

税友股份 (603171.SH) 财税信息化龙头，B 端+G 端双轮驱动成长

2024 年 07 月 29 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

陈宝健（分析师）

李海强（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

lihaiqiang@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790524070003

日期	2024/7/26
当前股价(元)	25.47
一年最高最低(元)	43.00/20.17
总市值(亿元)	103.71
流通市值(亿元)	103.38
总股本(亿股)	4.07
流通股本(亿股)	4.06
近 3 个月换手率(%)	127.21

● 财税信息化龙头，给予“买入”评级

公司为国内财税信息化服务商龙头，有望深度受益深化财税体制改革带来的成长机遇，实现 G 端+B 端双轮驱动成长，同时 AI+财税有望打开长期成长空间。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 1.84、2.64、3.45 亿元，EPS 为 0.45、0.65、0.85 元/股，当前股价对应 PE 为 56.4、39.2、30.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● B 端：向服务型 SaaS 模式升级，ARPU 提升可期

公司拥有庞大的客户群体，根据灼识咨询发布的《中国财税 SaaS 行业白皮书》，截至 2020 年末，公司在中国财税 SaaS 服务市场营业收入、用户数量均排名第一。截至 2023 年底，公司亿企赢数智财税云 SaaS 平台（不含创新业务客群）活跃用户 820 万户，增长 16.3%，付费用户 568 万户，增长 29.1%，市场占有率进一步提升。且公司积极把握金税四期机遇，推进服务型 SaaS 模式转型升级以提升 ARPU，2023 年中小客群订阅费大于 1980 元（含）的高价值用户 6.1 万户，同比增长 77.3%。

● G 端：公司为税务系统核心供应商，金税四期带来可观增量

公司 2022 年成功中标金税四期两大核心项目国家税务总局电子发票服务平台（二期）及应用支撑服务平台（第 2 包），2023 年 9 月中标国家税务总局税务人端项目，进一步巩固并提升行业地位，为未来全国推广奠定基础。同时公司积极参与税务信创建设，自研第一个基于国产软硬件的税务系统，并在宁波完成了信创版本云化电子税务局系统建设验收，数字政务系统信创也有望带来可观增量。

● AI+财税积累深厚，有望打开成长空间

公司在财税 AI 垂直领域构建了庞大财税知识数字化和人工智能体系，具备较高的护城河和技术领先优势。目前 AIGC 技术已经在财税 SaaS 产品服务中的发票管理、风险分析及用户咨询等场景得到大量应用，未来成长更值得期待。

● 风险提示：政策落地不及预期；客户预算不及预期；公司研发不及预期风险。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,698	1,829	2,102	2,460	2,922
YOY(%)	5.8	7.7	14.9	17.1	18.8
归母净利润(百万元)	144	83	184	264	345
YOY(%)	-37.6	-42.1	120.6	43.7	30.4
毛利率(%)	58.6	55.6	59.4	61.4	63.2
净利率(%)	8.5	4.6	8.8	10.7	11.8
ROE(%)	5.9	3.4	7.2	9.6	11.4
EPS(摊薄/元)	0.35	0.20	0.45	0.65	0.85
P/E(倍)	72.1	124.4	56.4	39.2	30.1
P/B(倍)	4.2	4.3	4.1	3.8	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司为国内财税信息化龙头	3
2、 B 端：向服务型 SaaS 模式升级，ARPU 提升可期	5
3、 G 端：税务系统核心供应商，金税四期带来可观增量	15
4、 盈利预测与投资建议	17
4.1、 核心假设	17
4.2、 盈利预测与估值分析	18
5、 风险提示	19
附：财务预测摘要	20

图表目录

图 1： 2023 年公司 B 端业务盈利能力显著提升	3
图 2： 2018 年以来公司收入实现平稳增长	4
图 3： 2023 年公司利润短期承压	4
图 4： 2020 年以来 B 端业务收入平稳增长（亿元）	5
图 5： 2020 年以来 B 端业务为公司主要收入来源（%）	5
图 6： 公司为国内财税 SaaS 龙头	6
图 7： 公司全面推进服务型 SaaS 模式转型升级	6
图 8： 公司通过数智化技术打造票、账、税、档一体化 SaaS 服务方案	7
图 9： 公司合规税优产品满足客户全方位财税管理需求实现服务价值升级	7
图 10： 公司为中小企业客群提供“亿企财税”企业数字化综合服务平台	8
图 11： 公司积极推广高价值产品及服务	9
图 12： 2023 年中小企业客群高价值用户增长亮眼	9
图 13： 公司为财税代理机构提供“亿企代账”SaaS 平台	10
图 14： 2023 年公司财税代理客群付费用户数快速增长	11
图 15： 2023 年公司创新业务持续突破	11
图 16： 公司财税 AI 产品助力打开成长空间	13
图 17： 公司财税应用入选中国信通院优秀案例	14
图 18： 公司为金税三期系统核心供应商	15
图 19： 公司中标国家税务总局应用支撑平台项目第 2 包项目	15
图 20： 公司中标国家税务总局电子发票服务平台（二期）项目	16
图 21： 公司金税四期优势持续巩固，同时积极向人社、财政等领域延伸业务	17
表 1： 公司股权结构集中稳定	4
表 2： B 端+G 端双轮驱动成长	18
表 3： 公司 PE 估值低于行业可比公司均值	18

