. G 端可比公司估值	25
损益表(人民币 百万)	27
资产负债表(人民币 百万)	27
现金流量表(人民币 百万)	27
主要比率 (%)	27

稀缺性与韧性兼具的税务信息化龙头

23 年蓬勃发展，铸造财税信息化龙头

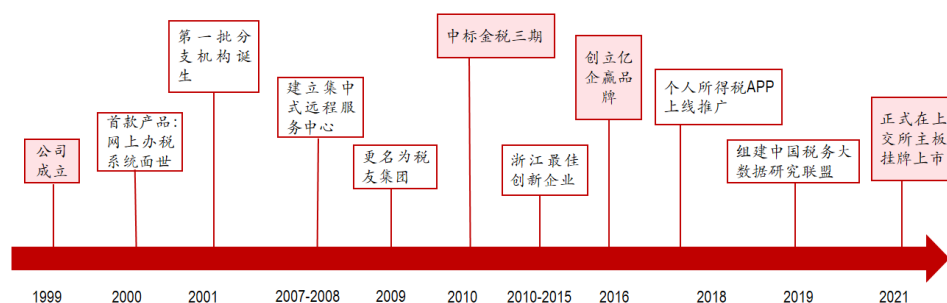
公司自 1999 年成立，整体发展经历了三个阶段。

1999 年-2009 年为公司创业阶段：2000 年公司首款产品网上办税系统面世，随后公司陆续获得各省市税务局电子申报、发票认证等系统开发项目。

2010 年-2015 年为公司黄金发展阶段：公司中标金税三期项目，奠定公司在税务系统开发领域的地位。

2016 年至今为公司成熟阶段：公司 B 端创立亿企赢品牌并开启 SaaS 云订阅服务，2021 年公司在上交所主板挂牌上市。目前公司企业客群近 600 万，行业龙头位置确定。

图表1. 公司发展史

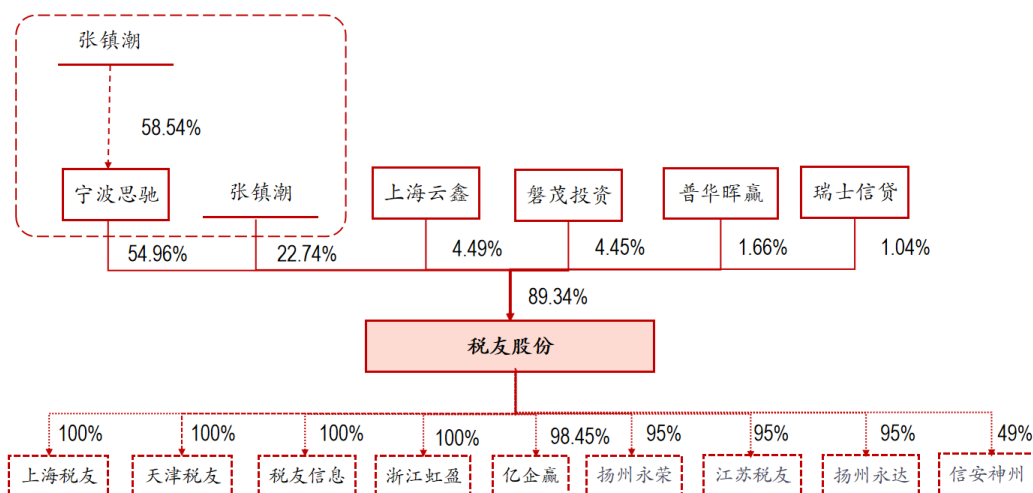


资料来源：公司官网，中银证券

公司股权结构稳定。公司第一大股东是宁波思驰股权投资合伙企业，持股比例为 54.96%。实际控制人是董事长张镇潮，直接持股比例为 22.74%。公司有 9 家控股子公司，其中 4 家为全资子公司，包括天津税友有限公司、上海税友有限公司、税友信息技术有限公司以及浙江虹盈科技有限公司。

公司管理层技术背景深厚。公司董事长张镇潮先生为公司创始人，拥有近 30 年财税数字化建设经验。核心管理人员在阿里巴巴、亚马逊等均有丰富工作经验，主导并参与了“金税三期个人所得税管理系统”、“管理决策二包”、“自然人税收管理系统个人所得税部分（ITS）”等多个项目”。公司管理经营团队具有丰富的技术积累和较强的行业经验。

图表2. 公司主要股东



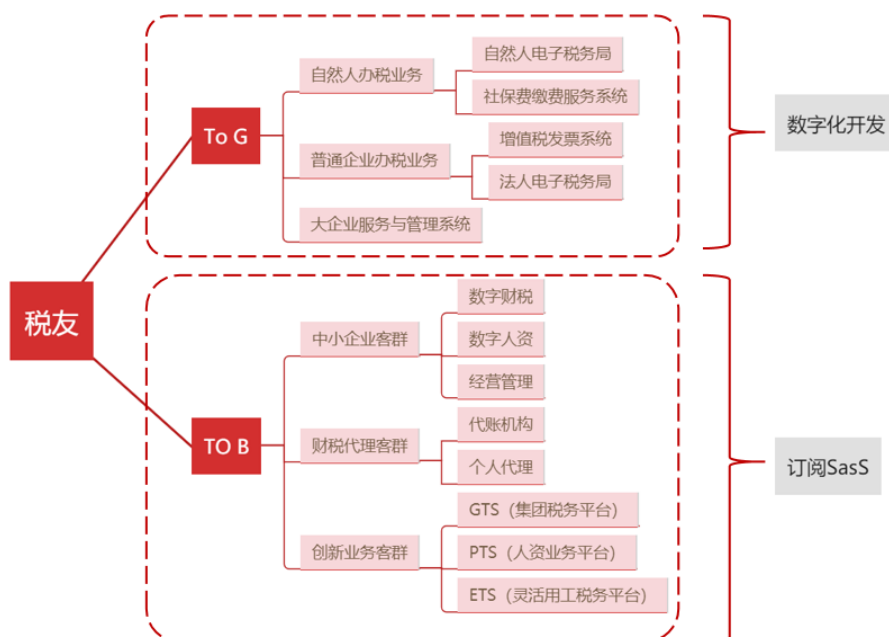
资料来源：万得，中银证券

注：日期截止至 2022 年一季度

B 端、G 端双覆盖，具备稀缺性的优质标的

公司 B 端、G 端业务均有覆盖。公司主营业务主要由两部分组成：在 To B SaaS 订阅服务方面，公司建立“亿企赢”品牌，为财税代理机构、中小企业以及大型人资、银行、集团等提供财税产品和服务。其中针对中小企业客群与针对财税代理机构的业务相对成熟，GTS、PTS、ETS 为公司创新性业务。在 To G 数字化开发方面，公司以“税友”为品牌，为税务部门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。

图表3. 公司主营业务



资料来源：公司官网，中银证券

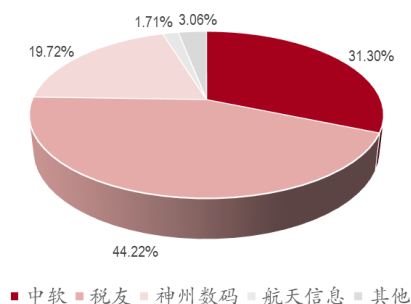
公司 To G、To B 业务兼具，具备明显的稀缺性。税务信息化领域可分为 G 端税务系统建设与 B 端企业财税建设，这两者行业壁垒高，外来厂商跨界发展难度较大。

To G 税务系统建设不仅需要强大的技术做支撑，也需要研发厂商对税务政策的变革有着深厚的理解和扎实的研究，小型服务商难以切入。

而 B 端企业税务建设行业壁垒同样较高，财务类厂商在市场竞争中优势较弱。从技术层面来看，B 端税务系统的底层逻辑与 G 端税务系统相同，即都是依据税务政策进行开发，而财务系统的设计需要符合会计准则，两者存在较大差异，财务厂商难以在市场竞争中占优。

公司 To G、To B 业务均为自身优势项目。To G 业务头部优势明显，根据国家税务总局金税四期相关项目的中标信息，公司为主要承接税务局研发任务的厂商之一，且占据 40% 以上的市场份额。公司 B 端业务拥有清晰的客户分层，服务范围覆盖大、中、小微企业，并为代记账机构提供代财 SaaS 平台。

