

➤ **税友股份：财税 SaaS 龙头，拐点已至。** 税友股份成立于 1999 年，是国内领先的财税信息化综合服务提供商。公司以“引领智慧税务，共创财税价值”为使命，为 G 端税务机关提供税务系统开发与运维，以亿企赢品牌为 B 端纳税企业和财税中介提供互联网财税综合服务。进入 2023 年，税友迎来了经营层面的拐点，1) 从收入端看，税友自 2021 年实现触底反弹，2021、2022、2023Q1-Q3 收入增速分别为 4%、6%、11%，进入 2023 年后连续 3 个季度收入端保持在 10%左右的增速；2) 从毛利率的角度，公司 2023 前三季度达到 62%，相较于 2022 年全年出现明显提升；3) 从现金流的角度，公司的销售收现在 2023 前三季度实现 16%的同比增长。在当前宏观环境相对复杂的背景下，公司的经营指标持续改善，SaaS 模式的优良属性开始显现。

➤ **面向 B 端的财税 SaaS 业务逆势成长。** 税友的 B 端业务，以面向中小微企业的财税 SaaS 业务为核心，2021 年以来收入增速持续回暖，截至 2023H1 公司 B 端收入增速达到 14%。从毛利率角度，B 端业务以 SaaS 为商业模式，具备良好的盈利能力，2023H1 提升至 73%。具体拆分来看，1) 面向中小企业，公司坚定推动客户价值挖掘，2022 年中小企业 ARPU 值达到 815 元，同比增长 11%；2) 面向小微企业，公司持续推动客户覆盖，截至 2022 年末月活/付费用户数量分别达到 590 万/380 万。

➤ **金税四期持续推进，税务数据要素亟待挖掘。** 2021 年 3 月，中办、国办印发《关于进一步深化税收征管改革的意见》，将“智慧税务”作为新发展阶段进一步深化税收征管改革的主要着力点。金税四期重点围绕智慧税务建设，以发票电子化改革为突破口，以税收大数据为驱动，推动税务机关从“以票治税”到“以数治税”。税友深度参与金税四期建设，中标多个核心系统模块，持续巩固自身在税务 IT 领域的领导者地位，同时考虑到税友在 B 端覆盖超过 800 万活跃的企业用户客群，若后续数据要素政策持续落地，公司在税务数据要素领域的开发、落地和变现方面具备十足的潜力。

➤ **投资建议：** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.47、3.68、4.92 亿元，同比增速分别为 72%、49%、34%，当前市值对应 23/24/25 年 PE 仅为 55/37/28 倍。考虑到税友收入中 SaaS 订阅收入占比较高，同时税务信息化方兴未艾，公司当前的估值具备提升空间。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 下游 IT 支出承压的风险、行业竞争激烈的风险、政策改革推进进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1698	1909	2332	2796
增长率 (%)	5.8	12.4	22.2	19.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	144	247	368	492
增长率 (%)	-37.6	72.0	48.6	33.8
每股收益 (元)	0.35	0.61	0.90	1.21
PE	95	55	37	28
PB	5.6	5.4	5.0	4.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 1 月 5 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

33.60 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

分析师 丁辰晖

执业证书：S0100522090006

电话：021-80508288

邮箱：dingchenhui@mszq.com

相关研究

1. 税友股份 (603171.SH) 2023 年中报点评：业绩稳健增长，关注 AI、数据要素带来长期机遇-2023/08/21

2. 税友股份 (603171.SH) 2022 年年报点评：疫情冲击下仍保持收入增长，有望受益于金税四期-2023/04/20

3. 税友股份 (603171.SH) 2022 年三季度报点评：经营拐点开始显现，Q3 单季度营收增速达 14%-2022/11/09

目录

1 税友股份：拐点已现的税务 SaaS 龙头	3
1.1 公司概况梳理	3
1.2 业务视角：B 端 SaaS 业务持续逆势成长	4
1.3 财务视角：营收增速与经营质量双拐点来临	6
2 财税 IT：金税四期，深度挖掘数据价值	8
2.1 税务信息化建设进入“金税四期”新篇章	8
2.2 数据要素：政策密集释放，产业落地加速	10
3 财税 SaaS：拐点已现，腾飞在即	12
3.1 税友的 B 端体系：深耕中小微财税 SaaS 蓝海市场	12
3.2 财税 SaaS：蓝海市场，成长加速	14
4 盈利预测与投资建议	17
4.1 盈利预测假设与业务拆分	17
4.2 估值分析与投资建议	19
5 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

1 税友股份：拐点已现的税务 SaaS 龙头

1.1 公司概况梳理

卡位 G 端建设，发力 B 端财税 SaaS 蓝海。税友软件集团股份有限公司成立于 1999 年，是国内领先的财税信息化综合服务提供商。公司以“引领智慧税务，共创财税价值”为使命，为 G 端税务机关提供税务系统开发与运维，以亿企赢品牌为 B 端纳税企业和财税中介提供互联网财税综合服务。公司 2000 年推出首个产品，2010 年中标金税三期 2 个核心项目，2016 创立亿企赢品牌进军 B 端业务，2022 年中标金税四期 2 大核心项目。截止 2023 年 6 月末，公司亿企赢平台活跃用户近 800 万户，其中付费用户 490 万户，行业龙头地位显著。

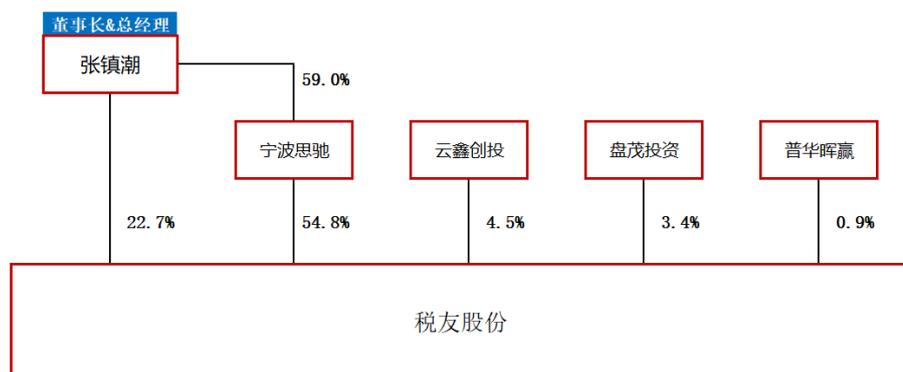
图1：税友股份发展历程图解



资料来源：公司官网，民生证券研究院

股权结构集中度高。截至 2023 年三季度，公司董事长张镇潮合计持有公司 77.5% 的股份，整体股权比例较为稳定。同时蚂蚁集团控股的云鑫创投持有公司 4.5%，自上市后保持稳定，二者在财税 SaaS 领域有深度的业务合作基础。

图2：税友股份股权结构图（截至 2023 年三季度末）



资料来源：wind，民生证券研究院

当前产品体系：G 端卡位与 B 端蓝海。目前税友股份的业务结构清晰，主要包括面向 G 端的数字政务业务，以及面向 B 端的财税 SaaS 业务，其中 B 端产品体系丰富，包括面向中小企业、面向小微企业、以及创新 SaaS 产品。考虑到税友在 G 端税务信息化系统建设领域的卡位优势，公司在 B 端财税 SaaS 市场中具备较强的竞争力。