1、公司为国内财税信息化龙头

公司在财税信息化领域内耕耘二十余年，是国内专业的财税信息化综合业务提供商。公司客户主要包括税务机关、纳税企业、财税中介等。公司为税务机关提供税务系统开发与运维服务，以亿企赢品牌为纳税企业和财税中介提供企业财税综合服务。

B 端，围绕数电票推广和用户不断深化的财税管理需求，公司 2023 年推出“智能管税”“合规税优”等高价值产品，得益于高价值产品推广和运营体系升级，2023 年公司 B 端业务完成提高市占率、ARPU 及续约率等目标，截至 2023 年末，公司在涉税领域已积累活跃用户超 800 万户，其中付费用户数量累计超过 560 万户。同时盈利能力显著提升，B 端业务净利率 22.62%，同比提高 3.87 个百分点。庞大的客户群体为公司财税服务及相关服务内容的外延发展奠定了良好的市场地位，并树立了良好的品牌形象。

G 端，公司为国家金税三期、金税四期工程核心供应商，先后承接了国家个税制改革服务项目、全国领先智慧电子税务局、大数据税收风险管理、全国电子发票等重大改革项目，行业地位得到进一步巩固和提升。

图1：2023 年公司 B 端业务盈利能力显著提升



资料来源：公司公众号

公司股权结构集中稳定。根据公司 2024 年一季报，公司董事长、总经理张镇潮为公司实控人，直接持有公司 22.67% 的股份，并通过控股股东宁波思驰间接持有公司股份。

表1: 公司股权结构集中稳定

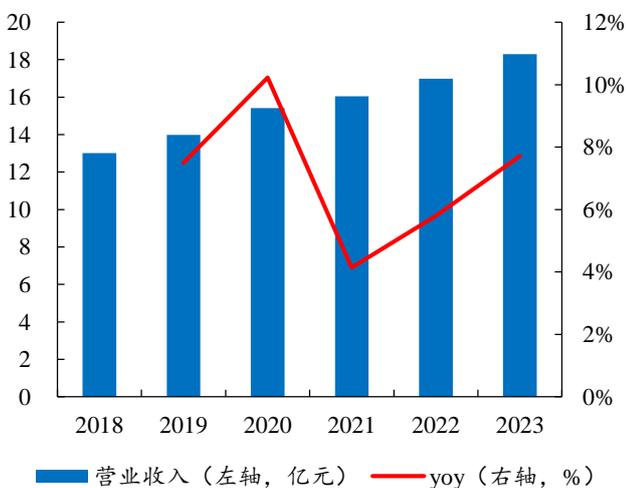
排名	股东名称	持股比例 (%)
1	宁波思驰创业投资合伙企业 (有限合伙)	54.78%
2	张镇潮	22.67%
3	上海云鑫创业投资有限公司	4.48%
4	磐茂 (上海) 投资中心 (有限合伙)	2.25%
5	南方金融主题灵活配置混合型证券投资基金	1.38%
6	兰溪普华晖赢投资合伙企业 (有限合伙)	0.90%
7	香港中央结算有限公司	0.50%
8	李华	0.44%
9	中欧电子信息产业沪港深股票型证券投资基金	0.34%
10	中欧创新未来混合型证券投资基金 (LOF)	0.33%
合计		88.07%

数据来源: Wind、开源证券研究所; 数据截至 2024 年一季报

2018 年以来公司收入稳中有升, 主要系 (1) 国家不断推进税收体制改革与税务信息化系统建设, 先后全面推动金税三期、金税四期的项目实施, 各级税局系统开发和运维需求不断增长; (2) 伴随我国税收政策的不断完善, 财税专业化的不断发展, 对纳税企业的财税处理规范性与财税业务人员的专业性要求越来越高, 从而催生对企业财税综合服务的旺盛需求; (3) 公司凭借领先的技术优势和成熟的应用经验, 在财税信息化领域有较强的竞争优势, 中标的税务系统软件开发与维护项目不断增加, 带动 G 端收入总体稳中有升; 同时凭借常年服务中小微企业的经验敏锐把握客户的需求推出相应产品, 带动 B 端收入较快增长。