图表4. 金税四期相关市场份额



资料来源：国家税务总局，中银证券

图表5. 公司业务具备稀缺性

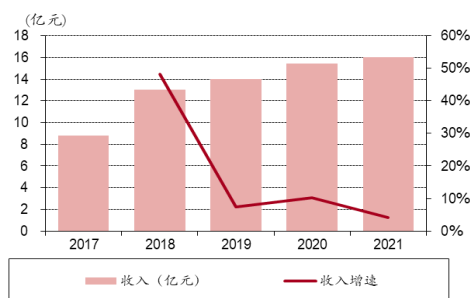
类别	细分项目	ERP 类企业			税务类企业		
		用友	金蝶	税友	中国软件	金财互联	航天信息
G 端税务系统建设	自然人税收管理			√			
	电子税务局			√	√	√	√
	社保管理			√	√	√	
B 端企业财税	大型企业	NC Cloud	金蝶云·星瀚	GTS			集团型企业税务管理
	中型企业	U8	金蝶云·星空	亿企助手		金财会员	诺诺云代账
	小微企业	畅捷通	金蝶云·星辰	亿企代账		金财代账	诺诺云代账

资料来源：用友网络官网，金蝶国际官网，税友股份官网，中国软件官网，金财互联官网，航天信息官网，中银证券

疫情下经营韧性显现，投入加大有望打开增长空间

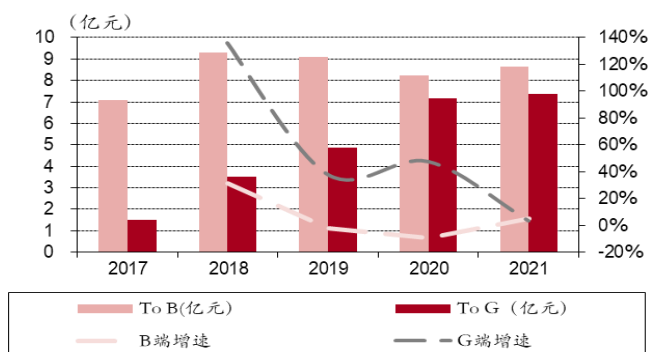
公司整体业务保持增长，G 端、B 端业务韧性显现。公司近五年主营业务收入逐年增长。G 端业务在 2018-2020 年基本保持 40% 以上的高速增长。在政府预算缩减的背景下，公司 2021 年 To G 收入增速达 3.1%。公司 B 端业绩逐步恢复。2019、2020 年公司企业财税收入增速分别为 -2.11% 以及 -9.4%，主要系疫情和经济下行影响。根据企查查的数据，2020 年全国共注、吊销企业 1004.28 万家，同比增长 18.6%，是近几年数量最多的一年。公司 B 端业务以中小企业为主要客户，受企业倒闭率影响较大。在企业主体倒闭率处于高位的客观因素下，公司业绩跌幅小于企业注销量增幅，且 2021 年 To B 收入恢复正增长，显示出公司较好的韧性。

图表6. 整体业务收入及增速



资料来源：万得，中银证券

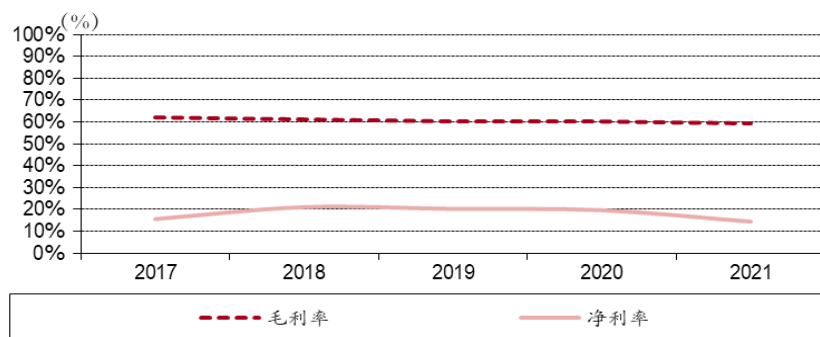
图表7. B 端、G 端收入及增速



资料来源：万得，中银证券

毛利率保持稳定，净利率有所下滑。公司毛利率较为稳定，基本维持在 60%左右。2018 年-2020 年净利率基本为 20%左右，2021 年净利率下滑 5 个百分点，主要系公司坚定 To B SaaS 订阅服务获客力度，加强销售推广，拓宽市场渠道。

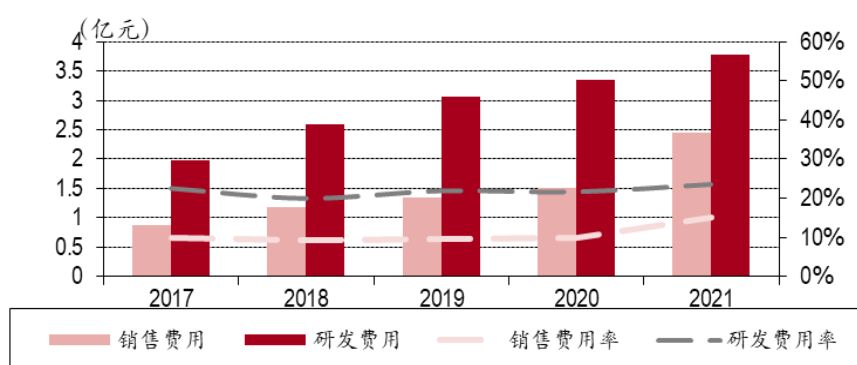
图表8. 公司毛利率、净利率



资料来源：万得，中银证券

坚定研发投入，加大销售拓客。公司研发费用率历年均保持在 20%以上。2021 年公司加大研发投入，升级老产品线，开发 PTS、ETS、GTS 等创新产品线。2021 年公司加大获客力度，销售费用率提升至 15.21%，增加了近 5.4 个百分点；公司管理费用率由 17%（2017 年）逐步下降至 12.2%（2021 年），反映出公司较好的费用管控能力。

图表9. 研发费用及销售费用



资料来源：万得，中银证券

To B SAAS：竞争壁垒稳固，看好业绩向上弹性

本章节，我们主要从 SaaS 核心三指标（即客户留存率、新增客户以及客单价）出发来分析公司的核心竞争优势。客户留存率是 SaaS 企业长期发展的根基，拥有高客户留存率的企业往往拥有强大的护城河；而新增拓客与客单价的提升则为公司未来发展提供向上动力。

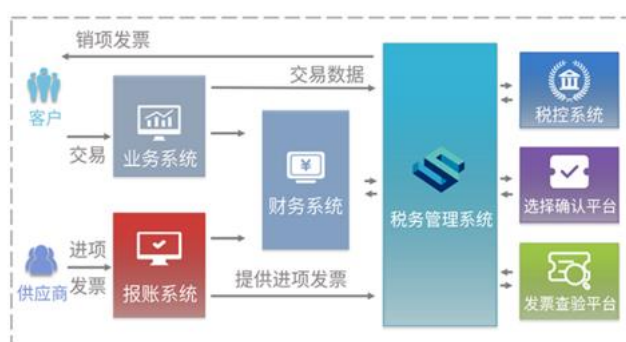
行业高壁垒与企业强护城河打造“税务界用友”

税务信息化领域与财务信息化领域关联程度高，相似性强，且公司与用友同为 SaaS 成分较高的厂商。我们认为无论是从赛道角度还是从公司属性角度，公司与用友都存在较强可比性。

从行业角度看，企业税务 IT 行业成长空间更大。我国 ERP 行业从 80 年代开始发展，90 年代末进入高速发展时代，根据前瞻经济学人的数据，2011 年 ERP 行业市场规模增速达 30%。随着 ERP 系统的覆盖率大幅提升，2011 年后市场增速放缓，增速基本为 10%-15%。而企业税务 IT 起步晚，自 2010 年后才出现雏形。目前企业税务信息化建设处于成长期，且需求集中在智能财税产品。根据甲子光年的数据，2021 年智能财税市场规模为 697 亿元，当下近 70% 的公司对智能财税产品有使用需求，而智能财税产品的覆盖率仅为 29%。对比已经处于成熟期的 ERP 市场，税务 IT 市场成长性更强。

企业税务 IT 需打通财务、税务关节，财务厂商跨领域切入难度高。如图表 10 所示，企业税务管理系统上游为企业财务系统，下游为税务局系统，对厂商集成能力要求高。在实际操作中，企业税务系统需要和 ERP 以及税务局进行接口对接，并生成税基数据。但税务与财务系统内在运行逻辑差异较大，财务厂商切入难度较高。财务系统的底层逻辑是会计准则，而税务系统需要依据税务政策来进行建设，会计准则与税务政策差异较大。仅以企业收入为例，税法中的收入总额比会计准则规定的更广，除会计准则规定的收入外，还包括接受捐赠收入、债务重组收入等资本利得，并且两者在确认销售收入的依据与金额的计量上也存在着根本差异。除此之外，税务政策相对会计准则变更的频率更高，各省在具体税务政策上也存在差异，而会计准则即使是在不同地域也呈现出相对统一的特征，因而税务 IT 厂商对于政策的把控能力会要求更高。