图3：税友股份业务结构体系



资料来源：公司官网，民生证券研究院

2023 年发布股权激励，彰显管理层信心。税友于 2023 年 4 月份发布股权激励，主要覆盖中层管理人员及核心技术业务骨干共 87 人。本次为税友上市后的首次股权激励计划，在当前较为复杂的背景下发布，彰显公司管理层对经营层面的信心。

表1：税友股份 2023 年股权激励情况梳理

公告时间	授予股份	授予比例	授予价格	覆盖高管	业绩解锁条件
2023/4/21	200 万股	0.49%	23.46 元	87	以 2022 年业绩为基数，2023-2025 年净利润增长率分别不低于 10%、25%、45%

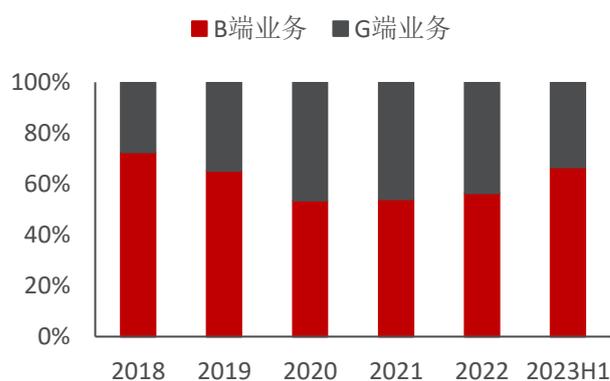
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 业务视角：B 端 SaaS 业务持续逆势成长

营收呈现拐点之势，B 端业务占比逐步提升。从税友近年来的收入情况看，在 2023 年呈现增速逐步回暖的趋势，2021、2022、2023Q1-Q3 收入增速分别为 4.1%、5.8%、10.8%；从具体收入占比看，公司的 B 端财税 SaaS 业务 2021 年以来持续提升，截至 2023 年前三季度已经达到 66%。B 端业务重回增长态势，是公司近年来收入增速回暖的核心原因。

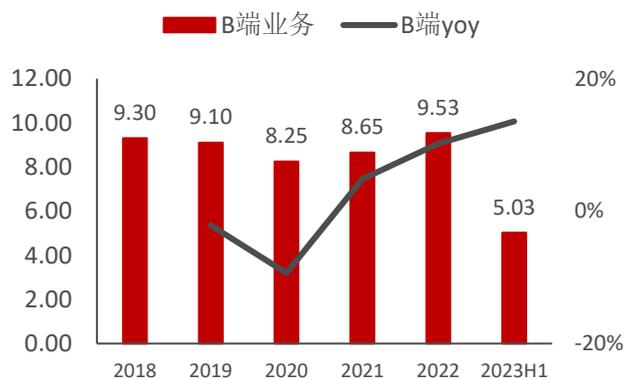
图4: 2018-2023Q1-Q3 税友收入及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

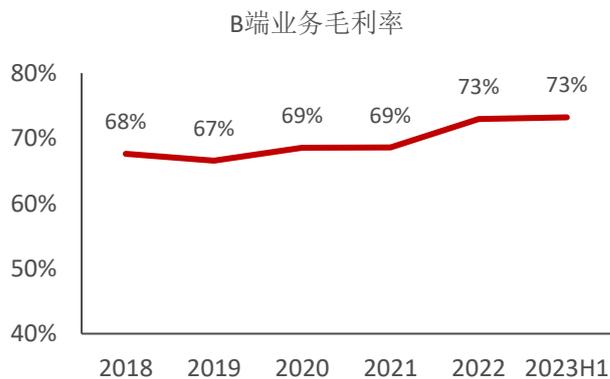
图5: 2018-2023H1 税友两大业务收入结构变化


资料来源: wind, 民生证券研究院

B 端业务: 重回增长, 盈利能力持续提升。税友的 B 端业务, 以面向中小微企业的财税 Saas 业务为核心, 2021 年以来收入增速持续回暖, 截至 2023H1 公司 B 端收入增速达到 14%。从毛利率角度, B 端业务以 Saas 为商业模式, 具备良好的盈利能力, 2023H1 提升至 73%。

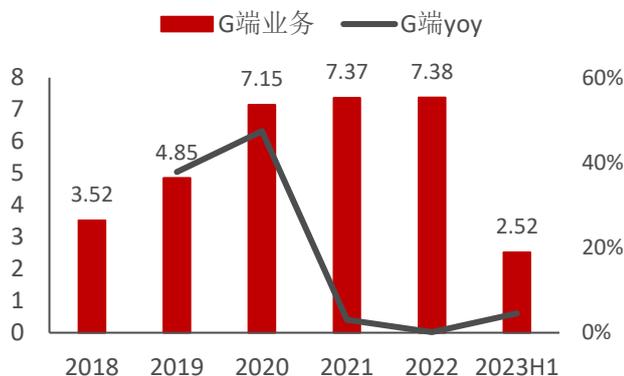
图6: 2018-2023H1 税友 B 端收入 (亿元) 及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 2018-2023H1 税友 B 端业务毛利率变化


资料来源: wind, 民生证券研究院

G 端收入: 税务体系持续改革, 收入保持稳健。从 G 端业务的表现看, 在经历 2018 年的快速成长后, 2020-2022 年公司的 G 端业务保持 7 亿元左右的收入体量, 在当前宏观环境下保持稳健, 而进入 2023 年后 G 端业务增速保持稳健。从毛利率角度, 考虑到近年来金税四期推进带来的更多业务需求, 相应的定制化场景以及实施需求释放, 因此公司 G 端业务毛利率有所下滑。

图8: 2018-2023H1 税友 G 端收入 (亿元) 及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2018-2023H1 税友 G 端毛利率

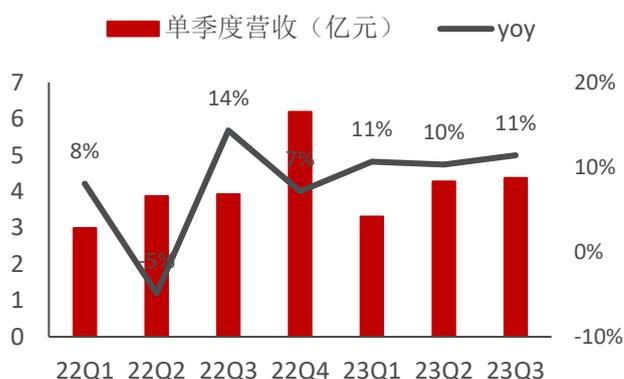

资料来源: wind, 民生证券研究院

1.3 财务视角: 营收增速与经营质量双拐点来临

营收增速持续反弹, 拐点已现。从收入端看, 税友自 2021 年实现触底反弹, 2021、2022、2023Q1-Q3 收入增速分别为 4%、6%、11%, 进入 2023 年后连续 3 个季度收入端保持在 10%左右的增速。如前文所述, 公司 B 端业务的持续回暖是公司收入出现拐点的核心原因。