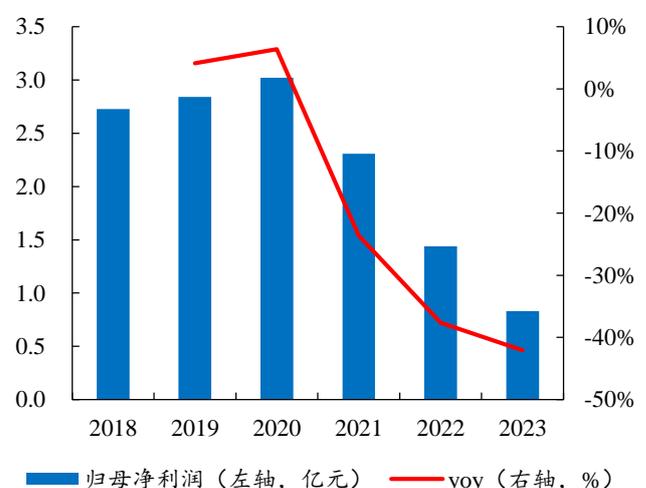
2023 年公司利润短期承压主要系, G 端数字政务业务受用户预算收紧影响亏损加大; 2023 年公司 B 端业务实现净利润 2.45 亿元, 同比增长 37.37%, 净利率同期提高 3.87 个百分点至 22.62%。

图2: 2018 年以来公司收入实现平稳增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2023 年公司利润短期承压

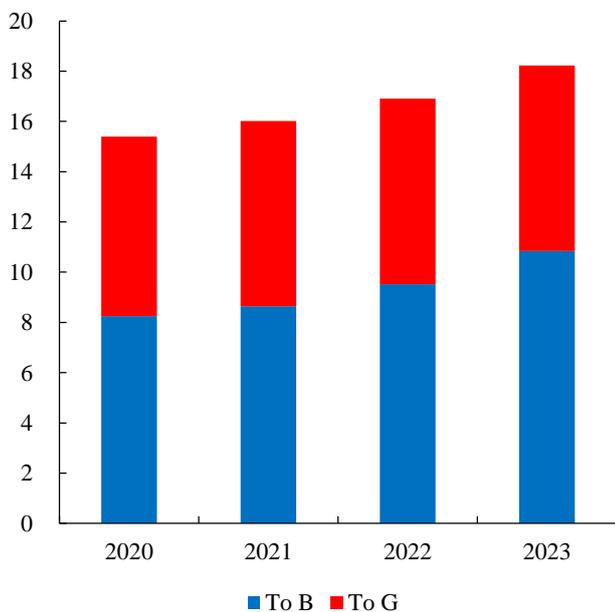


数据来源: Wind、开源证券研究所

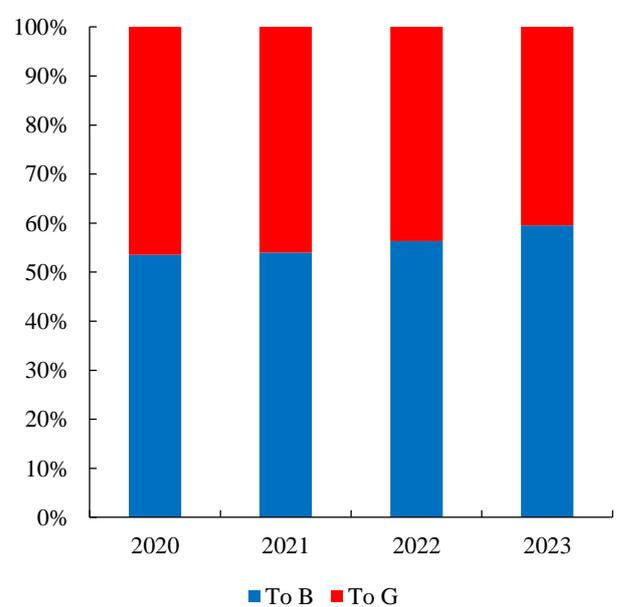
B 端业务为公司主要收入来源，2020 年以来收入平稳增长，2023 年收入占比约 60%。 B 端业务收入持续增长主要系伴随我国企业数量不断增长和相关税务服务咨询需求不断释放，公司良好的口碑和品牌效应以及服务质量的不断提升，使得公司 B 端客户数量不断增长。同时公司积极向服务型 SaaS 模式升级，看好未来 ARPU 有望提升。

G 端业务 2020 年以来收入相对稳定，未来看好金税四期推广放量。 公司凭借在财税信息化领域的深厚积累，竞争优势不断增强，中标的金税三期、金税四期等相关税务系统软件开发与维护项目逐年增加。

2023 年公司中标税务人端系统项目。同时，公司凭借丰富的前瞻性业务研究拓展能力、领先的税费数据要素价值开发能力，积极向人社、财政等政府部门展开业务延伸，实现 ToG 数字政务业务从项目服务模式向数据服务模式转型升级，有望打开公司成长空间。