图表10. 企业税务管理系统承接 ERP 与税务局系统



资料来源：海闻科技官网，中银证券

图表11. 税务与财务收入处理差异

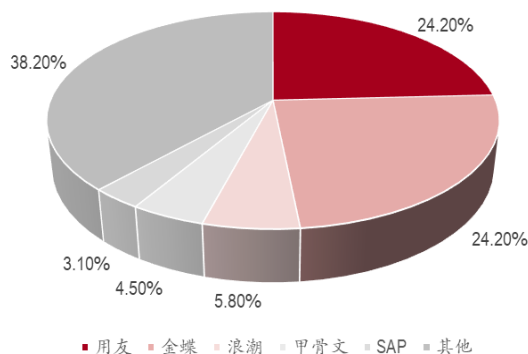
	税法	会计准则
收入范围	销售货物收入、提供劳务收入、转让财产收入、股息红利等权益性投资收益、利息收入、销售商品收入、提供劳务收入和让渡资产使用权租金收入、特许权使用费收入、接受捐赠收入、债务重组收入、补贴收入等	销售商品收入、提供劳务收入和让渡资产使用权租金收入、特许权使用费收入、接受捐赠收入、债务重组收入、补贴收入等
收入确认原则	不考虑谨慎性原则	考虑谨慎性原则

资料来源：税屋，中银证券

TO B 头部厂商壁垒稳固，存量客户为企业“压舱石”。企业税务 IT 的另一重壁垒来自于存量客户的积累，即具有较大客户基数的企业在市场竞争中拥有强大优势。企业财税行业近几年市场竞争愈加激烈，根据财政部公布的数据，截至 2019 年底，全国执证代理记账机构共 45286 家，较上年同期增长 43.7%，而中小企业数量并未同步增长。随着头部企业不断加大拓客力度，获取增量客户的难度加大。从获客成本考虑，非头部企业拓展增量客户很难达到投入产出平衡。以线上拓客为例，一条可跟进线索投放成本大约在 200 元以上，以 20% 的销售成交率测算（对应优秀销售水平），相关成本达 1000 元以上，目前头部企业客户 ARPPU 值基本为几百元左右，而众多非头部企业则以更低的价格运营，即使用户规模得到了提升，这些规模较小的企业也难以摆脱“增收不增利”的窘境。因此，非头部企业即使在短期内能够实现获客，但往往也会由于现金流断裂而难以在市场中存活，从长期来看，拥有较多存量客户的头部企业发展更有前景。

税务 IT 行业未来竞争格局相对明确，头部厂商地位更为稳固。用友占据 24% 的市场份额，在 ERP 行业中处于龙头地位，但仍有 SAP、金蝶等强劲竞争对手。而税友在 G 端龙头位置稳固，金税四期相关份额超 40%。B 端市场份额目前相对分散，但外来厂商对国内税务政策不熟悉，小型服务商受资本、技术等制约，难以在市场上占据领先地位，B 端行业进入门槛高。另一方面，由于 To G 税务系统与 To B 企业税务内在逻辑相同，即都是依据国家税务政策来进行建设，厂商在 G 端积累的对税务政策的解读能力能够进一步应用到 B 端，从行业长期发展趋势来看，G 端占优厂商在 B 端具备先发优势。相比 ERP 市场，市场竞争格局确定性较高。

图表12. 2020 年 ERP SaaS 市场份额



资料来源：IDC，中银证券

注：日期截止至 2020 H1

从公司角度分析，税友与用友均属于 SaaS 企业。衡量 SaaS 企业的核心指标包括客户留存率、新增用户以及 ARPU 值。客户留存率为企业提供护城河，而新增拓客以及客单价的提升能够为公司提供向上发展的弹性。从客户留存率角度，我们认为公司与用友具备同等核心优势，企业护城河稳固。

用友高客户留存率来源于产品的高替换成本。用友财报显示，2020 年公司大中型客户续费率达 98.96%，小微客户续费率达 71.68%。高客户续费率来源于产品的高替换成本。ERP 系统与企业功能型管理软件交互，打通销售、采购、生产、财务、质量等多重环节，并渗透到企业管理各个层面，当海量的企业数据沉淀在 ERP 系统中时，用户的转换成本也随之增加，因此提升了客户续费率。

图表13. ERP 系统贯穿企业管理多重环节



资料来源：用友官网，中银证券

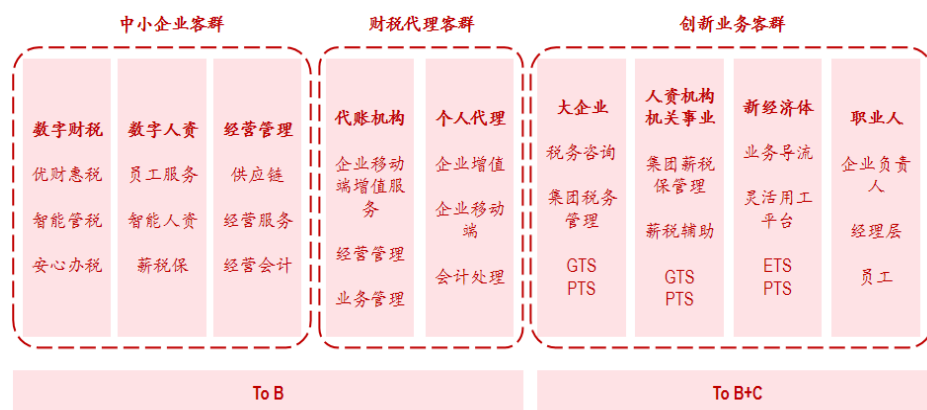
税友的高客户粘性来源于数据沉淀产生的价值。根据公司2021年年报，税友B端中小企业客群、财税代理客群续费率为85%左右，同样处于较高水平。与用友类似，税友高客户留存的背后是来源于税务数据沉淀的价值。一方面税务处理时间跨度大，税务追诉期最长可达十年。当税局提出风险提示和申报疑点时，企业需要追溯历年涉税信息、查找申报数据依据。更换企业税务系统会导致追溯以前年度调整项难度加大。另一方面，当海量的数据沉淀在企业税务系统中时，厂商可以利用大数据、人工智能等手段提供税务风险预警、税优管理等服务，实现从“成本”到“价值创造”的商业模式的转变。

客户分层战略实现量价齐增，细分业务向上弹性有望释放

在本节，我们从新增客户以及客单价角度分析公司各细分业务向上发展的弹性。

公司在B端采取客户分层、价值分级的战略。公司针对具备一定规模和较好经营发展能力的中小企业客群提供数字财税、数字人资、经营管理等服务；通过为财税代理机构提供代财SaaS平台，实现对小微企业的服务；同时对大型银行、集团、人资机构提供PTS（薪酬个税社保）、GTS（集团税务）、ETS（灵活用工税务平台）等创新型业务。其中，中小企业客群SaaS以及财税代理客群SaaS属于公司成熟业务，2021年中小企业续费率为85%，财税代理客户留存率达84%。GTS、PTS、ETS属于公司创新型业务，有望提供新的增长点。

图表14. 公司 To B 细分业务



资料来源：公司官网，中银证券

中小企业客群 ARPPU 值提升。公司对中小企业客群实行分层经营的策略：对小微类客户以促活为主，将部分低价值客户引流至财税代理客群，同时重点聚焦高价值客户，为其提供税务规划、税务咨询等服务。2021 年，中小企业高客单价用户增长 69%。在低值客户引流导致付费用户减少的情况下，该客群 ARPPU 值提升至 728 元，同比增长 6.1%。

图表15. 中小企业客群 ARPPU 提升

	2020	2021	增长率 (%)
营收 (万元)	46679	45879	(1.7)
用户数 (万户)	120	120	0.0
付费用户数 (万户)	68	63	(7.4)
ARPU (元)	389.0	382.3	(1.7)
ARPPU (元)	686.5	728.2	6.1

资料来源：公司 2021 年年报，中银证券

财税代理客群用户规模进一步扩大。公司对财税代理客群的策略是快速拓展用户规模。2021 年公司付费用户数同比增长 52.6%，用户数同比增长 31.4%，用户数规模的扩张带动营收实现快速增长。

图表16. 财税代理客群用户规模扩大

	2020	2021	增长率 (%)
营收 (万元)	27862	31326	12.4
用户数 (万户)	350	460	31.4
付费用户数 (万户)	190	290	52.6