图10: 2018-2023Q1-Q3 公司收入及增速

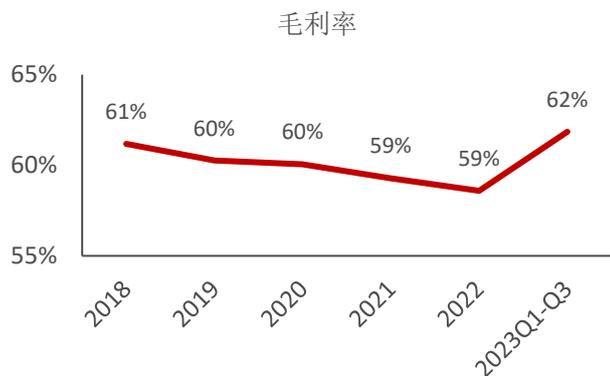

资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 2022-2023Q3 公司单季度收入及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

SaaS 模式威力显现, 毛利率&现金流持续回暖。SaaS 业务占比提升, 使得公司的关键财务指标持续改善, 从毛利率的角度, 公司 2023 前三季度达到 62%, 相较于 2022 年全年出现明显提升; 从现金流的角度, 公司的销售收现在 2023 前三季度实现 16%的同比增长。在当前宏观环境相对复杂的背景下, 公司的经营指标持续改善, SaaS 模式的优良属性开始显现。

图12: 2018-2023Q1-Q3 税友毛利率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

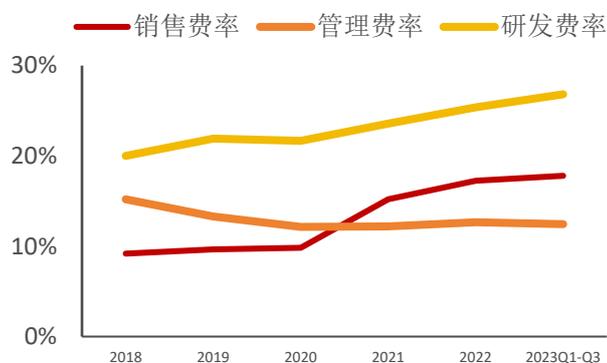
图13: 2018-2023Q1-Q3 税友销售收现及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

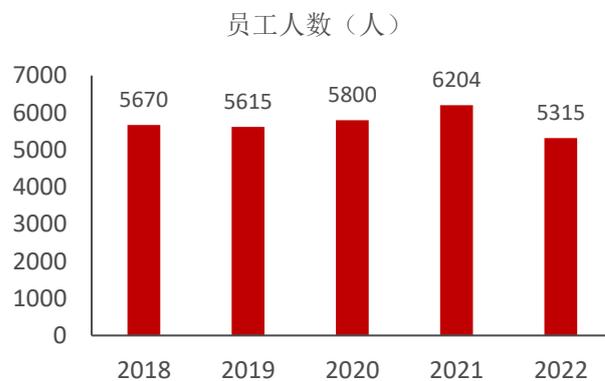
费用投入周期结束, 人员开始收缩。税友自 2021 年上市后, 进入费用投入周期, 公司人员规模在 21 年底扩张至 6204 人, 在市场推广、产品研发领域持续加大投入, 这也导致公司销售、研发费用率在 2022 年达到较高水平, 同时对利润率产生压制。但公司后续人员规模已经开始收缩, 到 2022 年已经下降至 5315 人, 考虑到后续 B 端业务开始回暖加速, 人员投入收缩, 公司后续利润率有望回升。

图14: 2018-2023Q1-Q3 税友三大费率表现



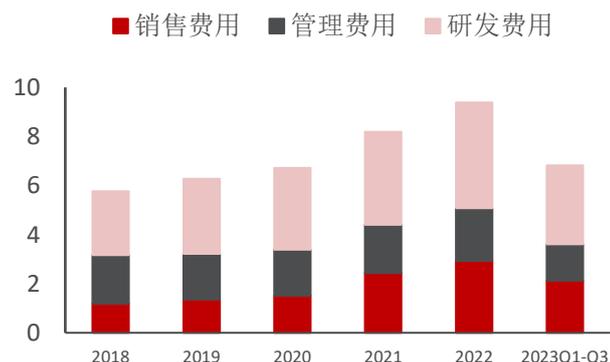
资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 2018-2022 年税友人员人数变化



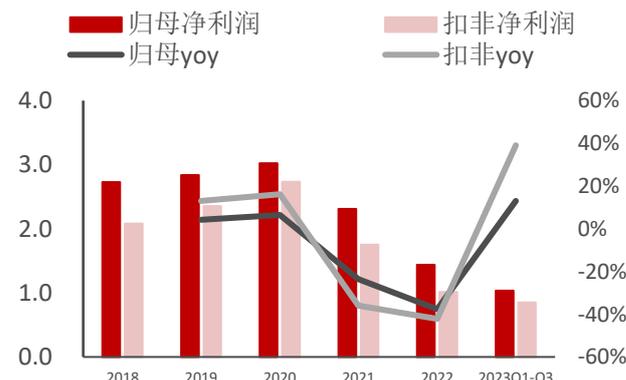
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 2018-2023Q1-Q3 税友三大费用情况 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 2018-2023Q1-Q3 税友归母、扣非利润 (亿元)



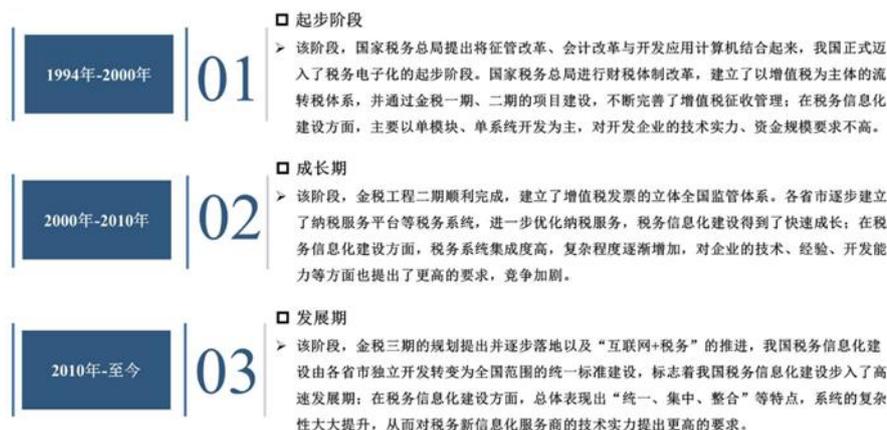
资料来源: wind, 民生证券研究院

2 财税 IT：金税四期，深度挖掘数据价值

2.1 税务信息化建设进入“金税四期”新篇章

金税工程持续推进，税务信息化程度不断加深。金税工程是国家电子政务“十二金”工程之一，是税收管理信息系统的总称，自 1994 年启动以来，我国税务信息化建设大体上可分为起步、成长和发展三个阶段。1) 1994 年-2000 年为起步期，特点是单模块、单系统。2) 2000 年-2010 年为成长期，税务信息系统集成度提高，初步构建了“以票治税”的格局。3) 2010 年-至今为发展期，统一、集中、整合成为税务信息化建设特点，实现了税收征管数据的全国集中，构建了面向所有税种、所有环节、所有机构的税收征管新格局。

图18：我国金税工程时间线回顾



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

金税四期以税收大数据为驱动，推进智慧税务建设。2021 年 3 月，中办、国办印发《关于进一步深化税收征管改革的意见》，将“智慧税务”作为新发展阶段进一步深化税收征管改革的主要着力点。金税四期重点围绕智慧税务建设，以发票电子化改革为突破口，以税收大数据为驱动，通过税务数据的智能归集、流动、监控和展现，将推动税务机关从“以票治税”到“以数治税”，实现税收管理方式的集约化转型。