图4：2020 年以来 B 端业务收入平稳增长（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020 年以来 B 端业务为公司主要收入来源（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、B 端：向服务型 SaaS 模式升级，ARPU 提升可期

公司为国内财税 SaaS 龙头。公司于 2016 年 3 月成立子公司“亿企赢”专门从事企业财税综合服务业务。根据灼识咨询发布的《中国财税 SaaS 行业白皮书》，截至 2020 年末，公司在中国财税 SaaS 服务市场营业收入、用户数量均排名第一，在财税 SaaS 领域具备高度的确定性和可持续增长性。

根据公司 2023 年报，截至 2023 年底，公司亿企赢数智财税云 SaaS 平台（不含创新业务客群）活跃用户 820 万户，同比增长 16.3%；付费用户 568 万户，同比增长 29.1%，市场占有率进一步提升。

图6：公司为国内财税 SaaS 龙头



数据来源：公司公众号

公司积极把握发票电子化改革机遇，全面推进服务型 SaaS 模式转型升级。目前，公司 B 端的财税 SaaS 业务面向中小企业客群、财税代理客群、集团企业及新经济客群，已同步在财务、税务、增值服务三个维度精准布局细分市场，未来发展具备较大潜力。

同时，公司顺应金税四期发票电子化改革趋势，抓住企业财税业务变革和数字化转型两大机遇，依托亿企赢财税 SaaS 平台沉淀的高质量数据底座及 AIGC 技术，全面推进从传统 SaaS 订阅模式向服务型 SaaS 模式的战略升级，实现服务增值溢价及营收质量优化。

图7：公司全面推进服务型 SaaS 模式转型升级

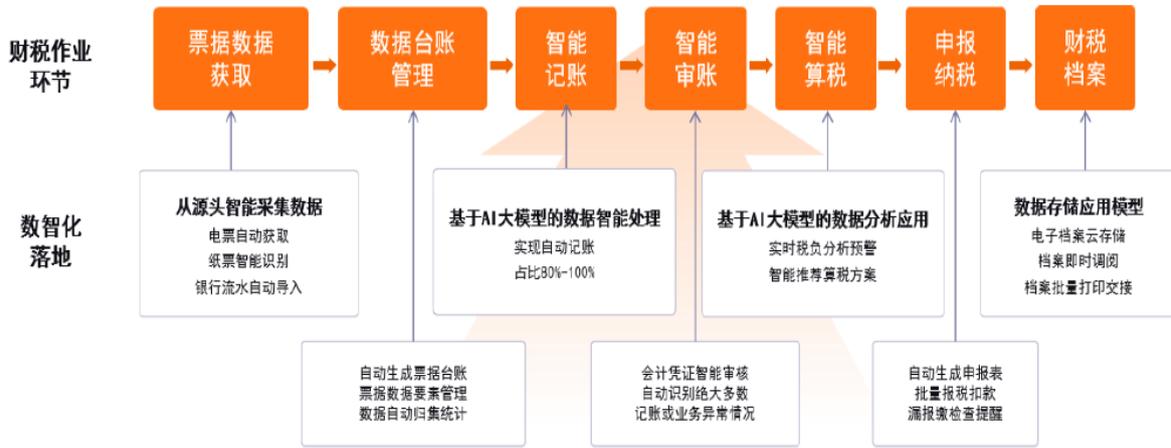
基于财税SaaS数字化底座，驱动服务价值升级



资料来源：公司 2023 年报

一方面，公司通过数智化技术打造票、账、税、档一体化 SaaS 服务方案，持续优化财税实务数字化产品体验与服务质量，实现票据智能采集、台账自动生成、AI 智能记账、凭证智能审核、税负动态分析、申报表智能生成及电子档案云存储。

图8：公司通过数智化技术打造票、账、税、档一体化 SaaS 服务方案



资料来源：公司 2023 年报

另一方面，公司基于用户业务、合规、税收优惠及纳税信用等财税管理需求，打造专家顾问能力和 AIGC 技术相结合的合规税优产品，实现服务价值升级。合规税优产品能够深度结合企业票账税等数据资产和行业财税政策，智能识别生成企业财税风险、财税健康水平，智能生成个性化解决方案与服务计划，并链接专家顾问提供伴随式辅导，为企业涉税风险控制、合规建设、优惠享受及多企业综合管理等场景提供全方位专业保障。

图9：公司合规税优产品满足客户全方位财税管理需求实现服务价值升级



资料来源：公司 2023 年报

(1) 中小企业客群：分层经营战略卓有成效，高价值用户增长亮眼

公司以“让财税工作更简单”为价值主张，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。公司高价值产品服务体系已完成客户价值验证，具备大规模推广条件，有望打开公司成长空间。