资料来源：公司 2021 年年报，中银证券

创新 SaaS 产品线实现营收快速增长。创新 SaaS 产品线是以个税社保为核心，针对直播、骑手等受众的人资创新管理业务，该客群服务以 B+C 为特点。公司对该业务的策略是创新产品、扩大用户规模。2021 年，该业务用户数同比增长 33.3%，营收同比增加 16.9%。

图表17. 创新业务客群实现高速增长

	2020	2021	增长率 (%)
营收 (万元)	7924	9261	16.9
付费用户数 (万户)	3	4	33.3

资料来源：公司 2021 年年报，中银证券

公司细分业务近年来的发展趋势呈现量价齐增的特点，中小企业客群在外部不利因素影响下实现 ARPPU 值提升，财税代理客群与创新 SaaS 业务均实现用户规模高速增长，公司目前增长态势良好，具备向上发展的弹性。

税收政策东风已至，中国版“Intuit”打造新增长极

在前两部分，我们从 SaaS 公司的三项核心指标出发对公司当下经营状况进行了分析，在本节我们将着重分析公司短期增长看点以及长期发展潜力。

从短期看，公司针对市场潜力较大的税务咨询、灵活用工市场以及税务共享中心进行了前瞻性布局。随着国常会留抵退税政策的落地，税务咨询、税收筹划需求有望迎来快速增长。借政策之东风，公司有望开启新一轮增长周期。从长期看，我们认为公司与 Intuit 发展路径相似，且相关量化指标与 Intuit 同期水平相当，公司长期发展动力十足。

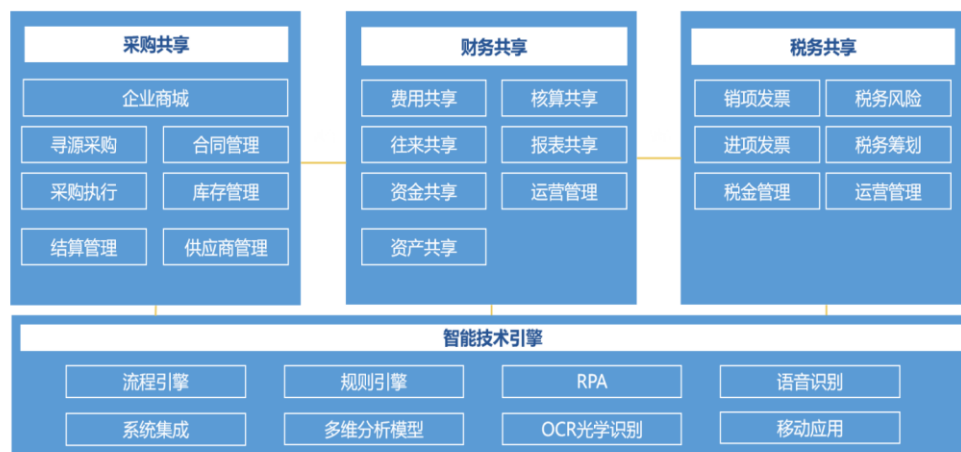
国常会明确 1.5 万亿留抵退税政策安排，高价值管税业务短期有望突破。2022 年 5 月 23 日，国务院常务会议召开，会议指出要在更多行业实施存量增量全额留抵退税，增加退税 1400 多亿元，全年退税减税 2.64 万亿元。要享受留抵退税政策优惠，需要企业纳税信用等级为 A 级或 B 级，根据 2020 年国家税务总局公布的全国纳税信用评价结果，约有 5.7% 的企业纳税信用为 A 级。留抵退税政策的落地将会极大地提升企业异议处理、信用修复等税务服务需求。公司针对中小企业客群推出了高价值管税的咨询服务，能够帮助企业最大化地享受税收政策优惠，并根据客户自身的情况，以指标化、模型化的方式为企业提供税收规划。公司高价值管税服务短期内需求有望实现突破。

社保入税加大企业成本，灵活用工市场或超万亿。自 2019 年 1 月 1 日起，社保费改为由税务局统一征收，此前社保征收通常是由社保局负责。随着金税三期、金税四期社保费系统的完善，税务机关将充分利用大数据平台开展涉税风险控制。不同于以往企业自行向税务机构申报社保基数，社保入税后，税务局可以根据系统中的报税信息确定实际社保基数，征管力度加大，此前征收不实或不足的问题很难再度出现。高昂的社保费用将会促使企业采取灵活用工的方式降低人力成本。灵活用工是一种基于企业需求，不建立正式劳动关系的全新人力资源配置模式，可以有效帮助企业节约招聘成本。2019 年 12 月 13 日，国务院印发了《关于进一步做好稳就业工作的意见》（简称“意见”）支持企业灵活用工。意见提出要促进劳动者多渠道就业创业，启动新就业形态人员职业伤害保障试点，抓紧清理取消不合理限制灵活就业的规定。亿欧智库统计，2019 年国内灵活用工市场规模 4787.69 亿元，3 年 CAGR 达 45%，预计 2022 年的市场规模将达到 12246.95 亿元。

公司针对灵活用工市场已有布局。公司成功打造 ETS（灵活用工税务平台）开拓市场，其产品已在四川、江西、江苏完成园区业务闭环验证。同时，创新型 PTS（薪酬个税社保）业务也在银行、集团、人资机构、软件公司等多个特色行业客群完成了较大规模拓展推广。

税收监管从严促使大型企业进行税务合规建设，公司 GTS 业务市场空间有望超千亿。GTS 是针对集团的共享财税中心，利用人工智能、大数据等手段帮助大型集团进行企业税务自检，避免被监管机关筛查选中，并实现发票的统一管理和集中报税。目前 GTS 产品已完成了首批客户的价值验证，金税四期对于企业税务审查更加严格，大型企业对于税务合规建设需求提升。根据普华永道的数据，超过 63% 的受访企业有建立税务共享中心的计划。国家统计局数据显示，我国国有控股企业约为 29 万家，假设 60% 需要建立税务共享中心，每家企业采购金额大致为 50 万-500 万不等，以 100 万元的单价测算，税务共享中心市场空间约为 1700 亿元。

图表18. 税务共享中心模式



资料来源：元年科技官网，中银证券

在本小节，我们先对公司业绩做出整体性分析，再通过与财税 SaaS 龙头 Intuit 对比，分析公司长期发展前景。

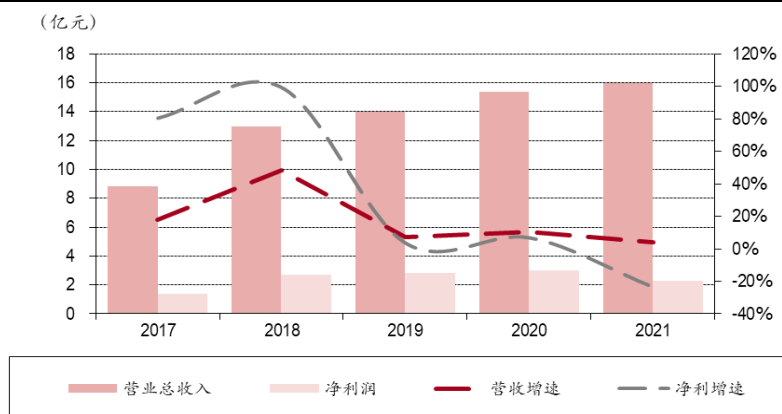
公司近几年营收、净利增速相对放缓。外部环境的变化以及公司销售投入的力度加大导致收入、净利润变动较大。

公司在 17、18 年收入、净利均大幅上升，主要是由于营改增政策的全面推行，由营业税改为增值税后，企业往往不能快速适应营改增后的市场环境，代记账的需求大幅提升。

2019 年后业绩增速放缓，主要是由于市场竞争激烈。根据财政部公布的数据显示，截至 2019 年底，全国执证代理记账机构共 45286 家，较上年同期增长 43.7%。在这一阶段，厂商主要提供代记账工具，同质化竞争严重，导致公司客单价降低。

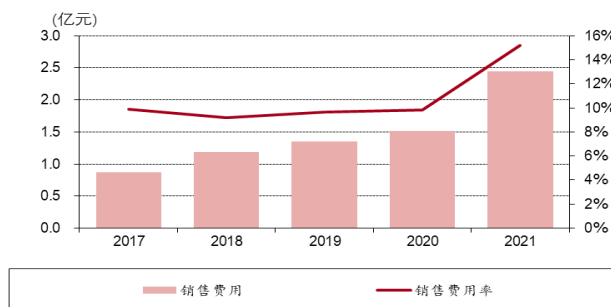
2021 年公司实现收入 16 亿元，同比增长 4.14%，实现净利 2.3 亿元，同比下降 23.52%。净利润下降主要是因为公司加大销售投入，2021 年销售费用达 2.44 亿元，同比增长 61.34%。