图19: 金税四期的内涵



资料来源: 凤凰网, 民生证券研究院

税友在 G 端, 深度参与金税工程多个核心系统建设。 税费治理包括两大对象: 一是面向法人群体, 主要以“金税三期”建设实现信息化、数字化治理, 公司承担了如决策支持等风险管理类核心项目建设; 二是面向自然人群体, 主要以个人税收及社保费征收管理为治理范畴, 公司承担了国家自然人电子税务局、社保管理系统等重要项目的建设。金税四期建设方面, 公司成功中标金税四期两大核心项目: ①国家税务总局电子发票服务平台(二期)项目; ②应用支撑服务平台(第2包)项目。

图20: 税友中标国税总局电子发票平台

国家税务总局电子发票服务平台(二期)项目中标公告

 2022年08月17日 18:11 来源: 中国政府采购网【打印】 [【显示公告概要】](#)

- 一、项目编号: ZB2022-ZXGK-C0024-B00 (招标文件编号: ZB2022-ZXGK-C0024-B00)
- 二、项目名称: 国家税务总局电子发票服务平台(二期)项目
- 三、中标(成交)信息
 - 供应商名称: 中国软件与技术服务股份有限公司(联合体牵头人) 方欣科技有限公司(联合体成员) 税友软件集团股份有限公司(联合体成员) (联合体成员排名不分先后)
 - 供应商地址: (联合体牵头人): 北京市昌平区昌盛路18号
 - 中标(成交)金额: 3732.4500000 (万元)

资料来源: 国税总局官网, 民生证券研究院

税友在 G 端税务 IT 市场份额持续领先。 根据 IDC 的数据, 截至 2021 年底, 在中国电子政务细分领域, 即税务信息化行业解决方案中, 税友股份市场份额排名行业第一位。考虑到后续, 税务 IT 在金税四期建设推广的持续催化下, 税友的 G 端业务有望保持良好的增长趋势。

图21: 税友中标国税总局税务人端项目

国家税务总局税务人端项目中标公告

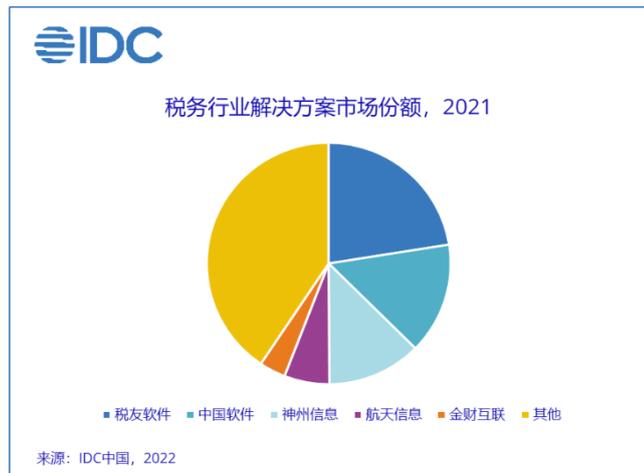
 2023年09月27日 11:12 来源: 中国政府采购网【打印】 [【显示公告概要】](#)

国家税务总局税务人端项目中标结果公告

- 一、项目编号: ZB2023-ZXGK-C0041-B00
- 二、项目名称: 国家税务总局税务人端项目
- 三、中标信息
 - 供应商名称: 中国软件与技术服务股份有限公司(联合体牵头人) 税友信息技术有限公司(联合体成员) 神州数码信息系统有限公司(联合体成员)
 - 供应商地址(联合体牵头人): 北京市昌平区昌盛路18号
 - 中标金额: ¥19,539,500.00

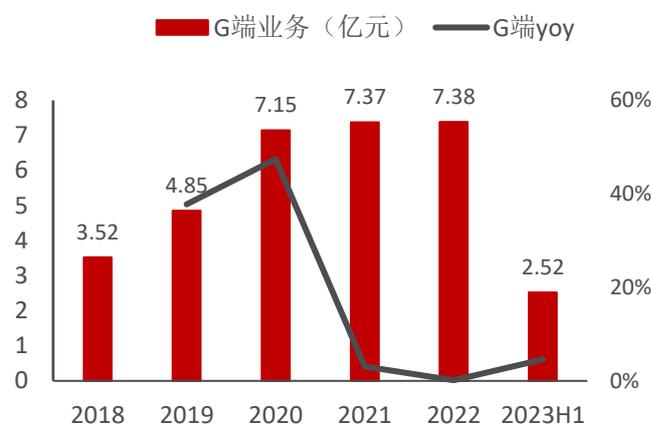
资料来源: 国税总局官网, 民生证券研究院

图22：2021年中国税务行业解决方案市场份额



资料来源：IDC，民生证券研究院

图23：2018-2023H1 税友 G 端业务收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 数据要素：政策密集释放，产业落地加速

2023年12月15日，国家发改委向社会公开征求《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026年）（征求意见稿）》意见（以下简称《意见》）。《意见》提出，到2026年底，数据要素应用场景广度和深度大幅拓展，在经济发展领域数据要素乘数效应得到显现，打造300个以上示范性、显示度高、带动性广的典型应用场景，产品和服务质量效益实现明显提升，涌现出一批成效明显的数字要素应用示范地区，培育一批创新能力强、市场影响力大的数据商和第三方专业服务机构，数据产业年均增速超过20%，数据交易规模增长1倍，场内交易规模大幅提升，推动数据要素价值创造的新业态成为经济增长新动力，数据赋能经济提质增效作用更加凸显，成为高质量发展的重要驱动力量。

图24：数据要素三年行动计划具体内容

主要方向	具体内容
数据要素×智能制造	创新研发模式，推动协同制造，提升服务能力，强化区域联动，开发使能技术。
数据要素×智慧农业	提升农业综合生产能力，提高农产品供应链透明度，推进产业链数据融通创新，培育以需求定产新模式，提升农业生产抗风险能力。
数据要素×商贸流通	拓展新消费，培育新业态，打造新品牌，推进国际化。
数据要素×交通运输	提升多式联运效能，挖掘数据复用价值，推进智能汽车创新发展。
数据要素×金融服务	提升重点领域金融服务水平，提高金融抗风险能力。
数据要素×科技创新	推动科学数据有序开放共享，以科学数据支撑产业创新，以科学数据支持大模型开发，探索科研新范式。
数据要素×文化旅游	培育文化创新产品，探索公共文化大模型应用，提升旅游服务水平，提升旅游治理能力。
数据要素×医疗健康	提升群众就医便捷度，便捷医疗理赔结算，有序释放个人健康数据价值，加强医疗数据融合创新，提升中医药发展水平。
数据要素×应急管理	提升应急处置效率，提升安全生产管理能力，提升地震灾害预警能力，提升安全生产保障水平。
数据要素×气象服务	支持新能源企业降本增效，降低极端天气气候事件影响，创新气象产品服务。
数据要素×智慧城市	优化城市管理方式，支撑城市发展科学决策，推进公共服务普惠化，推动智慧城市群共建共治。
数据要素×绿色低碳	提升能源利用效率，提升废弃资源利用效率，提升碳足迹管理水平，提升生态治理精细化水平，加强生态环境公共数据融合创新。