图10：公司为中小企业客群提供“亿企财税”企业数字化综合服务平台



亿企财税·财税会员系列

智能财税，安心守护

助力办税人员基础财税工作提效解忧，减少手工繁琐操作，保障票账税业务合规

申请试用

- 手工建立excel发票台账 VS 自动建立发票台账
- 插盘勾选，借盘麻烦 VS 无盘勾选，快捷认证
- 多税种多平台申报 VS 一个软件全税种办理
- 报表数据手工填写 VS 申报数据自动预填

一体化管理平台



亿企财税·管税会员系列

风险无忧，税负最优

建立企业税务共享中心，通过发票管理、税负管理、信用管理、税筹管理，助力企业实现持续全面合规

申请试用

- 智能管票
- 智能管税
- 薪酬管理
- 亿企合规
- 亿企赢云记账
- 发票异常，被动应对 VS 查重验伪，风险监控
- 税负数据，无法参考 VS 同区同行，税负更优
- 信用扣分，经营受限 VS 信用管理，提前预警
- 税优政策，如何享受 VS 精准识别，落地辅导

一体化管理平台



税务共享中心

- 日常管税
- 专项管税
- 实用工具
- 智能票税
- 薪酬管理

资料来源：亿企赢公司官网

公司持续推进中小企业客群分层经营战略，推广高价值产品及服务。公司顺应数电票全面推广、电子凭证会计数据标准扩大试点的大势，推广高价值财税数字化产品及服务。我们看好公司针对高价值客户的产品布局和市场拓展，有望引领中小企业客群收入逆势增长。

图11：公司积极推广高价值产品及服务



资料来源：亿企赢公司官网

公司针对中小客群的分层经营战略成效显著。中小客群高价值用户增长亮眼，2023年“亿企财税”平台实现ARR（订阅收入）5.3亿元，同比增长8.0%。公司中小企业客群活跃用户110万户，付费用户58万户，其中订阅费大于1980元（含）的高价值用户6.1万户，同比增长77.3%。

图12：2023年中小企业客群高价值用户增长亮眼



资料来源：公司公众号

(2) 财税代理客群：付费用户规模快速扩张

公司以“让代账生意更好做”为价值主张，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。

图13：公司为财税代理机构提供“亿企代账”SaaS平台



资料来源：公司 2022 年报

2023 年公司财税代理客群付费用户数快速增长。财税代理客群以提高市场占有率为主要目标，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。

顺应发票全面电子化推广趋势，公司推出数电票全链条产品和解决方案，快速有效地帮助用户适应数电票开收管用存问题。针对被代理企业对个性化、高质量财税服务的高阶需求，公司推出基于专业化数据分析和智能化服务相结合的财税合规赋能产品，以生态合作及联合经营的方式为被代理企业提供合规税优、风险控制等专业保障，对打造差异化竞争优势形成有效突破。

根据公司 2023 年报，“亿企代账”SaaS 平台实现 ARR（订阅收入）5.2 亿元，同比增长 24.0%。截至 2023 年末，财税代理客群活跃用户 710 万户，其中付费用户 510 万户，同比增长 34.2%。

图14：2023 年公司财税代理客群付费用户数快速增长


资料来源：公司公众号

(3) 创新业务客群：未来增长点更值得期待

公司创新业务客群以大型集团企业员工薪资个税社保集中管理、财税统筹管理等需求为切入点，打造涉税及非税 SaaS 平台，包括 PTS（人资薪税服务平台）、GTS（大企业财经数据中心平台）、财税大数据商业服务等。

图15：2023 年公司创新业务持续突破


资料来源：公司公众号

(4) AI+财税有望打开成长空间

公司在财税 AI 垂直领域具有深厚积累，AI+财税有望打开成长空间。作为国内领先的财税 SaaS 云平台服务商，税友已经在财税 AI 垂直领域构建了庞大的财税知识数字化和人工智能体系，积累了庞大的财税专业知识和服务案例库，具备较高的护城河和技术领先优势。

根据公司 2023 中报，公司着力打造财税垂直领域人工智能模型，模型参数已涵盖近 800 万企业、超 1000 万关系知识图谱，积累财税专业知识和服务案例库超过亿条，已成为全国最庞大的财税知识库和人工智能数据底座。

公司具备行业定制的模型积累竞争优势。2022 年 9 月，“2022 年度杭州市人工智能重大科技创新项目计划”公示，公司申报的“财税领域跨媒体知识构建与推理决策技术及应用”成功获批立项。

其中，“跨媒体分析与推理技术”作为八项关键共性技术之一，是通向更高层次的模拟人类大脑的钥匙，能通过视觉、听觉、语言等感官渠道将环境信息转化为分析模型，形成以跨媒体分析与推理技术为支撑的智慧化财税推理决策平台，助力提高我国财税领域智慧化建设水平的提升。

公司加强人工智能在 SaaS 产品及服务运营中的应用。根据公司 2022 年报，公司于 2023 年初上线基于自然语义处理（NLP）、知识图谱、深度学习、情感计算等技术构建数智化运营体系，目前已逐步实现精准营销、自动商务计费、集约化标准化交付及智能应答等自动运营手段。