图表19. 2017-2021 年公司营收、净利变化



资料来源：万得，中银证券

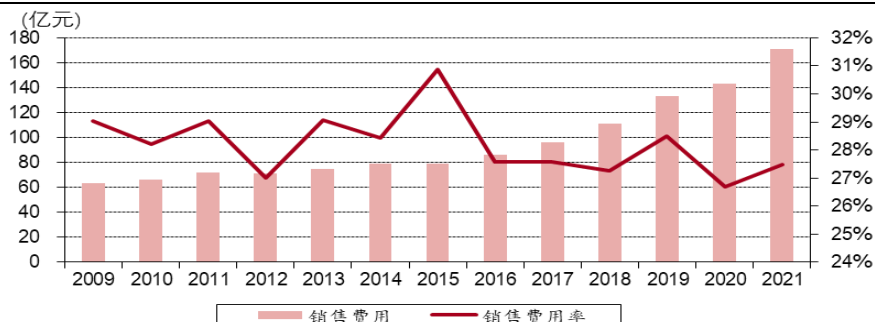
图表20. 2017-2021 年公司销售费用率变化



资料来源：万得，中银证券

提升销售费用率是公司规模化的必经之路。以美国财税 SaaS 龙头 Intuit 为例，Intuit 历年销售费用率基本稳定在 27%-30% 的范围内。税友 B 端 SaaS 占比近 96%，与 Intuit 可比程度较高。2021 年以前，公司销售费用率为 9% 左右，远低于 Intuit 水平，2021 年公司加大投入，销售费用率提升至 15%。目前，公司中小企业客群续费率达 85%，财税代理客群留存率达 84%，主要客群续费率已处于较高水平，而新客拓展发力空间较大。根据国家统计局数据，国内有 1500 万家以上中小微企业。目前，公司平台活跃企业用户 580 万，付费用户 357 万，新用户拓展空间广阔，提升销售投入有助于进一步扩大客户基数。

图表21. Intuit 销售费用与销售费用率



资料来源：万得，中银证券

SaaS 企业长期发力点在提升毛利率，公司毛利率增长势头良好。从 SaaS 企业本身的特点来看，相比传统软件行业，SaaS 由于其产品标准化的特点，通常具有高毛利率和高费用率。Intuit 历年毛利率基本保持在 80% 以上，因此 SaaS 企业的发展路径是通过提升毛利率来覆盖相关费用，以提高净利润水平。横向对比，公司 B 端毛利率明显高于可比公司水平，且呈现逐步上升趋势，公司长期发展态势良好。

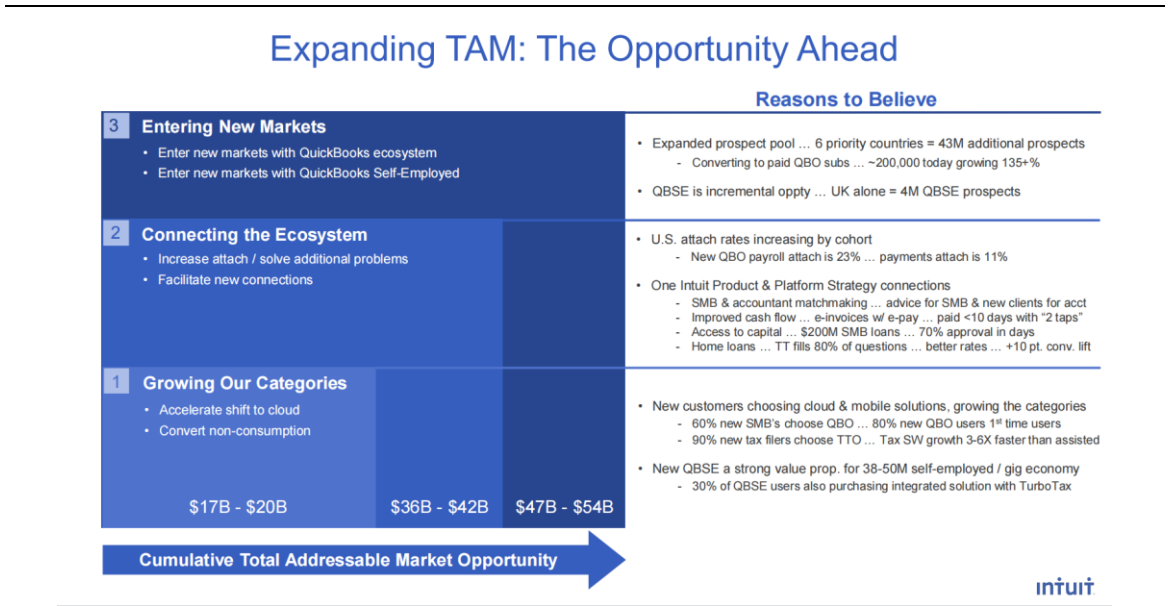
图表22. B 端毛利率对比

(%)	2018	2019	2020	2021
航天信息 (600271)	55.5	52.4	55.0	52.8
金财互联 (002530)	71.1	57.3	4.8	8.8
顺利办 (000606)	62.3	61.5	34.0	24.7
平均	62.9	57.1	31.3	28.8
税友股份 (603171)	67.6	66.6	68.6	68.6

资料来源：公司招股说明书，万得，中银证券

Intuit 长期发展战略分三步走。Intuit 第一阶段的主要目标是加速云转型以及加大付费用户数。第二阶段的发展目标是发掘用户痛点，增大新增拓客。第三阶段的目标是完善 QuickBooks 生态系统（针对小型公司的业务）以及加大对于 To C 端自雇者的业务拓展。

图表23. Intuit 长期发展战略



资料来源：Intuit Investor Day 2015，中银证券

以 Intuit 阶段性量化指标看，公司已经达成 Intuit 第一阶段发展目标，目前正在稳步向第二、第三阶段靠近。参考第一阶段指标，公司无论是从 SaaS 化程度还是付费用户比例，均高于 Intuit 同期水平，公司基本完成 Intuit 一阶段发展战略。公司目前正向 Intuit 二、三阶段发展。Intuit 在发展进入相对瓶颈期后，采取的策略是发掘客户痛点来实现二次增长，并针对客户在使用中出现的问题进一步打磨产品，增加了批发结算等功能。与 Intuit 类似，税友针对中小企业税务咨询、税优管理等痛点，推出了高价值管税业务。横向对比，Intuit 在 2019 年美国客户覆盖率为 4.06%，税友 B 端中小企业客群覆盖率为 8%，财税代理客群覆盖率为 15.3%，在可比阶段，两家公司均选择通过扩大用户规模来进一步增加收入向上弹性。

C 端发力，打造新增长极。进入到第三阶段，Intuit 的战略是向 To C 市场发力，推出 QB 自雇者版本以实现进一步增长。同样，税友推出创新 SaaS 业务，其涵盖 ETS、PTS、GTS 等针对薪税、人资、社保的服务，该业务具备 To B+C 的特点。以 ETS（灵活用工平台）为例，ETS 是针对于外卖骑手等灵活用工群体的业务。在灵活用工模式下，企业不存在为个人缴纳社保的义务，个人只能在户籍所在地缴纳灵活就业社保。而灵活用工群体通常人员流动性较大，当就业所在地变更时，如果不将社保进行居住地转移，则会影响养老金缴费年限。同时现行政策规定，养老保险累计缴满 15 年，才可以领取养老金。在种种限制下，灵活用工群体对于社保“钱随人走”的需求愈发凸显，税务信息化向 C 端发展能够进一步打开增长空间。

图表24. 税友、Intuit 长期发展指标对比

阶段	指标	Intuit	税友
第一阶段	云/SaaS 收入占比	78.4%	96.0%
	付费用户比例	付费用户比例提升至 50% 左右	中小企业客群: 52.5%; 财税代理客群: 63%
第二阶段	发掘用户痛点	增加批发结算功能、将专业版进行整合	推出高价格管税业务, 提供税务咨询等服务
		4.06% (QBO 本土订阅客户数 中小企业 8%, 财税代理 15.3% (中小企业客群用户 120 万, 国内客户覆盖率 85.2 万, 美国中小企业数 2100 万) 1500 万家以上中小企业; 财税代理客群用户 460 万, 国内 3000 万家以上有财税代理需求的小微企业)	
第三阶段	加大 To C 业务拓展	推出 QB 自雇者版本	推出 ETS、PTS、GTS 等针对薪税、人资、社保的服务

资料来源: Intuit Investor Day 2015, 公司 2021 年年报, 中银证券

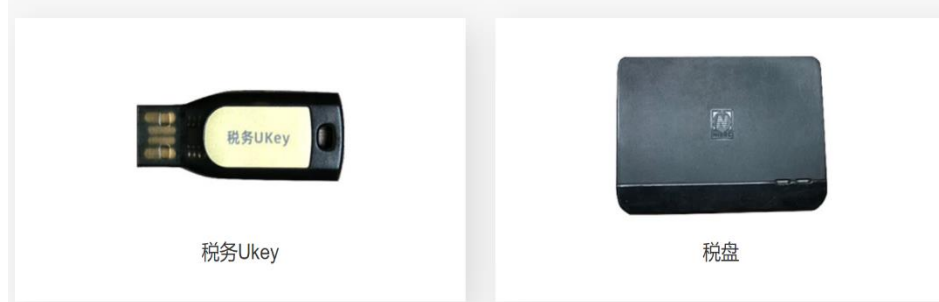
综合以上, 公司长期发展路径与财税 SaaS 龙头 Intuit 吻合, 且相关量化指标与 Intuit 同期水平相当, 看好公司长远发展前景。

To G 业务：金税四期工程利好头部厂商

税务信息化建设范围扩大，金税四期相关市场超千亿

To G 税务信息化市场以税务系统开发为主。To G 税务信息化业务大致可分为两类：一是税控设备，包括 Ukey、金税盘、税控盘等，主要生产厂商为航天信息、百旺金赋等；二是税务系统，包括各类税收管理系统，代表企业为税友股份、中国软件等。随着增值税发票电子化的推进，金税盘、税控盘、IC 卡等税控设备被免费发放的 Ukey 所取代。以往，企业需要自行购买税控设备，所付费用以及缴纳的技术维护费可在增值税应纳税额中全额抵减。而现在则是由税务局统一采购 Ukey 后，免费发放给企业，同时免收服务费。因此税控设备的成本由企业端转移到了税局端。根据国家税务总局的中标信息，2019、2020 年 Ukey 采购金额大约在 700-900 万元，考虑到 Ukey 无需更新，市场增量较小，且目前已经开始实施全数字化发票，传统税控硬件正逐步被替代，税控设备的市场规模可忽略不计。

图表25. 国内税控设备对比



资料来源：发票通官网，中银证券

税务系统建设正趋于完善。税务系统建设自 20 世纪 90 年代起步，大体上经历了三个发展阶段，即起步期、成长期、发展期。

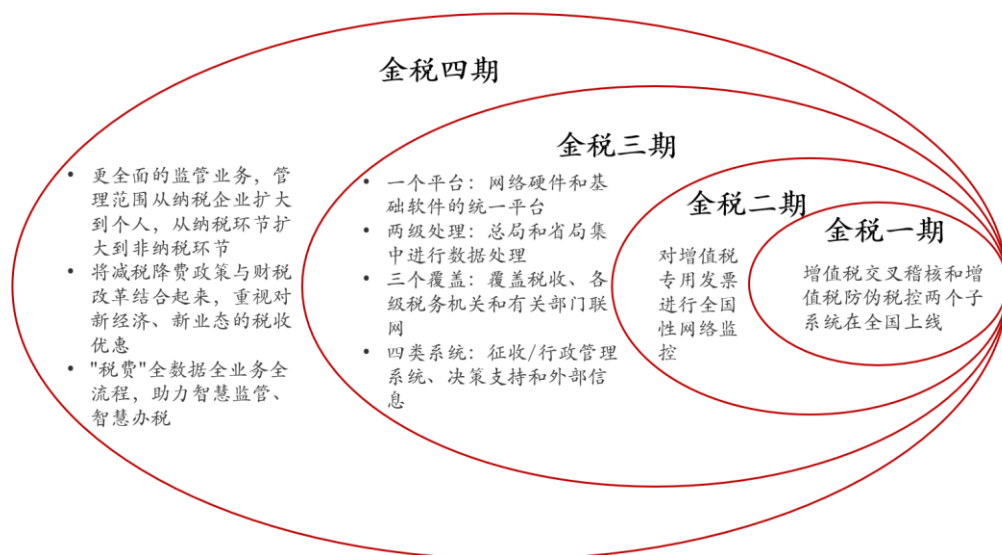
1994 年-2000 年为起步阶段，以单模块、单系统业务为主要特点。具体表现为以地市为单位，税务部门针对本辖区的某项具体业务组织开发税务信息化系统，以实现信息的自动化处理。系统功能相对简单，且系统建设多发生在经济和计算机技术相对发达的地区。该阶段代表性工程为金税一期以及金税二期。1994 年 7 月，金税一期的增值税交叉稽核和增值税防伪税控两个子系统在全国 50 个试点单位上线。1998 年，金税二期提出建立起一个对增值税专用发票进行监控的全国性网络，以完善对增值税的征收管理。

2000 年-2010 年为成长阶段，主要特点为集成度较高、业务类型拓宽。在该阶段，税务信息化系统以省为单位统一组织建设，税务数据完成了省市级层次的集中，并逐步建立了网上认证、网上申报、综合纳税服务等纳税服务平台。但从整体来看，各省市之间仍然存在着开发进度不一致、缺乏统一技术标准的情况。在该阶段，金税二期工程顺利完成，增值税发票的立体全国监管体系已经形成。

2010 年至今为发展期，主要特点为统一、整合。在发展期，我国税务信息化建设由各省市独立开发转变为全国范围的统一标准建设，并形成了全国统一的税收征管系统和大数据平台。该平台由法人税收管理、自然人税收管理、会计与统计等多个信息模块组成，实现了税务数据的集中管理。该阶段，金税三期、金税四期工程逐步落地。

税种覆盖范围逐步扩大。从金税一期到金税二期，税务局完成了增值税专用发票的全国性网络监控，到金税三期，增值税、国税、地税实现整合，金税四期在金税三期的基础上进一步将个人所得税、非税（包括社保费等）和现有税种整合，并通过企业信息联网核查系统搭建各部委、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，搭建智慧税务体系。

图表26. 金税政策总结



资料来源：甲子光年，中银证券

税务信息化市场规模进一步扩大。相比金税三期，金税四期增加了对个税与社保费的管控，建立了与各部委、人民银行的信息联网系统，系统建设范围的扩大带动了市场规模的进一步提升。以社保行业为例。随着参保人数增长和互联网的高速发展，社保信息化行业增长显著。根据劳动保障部的数据，我国社保信息化IT投资规模从2014年的88.5亿元提升至2018年的155.2亿元，复合增长率达15.08%。

社保费与个税项目有望成为金四工程最大增量。从2020-2021年国家税务总局金税四期相关建设来看，社保费项目与自然人电子税务局投入近4.3亿元，约占20、21年税务局相关建设中标金额的53.4%，为金四工程贡献了较大增量。

图表27. 金税四期各项目投入

项目类别	金额（亿元）	占比（%）
电子发票	0.63	7.9
金税三期升级	2.95	36.8
社保费	2.52	31.3
异地协作	0.16	1.9
自然人电子税务局	1.78	22.1
合计	8.03	100.0

资料来源：国家税务总局，中银证券

金税四期相关市场有望超千亿。金税四期不仅涉及税务总局自身系统建设，同时还涉及到各部委、银行间的改造，并且带动了企业电子发票市场的建设。以电子发票项目为例。2021年3月，国家税务总局发布《关于进一步深化税收征管改革的意见》（简称“意见”），意见要求到2025年基本实现发票全领域、全环节、全要素电子化；以及跨省通办税费。根据艾媒咨询的数据，2021年我国电子发票开具数量为500亿左右。以高灯科技的定价参考，假设95%中小微企业选择499元档，4.5%为1299元档，0.5%为20000元档，则开票市场规模为114亿元。收票管理平均每张发票查验价格大约在0.4元，对应收票管理的市场规模为200亿元。增值服务主要包括额外OCR识别以及查验等功能，假设50%的电子发票有二次查验的需要，则对应的市场规模为112.5亿元。发票市场整体规模约427亿元。根据电子发票发展指数年度报告的数据，当下全税种发票电子化程度为24%。假设收票、增值市场规模与发票电子化程度等比增长，开票市场价格上浮20%，则对应远期市场规模近1700亿元。

图表28. 发票市场规模

开票市场	合计			收票市场	合计	增值市场	OCR	查验次数	合计
单价 (元)	499	1,299	20,000	查验单价 (元)	0.4	单价	0.2	0.3	
中小微企业数量 (亿)	0.18			电子发票数量 (亿)	500	次数 (亿)		250	
不同单价选择比例 (%)	95	4.5	0.5	市场规模 (亿元)			38	75	
市场规模 (亿元)	86	10.6	18.1	114	200		113	427	

