

业绩稳健增长, B端大有可为

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年半年报, 上半年实现收入8.1亿元, 同比+7.5%, 实现归母净利润8823.6万元, 同比+0.9%, 实现扣非归母净利润8288.4万元, 同比+17.8%。单Q2来看, 公司实现收入4.5亿元, 同比+5.7%, 实现归母净利润5546.1万元, 同比基本持平, 实现扣非归母净利润5585.6万元, 同比+20.2%。
- 费用端管控良好, 现金流大幅改善。** 从费用端来看, 2024H1公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为14.8%、12.1%、25.5%, 分别同比-0.85pp、-0.72pp、-1.44pp。从成本端来看, 2024H1, 公司毛利率为61.0%, 同比-1.85pp, 净利率为10.8%, 同比-0.71pp。现金流方面, 24Q2实现经营性现金流净流入7608.9万元, 同环比均扭亏为正(23Q2/24Q1分别为-3632.0万元/-3.6亿元)。
- G端业务稳健增长, 持续巩固行业地位。** 2024H1, 公司G端实现收入2.6亿元, 同比+2.1%。上半年公司G端各项目稳步推进, (1) **金税四期:** 上半年公司支撑金四“全国统一规范电子税务局”在全国36个省市推广上线; 实现金四“应用支撑平台项目”6月完成全国推广上线终验; 助力“税务人端”第二批试点单位上线切换。(2) **个税社保:** 24H1, 公司完善优化自然人电子税务局系统, 实现个税股权转让产品在全国20个省市推广上线; 升级优化社保费管理子系统, 实现部分省份上线社保智治平台产品, 助力落实减费降负政策, 确保政策红利直达快享。(3) **税费数据要素:** 上半年公司在税务领域已实现风险、稽查、信用、征管和基础数据服务等5条主营产品线快速推广; 在非税领域入围人社部数据治理服务项目, 辅助人社部门提升数字化水平。
- B端业务快速增长, 合规税优有望加速渗透。** 2024H1, 公司B端实现收入5.5亿元, 同比+10.4%; 实现净利润1.4亿元, 同比+11.0%, 收入利润均实现快速增长。(1) **数智财税:** 截至24H1末, 公司数智财税服务平台活跃企业用户900万户, 较年初增长9.8%; 付费用户615万户, 较年初增长8.3%。随着金税四期数电发票全国持续推广上线, 企业财税实务SaaS及财税风险及合规产品市场渗透率将大幅上升。公司一方面通过财税实务SaaS产品提高市占率, 另一方面不断完善合规税优SaaS产品, 有望显著提高用户ARPU值。(2) **创新业务:** 三大产品蓄力, 标杆和成功案例不断积累突破。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为0.38元、0.62元、0.96元, 对应动态PE分别为64倍、39倍、25倍。考虑到公司G端市占率领先, B端基础财税客户数有望进一步增长且合规税优产品将提高用户ARPU值, 叠加AI赋能带来盈利能力提升, 给予24年77倍PE, 对应目标价为29.26元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济下滑、行业竞争加剧、政策推进节奏不及预期、技术落地不及预期、中小微企业需求不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1828.71	2036.19	2284.52	2590.95
增长率	7.71%	11.35%	12.20%	13.41%
归属母公司净利润(百万元)	83.39	153.73	253.63	390.55
增长率	-42.05%	84.36%	64.99%	53.98%
每股收益EPS(元)	0.20	0.38	0.62	0.96
净资产收益率ROE	3.40%	5.91%	8.88%	12.03%
PE	117	64	39	25
PB	4.01	3.78	3.44	3.02

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 罗紫莹
执业证号: S1250524070003
电话: 0755-26671517
邮箱: lzyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.07
流通A股(亿股)	4.06
52周内股价区间(元)	20.41-38.71
总市值(亿元)	97.81
总资产(亿元)	36.56
每股净资产(元)	6.06

相关研究

- 税友股份(603171): 财税领域深耕, 业绩维持稳健 (2023-08-17)

盈利预测

关键假设：

1) 中小企业客群：随着金税四期数电发票全国持续推广上线，企业财税实务 SaaS 及财税风险及合规产品市场渗透率将大幅度上升。一方面公司通过财税实务 SaaS 产品提高市占率，我们预计 2024-2026 年付费用户数增速分别为 1%、1%、1%；另一方面，公司不断完善合规税优 SaaS 产品，打造更专业完备的服务价值体系，有望显著提高用户 ARPU 值，我们预计 2024-2026 年中小客群 ARPU 值增速分别为 13%、16%、20%。

2) 财税代理客群：财税代理机构是服务于个人或者没有会计的小微企业的代账机构，根据统计，我国目前大约有 3500 万小微企业存在财税代理需求，截至 23 年底公司付费用户为 510 万家，未来提升空间广阔，预计 2024-2026 年付费用户数增速分别为 18%、17%、16%。此外，由于财税代理机构客户需求相对单一，产品较为同质化，市场上存在小幅价格战，预计 2024-2026 年 ARPU 值分别-1%、-1%、-1%。

3) G 端业务：公司在金税工程市占率较高，已中标金税四期三大核心项目建设，有望持续受益于金税四期的稳步推进，预计 2024-2026 年收入增速分别为 5%、5%、5%。

4) 毛利率：公司积极采取降本增效措施，费用管控效果可持续，毛利率稳中有进。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
中小企业客群	收入	527.8	602.4	705.7	855.4
	增速	7.9%	20.6%	18.4%	15.0%
财税代理	收入	519.5	606.9	702.9	807.3
	增速	24.0%	16.8%	15.8%	14.8%
创新 SaaS 业务	收入	37.5	46.1	56.3	68.1
	增速	-16.6%	23%	22%	21%
G 端	收入	737.9	774.8	813.5	854.2
	增速	-0.1%	5%	5%	5%
合计	收入	1828.7	2036.2	2284.5	2591.0
	增速	7.7%	11.3%	12.2%	13.4%
	毛利率	55.6%	58.4%	60.4%	62.7%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 20.4 亿元（+11.3%）、22.8 亿元（+12.2%）和 25.9 亿元（+13.4%），归母净利润分别为 1.5 亿元（+84.4%）、2.5 亿元（+65.0%）、3.9 亿元（+54.0%），EPS 分别为 0.38 元、0.62 元、0.96 元，对应动态 PE 分别为 64 倍、39 倍、25 倍。

相对估值

综合考虑业务模式，我们选取用友网络和中国软件为参考。从 PE 角度看，公司 2024 年 64 倍，行业平均值为 258 倍，远低于行业平均估值水平。考虑到公司 G 端市占率领先，B 端基础财税客户数有望进一步增长且合规税优产品将提高用户 ARPU 值，叠加 AI 赋能带来盈利能力提升，给予 24 年 77 倍 PE，对应目标价为 29.26 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600588.SH	用友网络	298	8.71	-0.28	0.03	0.11	0.19	-	318	80	45
600536.SH	中国软件	262	30.81	-0.27	0.16	0.27	0.37	-	197	115	84
平均值								-	258	98	65
603171.SH	税友股份	98	24.02	0.20	0.38	0.62	0.96	117	64	39	25

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1828.71	2036.19	2284.52	2590.95	净利润	82.77	152.94	252.20	388.30
营业成本	811.71	846.24	905.60	965.53	折旧与摊销	51.97	58.85	61.01	63.47
营业税金及附加	14.38	15.09	17.20	19.55	财务费用	-43.35	-50.90	-59.40	-67.36
销售费用	296.68	321.72	351.82	388.64	资产减值损失	-0.35	0.00	-0.12	-0.12
管理费用	219.30	759.50	833.85	922.38	经营营运资本变动	205.22	-51.75	47.93	41.08
财务费用	-43.35	-50.90	-59.40	-67.36	其他	-52.09	1.98	4.33	2.11
资产减值损失	-0.35	0.00	-0.12	-0.12	经营活动现金流净额	244.18	111.11	305.96	427.48
投资收益	18.50	0.00	0.00	0.00	资本支出	-132.24	-130.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	1.24	0.00	0.00	0.00	其他	-53.76	-5.76	-6.18	-5.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-186.00	-135.76	-136.18	-135.93
营业利润	76.59	144.55	235.56	362.33	短期借款	7.00	67.69	-3.76	-83.10
其他非经营损益	-0.37	-2.16	-1.62	-1.70	长期借款	-5.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	76.22	142.39	233.95	360.63	股权融资	34.10	0.00	0.00	0.00
所得税	-6.55	-10.55	-18.26	-27.67	支付股利	-101.47	0.00	0.00	0.00
净利润	82.77	152.94	252.20	388.30	其他	-22.42	45.36	52.52	61.21
少数股东损益	-0.61	-0.79	-1.43	-2.25	筹资活动现金流净额	-87.79	113.05	48.76	-21.88
归属母公司股东净利润	83.39	153.73	253.63	390.55	现金流量净额	-29.61	88.40	218.53	269.66
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1703.44	1791.85	2010.38	2280.04	成长能力				
应收和预付款项	195.56	215.07	243.28	274.69	销售收入增长率	7.71%	11.35%	12.20%	13.41%
存货	204.35	241.27	255.79	268.70	营业利润增长率	-45.41%	88.73%	62.97%	53.81%
其他流动资产	343.73	335.91	336.98	338.31	净利润增长率	-42.27%	84.77%	64.91%	53.96%
长期股权投资	31.11	31.11	31.11	31.11	EBITDA 增长率	-36.40%	78.96%	55.53%	51.13%
投资性房地产	73.92	73.92	73.92	73.92	获利能力				
固定资产和在建工程	872.76	973.19	1071.46	1167.26	毛利率	55.61%	58.44%	60.36%	62.73%
无形资产和开发支出	212.61	183.33	154.05	124.77	三费率	25.85%	50.60%	49.30%	48.00%
其他非流动资产	213.79	219.54	225.73	231.66	净利率	4.53%	7.51%	11.04%	14.99%
资产总计	3851.26	4065.18	4402.69	4790.45	ROE	3.40%	5.91%	8.88%	12.03%
短期借款	50.00	117.69	113.93	30.83	ROA	2.15%	3.76%	5.73%	8.11%
应付和预收款项	414.01	435.80	472.39	501.17	ROIC	2.10%	5.28%	8.71%	12.96%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.66%	7.49%	10.38%	13.83%
其他负债	953.21	924.71	977.20	1030.97	营运能力				
负债合计	1417.22	1478.20	1563.51	1562.97	总资产周转率	0.49	0.51	0.54	0.56
股本	407.23	407.19	407.19	407.19	固定资产周转率	3.55	3.97	4.26	4.59
资本公积	971.90	971.94	971.94	971.94	应收账款周转率	10.79	10.99	11.30	11.22
留存收益	1088.73	1242.46	1496.09	1886.64	存货周转率	3.61	3.80	3.63	3.66
归属母公司股东权益	2436.76	2590.49	2844.13	3234.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.24%	—	—	—
少数股东权益	-2.72	-3.51	-4.94	-7.19	资本结构				
股东权益合计	2434.04	2586.98	2839.18	3227.48	资产负债率	36.80%	36.36%	35.51%	32.63%
负债和股东权益合计	3851.26	4065.18	4402.69	4790.45	带息债务/总负债	3.53%	7.96%	7.29%	1.97%
					流动比率	1.83	1.84	1.90	2.10
					速动比率	1.68	1.67	1.73	1.92
					股利支付率	121.69%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.20	0.38	0.62	0.96
					每股净资产	5.98	6.36	6.98	7.94
					每股经营现金	0.60	0.27	0.75	1.05
					每股股利	0.25	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	85.21	152.49	237.18	358.44					
PE	117.29	63.62	38.56	25.04					
PB	4.01	3.78	3.44	3.02					
PS	5.35	4.80	4.28	3.77					
EV/EBITDA	86.50	48.16	30.00	18.85					
股息率	1.04%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