在咨询类场景应用方面，税友自主研发的 AI 机器人咨询服务，已经实现了较大规模的应用。截至 2022 年末，公司线上的 AI 服务已超过 60%，问答服务范围包括办税、政策应用、发票实务、财务处理等，大幅度提升了公司的运营效率。

在营销类场景应用方面，税友充分利用数智化运营优势，通过机器学习精准定位客户需求方向，基于人工智能的用户数据挖掘、画像提取，识别准确率达 83%，引流客户意向率达 50%。随着运营自动化的不断提升，公司大幅提升获客成功率。

在风控管理场景应用方面，税友的 AI 技术应用通过精准把握业务风险点，辅助提升 SaaS 服务风险意识，进一步打造品质化的客户服务。

图16：公司财税 AI 产品助力打开成长空间



资料来源：公司公众号

公司财税应用入选中国信通院优秀案例。2023年1月，在中国人工智能产业发展联盟的指导下，公司研发的“税友财税智能知识库及应用”成功入选中国信息通信研究院“2023可信AI案例知识计算应用优秀案例”名单，在创新性和实践应用上获得了广泛认可。

图17：公司财税应用入选中国信通院优秀案例



资料来源：公司公众号

公司财税智能知识库助力用户最新税收政策获取、税收知识搜索。公司研发的智能财税知识库，收录了国家、省、市、区（县）各级政府部门涉税政策信息，通过知识建模、信息抽取等知识智能技术对政策进行结构化处理，构建了集税收政策查询、学习、精准推送为一体的智能知识平台。此外，知识库还结合多源多模态知识融合技术，挖掘全网关于该政策法规相关的权威解读文章、官方问答、专家讲解视频等关联知识，围绕政策法规形成知识网络，帮助用户更好的掌握和理解政策内涵。

目前，该财税智能知识库通过系统集成的方式，应用于税友集团旗下多个财税服务系统与 Saas 化平台，如服务于面向大型集团企业的 GTS 集团税务管理系统、面向中小企业的亿企财税平台、面向互联网的税屋网。

3、G端：税务系统核心供应商，金税四期带来可观增量

公司为G端智慧税务系统核心供应商，产品能力获得充分认可。多年来，公司通过积极参与税务系统的运维、开发和智慧化进程，沉淀了成熟的数字化政务产品能力，行业龙头地位稳固。2010年，税友股份成功中标金税三期工程，承建了金税三期管理决策系统、千户集团税务审计等重要项目，经过多年发展成为金税三期系统核心供应商。截至目前，税友承建的智慧电子税务局已覆盖河北、广东、深圳、上海、四川、宁波、重庆等10个省市，并率先在上海、宁波、四川等地区进行了云化电子税务局的建设。

图18：公司为金税三期系统核心供应商



资料来源：公司公众号

公司2022年成功中标金税四期两大核心项目。2022年8月，公司充分利用在金税三期建设中积累的经验与优势，成功中标金税四期两大核心项目——国家税务总局电子发票服务平台（二期）项目以及应用支撑服务平台（第2包）项目。

图19：公司中标国家税务总局应用支撑平台项目第2包项目

应用支撑平台项目第2包中标公告

2022年08月24日 14:02 来源：中国政府采购网 【打印】 [【显示公告概要】](#)

中标结果公告

- 一、项目编号：ZB2022-ZXGK-C0026-B00
- 二、项目名称：应用支撑平台项目第2包
- 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）
 - 税友软件**集团股份有限公司（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：北京市昌平区昌盛路18号（联合体牵头人）
 - 中标（成交）金额：¥48,787,500.00
- 四、主要标的信息
 - 名称：应用支撑平台项目第2包
 - 服务范围：全国36个省、自治区、直辖市和计划单列市的省局应用支撑平台的开发建设、测试、推广实施、数据治理等，同时配合第1包完成总省协同计算的省局建设部分。

资料来源：中国政府采购网

这两大核心项目不仅是推动现有税务业务的数字化升级和智能化改造，而且为金税四期上层应用提供数字服务、数字监管、数字决策等数字化能力支撑，实现税务领域政务系统从信息化向数字化转型。

图20：公司中标国家税务总局电子发票服务平台（二期）项目

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】 [【显示公告摘要】](#)

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）

四、主要标的信息

序号	供应商名称	服务名称	服务范围	服务要求	服务时间	服务标准
1	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）	国家税务总局电子发票服务平台（二期）	建设全国统一规范电子税务局，主要包括纳税人端和税务人端两部分。纳税人端，主要为纳税人缴费人及公众提供网上办税、公众查询、征纳互动、消息提醒等服务；为国家或省级政务平台中的前述功能提供后台支撑；根据不同用户群体，提供网页端、移动端、接口端访问渠道。税务人端，主要包括与纳税人端关联紧密的系统管理、业务办理等功能设计，同时集成整合税务人端存量应用系统功能，形成统一的税务人端应用平台，并提供相关业务服务。	详见招标文件	自合同签订之日起至项目服务期结束之日止；服务期为自合同签订之日起至终验合格之日止。	详见招标文件