资料来源：国家统计局，高灯科技官网，艾媒咨询，中银证券

图表29. 发票类中期、远期市场规模

远期	
电子发票数量 (亿)	500
电子化程度	24%
电子发票预计规模 (亿)	2083
查验单价	0.4
收票市场规模(亿元)	833
当下开票市场规模 (亿元)	114
价格上浮比例	20%
开票市场规模 (亿元)	137
当下增值市场规模 (亿元)	113
电子发票增长倍数	4.2
增值市场规模 (亿元)	469
远期合计 (亿元)	1670

资料来源：国家统计局，高灯科技官网，艾媒咨询，中银证券

行业积累深厚，社保入税强化公司 G 端优势

20 余年行业积累打造技术护城河。公司自 2010 年起，中标国家税务总局金税三期工程、自然人税收管理、税务数据分析管理、智慧电子税务局、社保费管理子系统等多个项目，具备丰富的项目实践经验和对税务系统的深厚理解。目前公司 G 端项目均取得不同程度进展。

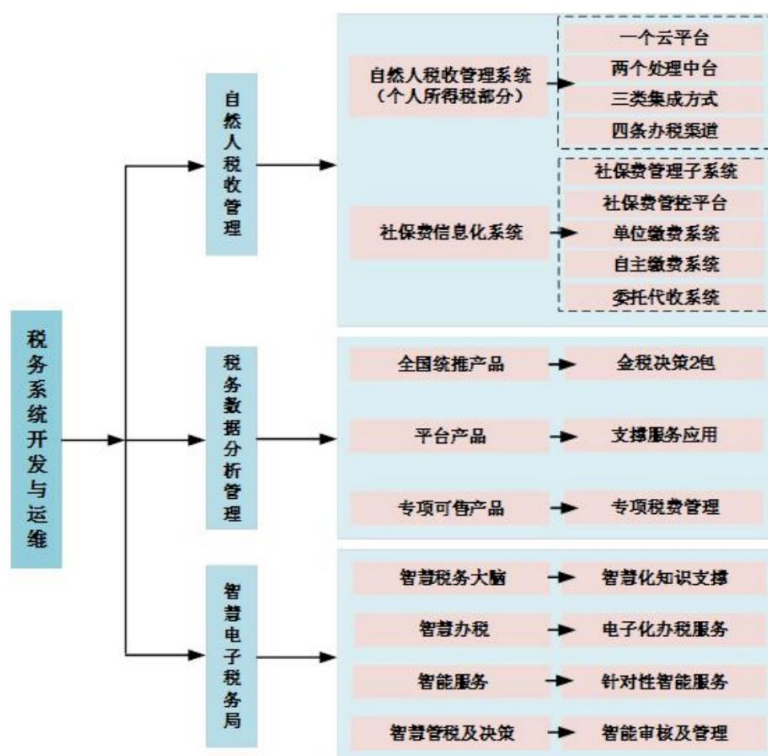
自然人税收管理系统进入到全面深化延展阶段：该系统是第一个全国集中的云化系统，并以大型互联网系统运营方式全面展开，能够实现全业务环节的覆盖。

社保费管理子系统完成全面实施推广：社保费管控平台完成上线，该平台能够支撑省局用户完成社保费征缴管理以及业务监控。除此之外，基于区块链技术的社保费新业务场景也已成功落地。

新一代的“数字化电子税务局”持续创新：该系统在上海、宁波全面实施，是全国第一个全面基于国产化软硬件的云化电子税务局系统。创新产品智慧纳服在雄安、上海、河北、宁波等地得到典型应用。

税务大数据分析深度赋能：公司利用人工智能、机器学习、知识图谱等技术与业务深度融合，赋能风险识别和税收决策分析，新拓广西、雄安二个新项目，并通过广东、上海、湖南等大数据项目，以“onedata 方法论”打造大数据资源中心、大数据资产管理平台和大数据服务平台三大标准产品，重新定义了大数据产品结构。

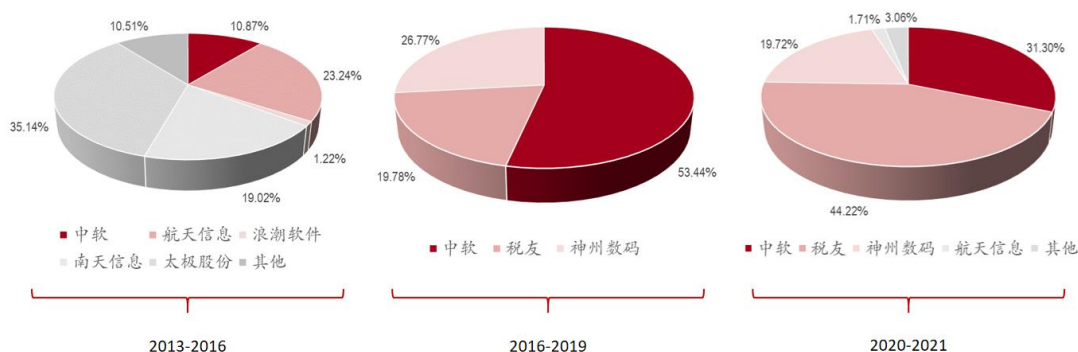
图表30. 公司 G 端主要业务



资料来源：公司招股说明书，中银证券

马太效应进一步加强，金税四期利好头部厂商。通过对金税三期、金税四期相关中标信息进行梳理，我们发现 G 端市场份额向头部集中的趋势愈加明显，且受益厂商范围发生了变化。2013-2016 年，硬件厂商如太极股份、航天信息、南天信息等市场份额较大；2016-2019 年以软件系统建设为主，神州数码、税友股份、中国软件受益明显。2020-2021 年，金税四期建设税友股份占比最大，份额达 44.2%。税务信息化行业壁垒较深，需要公司具备技术以及对税务政策理解的双重优势，小型服务商切入难度较大，而随着大型厂商在行业中积累经验的增多，头部企业优势将会愈加明显。

图表31. 金税工程马太效应加强



资料来源：国家税务总局，中银证券

社保入税对公司形成利好。2018年7月20日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《国税地税征管体制改革方案》（简称“方案”），明确从2019年1月1日起，将基本养老保险费、基本医疗保险费、失业保险费、工伤保险费、生育保险费等各项社会保险费交由税务部门统一征收。而在方案公布前，社保征收通常是由社保局负责或由社保局委托税务局来征收。社保入税后，相应社保IT投资由税务局负责。社保系统建设为公司优势项目。2020、2021年公司连续中标税务局社保费管理子系统项目，中标金额超1亿元。

技术成熟度提升，带动毛利率增长。公司在相关技术层面不断取得突破，2021年陆续落地了社保费管控平台以及基于区块链技术的社保费业务场景。随着公司在税务系统建设领域积累经验的增多，公司开始更多地承接难度较高的系统开发项目，从而带动整体毛利率的提升。2021年G端毛利率相比2018年提升了5个百分点。而同样承接税务系统建设的中国软件与金财互联相关业务毛利率均呈下降趋势，公司在G端的头部优势逐渐显现。

图表32. 税务系统建设毛利率对比

(%)	2018	2019	2020	2021
中国软件（600536）	71.4	63.3	61.0	58.4
金财互联（002530）	47.2	29.8	(0.3)	(9.2)
平均	59.3	46.6	30.3	24.6
税友股份（603171）	43.5	48.4	50.2	48.5

资料来源：万得，公司招股说明书，中银证券

盈利预测与投资分析

盈利预测

B 端业务：预计 2022、2023、2024 年收入增速分别为 18%、17.2%、19.6%。

中小企业客群：公司重点聚焦高价值客户，为其提供税务风控、咨询等服务，ARPPU 值有望进一步提升。

财税代理客群：该客群以拓展用户规模为主要目标，2021 年亿企代账代理机构客户数同比净增长 26%，平台活跃企业同比净增长 31%，我们预计该部分用户将实现高速增长。

创新 SaaS 业务：产品线包括 PTS（薪酬个税社保）、GTS（集团税务）以及 ETS（灵活用工税务平台）。该业务发展潜力大，有望成为公司带来新的增长点。

G 端业务：预计 2022、2023、2024 年收入增速分别为 10.1%、7.9%、7.2%。随着金税四期工程的推进，以及公司向社保、医保等关联业务的积极拓展，G 端业务有望实现进一步增长。

图表33. To B 业务收入预测

(人民币：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
B 端总计	864.7	1020.2	1195.9	1430.1
YoY(%)	4.9	18.0	17.2	19.6
中小企业客群				
收入	458.8	474.2	496.0	533.3
YoY(%)	(1.7)	3.4	4.6	7.5
付费用户数 (万)	63	64	65	67
ARPPU	728	741	763	796
财税代理客群				
收入	313.3	432.7	525.0	613.6
YoY(%)	12.4	38.1	21.3	16.9
付费用户数 (万)	290	397	473	543
ARPPU	108	109	111	113
创新业务				
收入	92.6	113.3	174.9	283.2
YoY(%)	16.9	22.3	54.4	61.9

资料来源：万得，中银证券

图表34. 营收、毛利预测

(人民币：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
收入	1604.8	1832.1	2071.9	2369.2
YOY(%)	4.1	14.2	13.1	14.3
成本	653.4	699.7	762.8	843.5
毛利	951.3	1,132.4	1,309.1	1,525.7
毛利率(%)	59.3	61.8	63.2	64.4
G 端				
收入	737.4	811.8	876.0	939.1
YOY(%)	3.1	10.1	7.9	7.2
成本	379.7	414.0	449.4	478.0
毛利率(%)	48.5	49.0	48.7	49.1
B 端				
收入	864.7	1,020.2	1,195.9	1,430.1
YOY(%)	4.9	18.0	17.2	19.6
成本	271.8	285.7	313.4	365.5
毛利率(%)	68.6	72.0	73.8	74.4

资料来源：万得，中银证券

基于以上假设，我们预计公司 2022、2023、2024 年实现营收 18.32 (+14.2%)、20.72 (+13.1%)、23.69 (+14.3%) 亿元，预计公司未来三年毛利率稳步提升，分别为 61.8%、63.2%以及 64.4%。归母净利润分别为 2.67、3.49、3.98 亿元，对应 EPS 分别为 0.66、0.86、0.98 元。

估值分析

我们采用分部估值法对公司进行估值。

2021 年公司 B 端业务占营业收入的 53.88%，对该部分业务，我们选取 SaaS 成分比较高的可比公司通过 PS 进行估值，目前 PS 估值低于可比公司水平，随着公司用户规模的扩大以及客单价的提升，公司业务有望进一步增长，我们给予公司 13 倍 PS 估值。预计 22 年 B 端收入为 10.2 亿元，对应估值为 132.6 亿元。

图表35. B 端可比公司估值

公司名称	股票代码	股价	PS (TTM)
广联达	002410	52.50	11
金山办公	688111	224.00	31
用友网络	600588	20.04	8
平均			17
税友股份	603171	27.28	7

资料来源：万得，中银证券

注：以 2022 年 6 月 6 日收市价为准

2021 年公司 G 端业务占比 45.95%，对于该部分业务，我们选取同样承接税务局系统建设的航天信息、中国软件以及非税收入信息化建设龙头博思软件作为可比公司，并通过 PE 进行估值。考虑到公司在 G 端的龙头地位，以及行业马太效应的增强，我们给予公司 40 倍 PE，22 年 G 端收入预计为 8.12 亿元，以净利率 14.4% 计算，对应估值为 46.8 亿元。

图表36. G 端可比公司估值

			股价				EPS		PE	
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
航天信息	600271	11.26	0.03	0.63	0.70	0.75	20	18	16	15
中国软件	600536	43.96	(0.21)	0.36	0.62	1.01	295	121	70	44
博思软件	300525	20.07	0.00	0.76	1.00	1.29	35	26	20	16
平均			(0.09)	0.49	0.66	0.88	117	55	36	25
税友股份	603171	27.28	0.08	0.66	0.86	0.98	48	42	32	28

资料来源：万得，中银证券

注：以 2022 年 6 月 6 日收市价为准

综上，公司合理市值为 179.4 亿元。首次覆盖，给予买入评级。

风险提示

1. **国内宏观经济受疫情负面影响超预期。**若疫情控制不及预期，将会影响企业线下销售拓展以及业务交付，导致收入端承压。
2. **金税四期 IT 投入不及预期。**税务机关系统改造与政策投入直接相关，在投入力度不及预期的情况下，To G 市场规模减小，企业自身进行税务信息化意愿也会有所降低。
3. **技术突破不及预期。**税务信息化属于知识密集型产业，如果技术突破受挫，公司业务开展将会受到负面影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	1,541	1,605	1,832	2,072	2,369
销售成本	(626)	(664)	(712)	(776)	(859)
经营费用	(618)	(781)	(891)	(1,036)	(1,181)
息税折旧前利润	297	160	230	260	329
折旧及摊销	(40)	(38)	(36)	(38)	(38)
经营利润(息税前利润)	257	122	193	222	291
净利息收入/(费用)	115	105	115	133	149
其他收益/(损失)	33	60	55	65	69
税前利润	315	231	267	349	398
所得税	(13)	(1)	(1)	(1)	(1)
少数股东权益	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
净利润	302	231	267	349	398
核心净利润	302	231	267	349	398
每股收益(人民币)	0.745	0.569	0.658	0.860	0.981
核心每股收益(人民币)	0.744	0.569	0.658	0.860	0.981
每股股息(人民币)	0.000	0.068	0.039	0.077	0.073
收入增长(%)	10	4	14	13	14
息税前利润增长(%)	25	(52)	58	15	31
息税折旧前利润增长(%)	22	(46)	43	13	27
每股收益增长(%)	(4)	(24)	16	31	14
核心每股收益增长(%)	(4)	(24)	16	31	14

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	315	231	267	349	398
折旧与摊销	40	38	36	38	38
净利息费用	(57)	(53)	(57)	(67)	(75)
运营资本变动	(18)	(16)	81	(5)	(7)
税金	(14)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他经营现金流	73	(45)	55	32	(61)
经营活动产生的现金流	338	154	380	347	293
购买固定资产净值	20	2	74	92	83
投资减少/增加	3	14	11	16	13
其他投资现金流	(154)	(560)	(148)	(183)	(166)
投资活动产生的现金流	(131)	(544)	(63)	(76)	(69)
净增权益	0	(28)	(16)	(31)	(30)
净增债务	0	10	(10)	0	0
支付股息	0	28	16	31	30
其他融资现金流	(73)	397	11	35	22
融资活动产生的现金流	(73)	407	1	35	22
现金变动	133	17	318	307	246
期初现金	1,643	1,775	1,797	2,115	2,422
公司自由现金流	206	(390)	317	272	224
权益自由现金流	153	(428)	279	205	179

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,775	1,797	2,115	2,422	2,668
应收帐款	53	144	56	71	74
库存	85	168	104	74	146
其他流动资产	3	5	3	6	4
流动资产总计	2,014	2,584	2,776	3,056	3,383
固定资产	552	659	693	748	792
无形资产	144	147	150	149	150
其他长期资产	77	106	97	104	105
长期资产总计	773	912	940	1,002	1,047
总资产	2,792	3,499	3,714	4,051	4,417
应付帐款	29	35	31	41	39
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	890	941	909	919	912
流动负债总计	919	976	940	960	951
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	97	95	96	96	96
股本	406	406	406	406	406
储备	1,413	2,024	2,275	2,593	2,969
股东权益	1,818	2,430	2,681	2,999	3,374
少数股东权益	(2)	(2)	(2)	(3)	(4)
总负债及权益	2,792	3,499	3,714	4,051	4,417
每股帐面价值(人民币)	4.48	5.99	6.60	7.39	8.31
每股有形资产(人民币)	4.12	5.62	6.23	7.02	7.94
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.37)	(4.43)	(5.21)	(5.97)	(6.57)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.3	10.0	12.5	12.5	13.9
息税前利润率(%)	16.7	7.6	10.5	10.7	12.3
税前利润率(%)	20.4	14.4	14.6	16.9	16.8
净利率(%)	19.6	14.4	14.6	16.9	16.8
流动性					
流动比率(倍)	2.2	2.6	3.0	3.2	3.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.1	2.5	2.8	3.1	3.4
估值					
市盈率(倍)	36.6	48.0	41.5	31.7	27.8
核心业务市盈率(倍)	36.6	48.0	41.5	31.7	27.8
市净率(倍)	6.1	4.6	4.1	3.7	3.3
价格/现金流(倍)	32.8	71.9	29.1	31.9	37.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.3	57.8	39.0	33.3	25.5
周转率					
存货周转天数	47.4	69.6	69.8	41.8	46.8
应收帐款周转天数	8.6	22.4	19.9	11.2	11.2
应付帐款周转天数	6.8	7.2	6.6	6.3	6.1
回报率					
股息支付率(%)	0.0	11.9	6.0	8.9	7.4
净资产收益率(%)	18.0	10.9	10.4	12.3	12.5
资产收益率(%)	9.3	3.9	5.3	5.7	6.8
已运用资本收益率(%)	4.5	2.7	2.6	3.1	3.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371