资料来源：《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026年）》，民生证券研究院

税友拥有显著的卡位优势，拥有数据要素落地潜力。在G端，税友深度参与税务体系的核心系统建设，具备协助政府探索如何挖掘税务体系海量数据的能力；在B端，截至2022年末税友服务了115万中小企业、590万小微企业，自有生

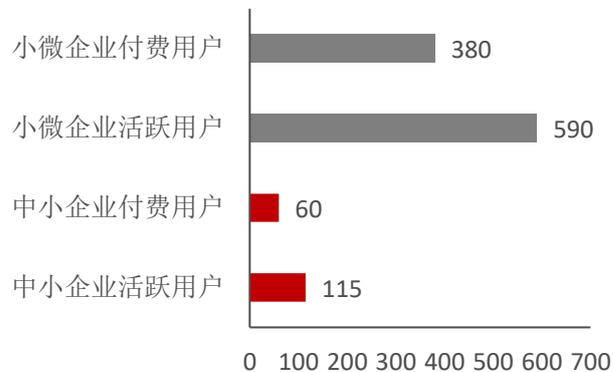
态内蕴含海量的优质企业数据，若后续数据要素落地政策和相关法律法规持续完善，公司拥有极佳的数据要素变现能力。

图25：税友在 G 端承建大数据平台系统



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图26：2022 年税友 B 端客户资源情况（万家）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 财税 Saas：拐点已现，腾飞在即

3.1 税友的 B 端体系：深耕中小微财税 Saas 蓝海市场

B 端业务拆分：中小+小微+创新。从产品体系角度，税友的 B 端 Saas 业务可以分成 3 类：1) 面向中小企业的 Saas 服务，以亿企赢产品线为核心；2) 面向小微企业的 Saas 服务，以亿代账产品为核心；3) 创新 Saas 业务，包括人力资源数字化管理 (PTS)、大企业财经数据中心构建 (GTS)、大数据与商业智能服务等 Saas 产品平台。

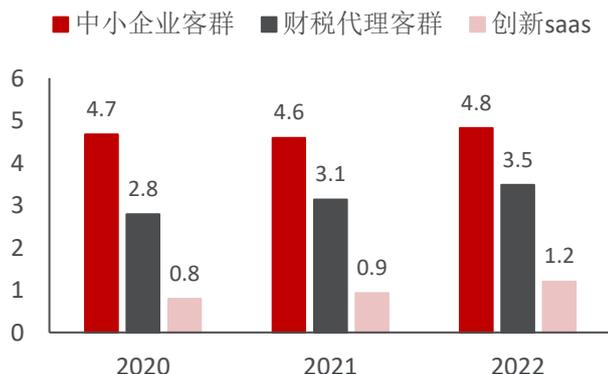
图27：税友股份 B 端产品体系详细拆分



资料来源：公司官网，民生证券研究院

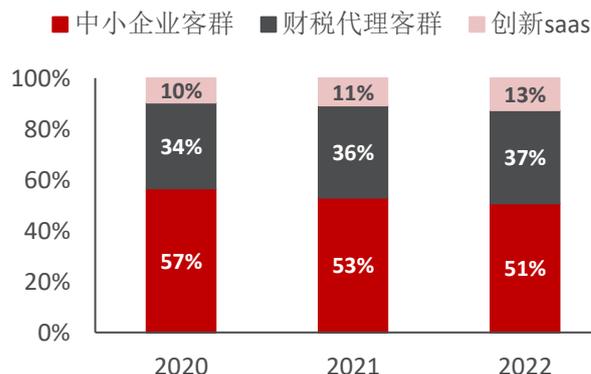
B 端业务收入拆分：小微企业与创新业务快速增长。从收入拆分来看，税友的 B 端业务 2022 年整体营收达到 9.53 亿元，创下历史新高，其中中小企业、财税代理、创新 Saas 业务占比分别为 51%、37%、13%。从近 3 年的趋势看，作为基本盘的中小企业客户收入保持稳健增长，而财税代理、创新 Saas 业务则实现了快速增长，进而驱动公司 B 端业务迎来拐点。

图28：2020-2022B 端业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29：2020-2022B 端业务收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

亿企赢：产品体系清晰，向高端化迈进。税友的亿企赢主要面向中小企业，中小企业客群指自主管理财税作业，具备一定规模、经营发展能力较好的企业。对于中小企业客群，税友坚定推进客户 arpu 值提升的思路，优化“亿企财税”综合服务 SaaS 平台，服务内容从票账税一体化工具延伸至提供多企业管税、发票全流程管理、财税合规管理监控、税务治理规划及专项辅导咨询等高价值服务。因此从产品体系角度，除了基础版本财税会员所包括的 980 元/1980 元年费的功能外，还提供高端版本的管税会员产品。

图30：税友股份中小企业客群产品——亿企赢详细价格体系



资料来源：公司官网，民生证券研究院

亿企赢：面向中小企业，聚焦 ARPU 值提升。根据公司年报的数据，能够很清晰的看到税友中小客群的经营策略，深度挖掘客户价值，提升 ARPU 值水平。2022 年中小企业客群 ARPU 值从 731 提升至 815 元/年，高价值用户数从 1.3 万提升至 3.4 万，同时保持了 85% 的高续费率水平。展望未来，随着公司高端产品的推出，中小企业客群的 ARPU 值有望持续保持提升。

表2：亿企赢产品线各项经营指标

亿企赢 中小企业客群收入	2020	2021	2022
营业收入 (万元)	46678.96	45879.44	48202.24
活跃用户数 (万)	120	120	115
付费用户数 (万)	68	63	60
ARR (订阅收入, 亿元)		4.6	4.9
ARPU 值 (元)		731	815
高价值用户 (万)		1.3	3.4
用户续费率		85%	85%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

亿企代账：面向小微企业，活跃/付费用户快速提升。财税代理客群指专业为

中小微企业提供财税代理服务的机构群体。公司为财税代理机构提供“亿企代账”Saas 平台，赋能代账机构实现数字化转型及效能提升，间接为数百万中小微企业提供财税数字化服务。在产品服务层面，公司积极推进财税代理客群获客纳新，持续提升代账行业数字化渗透率。

图31：亿企代账产品体系图解



资料来源：公司官网，民生证券研究院

亿企代账：面向代账机构-小微企业，加大用户覆盖度。在小微市场领域，公司保持了明确的战略目标，持续提升获客纳新能力，加大产品的覆盖度，从亿企代账产品近 3 年的活跃用户数、付费用户数变化可以清晰的看到成果。考虑到目前中国数千万的小微企业，税友目前的渗透率仍处于较低的水平，小微企业市场潜在空间十分广阔。

表3：亿企代账产品线各项经营指标

亿企代账	2020	2021	2022
小微企业客群收入			
营业收入 (万元)	27861.64	31325.52	34800.76
活跃用户数 (万)	350	460	590
付费用户数 (万)	190	290	380
ARR (订阅收入, 亿元)		3.8	4.2
ARPU 值 (元)		130	111
用户续费率		-	103%

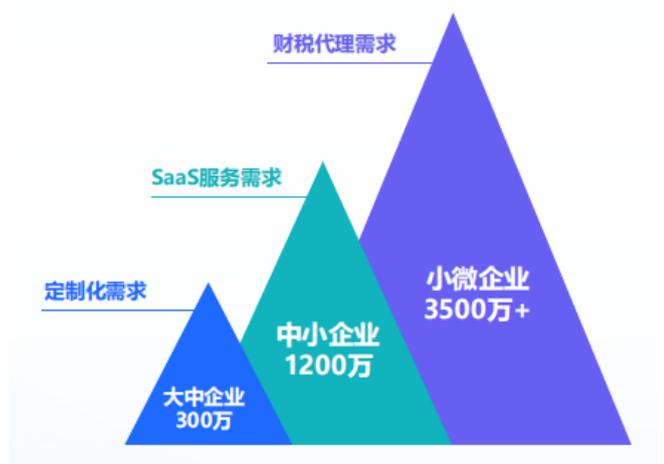
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 财税 Saas：蓝海市场，成长加速

我国中小微企业已超过 5200 万户，财税 Saas 仍处蓝海市场。根据 2023 年

6月20日工信部的发言，中小企业数量规模快速壮大，从量的方面看，截至2022年末，中国中小微企业数量已超过5200万户，比2018年末增长51%。2022年平均每天新设企业2.38万户，是2018年的1.3倍。考虑到我国SaaS商业模式推广的特点，中小微企业是财税SaaS优良的土壤，随着中国企业数量的持续成长，财税SaaS有望成为又一蓝海市场。

图32：中国中小微企业数量及结构分层



资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

图33：中国企业分层情况及财税核心诉求

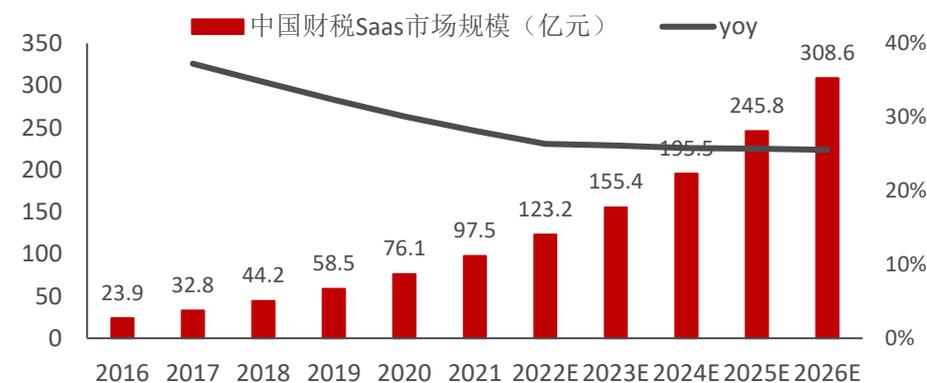
企业类型	经营特点	财税特点
1 列名企业/小集团	• 营收大于2亿 • 票量大于2000张/月	• 核心业务具有相当规模，多品类扩张收入规模逐渐增长 • 已进入流程化标准化管理，关注企业经营和财税业务风险安全
2 中大型企业	• 营收5000万-2亿 • 票量500-2000张/月	• 经营业务多样性发展，收入规模逐步增长 • 已进入流程化标准化管理，关注企业经营和财税业务风险安全
3 中型企业	• 营收2000-5000万 • 票量50-500张/月	• 收入稳中带涨，业务开始多样化发展 • 有一定程度的企业财税标准化管理体系，但仍需完善
4 小型企业	• 营收500-2000万 • 票量20-50张/月	• 经营稳定，收入类型1-2类 • 财务核算纳税申报较为简单，部分寻求财税代理机构进行代账业务
5 微型企业	• 营收少于500万 • 票量一般少于20张/月	• 收入类型单一，企业生命周期较短 • 财税处理简单，通常寻求财税代理机构进行代账服务

资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

中国财税 SaaS 市场规模超百亿，2021-2026 年 CAGR 有望达到 25.9%。

根据灼识咨询的数据，截至2021年末我国财税SaaS行业市场规模达到97.5亿元，得益于监管政策加强、税务改革以及财税IT渗透率提升，2016-2021年财税SaaS市场规模CAGR为32.5%。而展望未来，在金税四期、数电票等改革推动，以及企业数字化转型加速的背景下，财税SaaS市场有望保持快速增长趋势，至2026年达到308.6亿元。

图34：2016-2026E 中国财税 SaaS 市场规模及同比增速



资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

财税 SaaS 领域，税友行业地位显著。从整个行业的竞争格局来看，税友在整个财税SaaS领域优势明显，一方面从收入体量与用户数量上，公司远超竞争对手；另一方面，公司的财税SaaS产品服务范围全面，产品体系丰富，在面向中小微企业市场有突出优势。

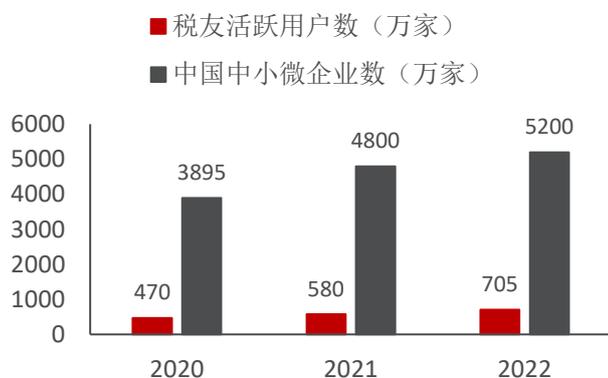
图35: 亿企代账产品体系图解

市场主要参与者	2020年财税SaaS收入	2020年财税SaaS企业用户数量	业务特点	主要财税SaaS产品	财税SaaS服务范围				
					代账类	发票类	结算类	财务类	税务类
税友集团	8.2亿 (亿企赢)	500万家+ (亿企赢)	<ul style="list-style-type: none"> 中小企业为主 深耕财税行业 	<ul style="list-style-type: none"> 亿万代账 亿企助手 	✓	✓	✓	✓	✓
Kingdee 金蝶	约7亿	15万家+	<ul style="list-style-type: none"> 中大型企业为主 以财务切入, 赋能企业综合规划管理 	<ul style="list-style-type: none"> 精斗云 云星系 云星空 账务无忧 	✓	✓	✓	✓	✓
用友 yonyou	2.3亿 (畅捷通)	~21.7万 (畅捷通累计付费)	<ul style="list-style-type: none"> 中大型企业为主 以财务切入, 赋能企业综合规划管理 	<ul style="list-style-type: none"> 好会计 畅捷通 BIP 	✓	✓	✓	✓	✓
云帐房 YunZhangFang.com	约1.5亿	上百万	<ul style="list-style-type: none"> 以代账为切入点 在税务管理上有优势 	<ul style="list-style-type: none"> 云账房 	✓	✓	✗	✓	✓
百望云 baiwangyun.com	约0.8亿	约60万家	<ul style="list-style-type: none"> 以发票为切入点, 逐步赋能财税流程的初创公司 	<ul style="list-style-type: none"> 百望云 	✗	✓	✓	✓	✓
分贝通	约0.5亿	>1000家	<ul style="list-style-type: none"> 以场景化赋能费控报销的初创型公司 	<ul style="list-style-type: none"> 分贝通 	✗	✗	✓	✗	✗
高灯科技	约0.5亿	382万家	<ul style="list-style-type: none"> 以发票为切入的初创型公司 腾讯生态圈 	<ul style="list-style-type: none"> 高灯云 财税管家 	✗	✓	✓	✓	✓

资料来源: 各个公司官网, 各公司年报, 灼识咨询, 民生证券研究院

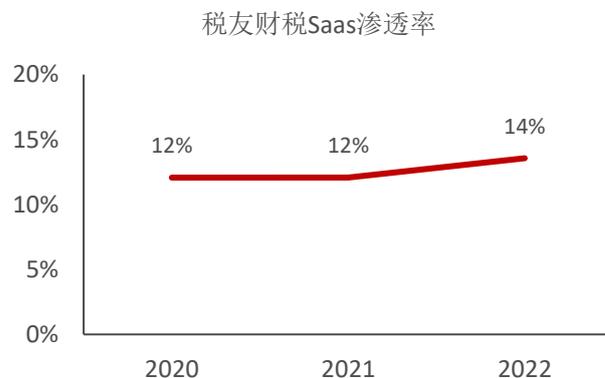
财税 Saas 市场渗透率仍较低, 蓝海市场亟待挖掘。根据工信部历年的发言梳理看, 中国的中小微企业数量近年来在持续提升, 截至 2022 年已达到 5200 万家, 2020-2022 年 CAGR 达到 15.5%。而作为行业领军企业的税友, 若从平台活跃用户的角度, 2022 年提升至 14%, 但整体行业的渗透率仍相对偏低, 考虑到后续在企业数字化转型、金税四期推动财税 Saas 产品升级的行业趋势, 税友的渗透率仍有较大的提升空间。

图36: 2020-2022 年税友服务/中国中小微企业数量



资料来源: 公司公告, 工信部, 民生证券研究院

图37: 2020-2022 年税友财税 Saas 业务渗透率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

根据税友股份的业务情况，我们可以分为 B 端 Saas 业务，G 端税务开发业务、其他业务，我们按照三大业务板块来分析：

1) B 端企业税务 Saas 服务：从行业的角度，根据灼识咨询的数据，2021-2026 年行业 CAGR 达到 25.9%，而税友在财税 Saas 领域处于领军地位；从公司的角度，目前公司在前期持续加大战略投入，通过分层经营，完成了客户体系的优化梳理，续费率、ARPU 值有望持续提升，同时综合考虑疫情对于企业 IT 投入，我们预计公司 B 端业务 23-25 年收入增速分别为 18%、31%、26%。

2) 税务系统开发与运维：目前公司在 G 端税务信息化领域优势显著，考虑到“金税四期”开启带来的新增 IT 建设需求，公司在 G 端业务仍有望保持良好的成长性。回顾 2018-2021 年，在金税三期、营改增等改革的催化下，公司的 G 端业务收入 CAGR 为 28%。考虑到疫情对整体 IT 支出预算的影响，以及公司当前 G 端业务的收入体量，我们预计 23-25 年期间 G 端业务将保持平稳的增长，因此，我们预计 23-25 年 G 端税务系统建设业务收入增速分别为 5%、10%、10%。

3) 运维服务：该业务在收入中占比较低，预计该业务将保持 5%左右增速。

关于三大业务的毛利率，1) 对于 B 端财税 Saas 业务，随着公司付费用户数、ARPU 值持续提升，该业务的毛利率有望维持在相对较高的水平，因此预计 2023-2025 年 B 端业务毛利率分别为 73%、73%、73%；2) 对于 G 端业务，考虑到金税四期推广后业务标准化有望逐渐提升，因此预计 G 端业务毛利率有望保持在 40% 水平；3) 对于其他业务，预计保持 50%的毛利率水平。

表4：税友股份 2022-2025 年营收、毛利率拆分及预测（亿元）

关键假设-YOY	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16.97	19.09	23.32	27.96
yoy	6%	12%	22%	20%
企业财税综合服务	9.53	11.28	14.73	18.51
yoy	10%	18%	31%	26%
税务系统开发与运维	7.38	7.75	8.52	9.38
yoy	0%	5%	10%	10%
其他业务	0.06	0.06	0.07	0.07
yoy	100%	5%	5%	5%
关键假设-毛利率	2021A	2022E	2023E	2024E
整体毛利率	59%	60%	61%	62%
B 端业务毛利率	73%	73%	73%	73%
G 端业务毛利率	40%	40%	40%	40%
其他业务	45%	50%	50%	50%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

从成本费用侧看,公司的主要费用在销售、管理、研发费用,且公司自2022年开始收缩人员投入规模,从2021年的6204人下降到2022年的5315人,因此预计随着后续公司营收增速开始回暖,人员投入保持稳定,预计后续公司三大费用费率有望逐渐下降。1)从销售费用看,截至2023Q1-Q3公司销售费用为2.13亿元,同比增速为14.93%,增速相较于前2年有所下滑,因此预计销售费用23-25年占比分别为18%、17%、16%,预计销售费率整体将保持下滑;2)从管理费用看,截至2023Q1-Q3公司管理费用为1.49亿元,同比增速为-4.53%,增速相较于前2年下滑明显,因此预计公司管理费用23-25年占比分别为11%、10%、10%;3)从研发费用看,截至2023Q1-Q3公司研发费用为3.21亿元,同比增速为3.76%,增速相较于前2年下滑明显,同时考虑到公司新产品推广的节奏,预计研发费用23-25年占比分别为23%、23%、23%,保持相对稳定。

表5: 2022-2025年税友三大费率情况

三大费率	2022	2023E	2024E	2025E
销售费率	17%	18%	17%	16%
管理费率	13%	11%	10%	10%
研发费率	25%	23%	23%	23%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

盈利预测结果: 预计公司23-25年营收分别为19.09、23.32、27.96亿元,同比增速分别为12%、22%、20%;归母净利润分别为2.47、3.68、4.92亿元,同比增速分别为72%、49%、34%。

表6: 税友股份2023-2025年营收、利润预测

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,698	1,909	2,332	2,796
营业成本	703	773	912	1,066
营业税金及附加	12	12	15	18
销售费用	293	344	396	447
管理费用	215	210	233	280
研发费用	431	439	536	643
营业利润	140	260	387	519
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	137	260	387	519
所得税	-7	13	19	26
净利润	143	247	368	493
归属于母公司净利润	144	247	368	492

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析与投资建议

从税友的业务角度看,目前公司的主要业务中,面向 G 端的业务与中科江南、博思软件业务特点类似;而面向 B 端的财税 Saas 产品,与用友网络、金蝶国际类似。

我们选择上述三家作为可比公司(根据 wind 一致预期,金蝶国际 2023 年利润预测值为负,故剔除金蝶作为可比公司的计算 PE 均值),根据 Wind 一致预期下三家公司 23、24、25 年 PE 均值分别为 82、44、30 倍,而根据我们的预测税友当前市值对应 23、24、25 年 PE 为 55、37、28 倍,显著低于可比公司。考虑到税友在政务信息化细分领域的龙头地位和财税 Saas 业务的拐点趋势,公司 23-25 年增长速度值得期待,而当前估值明显低于可比公司,故维持“推荐”评级。

表7: 税友股份与可比公司估值比较 (单位: 亿元, 市值数据为 2024 年 1 月 5 日)

代码	简称	市值	归母净利润			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
301153.SZ	中科江南	139.8	3.38	4.39	5.72	41	32	24
300525.SZ	博思软件	110.7	3.50	4.71	6.30	32	24	18
600588.SH	用友网络	563.7	3.26	7.34	12.08	173	77	47
0268.HK	金蝶国际	395.1	-2.65	-0.69	1.97	-149	-575	200
平均值 (剔除金蝶国际)						82	44	30
603171.SH	税友股份	136.8	2.47	3.68	4.92	55	37	28

资料来源: wind, 民生证券研究院预测 (注: 可比公司业绩预测采用 wind 一致预期)

5 风险提示

1) 下游 IT 支出承压的风险。考虑到当前宏观环境较为复杂，政府端的 IT 预算开支和企业端的经营情况面临一定的压力，若后续整体宏观环境并未回暖，可能会影响 G 端、B 端的 IT 支出情况，进而对公司的需求侧产生不利影响。

2) 行业竞争激烈的风险。目前财税 Saas 行业参与者众多，其中不乏用友网络、金蝶国际等大型 ERP 厂商，税友目前虽然处于行业领军者的地位，但若后续行业竞争加剧，各大厂商压低产品价格，可能会对公司的经营情况造成不利影响。

3) 政策改革推进进度不及预期。目前金税四期正在稳步推进，对于公司 G 端业务会带来直接的业绩贡献，同时能够促进 B 端业务的增量需求。若后续政策改革的推进进度慢于预期，可能会对公司的整体收入增长带来不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1698	1909	2332	2796
营业成本	703	773	912	1066
营业税金及附加	12	12	15	18
销售费用	293	344	396	447
管理费用	215	210	233	280
研发费用	431	439	536	643
EBIT	72	131	238	342
财务费用	-46	-54	-57	-67
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	22	27	34	41
营业利润	140	260	387	519
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	137	260	387	519
所得税	-7	13	19	26
净利润	143	247	368	493
归属于母公司净利润	144	247	368	492
EBITDA	125	191	309	429

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1691	1599	1889	2277
应收账款及票据	148	157	192	230
预付款项	6	6	7	9
存货	245	254	300	350
其他流动资产	250	363	377	392
流动资产合计	2341	2379	2765	3257
长期股权投资	31	31	31	31
固定资产	529	549	611	729
无形资产	134	174	211	246
非流动资产合计	1345	1505	1554	1607
资产合计	3686	3885	4319	4864
短期借款	43	43	43	43
应付账款及票据	132	95	112	131
其他流动负债	974	1079	1273	1487
流动负债合计	1149	1217	1429	1661
长期借款	5	35	65	95
其他长期负债	83	83	83	83
非流动负债合计	88	118	148	178
负债合计	1237	1334	1576	1839
股本	406	407	407	407
少数股东权益	-2	-3	-3	-2
股东权益合计	2450	2550	2743	3025
负债和股东权益合计	3686	3885	4319	4864

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.80	12.44	22.15	19.89
EBIT 增长率	-54.69	82.54	81.55	43.39
净利润增长率	-37.64	71.97	48.62	33.75
盈利能力 (%)				
毛利率	58.59	59.53	60.87	61.88
净利率	8.45	12.94	15.77	17.63
总资产收益率 ROA	3.90	6.37	8.52	10.11
净资产收益率 ROE	5.87	9.69	13.40	16.25
偿债能力				
流动比率	2.04	1.96	1.94	1.96
速动比率	1.82	1.73	1.71	1.74
现金比率	1.47	1.31	1.32	1.37
资产负债率 (%)	33.55	34.35	36.49	37.80
经营效率				
应收账款周转天数	31.77	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	127.45	120.00	120.00	120.00
总资产周转率	0.46	0.49	0.54	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	0.61	0.90	1.21
每股净资产	6.02	6.27	6.74	7.43
每股经营现金流	0.22	0.75	1.29	1.65
每股股利	0.25	0.36	0.43	0.52
估值分析				
PE	95	55	37	28
PB	5.6	5.4	5.0	4.5
EV/EBITDA	96.03	63.78	38.51	26.93
股息收益率 (%)	0.74	1.07	1.28	1.54

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	143	247	368	493
折旧和摊销	54	60	71	87
营运资金变动	-79	21	116	128
经营活动现金流	90	304	526	673
资本开支	-170	-220	-120	-140
投资	0	-83	0	0
投资活动现金流	-126	-277	-86	-99
股权募资	0	0	0	0
债务募资	5	30	30	30
筹资活动现金流	-92	-119	-150	-187
现金净流量	-129	-92	290	387

插图目录

图 1: 税友股份发展历程图解.....	3
图 2: 税友股份股权结构图 (截至 2023 年三季度末)	3
图 3: 税友股份业务结构体系.....	4
图 4: 2018-2023Q1-Q3 税友收入及增速.....	5
图 5: 2018-2023H1 税友两大业务收入结构变化.....	5
图 6: 2018-2023H1 税友 B 端收入 (亿元) 及增速.....	5
图 7: 2018-2023H1 税友 B 端业务毛利率变化.....	5
图 8: 2018-2023H1 税友 G 端收入 (亿元) 及增速.....	6
图 9: 2018-2023H1 税友 G 端毛利率.....	6
图 10: 2018-2023Q1-Q3 公司收入及增速.....	6
图 11: 2022-2023Q3 公司单季度收入及增速.....	6
图 12: 2018-2023Q1-Q3 税友毛利率情况.....	7
图 13: 2018-2023Q1-Q3 税友销售收现及增速.....	7
图 14: 2018-2023Q1-Q3 税友三大费率表现.....	7
图 15: 2018-2022 年税友人员人数变化.....	7
图 16: 2018-2023Q1-Q3 税友三大费用情况 (亿元)	7
图 17: 2018-2023Q1-Q3 税友归母、扣非利润 (亿元)	7
图 18: 我国金税工程时间线回顾.....	8
图 19: 金税四期的内涵.....	9
图 20: 税友中标国税总局电子发票平台.....	9
图 21: 税友中标国税总局税务人端项目.....	9
图 22: 2021 年中国税务行业解决方案市场份额.....	10
图 23: 2018-2023H1 税友 G 端业务收入及增速.....	10
图 24: 数据要素三年行动计划具体内容.....	10
图 25: 税友在 G 端承建大数据平台系统.....	11
图 26: 2022 年税友 B 端客户资源情况 (万家)	11
图 27: 税友股份 B 端产品体系详细拆分.....	12
图 28: 2020-2022B 端业务收入 (亿元)	12
图 29: 2020-2022B 端业务收入占比.....	12
图 30: 税友股份中小企业客群产品——亿企赢详细价格体系.....	13
图 31: 亿企代账产品体系图解.....	14
图 32: 中国中小微企业数量及结构分层.....	15
图 33: 中国企业分层情况及财税核心诉求.....	15
图 34: 2016-2026E 中国财税 Saas 市场规模及同比增速.....	15
图 35: 亿企代账产品体系图解.....	16
图 36: 2020-2022 年税友服务/中国中小微企业数量.....	16
图 37: 2020-2022 年税友财税 Saas 业务渗透率.....	16

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 税友股份 2023 年股权激励情况梳理.....	4
表 2: 亿企赢产品线各项经营指标.....	13
表 3: 亿企代账产品线各项经营指标.....	14
表 4: 税友股份 2022-2025 年营收、毛利率拆分及预测 (亿元)	17
表 5: 2022-2025 年税友三大费率情况.....	18
表 6: 税友股份 2023-2025 年营收、利润预测.....	18
表 7: 税友股份与可比公司估值比较 (单位: 亿元, 市值数据为 2024 年 1 月 5 日)	19
公司财务报表数据预测汇总.....	21

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026