资料来源：中国政府采购网

2023年9月，公司联合中标国家税务总局税务人端项目，行业地位进一步巩固。税务人端项目承载着纳税服务、税务管理、风险管控等关键业务，是持续推动智慧税务的主要载体。此次中标税务人端项目，进一步巩固并提升了公司在中国税费治理建设中的行业地位。

公司积极参与税务信创建设工作，有望打开公司成长空间。电子发票服务平台（二期）项目和应用支撑平台项目不仅是推进国家智慧税务建设的必要基础设施，还是税务信创领域的重要基础项目。根据公司2022年报，公司自主研发了第一个基于国产软硬件的税务系统，并在宁波完成了信创版本云化电子税务局系统建设并顺利验收，该系统为后续探索数字政务系统信创化奠定了基础。目前，公司大数据标准产品和中间件技术产品已经全面适配信创国产化环境，包括麒麟、欧拉等国产化操作系统，以及达梦、高斯等国产化数据库。2023年公司继续拓展建设多个信创项目，并在多个数字政务项目中落地应用，实现国产化替代和技术突破。

图21：公司金税四期优势持续巩固，同时积极向人社、财政等领域延伸业务



资料来源：公司公众号

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

核心假设 1: G 端：公司为税务系统核心供应商，未来金税四期推广有望带来可观增量，预计 2024-2026 年 G 端收入增速分别为 4.00%/5.00%/6.00%。B 端：客户群体持续扩张，同时向服务型 SaaS 模式升级，ARPU 提升可期，以及 AI 赋能有望打开成长空间，预计 2024-2026 年 B 端收入增速分别为 23.00%/24.00%/25.00%。

核心假设 2: 伴随金税四期推广, 预计 G 端毛利率有望提升; B 端考虑到服务性 SaaS 模式升级有望提升 ARPU, 从而带动毛利率稳中有升。B 端业务收入占比提升以及毛利率向上有望带动公司综合毛利率持续提升。

核心假设 3: 公司收入快速增长, 有望摊薄公司成本, 期间费用率整体有望下降。

表2: B 端+G 端双轮驱动成长

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
ToG 数字政务业务					
营业收入 (亿元)	7.38	7.38	7.67	8.06	8.54
yoy (%)	0.14%	-0.07%	4.00%	5.00%	6.00%
毛利率 (%)	40.16%	28.86%	34.00%	35.00%	36.00%
ToB SaaS 订阅及咨询顾问服务					
营业收入 (亿元)	9.53	10.85	13.34	16.55	20.68
yoy (%)	10.20%	13.84%	23.00%	24.00%	25.00%
毛利率 (%)	72.97%	73.86%	74.00%	74.30%	74.50%
总计					
营业收入 (亿元)	16.98	18.29	21.02	24.60	29.22
yoy (%)	5.80%	7.71%	14.93%	17.06%	18.78%
毛利率 (%)	58.59%	55.61%	59.39%	61.43%	63.25%

数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值分析

公司为国内财税信息化服务商龙头, 有望受益深化财税体制改革带来的成长机遇, 实现 G 端+B 端双轮驱动成长, 同时 AI+财税有望打开成长空间。我们预计公司 2024 年-2026 年归母净利润为 1.84、2.64、3.45 亿元, EPS 为 0.45、0.65、0.85 元/股。

我们选取了国内 B 端、G 端财税信息化领军公司用友网络、中国软件作为行业可比公司。公司当前股价对应 PE 为 56.4、39.2、30.1 倍, 公司 PE 估值低于行业可比公司均值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表3: 公司 PE 估值低于行业可比公司均值

证券代码	公司简称	市值 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE		
		2024/7/26	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600588.SH	用友网络	317.9	1.0	4.1	7.9	317.9	77.5	40.1				
600536.SH	中国软件	260.6	1.3	2.4	3.6	193.4	110.8	72.4				
	平均值	289.2	1.2	3.2	5.8	255.7	94.2	56.3				
603171.SH	税友股份	103.7	1.8	2.6	3.4	56.4	39.2	30.1				

数据来源: Wind、开源证券研究所 (中国软件盈利预测均来自 Wind 一致预测, 用友网络盈利预测来自开源证券研究所)

5、风险提示

政策落地不及预期：公司税务系统开发与运维服务的主要客户为国家税务总局及各主要省市税务局，税务系统开发建设及运维主要由税务机关主导，受国家的财政政策与国家税务信息化相关政策影响较大。近年来，国家政府部门相继出台了多项支持税务信息化领域发展的政策措施，支持国家税务信息化建设，市场规模稳步增长。但是，如果未来税务信息化行业的政策不及预期，或将对公司的经营业绩带来不利影响。

客户预算不及预期：受经济下行压力加大、减税降费等影响，国家财政预算呈现收紧趋势，税务行业的增长相较过去有所放缓，或将导致 G 端项目预算减少的风险。

公司研发不及预期风险：为了不断改善用户体验，持续提升核心竞争力和风险抵御能力，公司需要持续大量的增加研发投入。但新产品的研究开发过程难度较大，周期较长，个别开发环节难题可能导致新产品的推出滞后；且若公司未能及时跟上行业技术更新换代的速度，不能将新技术有效应用于软件产品中，新产品得不到市场的认可，新产品投放后的经济效益可能与预期差距较大，公司或将面临暂时性业绩下滑和市场竞争优势被削弱的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2341	2447	2613	2932	3465
现金	1691	1703	1958	2292	2722
应收票据及应收账款	148	170	0	0	0
其他应收款	33	20	40	30	54
预付账款	6	6	8	8	11
存货	245	204	269	257	338
其他流动资产	218	344	338	345	340
非流动资产	1345	1404	1492	1613	1773
长期投资	31	31	32	33	34
固定资产	529	503	641	786	949
无形资产	174	213	218	227	235
其他非流动资产	612	658	601	566	555
资产总计	3686	3851	4105	4545	5238
流动负债	1149	1338	1470	1718	2156
短期借款	43	50	315	522	994
应付票据及应付账款	132	94	0	0	0
其他流动负债	974	1195	1155	1195	1162
非流动负债	88	79	79	79	79
长期借款	5	0	0	0	0
其他非流动负债	83	79	79	79	79
负债合计	1237	1417	1549	1797	2236
少数股东权益	-2	-3	-3	-5	-6
股本	406	407	407	407	407
资本公积	939	972	972	972	972
留存收益	1107	1089	1182	1283	1408
归属母公司股东权益	2452	2437	2560	2753	3008
负债和股东权益	3686	3851	4105	4545	5238

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	90	244	134	315	228
净利润	143	83	183	263	343
折旧摊销	39	52	42	51	61
财务费用	-46	-43	-33	-32	-21
投资损失	-22	-18	-15	-19	-19
营运资金变动	-79	110	-38	59	-134
其他经营现金流	53	61	-5	-6	-3
投资活动现金流	-126	-186	-112	-149	-201
资本支出	172	184	129	170	220
长期投资	0	0	-1	-1	-1
其他投资现金流	45	-2	18	22	21
筹资活动现金流	-92	-88	-33	-39	-68
短期借款	43	7	265	207	472
长期借款	5	-5	0	0	0
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	0	33	0	0	0
其他筹资现金流	-140	-124	-298	-246	-540
现金净增加额	-129	-30	-11	127	-41

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1698	1829	2102	2460	2922
营业成本	703	812	853	949	1074
营业税金及附加	12	14	15	18	21
营业费用	293	297	340	396	468
管理费用	215	219	246	285	336
研发费用	431	485	546	640	760
财务费用	-46	-43	-33	-32	-21
资产减值损失	0	-0	0	0	0
其他收益	26	14	28	26	23
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	22	18	15	19	19
资产处置收益	1	0	2	3	1
营业利润	140	77	182	256	329
营业外收入	0	1	0	0	1
营业外支出	4	2	3	3	3
利润总额	137	76	179	253	327
所得税	-7	-7	-4	-10	-16
净利润	143	83	183	263	343
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	144	83	184	264	345
EBITDA	128	80	177	266	358
EPS(元)	0.35	0.20	0.45	0.65	0.85

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	5.8	7.7	14.9	17.1	18.8
营业利润(%)	-40.4	-45.4	137.3	40.9	28.5
归属于母公司净利润(%)	-37.6	-42.1	120.6	43.7	30.4
获利能力					
毛利率(%)	58.6	55.6	59.4	61.4	63.2
净利率(%)	8.5	4.6	8.8	10.7	11.8
ROE(%)	5.9	3.4	7.2	9.6	11.4
ROIC(%)	3.6	1.2	4.7	6.7	7.7
偿债能力					
资产负债率(%)	33.6	36.8	37.7	39.5	42.7
净负债比率(%)	-63.8	-64.8	-61.5	-61.8	-55.2
流动比率	2.0	1.8	1.8	1.7	1.6
速动比率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	13.4	11.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	11.3	9.9	22.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.20	0.45	0.65	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.60	0.33	0.77	0.56
每股净资产(最新摊薄)	6.02	5.98	6.29	6.76	7.39
估值比率					
P/E	72.1	124.4	56.4	39.2	30.1
P/B	4.2	4.3	4.1	3.8	3.4
EV/EBITDA	67.1	105.7	47.9	31.4	23.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

20/22

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn