

税友股份（603171.SH）

AI 加持 B 端业务打开全新空间

核心观点：

- 税友股份是国内领先的财税信息化综合业务提供商，目前形成了“G 端数字政务+B 端数智财税”双轮驱动的业务发展格局。
- 公司 G 端业务稳健发展。先后承接了金税三期、自然人税费治理、金税四期等国家重大工程，已成为国家税务信息化建设的关键参与者。政务系统优化与维护的需求长存将为公司 G 端业务贡献稳定驱动力。
- 财税 SaaS 市场空间巨大，市场格局分散且有收敛迹象，利好具备丰富产品布局 and 深刻行业 Know-how 的企业。企业数量快速上升的同时，合规要求进一步提高，两者驱动财税 SaaS 市场空间持续扩容。同时，伴随合规逐渐趋严、企业自身对财税信息化的要求愈高且 AI 等各类信息化技术发展迅猛等因素下，难以支撑较高研发强度迭代产品的供应商将逐步退出，行业竞争格局有望呈现逐步优化的态势，具备丰富产品布局 and 深刻行业 Know-how 的企业有望受益。
- 税友 B 端产品矩阵丰富，全范围客群覆盖并以联营/托管方式开展财税领域新生态。在 2B 市场，公司以亿企赢品牌作为依托，提供包括亿企财税、亿企代账、创新产品系列等产品，实现大中小客群全方位覆盖。此外，公司以联营/托管方式开展财税领域新生态。公司通过设立联营云平台，为有意退出或进入市场的机构提供经营托管服务与回购渠道，托管服务覆盖企业数智化记账、报税、风险管控等全链条需求。
- 盈利预测与投资建议。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 22.1 亿元、27.1 亿元、33.9 亿元。在估值上，我们采取 PS 估值法，参考可比公司估值，给予公司 25 年 11X PS 估值倍数合理价值约 242.6 亿元，每股合理价值约 59.70 元，维持“买入”评级。
- 风险提示。宏观经济波动；行业竞争加剧；新商业模式对业绩的贡献存在不确定性。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,829	1,945	2,205	2,710	3,390
增长率 (%)	7.7%	6.4%	13.4%	22.9%	25.1%
EBITDA	79	143	209	341	485
归母净利润	83	113	185	318	477
增长率 (%)	-42.1%	35.0%	64.7%	71.4%	50.2%
EPS (元/股)	0.20	0.28	0.46	0.78	1.17
市盈率 (P/E)	172.8	110.2	109.7	64.0	42.6
ROE (%)	3.4%	4.5%	6.9%	10.6%	13.7%
EV/EBITDA	160.8	77.3	90.9	54.5	37.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

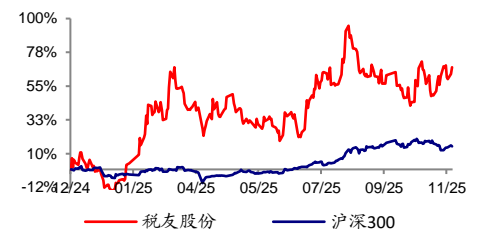
买入

当前价格	52.49 元
合理价值	59.70 元
前次评级	买入
报告日期	2025-12-02

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	406/405.89
总市值/流通市值 (百万元)	21329/21305
一年内最高/最低 (元)	61.10/26.95
30 日日均成交量/成交额 (百万)	7/359.88
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-5.70/32

相对市场表现



分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gflouxuefeng@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

王钰翔 021-38003529

wangyuxiang@gf.com.cn

目录索引

投资要点:	5
一、税友股份: 国内财税信息化龙头, G 端立足, 发力 B 端	7
(一) 公司发展历程	7
(二) 公司财务分析	7
二、G 端业务稳健向上, 金税工程为核心驱动力	10
(一) 税友集团 G 端业务核心产品矩阵	10
(二) 政务财税系统优化与维护的需求长存为公司 G 端业务贡献稳定驱动力	11
三、B 端产品矩阵丰富, 全范围客群覆盖并以联营/托管方式开展财税领域新生态	15
(一) B 端财税 SAAS 市场空间大, AI 为新兴驱动力	15
(二) 财税市场格局分散但有收敛迹象, 利好具备丰富产品布局和深刻行业 KNOW-HOW 的企业	20
(三) 税友 B 端产品矩阵丰富, 全范围客群覆盖并以联营/托管方式开展财税领域新生态	23
(四) 财税代理高价值合规业务市场空间测算	32
四、盈利预测和投资建议	34
(一) 盈利预测	34
(二) 估值	35
五、风险提示	36
(一) 宏观经济波动	36
(二) 行业竞争加剧	36
(三) 新商业模式对业绩的贡献存在不确定性	36

图表索引

图 1: 税友股份发展历程.....	7
图 2: 2021-2025Q1-3 公司营业收入	8
图 3: 2021-2025Q1-3 公司归母净利润.....	8
图 4: 2021-2025H1 公司分业务营业收入.....	8
图 5: 2021-2024 公司分地区业务收入.....	8
图 6: 2021-2025Q1-3 公司整体毛利润及毛利率	9
图 7: 2021-2025H1 公司分业务毛利润及毛利率	9
图 8: 2021-2025Q1-3 公司费用率	9
图 9: 2021-2024 公司研发人员及占比.....	9
图 10: 公司深度参与金税工程	10
图 11: 金税四期整体进程.....	12
图 12: 金税工程各期特点.....	13
图 13: 我国中小企业数量图	15
图 14: 税友“犀友”财税垂域人工智能平台概览	17
图 15: AI 接入后, 人效及成本获得显著优化.....	18
图 16: 数智开票员能够实现人机协同, 大幅提效	18
图 17: 财税 SaaS 企业将 AI 技术创新融入产品中以保持竞争力	19
图 18: 财税 SaaS 产品按模块/功能分类	20
图 19: 财税 SaaS 产品竞争格局较分散.....	21
图 20: 税友 B 端竞争者具体分析	22
图 21: 财税数字化 2G 与 2B 业务的天然协同	23
图 22: 税友 B 端产品分别对应了大中小客群及代账客群.....	24
图 23: 税友 B 端产品信息流	25
图 24: 公司中小企业客群高价值客户占比持续提升.....	26
图 25: 公司中小企业客群 ARPU 持续提升	26
图 26: 财税代理 SaaS 从六大维度实现深度赋能代账机构.....	27
图 27: 亿企代账服务票财税一体化	27
图 28: 税友亿企代账合作模式	28
图 29: 公司财税代理客群付费客户数变化	28
图 30: 公司财税代理客群收入及 ARPU.....	28
图 31: 公司创新业务收入.....	30
图 32: 亿企代账服务优化机构内部管理.....	31
图 33: 税友联营云三步走战略	32
表 1: 税友集团 G 端业务产品矩阵	10
表 2: 国家关于财税相关政策文件 (部分)	13
表 3: 互联网平台企业与代账机构涉税信息相关政策.....	16
表 4: 数智化合规税优顾问服务效率提升 (净服务时间: 小时)	19
表 5: 税友股份 B 端竞争者业务解析	21
表 6: 亿企 PTS 与亿企 GTS 提供的具体服务	29

表 7: 亿企代账高价值合规业务市场空间敏感性测算	33
表 8: 税友股份收入拆分	34
表 9: 可比公司 PS 估值情况（市值统计截止 2025.12.01 收盘）	35

投资要点:

1. **税友股份是国内领先的财税信息化综合业务提供商。**公司成立于1999年，前身为西安交大龙山软件公司，于2009年更名为税友股份，于2021年在上交所主板上市。自成立以来，公司一直专注于财税信息化领域的技术研究、项目开发、产品销售和服务，在财税信息化领域内深耕二十余载。截止现在，历经多年沉淀，公司形成“G端数字政务+B端数智财税”双轮驱动的业务发展格局。
2. **G端业务：**产品体系紧密围绕国家金税工程的演进，实现了从金税三期到金税四期的深度卡位，完成从传统的“项目服务模式”向“数智化高价值服务模式”的战略转型升级。公司作为金税四期核心承包商，有望持续支撑金税四期新电局、税智撑项目和税务人端项目全国推广上线。金税四期之外，其他政策层出不穷，如数字化电子发票的推广应用、互联网平台企业涉税信息报送规定等。政务系统优化与维护的需求长存将为公司G端业务贡献稳定驱动力。
3. **财税SAAS市场空间大，AI为新兴驱动力。**在财税服务行业中，传统需求主要集中于标准化、基础性的财税实务操作，难以满足企业日益复杂的多样化需求，行业服务附加价值较低。AI大模型通过大量特定数据的训练和验证，以Agent或Copilot的形式融合到企业业务中，能够实现自动化、智能化的创新性功能，显著提升了财税SaaS的效率与准确性，推动行业朝着智能化、高效化方向发展。
4. **市场格局分散且有收敛迹象，利好具备丰富产品布局和深刻行业 Know-how 的企业。**企业数量快速上升的同时，合规要求进一步提高，两者驱动财税 SaaS 市场空间持续扩容。同时，伴随合规逐渐趋严、企业自身对财税信息化的要求愈高且 AI 等各类信息化技术发展迅猛等因素下，难以支撑较高研发强度迭代产品的供应商将逐步退出，行业竞争格局有望呈现逐步优化的态势，具备丰富产品布局和深刻行业 Know-how 的企业有望受益。
5. **除去产品矩阵全面、行业Know-how深刻的优势外，税友还具备长期深耕G端所带来的卡位优势。**服务于政府端的税务信息化提供商在提供企业端类似系统时有天然的优势：一是对新政策、政府端系统的理解明显更深、更快，基于此提供的企业端系统也更能满足企业纳税避税需求；二是服务政府端税务信息化带来的强大品牌效应也将利于企业端市场的开拓，企业主更容易相信这类服务商提供的税务系统能符合国家税收要求。
6. **税友B端产品矩阵丰富，全范围客群覆盖并以联营方式开展财税领域新生态。**从具体的产品形态来看，在2B市场，公司以亿企赢（亿企赢网络科技有限公司）品牌作为依托，主要面向三类客户提供差异化的财税信息化产品：
 - ① 亿企财税：主要针对中小企业客群，这类客户有一定的规模且财税业务一般由自己进行管理，公司基于其一体化管理平台产品，提供管票、管税、薪酬、合规等多种SaaS服务。
 - ② 亿企代账：主要针对代账机构客群，帮助代账机构客群更好服务小微企业客群，这些小微企业一般没有会计人员，其财税业务往

往是委托代账机构或兼职会计来处理，即公司为代账机构提供SaaS服务，从而间接为小微企业提供服务。

③ 创新产品系列，目前主要是三大类产品亿企PTS（人资薪税服务平台）、亿企GTS（大企业财经数据中心平台）、大数据与商业智能服务平台：主要针对一些大企业、企业集团、机关事业单位等提供各类税务服务。

④ 除去上述三项产品外，公司打造联营云平台，为有意退出或进入市场的机构提供经营托管服务与回购渠道，托管服务覆盖企业数智化记账、报税、风险管控等全链条需求。根据公司投资者交流PPT，公司2024年设立联营云平台，截止24年年底，联营云已合作12个门店，为1.2万企业提供财税服务托管。在客户经营方面，承接托管经营6个月后，平台续费率提升15%至82.5%，其中广州店达93%。高端业务中，在启动南京店高价值业务试点3个月后，中高端业务配比达12%，公司预计2025年内达到20%。

7. **公司高价值合规产品有较大市场。**需求端面临监管趋严，竞争加剧以及内部资源有限等因素，而财税服务供给端，尤其是代账机构，在庞大的需求下面临专业人才紧缺，且成本高昂等现象。因此供需结合下所催生的合规产品有着巨大的市场。我们单独对公司的财税代理高价值合规业务的潜在市场空间进行了敏感性测算。根据我们的测算结果，中性情况下，在渗透率为3%，对应105万的中小企业客群，以及单价1.5万元的假设条件下，公司亿企代账高价值合规业务的市场空间约为158亿元。乐观情况下，在渗透率为4%，对应140万的中小企业客群，以及单价2万元的假设条件下，公司亿企代账高价值合规业务的市场空间约为280亿元。悲观情况下，在渗透率为2%，对应70万的中小企业客群，以及单价1万元的假设条件下，公司亿企代账高价值合规业务的市场空间约为70亿元。

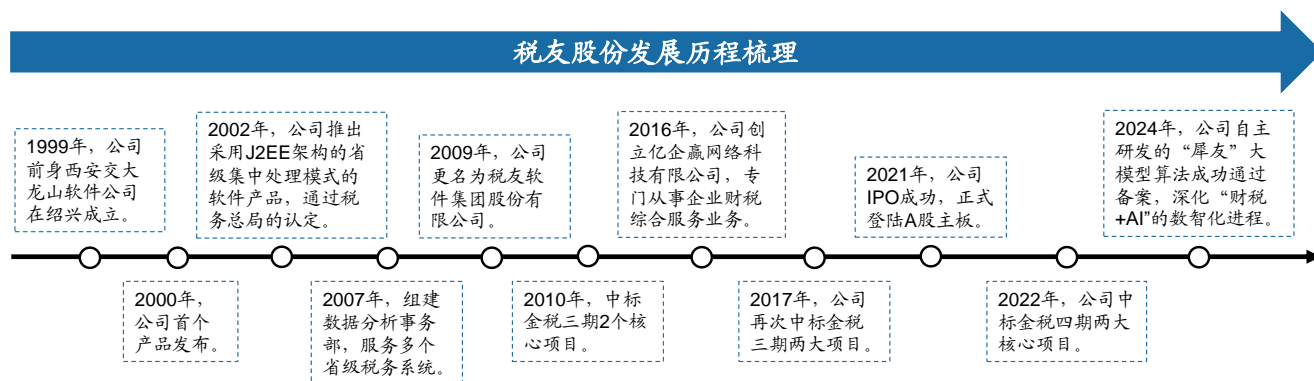
8. **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2025-2027年营业收入分别为22.1亿元、27.1亿元、33.9亿元，同比增速分别为13.4%、22.9%、25.1%；归母净利润分别为1.9亿元、3.2亿元、4.8亿元，同比增速分别为64.7%、71.4%、50.2%。估值方面，我们选取金山办公及中望软件进行。参考可比公司估值，给予公司25年11X PS估值倍数，对应市值约242.6亿元，每股合理价值约59.64元，维持 **评级**。

一、税友股份：国内财税信息化龙头，G端立足，发力B端

（一）公司发展历程

税友股份是国内领先的财税信息化综合业务提供商。公司成立于1999年，前身为西安交大龙山软件公司，于2009年更名为税友股份，于2021年在上交所主板上市。自成立以来，公司一直专注于财税信息化领域的技术研究、项目开发、产品销售和服务，在财税信息化领域内深耕二十余载。截止现在，历经多年沉淀，公司形成“G端数字政务+B端数智财税”双轮驱动的业务发展格局。

图 1：税友股份发展历程



数据来源：公司招股说明书，公司年报，广发证券发展研究中心

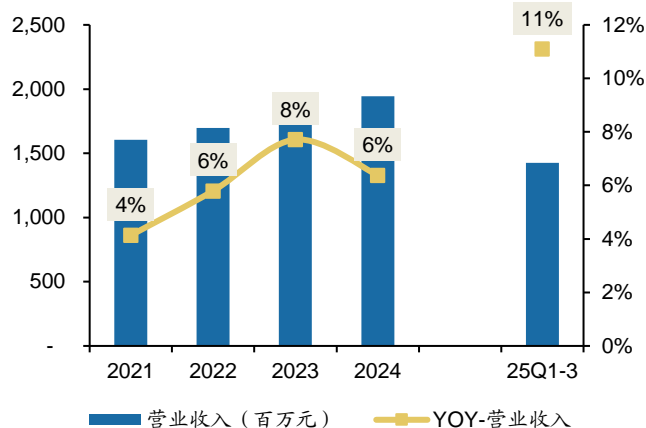
（二）公司财务分析

公司营收稳定增长，归母净利润企稳回升。2021-2024年公司营收从16亿元稳步增长至19亿元，4年CAGR为6.6%，2025年Q1-3营收14亿元，同比增长11%。公司2021-2024年归母净利润分别为2.3/1.4/0.8/1.1亿元，2025Q1-3归母净利润为1.1亿元，同比下降5%。其中，归母净利润连续三年下滑，在2023年触底至0.8亿元，主要系：

（1）公司加大AI和大模型等技术在财税领域的研发投入，费用端增长；（2）G端项目推进，但客户预算持续缩紧，价格承压，影响毛利率。2024年由于公司B端业务扩张和G端业务提效，归母净利润企稳回升至1.1亿元，同比增长35%，展现出良好韧性。

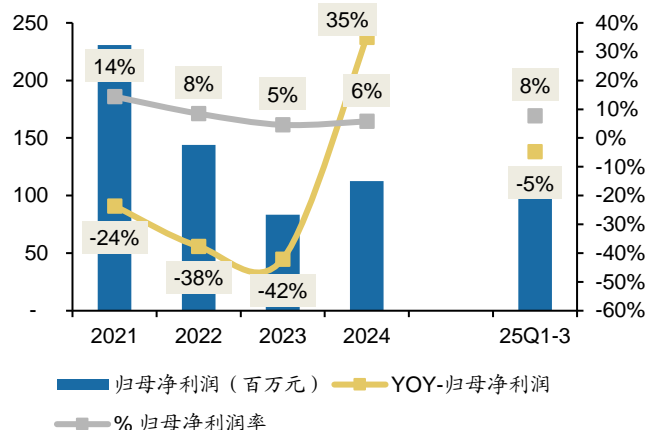
分业务来看，B端业务增长潜力大。公司B端业务2021-2024年营收从8.6亿元增长至11.8亿元，4年CAGR为10.8%，总营收占比增长至60.5%，近年来增速有所回暖主要系客户分层经营策略、通过深度融合AI大模型等方式实现财税数智化升级等原因。G端业务中，公司承担金税四期项目攻坚任务，在客户预算收缩的挑战下仍入围税务总局关键卡位项目，维持了营收稳定。

图 2：2021-2025Q1-3公司营业收入



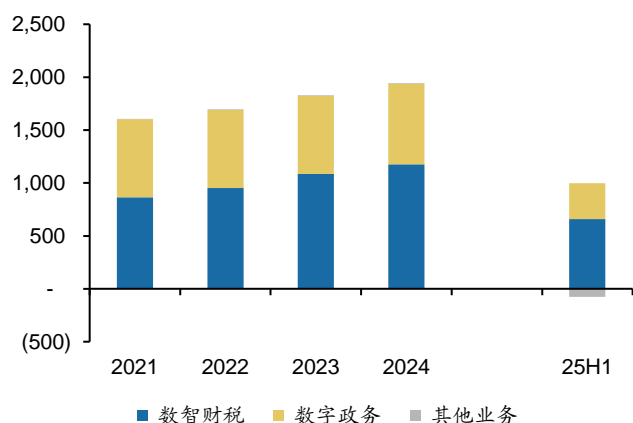
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：2021-2025Q1-3公司归母净利润



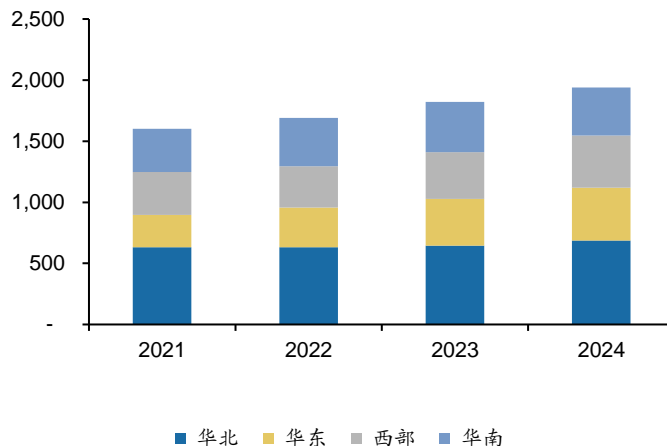
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：2021-2025H1公司分业务营业收入



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

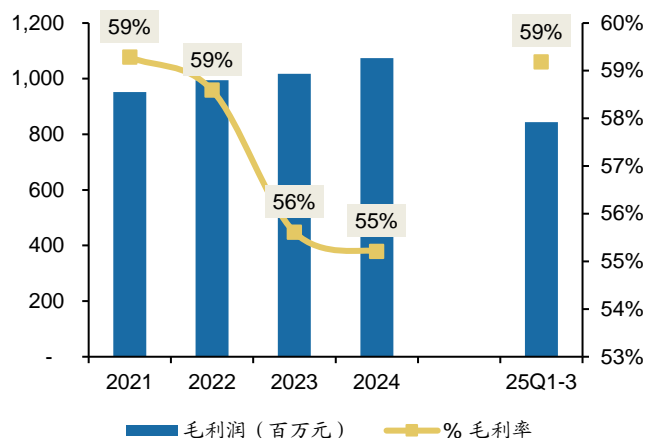
图 5：2021-2024公司分地区业务收入



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

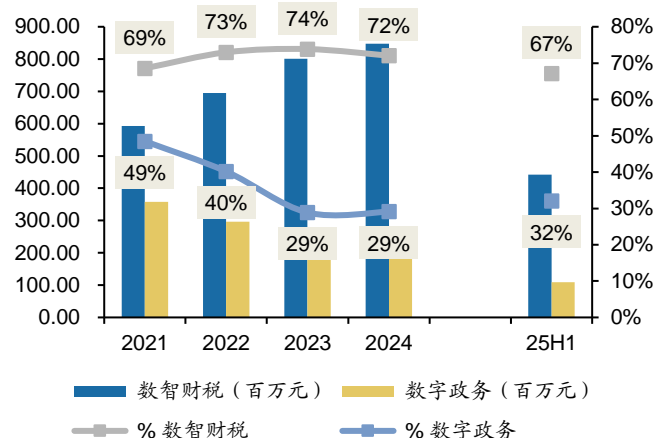
毛利率方面，公司整体毛利率稳定，G端业务毛利率探底。2021-2024年公司整体毛利率分别为59%/59%/56%/55%，2025年Q1-3毛利率为59%，整体稳定。分业务来看，B端业务毛利率由2021年的69%增长至2024年的72%，呈现稳中有升态势。G端业务近年来承压较大，毛利率由2021年的49%下降至2024年的29%，主要系公司持续加大对数字政务重大项目的保障，但国家政府预算财政收紧，导致业务成本占比增加。未来随着金税四期项目建设加快，公司G端毛利率有望改善。

图 6：2021-2025Q1-3公司整体毛利润及毛利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

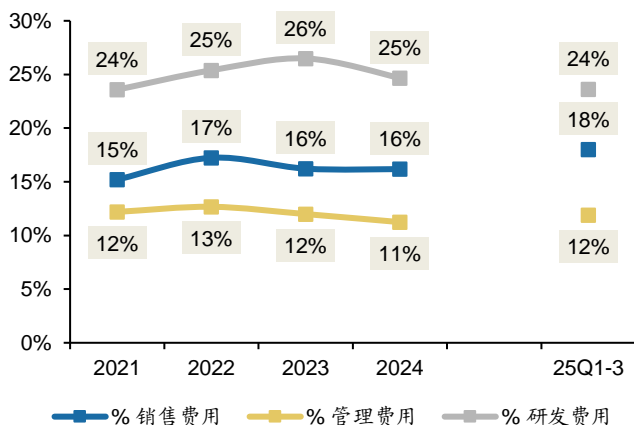
图 7：2021-2025H1公司分业务毛利润及毛利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

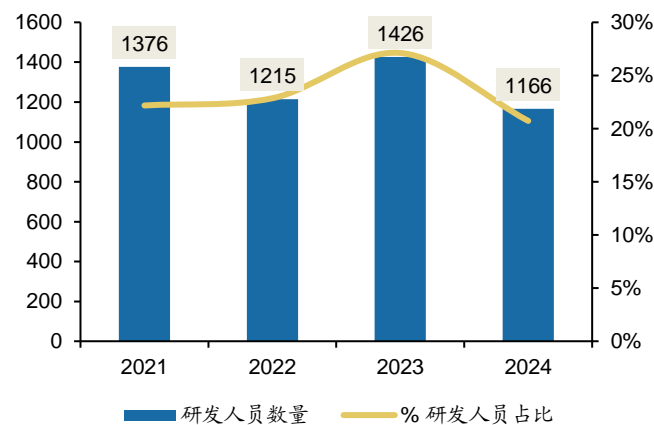
费用端方面，高研发、销售费用保障长期发展潜力。公司2025Q1-3的研发费用率为23.6%，主要系加大对AI Agent的研发落地投入和犀友大模型的研发。高研发投入、高销售费用有利于公司B端产品的竞争力优势和服务推广，保障产品长期发展的潜力。此外，从研发人员数量上来看，2024年相比2023年有一定收缩，但研发费用绝对值变化不大，这主要系公司持续加大算力等硬件方面的投入所致。

图 8：2021-2025Q1-3公司费用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：2021-2024公司研发人员及占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、G 端业务稳健向上，金税工程为核心驱动力

（一）税友集团 G 端业务核心产品矩阵

公司专注于财税信息化领域二十余载，凭借领先的技术优势和成熟的应用经验成为财税信息化领域龙头企业。公司紧抓业务变革需求，先后承接了金税三期、自然人税费治理、金税四期等国家重大工程，已成为国家税务信息化建设的关键参与者，进一步巩固和提升了行业地位。

图 10：公司深度参与金税工程



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司G端业务产品体系紧密围绕国家金税工程的演进，实现了从金税三期到金税四期的深度卡位，完成从传统的“项目服务模式”向“数智化高价值服务模式”的战略转型升级。目前，公司在法人税费治理方面，于金税三期中形成风险管理系统、稽查指挥平台和大企业税务审计平台三大核心产品，于金税四期中形成智慧电子税务局、税务大数据平台和纳税信用管理系统三大核心产品；在自然人税费治理方面，公司有社保费征管与缴费系统和自然人税收管理两大产品，为税务信息化提供全方位支撑与服务。

表 1：税友集团G端业务产品矩阵

		产品	内容
法人税费治理	金税三期	风险管理系统	风险管理系统在对税务大数据进行风险、信用的解读的基础上，对纳税人开展有针对性的分类分级管理，将风险管理贯穿与税收管理全过程中，从而达到新形势下的“管”和“服”的要求。
		稽查指挥平台	稽查指挥平台包含稽查指挥管理应用系统、稽查双随机工作平台两个系统。已在全国 36 个省市单位上线部署，支撑全国各级稽查部门对稽查案件、任务、数据、黑名单、检举案件等的统筹管理及任务选派等工作的开展，解决了核心征管系统不在总局部署造成的总局稽查局对全国税务稽查案件管理的脱节问题，打通总局到省局信息高速公路的“最后一公里”，实现了三级稽查部门稽查案件信息的上下贯通，切实提升稽查信息化服务领导决策的水平。

		大企业税务审计平台	大企业税收管理系统（税务审计软件）是支撑大企业税收管理现代化的核心系统，包括两条产品线，一条线服务于国家税务总局的总局大企业税收管理系统，满足总局大企业司对千户集团进行税收风险分析、税源监控、经济分析等相关工作的需要。另一条线服务于省级税务局的省局大企业税收管理系统，满足省局大企业局对重点企业进行管理、分析和服务的诉求。
	金税四期	智慧电子税务局	贯穿传统网站、电脑桌面、智能手机、自助终端的智慧税务平台，通过智慧业务服务平台和智慧数据服务中台支撑智慧化的纳税人办税平台、税务人电子工作台，为纳税人、税务人员、社会公众和中介机构服务。
		税务大数据平台	税务大数据平台重点解决税务征管中，数据标准不统一、业务信息不共享、数据质量参差不齐、数据黑匣子访问难等问题，实现数据的大归集、大治理、大共享。
		纳税信用管理系统	该系统是支撑企业类纳税人纳税信用管理的核心系统，实现了统一标准（全国统一版本，规范的信用评价流程；全国统一的信用评价体系）、全面覆盖（全面覆盖企业类纳税人）、结果共享（利用信用归集机制，实现全国信用评价结果的共享及交换）的信用管理工作模式。
自然人税费治理	社保费管理子系统	社保费征管与缴费系统	社保费征管和缴费系统是支撑税务机关社保费征管与缴费服务工作的信息系统。其中，社保费征管系统包括：金税三期社保费管理子系统、金税三期社保费管理客户端；社保费缴费系统包括自然人自主缴费系统、社保费管控系统等。
	自然人电子税务局	自然人税收管理	税友承建国家税务总局的自然人电子税务局系统，用于自然人税收管理，助力个人所得税综合与分类相结合的税制改革。

资料来源：公司官网，广发证券发展研究所

（二）政务财税系统优化与维护的需求长存为公司 G 端业务贡献稳定驱动力

金税四期“云化打通”和“非税业务”驱动G端业务转型升级。金税四期于2021年正式提出，在2022年基本完成智慧税务开发，并在23-25年内陆续完成应用支撑平台、电子税务局、电子发票等项目的全国上线与推广，目前已基本完成核心项目的开发与全国上线。税友凭借技术优势与成熟的应用经验，深度参与金四的核心项目开发，助力税智撑、电子税务局、税务人端等多个项目的开发与全国上线，占据卡位优势。

图 11：金税四期整体进程

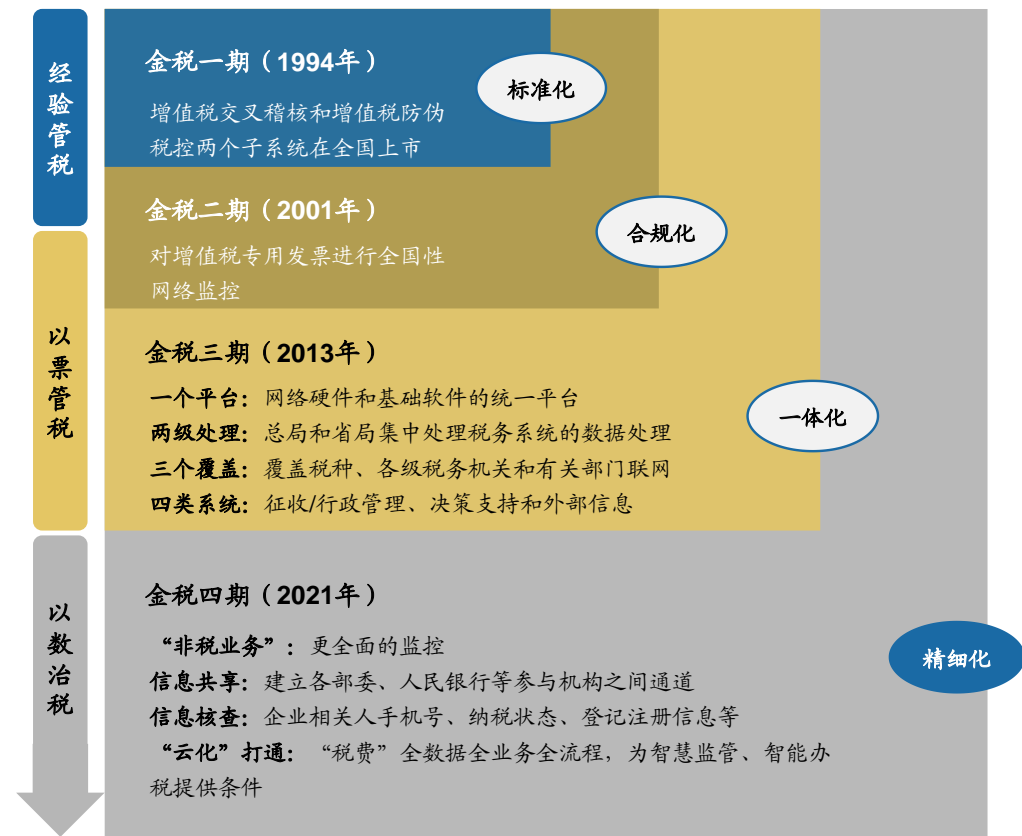


数据来源：中国政府网站，公司官网，广发证券发展研究中心

与金税三期各省份单位单独处理税务数据相比，金税四期致力于构建全国统一的智慧税务系统，即“云化”打通数据孤岛，建立各部委、人民银行等参与机构之间通道，形成更全面的监控。此外，社会保险费、残疾人保障金、工会经费等非税业务纳入监管体系，这要求税务部门需要具备处理多源、异构数据的能力，催生了对新数据、新业务的精细化管理需求。

公司作为金税四期核心承包商，有望支撑金税四期新电局、税智撑项目和税务人端项目全国推广上线，并协助省局层面完成新电局的推广实施和业务持续创新。此外，公司也承担了自然人电子税务局以及社保费管理子系统的项目建设，帮助税务机关全面提升自然人税负治理的数字化水平。政务财税系统优化与维护的需求长存将为公司G端业务贡献稳定驱动力。

图 12：金税工程各期特点



数据来源：标普云，广发证券发展研究中心

金税四期之外，其他政策层出不穷，驱动我国财税数字化建设进一步优化，公司G端业务有望持续受益。近年，国家相继出台如数字化电子发票推广等关于税务数字化的政策，不仅加大了合规监管的力度与精细度，也直接激发了税务机关对于更系统、更智能的数字政务解决方案的迫切需求，公司G端业务有望持续受益于这波浪潮中。

表 2：国家关于财税相关政策文件（部分）

时间	出台单位	政策文件	具体内容（部分）
2025 年 4 月	国家税务总局财政部	《中华人民共和国税收征收管理法(修订征求意见稿)》	税务机关有权运用纳税人、扣缴义务人申报信息以及依法获取的第三方信息等涉税大数据，对纳税人、扣缴义务人申报纳税的真实性、准确性、完整性进行风险分析，评估其应纳税额或者应解缴税额，实施与风险程度相匹配的应对措施。
2024 年 11 月	国家税务总局	《国家税务总局关于推广应用全面数字化电子发票的公告》	全国正式推广应用全面数字化电子发票，与纸质发票具有同等法律效力，实现发票开具、交付、查验、入账全流程电子化
2024 年 4 月	国务院办公厅	《统筹融资信用服务平台建设提升中小微企业融资便利水平实施方案》	强化全国信用信息共享平台的信用信息归集共享“总枢纽”功能，加强国家金融信用信息基础数据库的数据共享。信用信息平台统一归集各类信用信息，并根据需要向部门和地方共享。依托信用信息平台建设全国融资信用服务平台，并联通地方融资信用服务平台形成全国一体化平台网络，作为向金融机构集中提供公共信用信息服务的“唯一出口”。

2024 年 3 月	财政部	《关于 2023 年中央和地方预算执行情况与 2024 年中央和地方预算草案的报告》	坚持目标导向、问题导向，谋划新一轮财税体制改革，建立健全与中国式现代化相适应的现代财政制度
2024 年 1 月	国家税务总局	《国家税务总局关于修改《中华人民共和国发票管理办法实施细则》的决定》	强调税务机关建设电子发票服务平台，为用票单位和个人提供数字化等形态电子发票开具、交付、查验等服务

资料来源：中国政府网站，广发证券发展研究所

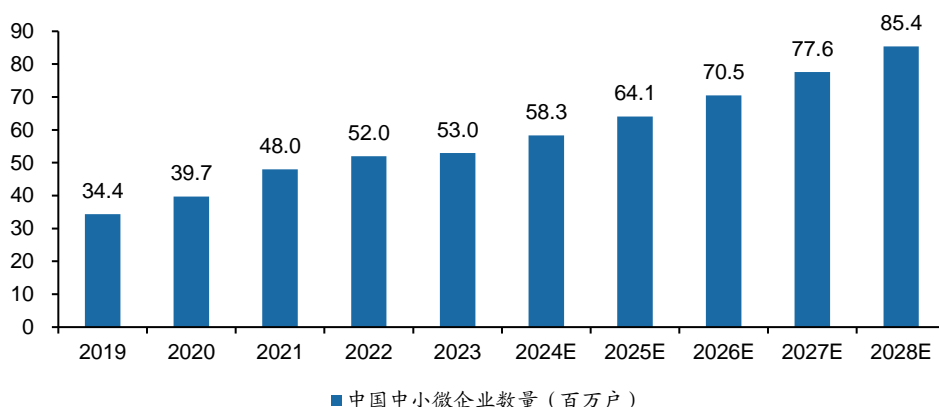
三、B 端产品矩阵丰富，全范围客群覆盖并以联营/托管方式开展财税领域新生态

（一）B 端财税 SAAS 市场空间大，AI 为新兴驱动力

1. 企业数量快速上升的同时，合规要求进一步提高，两者驱动财税SaaS市场空间持续扩容。

目前我国中小微企业数量和质量显著提升，而财务和税务为企业经营重要后台支持，相应需求的扩大驱动整体财税SaaS市场空间持续扩容。根据国家市场监督管理总局发布数据，2024年，我国登记在册的企业数量达6122.6万户，比2023年底增长5.1%。其中，据沙利文研究，中小微企业数量从2019年的约3440万户增长至2023年的5300万家，4年年均增长率约为11.4%，预计到2028年达到约8540万户。

图 13：我国中小企业数量图



数据来源：沙利文，广发证券发展研究中心

同时，《互联网平台企业涉税信息报送规定》以及对代理记账机构的联合监管等政策的出台，共同推高了企业合规的要求和对于专业财税服务的需求。于互联网企业层面，涉税规定明确了涉税信息报送的主体、内容和方式，加强了相关部门对互联网平台企业的监管力度，倒逼企业加大对财税合规体系的建设与投入。于代账企业来说，联合监管政策加强了对代账机构资质的管理，行业将从低价竞争转向质量竞争，高价值服务占比有望持续提升；同时，政策强化对会计软件的合规管理倒逼代账机构淘汰低质工具，选择高效高质的软件来提高涉税业务合规水平。因此，随着国家在涉税监管层面强化管理，企业在合规内控、系统工具等方面的升级需求将进一步加强，进而催生企业市场对于专业化、数字化的财税服务的广泛需求。

表 3：互联网平台企业与代理记账机构涉税信息相关政策

维度	《互联网平台企业涉税信息报送规定》	《关于组织开展代理记账机构代理记账及涉税业务联合监管试点工作的通知》
提出时间	2025 年 6 月	2025 年 9 月
针对主体	互联网平台企业	代理记账机构
核心要求	1. 明确报送主体：厘清平台、平台内经营者各自的报送责任。 2. 细化报送内容：要求报送平台内经营者的身份信息、收入信息等涉税数据。 3. 规范报送方式：规范涉税信息报送的数据口径和标准，通过网络等方式报送涉税信息。	1. 强化资质管理：严格准入与备案，督促涉税专业机构统一注册登记。 2. 规范执业质量：联合检查会计凭证、税务申报的真实性与合规性。 3. 压实机构责任：强调代理记账机构业务合规责任。
政策影响	1. 加强合规投入：企业需投入额外人力与技术来按规定报送涉税数据。 2. 数据治理强化：平台需升级数据治理水平来满足报送数据的规定。 3. 加强监管穿透力：税务机关可精准掌握平台经济全链条信息，堵住征管漏洞。	1. 推动行业出清：淘汰不合规机构，优化市场环境。 2. 转向质量竞争：促使行业从“价格战”转向以专业和服务质量为核心竞争。 3. 催生软件升级需求：要求使用合规、高效、能留痕的专业软件，淘汰低质工具。

数据来源：中国政府网站，广发证券发展研究中心

2. AI赋能财税SaaS，降本增效得以实现

AI的融入推动财税SaaS的价值升级。在财税服务行业中，传统需求主要集中于标准化、基础性的财税实务操作，难以满足企业日益复杂的多样化需求，行业服务附加价值较低。AI大模型通过大量特定数据的训练和验证，以Agent或Copilot的形式融合到企业业务中，能够实现自动化、智能化的创新性功能，显著提升了财税SaaS的效率与准确性，推动行业朝着智能化、高效化方向发展。以税友“犀友”大模型为例，通过超200亿财税数据的深度积累与政策理解能力，深度整合MCP构建“多模型协同+场景化精调”的财税智能化引擎，打造出方案生成、业务规划、辅助执行和决策建议等Agent/Copilot应用层，赋能财税业务场景的效率和服务质量提升。

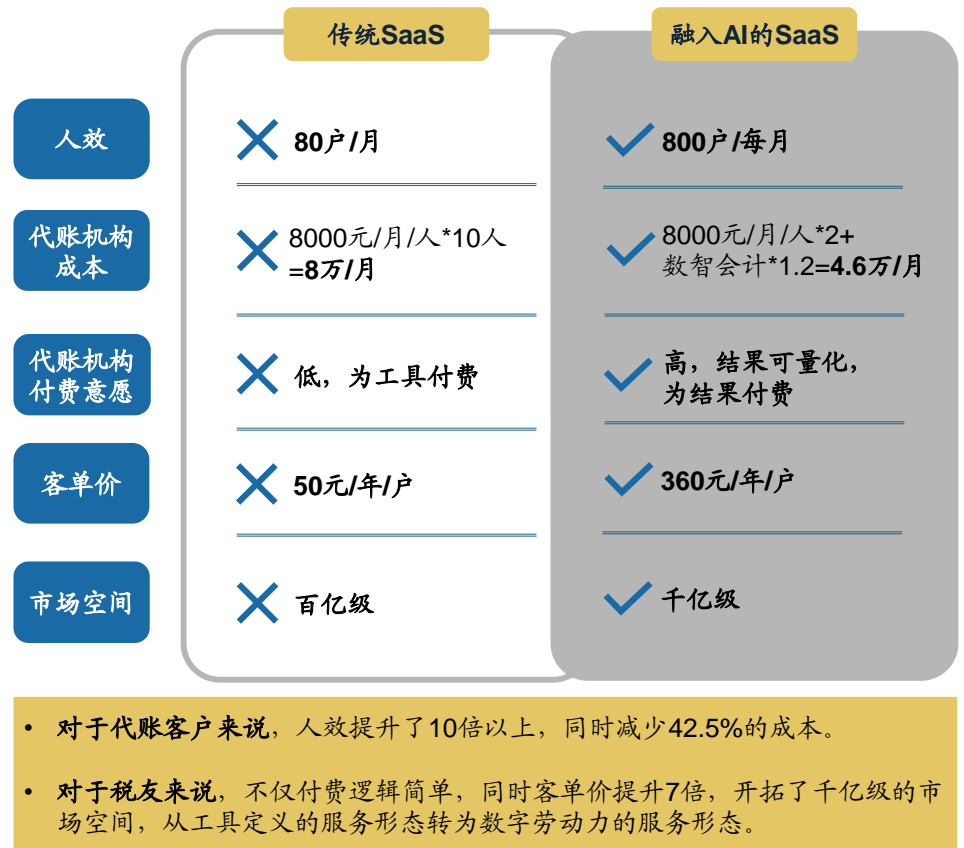
图 14：税友“犀友”财税垂域人工智能平台概览



数据来源：公司投资者交流 PPT，广发证券发展研究中心

具体而言，AI的加入能够大幅提高财税处理的效率。通过人机协同，AI Agent能够精简大量的繁琐重复性工作，显著降低企业财税人员的工作量。同时，企业只需要购买附带AI Agent的高价值产品，即可用更少的成本达到原先人员数量的产出，进一步降低营业成本。以税友的数值开票员Agent和数智会计Agent为例，根据税友股份投资者交流PPT，传统的代账机构开票员平均每月要开700账票，工资约6000元每月；而AI开票员能够提升开票效率330%，降低开票用工成本40%，在提升开票准确性与服务体验的同时，还能够提供全天候7*24小时服务。数智会计Agent方面，行业传统平均会计人效为80账套/月，如果是规模为1000户的代账机构则需要13个会计；而在数智会计Agent的辅助下，会计人效提高至800户/月，即只需要2名会计和2个AI Agent完成先前的工作量，用人成本大幅减少。

图 15: AI接入后, 人效及成本获得显著优化



数据来源: 公司投资者交流 PPT, 广发证券发展研究中心

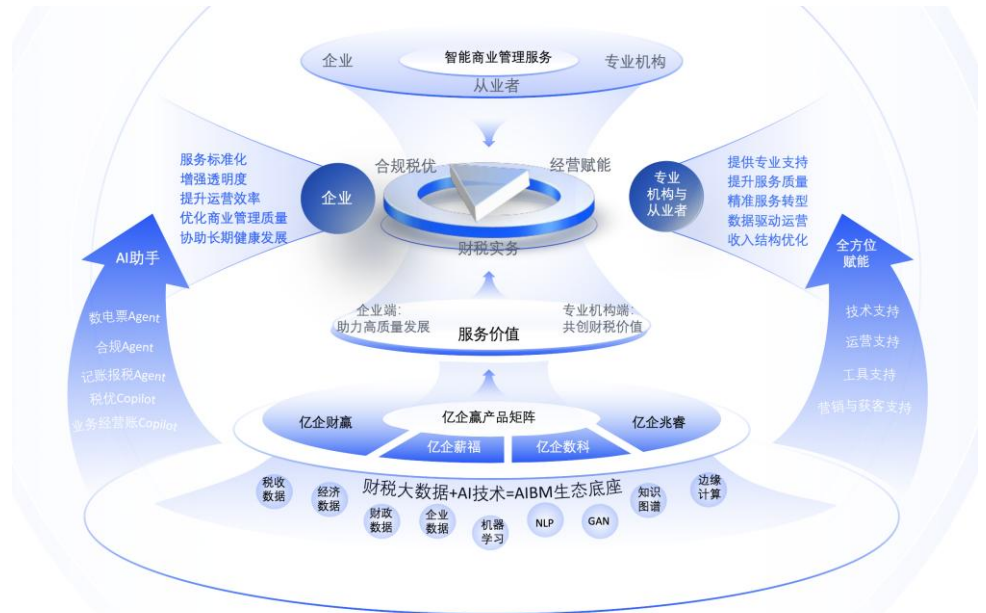
图 16: 数智开票员能够实现人机协同, 大幅提效



数据来源: 公司投资者交流 PPT, 广发证券发展研究中心

此外，AI的加入能够降低高价值财税服务的业务成本，使得附加值高的财税SaaS市场接受度增加。传统模式下，税务诊断、合规分析等深度服务高度依赖于专家经验，往往伴随着高昂的付费成本，而中小微企业大多对价格敏感，因此难以向中小微企业推广。而财税SaaS企业能够通过自身厂家大模型，深度融合相关业务的场景与痛点，推动AI Agent从工具向决策助手进化，帮助企业在相应场景找到异常点并给出建议，从而在某种程度上取代传统的财税专家。

图 17：财税SaaS企业将AI技术创新融入产品中以保持竞争力



数据来源：沙利文，广发证券发展研究中心

以税友合规税优服务举例，根据税友股份投资者交流PPT，加入AI Agent的合规税优评估事项工作时长减少60%，常规合规顾问服务项目服务时间由23年的56.6小时降低60%至24年的22.4小时，大幅提升效率。在提效的同时，单次合规服务价格也随之下落，从而被更多企业所接受。据税友2024年报，基础合规服务ARPU由2023年的2239元降至2024年的1987元，同比降低11%，而该服务用户在2024年达11.3万，同比增长93%。因此，在AI的赋能下，高价值财税服务在服务成本降低、运营效率提升的同时，并未削减服务质量，反而通过规模化供给使过去昂贵的专家级服务变得接受度高，从而打开庞大的增量市场，实现供给方与需求方的双赢。

表 4：数智化合规税优顾问服务效率提升（净服务时间：小时）

工作事项	传统模式(23年)	数智模式(24年底)	成本节约	数智模式(25年目标)
数据收据和预处理	10.5	2.1	80%	1.2
合规税优评估	8.4	3.4	60%	1.5

解决方案制订	11.7	5.2	56%	3.6
方案交付实施	8.0	4.2	48%	3.5
日常跟进服务	18	7.5	58%	6
合计	56.6	22.4	60%	15.8

数据来源：公司投资者交流 PPT，广发证券发展研究中心

注：以上数字取自一般纳税人常规合规顾问服务项目平均值

（二）财税市场格局分散但有收敛迹象，利好具备丰富产品布局 and 深刻行业 Know-how 的企业

1. 财税信息化市场格局分散但有收敛迹象

财税信息化市场链条长+不同模块相对独立，不同厂商基于自身优势选择切入点。如下图所示，财税SaaS产品按模块/功能可分为发票类、结算类、财务类、税务类、增值类。较长的链条也为不同厂商提供了多种切入财税信息化市场的选择。例如，百望云基于其在此前金税三期税控盘时期积累的明显优势，以发票管理为基础，向财税管理等其他细分领域拓展。又如，由于结算费控类应用核心在于需要和上下游生态打通（如各家银行、飞猪/携程等平台），携程商旅依托母公司携程集团的资源优势，进入结算类财税SaaS市场。

图 18：财税SaaS产品按模块/功能分类

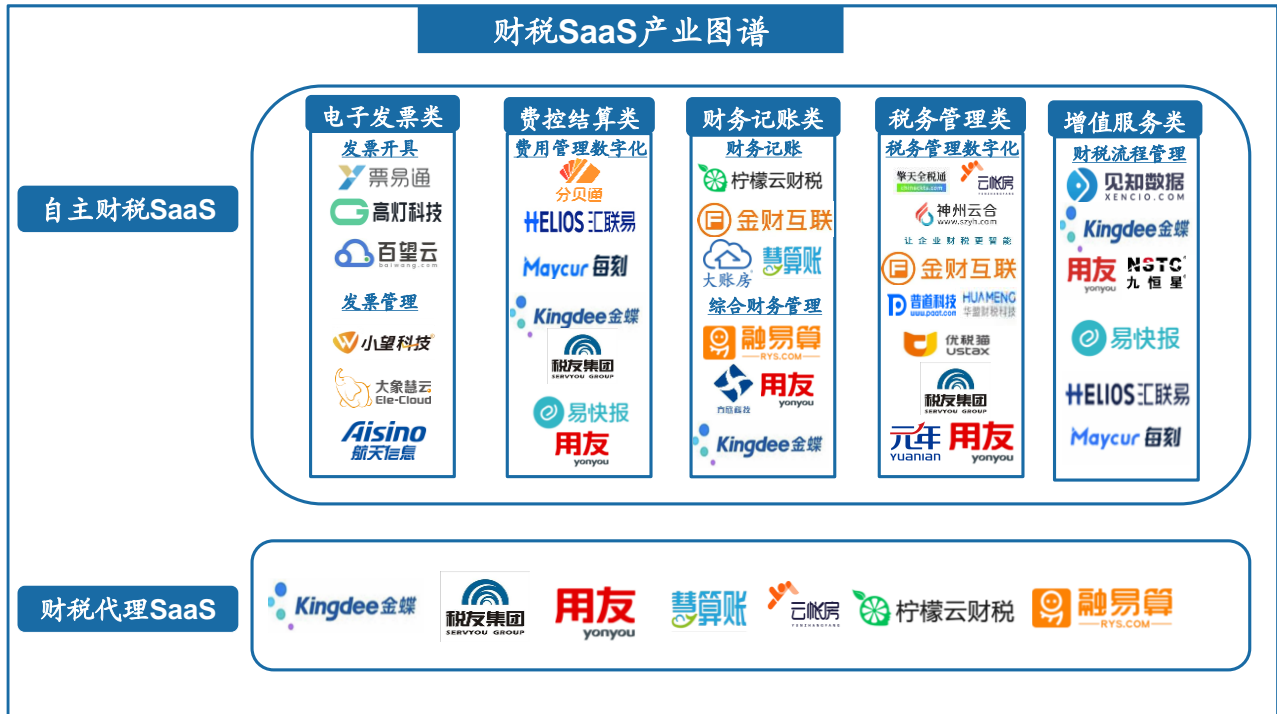


数据来源：灼识咨询，广发证券发展研究中心

竞争格局相对分散，优化空间明显。无论是自主财税SaaS或是财税代理SaaS，国内参与者都较多。以自主财税SaaS分类之下为例，仅发票类的参与者就包括百望云、诺诺网、金蝶、用友、票易通、高灯科技等。但同时，如前文所述，尽管参与者众多，

在合规逐渐趋严、企业自身对财税信息化的要求愈高且AI等各类信息化技术发展迅猛等因素下，难以支撑较高研发投入并快速迭代产品的供应商将逐步退出，具备深刻行业Know-how和丰富产品矩阵的公司有望受益，行业竞争格局将逐步优化。

图 19：财税SaaS产品竞争格局较分散



数据来源：MOB 研究院，广发证券发展研究中心

具体来看，税友股份在B端的主流竞争者包括金蝶、用友、金财互联以及云账房。用友网络和金蝶国际由ERP业务起家，由财税管理平台切入至财税SaaS领域，因此会更聚焦于企业内部各不同系统的兼容性，但从产品角度出发，税友在财税领域产品矩阵的布局上更为完整，AI Agent种类也更多，如风控预警Agent、合规评估Agent等。而云账房以代账业务为主，在代账机构中积累了用户，但其业务模式相对单一。金财互联近几年B端推进较缓，产品布局相比税友不够全面。因此在财税SaaS体量较大的几家厂商对比下，税友更具备优势。

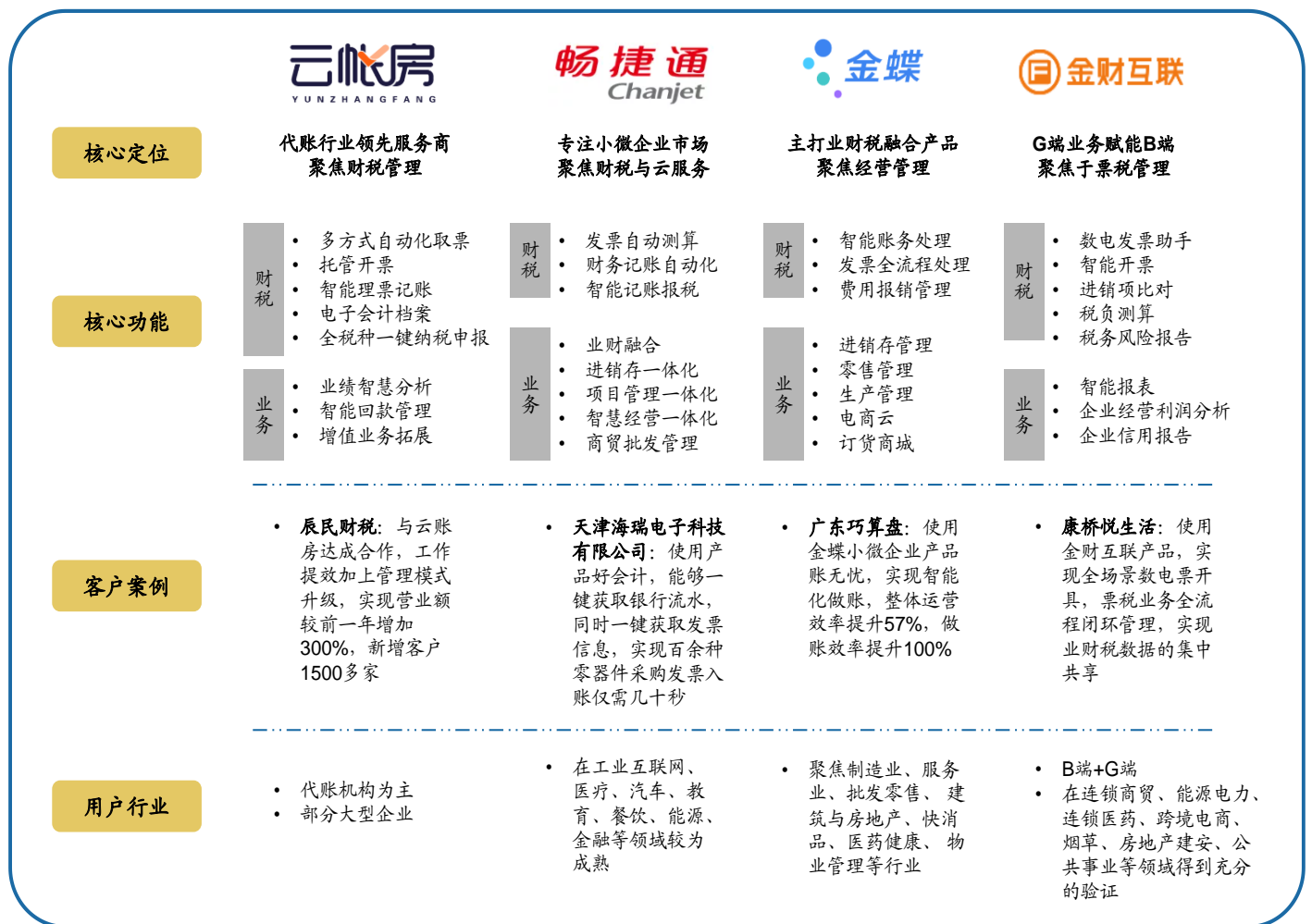
表 5：税友股份B端竞争者业务解析

市场主要参与者	2025H1 财税 SaaS 收入	2025H1 财税 SaaS 企业用户数量	业务特点	主要财税 SaaS 产品
税友集团	亿元 9.2	778 万家（亿企赢）	中小企业为主、深耕财税行业	亿企代账、亿企助手
金蝶国际	-	-	大中小企业客群全覆盖，以财务切入、赋能企业综合管理	精斗云、云星辰、云星空、账务无忧
用友网络	4.8 亿元（畅捷通）	86.1 万家（畅捷通累计付费）	中大型企业为主，以财务切入、赋能企业综合管理	好会计、畅捷通、BIP

云帐房	-	上万家代账机构及数百万家企业用户	以代账为切入点，在税务管理上有优势	云账房
金财互联	1.5 亿元	100 万+	中小企业为主，深耕财税行业	金财慧税 F3、金财 i 财税

数据来源：灼识咨询，金财互联 24 年财报，税友股份 25H1 财报，畅捷通 25H1 财报，广发证券发展研究中心

图 20：税友B端竞争者具体分析



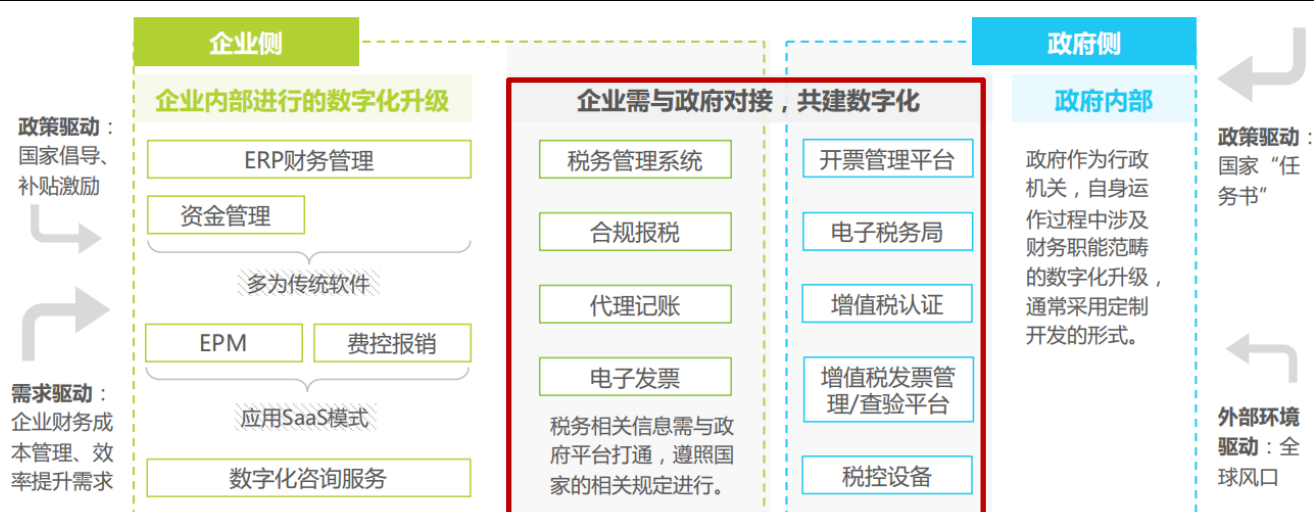
数据来源：云账房官网，畅捷通官网，金蝶集团官网，金财互联官网，广发证券发展研究中心

除去产品矩阵全面、行业Know-how深刻的优势外，税友还具备长期深耕G端所带来的卡位优势。在税务信息化领域，2G业务与2B业务是天然协同的。整体来看，发展数字经济在我国已是明确趋势。对政府还是对企业而言，均需要使用信息化手段使得自身管理及经营更为精细化，而“以票管税、以数治税”和“依法纳税、合理避税”本就是税务信息化的一体两翼。

可以认为，政府侧与企业侧的税务信息系统是紧密耦合、共同升级的。典型场景即当税收政策或监管发生变化时，政府端各类税务信息系统需要随之变化，这也使得企业端相关系统也需要跟随变化，例如此前的“营改增”、以及社保改由税务局部门权责征收等。

因此，服务于政府端的税务信息化提供商在提供企业端类似系统时有天然的优势，一是对新政策、政府端系统的理解明显更深、更快，基于此提供的企业端系统也更能满足企业纳税避税需求；二是服务政府端税务信息化带来的强大品牌效应也将利于企业端市场的开拓，企业主更容易相信这类服务商提供的税务系统能符合国家税收要求。

图 21：财税数字化2G与2B业务的天然协同



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

（三）税友 B 端产品矩阵丰富，全范围客群覆盖并以联营/托管方式开展财税领域新生态

从具体的产品形态来看，在2B市场，公司以亿企赢（亿企赢网络科技有限公司）品牌作为依托，主要面向三类客户提供差异化的财税信息化产品：

亿企财税：主要针对中小企业客群，这类客户有一定的规模且财税业务一般由自己进行管理，公司基于其一体化管理平台产品，提供管票、管税、薪酬、合规等多种SaaS服务。

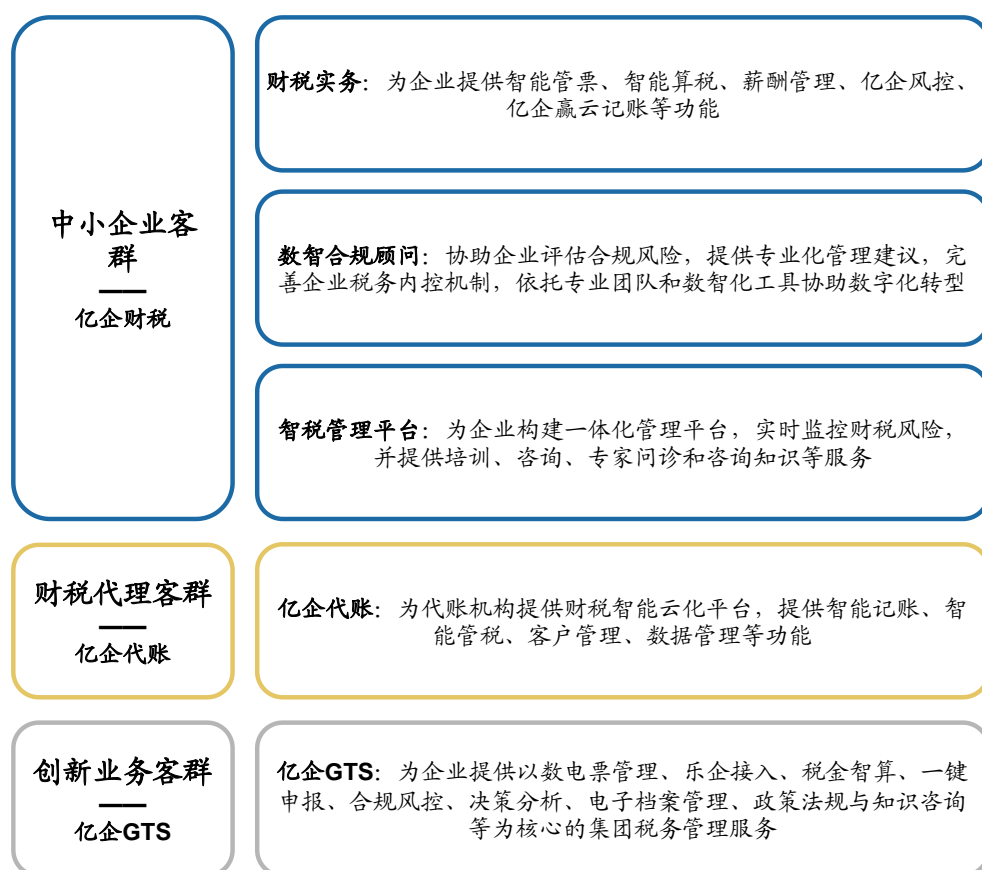
亿企代账：主要针对代账机构客群，帮助代账机构客群更好服务小微企业客群，这些小微企业一般没有会计人员，其财税业务往往是委托代账机构或兼职会计来处理，即公司为代账机构提供SaaS服务，从而间接为小微企业提供服务。

创新产品系列，目前主要是三大类产品亿企PTS（人资薪税服务平台）、亿企GTS

（大企业财经数据中心平台）、大数据与商业智能服务平台：主要针对一些大企业、企业集团、机关事业单位等提供各类税务服务。

公司主要以SaaS订阅的模式为2B市场客户提供服务，即B端客户在购买产品及服务后直接支付全款（其中亿企票财税等模块的服务期限一般为12个月），公司收到款项后按照服务期限摊销计入各月收入。此外，咨询、培训等业务的收入会在服务完成后一次性确认。





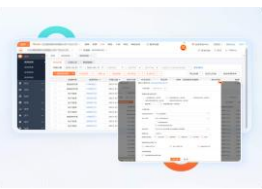
图 22：税友B端产品分别对应了大中小客群及代账客群



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

除去客群全范围覆盖，在产品方面，公司基本也已实现了财税SaaS的全种类覆盖，在发票类、财务类、税务类、结算类以及增值类都有所布局。如下图所示，公司亿企赢功能分类包括智能管票、智能算税、薪酬管理、亿企风控、亿企赢云记账以及增值服务如咨询、专家问诊等。

图 23：税友B端产品信息流

智能管票	发票获取	一键获取企业进销项发票数据，客运类发票自动计算可抵扣税额。	
	快捷认证	提供模糊查询、发票后四位、扫码等多种快捷勾选方式。	
	发票台账	按开票明细、分类汇总等生成多维度的发票台账，并支持导出。	
	电票收票	多种发票签收方式，自动查验真伪，并生成发票台账存储原件。	
智能算税	多企业管理	快捷登录报税平台，一个页面展示所有企业申报缴款状态。	
	智能算税	发票、记账数据自动生成申报表，票表、账表数据自动比对。	
	全税种办理	一个平台完成全税种办理，免去软件切换。	
	申报合规检测	借助税务合规数据模型，提前检测增值税、企业所得税报表风险。	
薪酬管理	智能算薪	无需模板智能算薪，确保算薪扣税和个税数据保持一致。	
	工资条发放	工资明细批量精准推送，员工微信自助查询、反馈。	
	年终奖筹划	批量规划年终奖个税最优方案，工作省心员工满意。	
亿企风控	企业汇缴合规检测	帮助识别企税汇缴报表填报风险，并避免漏享或错享税收优惠。	
	发票合规检测	帮助企业及时识别进销项发票不合规开具和异常发票风险。	
	增值税合规检测	给到企业同区同行税负率参考，并帮助企业识别增值税填报风险。	
	税优合规	帮助企业及时发现应享未享或误享税收优惠的情况。	
	纳税信用守护	预警企业日常信用扣分项并辅导修改，辅导年度信用等级修复。	
	上下游客户合规检测	每日自动检测近一年存在发票往来的供应商和客户，展示风险分布。	
	企税月季报合规检测	给到企业同区同行企税贡献率参考，并帮助企业识别企税月季报填报风险。	
亿企赢云记账	一键获取发票生成凭证	票账一体，进销项发票一键生成凭证。	
	银行流水一键生成凭证	一键导入银行流水，批量记账。	
	期末智能结转	期末结转更智能高效。	
	账税一体，智能生成财报	票账税数据直连，方便快捷，数据不出错，风险可以及时发现。	

增值服务：咨询服务、专家问诊、培训服务、安心提醒服务、咨询知识服务

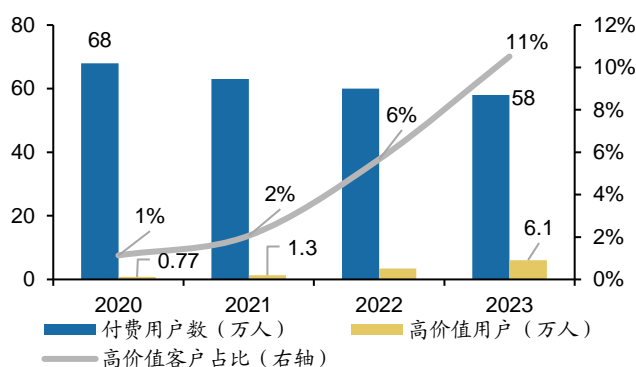
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

1. 中小企业客群：推出高价值服务体系产品，ARPU值提升

以票账税一体化工具为基础，并推出财税合规监控、税务治理规划及专项辅导咨询等高价值服务。当前，公司基于一体化平台提供智能管票、智能管税等一系列功能，形成票账税一体化完整工具链。同时，基于合规、咨询、问诊的需求，从票账税一体化工具延伸至提供多企业管税、发票全链路票理、财税合规监控、税务治理规划及专项辅导咨询等高价值服务。

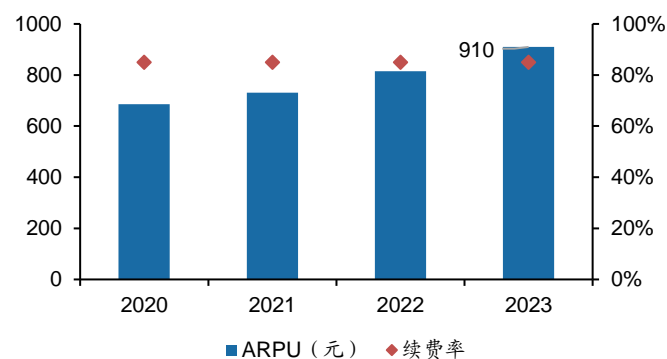
高价值服务推广取得明显效果，驱动ARPU增长。过去几年，一方面，外部环境变化对中小企业的经营造成明显影响，另一方面，公司主动调整，做好分层经营，将部分小微客户引流至代账机构，提升服务效率及质量，因此，付费用户数有一定下降，从2020年底的68万到2023年的58万。但值得注意的是，高价值服务推广下，高价值用户数实现了高速增长，从2020年底的0.77万增长至2023年的6.1万，高价值客户占比从2020年的1%提升至2023年的11%，ARPU从2020年的686元增长至2023年的910元。

图 24：公司中小企业客群高价值客户占比持续提升



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 25：公司中小企业客群ARPU持续提升



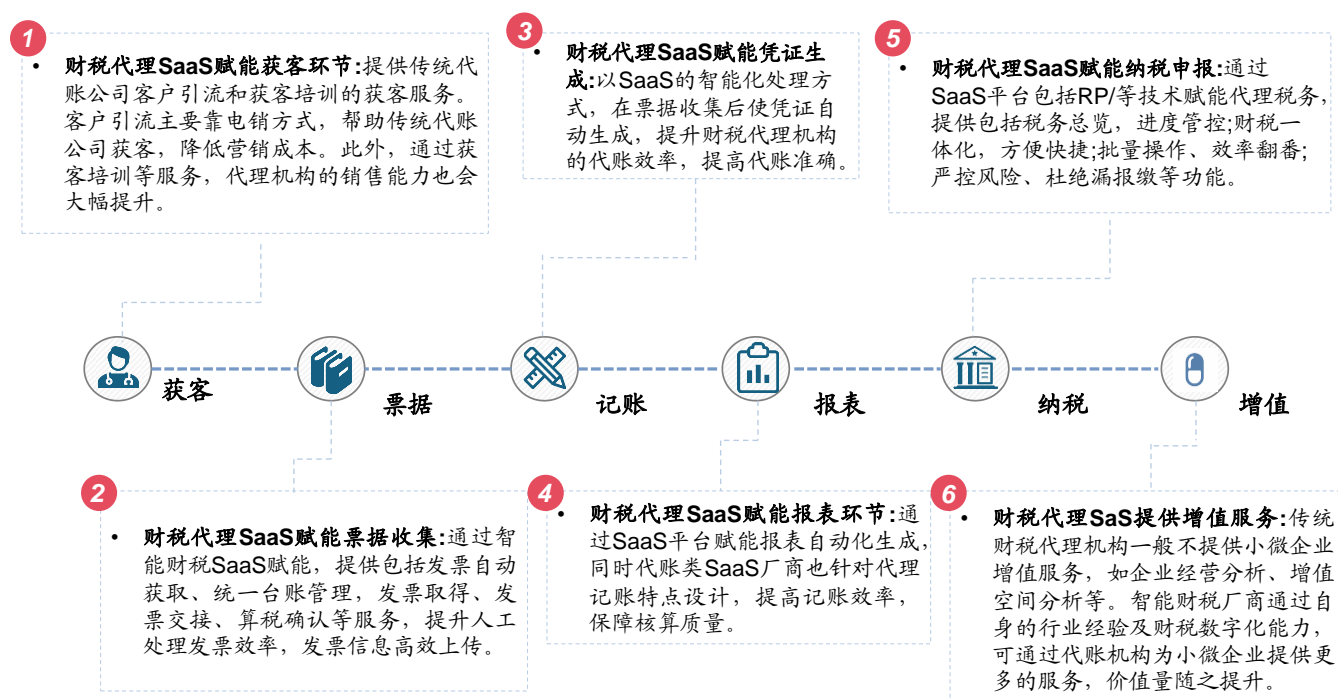
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2. 财税代理客群：全方位满足代账机构数字化需求，提升市占率

全面服务代账机构数字化需求，客户案例众多。代账机构是依法经批准设立从事代理记账业务的中介机构，主要包括代理记账公司、会计师事务所、税务师事务所等。而我国法律规定“不具备设账条件的应当委托经批准设立从事会计代理记账业务的中介机构代理记账”。以此看，代账机构实际是推动国内中小微企业财税逐步完善的核心力量。一方面，一家代账机构需要帮助成千上万家小微企业记账，有通过信息化提升工作效率的诉求，例如批量智能审核、批量预约申报等，另一方面，作为对外经营的企业，代账机构也有内部管理的需求，例如获客、运营管理等。

通过亿企代账平台实现对代账机构的深度赋能。如下图所示，财税代理机构能够从六个方面对代账机构实现赋能，包括获客、票据、记账、报表、纳税以及增值。以纳税这一细支为例，代账机构能够通过SaaS平台包括RP/等技术赋能代理税务，提供包括税务总览，进度管控。

图 26：财税代理SaaS从六大维度实现深度赋能代账机构



数据来源：灼识咨询，广发证券发展研究中心

从公司产品矩阵来看，公司提供了两大类产品，提升代账机构记账/报税效率的票财税一体化服务以及增强代账机构获客能力及内部管理效率的服务。根据公司官网，公司已经助力多家代账机构实现从“手工作坊”到“公司化”管理的转变。

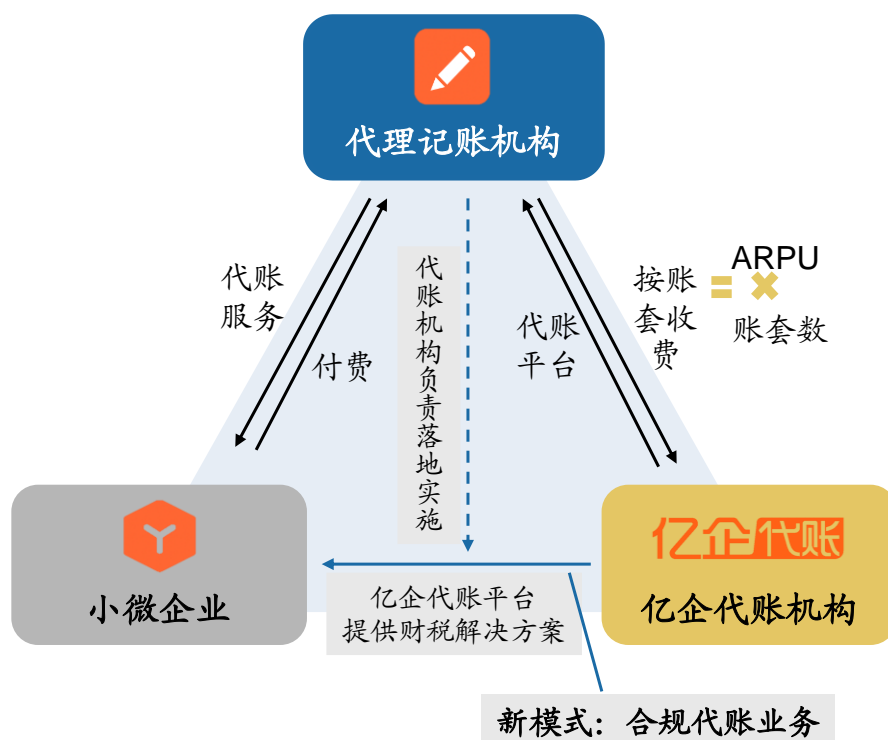
图 27：亿企代账服务票财税一体化



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

我们也对代账的商业模式进行了梳理，如下图所示，税友代账赚钱的本质其实就是通过向代账机构提供代账平台并按照账套数量对代账机构进行收费。代账机构能够通过该统一且标准化的平台实现服务质量和服务效率的提升，税友则能够按照所提供账套的数量进行收费，因此得以实现双赢。

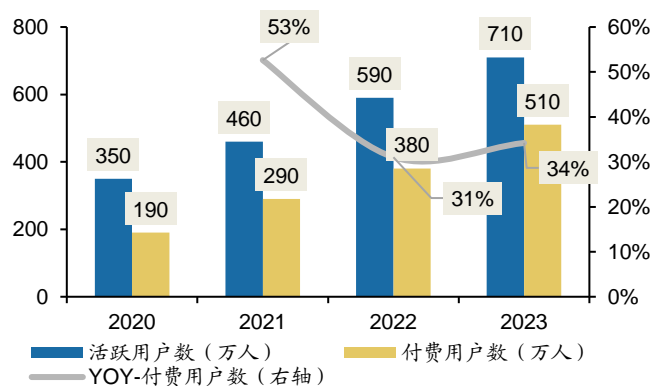
图 28：税友亿企代账合作模式



数据来源：广发证券发展研究中心

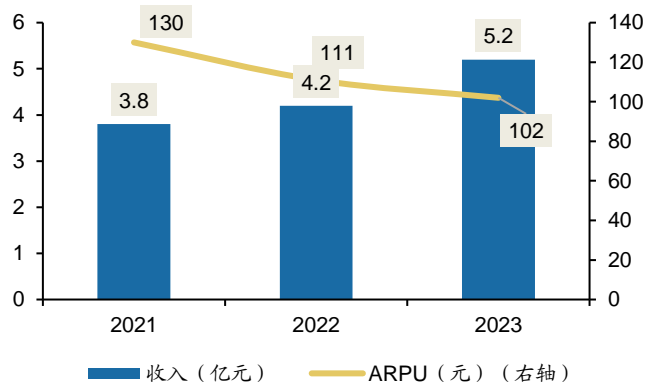
从税友近年代账的业务数据来看，市占率逐步提升。公司主要根据代账机构服务的小微企业会计账套数向其收取年费，如下图所示，2023年，单个小微企业ARPU大约为102元，即同时服务1000家小微企业的代账机构一年将向公司支付服务订阅费10.2万元。从公司披露的数据来看，活跃用户数、付费用户数分别从2020年的350万、190万提升至2023年的710万、510万（付费用户转换率从54.3%提升至71.8%）。

图 29：公司财税代理客群付费客户数变化



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 30：公司财税代理客群收入及ARPU



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

3. 创新业务客群：积极开拓，培育2B业务全新增长极

紧抓全电发票及个税改革机遇，介入集团企业服务领域，培育2B业务全新增长极。公司以集团企业实现财税共享及员工薪税社保集中管理的需求为切入点，介入集团企业服务领域。主要包括两大类产品：①GTS（集团税务管理平台）提供集团企业集中收票开票、数据互通、自动预填、智能申报、风险自检及内部管理等服务；②PTS（人资薪税服务平台）提供企业员工协同算薪、算税及自动、智能申报等员工薪税社保服务。

此外，基于公司数百万用户及数据基础，公司充分利用人工智能和大数据技术，为金融、电商、物流等行业服务商提供一体化的LTC（Lead to Cash营销流程）解决方案，目前已覆盖三大业务场景：①精准营销：利用个性化匿名交易匹配模型，实现基于客户画像的精准营销及效果预测，有效提升营销策略、降低获客成本；②风险信用评估：利用人工智能数据模型评估企业交易风险、识别交易欺诈行为及预测履约风险；③智能咨询：利用自主研发的大语言模型技术构建智能咨询机器人，帮助客户降低人工客服压力、提高客户满意度。

表 6：亿企PTS与亿企GTS提供的具体服务

企业服务		具体服务
亿企 PTS	智能员工管理	智能管理人事调动、人员在线入职登记、批量导出专项附加扣除金额等功能。
	智能算薪	支持一月多次算薪、人员浮动自动提醒、多部门合并算薪，查询历史算薪数据、批量导入薪酬数据进行算税等功能。
	个税申报	支持多地采集汇总申报，获取上月算薪数据直接申报，保证算薪与申报个税一致，并支持一键批量申报、批量缴款、在线作废、更正等功能。
	自动生成个税汇算分析报告	实现向员工推送其在本单位的申报数据，并预测其是否需要个税汇算等功能。
	年终奖管理	年终奖如何发放、申报可事先管理。
	员工微信端智能查询	微信员工端可以查询工资条、个人档案、个税税单、智能提醒、汇算引导等功能。
发票平台	多渠道采集能力	支持发票拍照采集、扫码采集、一键获取、微信卡包、支付宝卡包、电子邮箱等多种采集方式
	自动计算税金	提供发票采集、OCR 识别、发票查验、认证抵扣、统计报表等的发票全生命周期管理
	风险实时预警	提供发票异常状态、票面信息合规查验、企业黑名单等与发票相关的风险预警
	集中勾选认证	提供全集团不同地区的所有企业集中勾选认证、自动归类可认证发票等功能
	业财税融合	支持业务信息无缝衔接，更好的服务企业的业财税一体化建设
亿企 GTS	集中管控	支持各类的业务开票场景，支持税控盘、金税盘等各类税控开票，同时支持以业务维度来查询发票
申报平台	集中申报	提供全集团不同地区的所有企业申报工作的集中统一管理，即一个平台管全国。
	自动计算税金	通过建立台账自动计算增值税、企业所得税等税种的应交税金，避免因人工计算造成的计算错误而带来的涉税风险
	漏报缴监控	提供征期日历、申报清册，并能实时监控各个企业的纳税申报进度，避免因工作失误等原因造成的漏报缴带来的涉税风险
风控平台	申报风险检测	对各项纳税申报数据进行风险检测，发现存在的潜在涉税风险
	预警中心	通过标准预警方案和自定义预警方案，为企业提供发票、申报、税金、异常供应商等事前、事中风险预警，减少事后应对的几率。

体检中心

利用权威的指标模型对企业的发票、申报、财务等数据进行全方位的风险检测，发现历史数据存在的涉税风险，为企业应对和改进措施提供有力依据。

系统集成

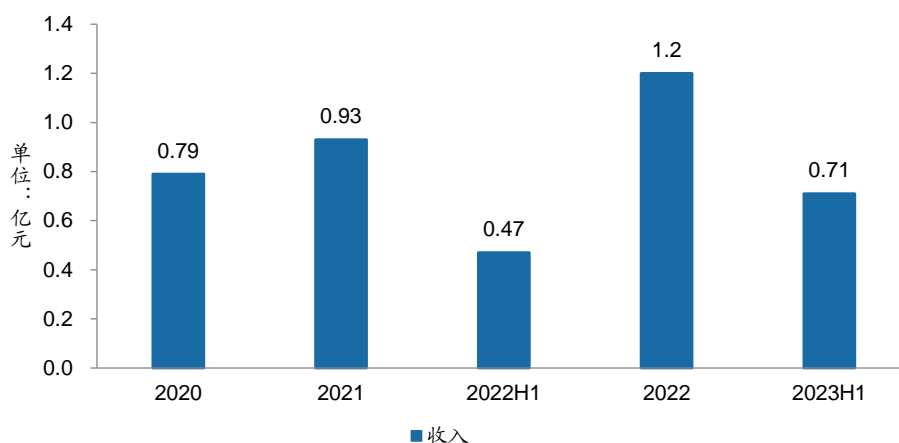
系统集成

GTS 平台是一个开放的平台，可以与企业各业务系统进行对接，真正实现数据的共用共享。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

GTS与PTS均取得明显突破，助力2B业务成长。其中，GTS致力于成为国内大型企业财税数字化建设的领导品牌，为大型集团企业提供数字化、智慧化财税共享服务，在2024年内完成30多家大型集团客户的签约；PTS人资薪税与解决方案逐步丰富，在银行、人资机构、集团等多个行业客群持续拓展，同时面向政务客群，赋能底层基础技术能力，同时打造多元、全方位的薪酬、财务、涉税服务全国生态网络。如下表所示，23H1，创新业务客群实现收入0.71亿元，同比增长51%。

图 31：公司创新业务收入



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

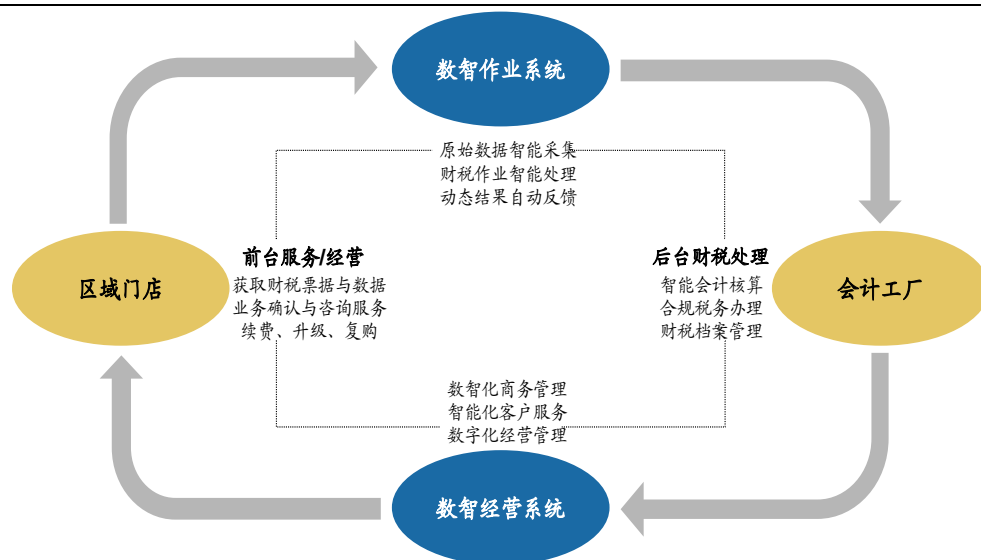
4. 联营云：以数智化模式打造财税服务“中央厨房”

联营云旨在更高效探索数智化管理模式，打造财税服务新范式。联营云为税友B端业务的数智化探索，将财税服务的全过程标准化、智能化处理，利用规模化、专业化的优势建立经营体系。平台为有意退出或进入市场的机构提供经营托管服务与回购渠道，托管服务覆盖企业数智化记账、报税、风险管控等全链条需求。该模式主要由区域门店和会计工厂作为前、后两端基地，中间由数智作业系统和数智经营系统进行链接，高效赋能企业端客户。

- (1) 区域门店：作为直接面向客户的“前台”，核心职能是市场开拓、商务对接与客户关系维护。同时，该端口也是财税票据等原始数据的入口。
- (2) 数智作业系统：负责对数据进行预处理，通过系统自动化分析得到初步结果。

- (3) 会计工厂：作为联营云模式的“中央厨房”，负责对财税数据进行集中化、专业化处理。在会计工厂中，专业团队配合AI Agent进行会计核算、税务办理、档案管理工作，保障业务的准确性与高效性。
- (4) 数智经营系统：根据会计工厂反馈的数据，赋能企业业务、经营模式。

图 32：亿企代账服务优化机构内部管理



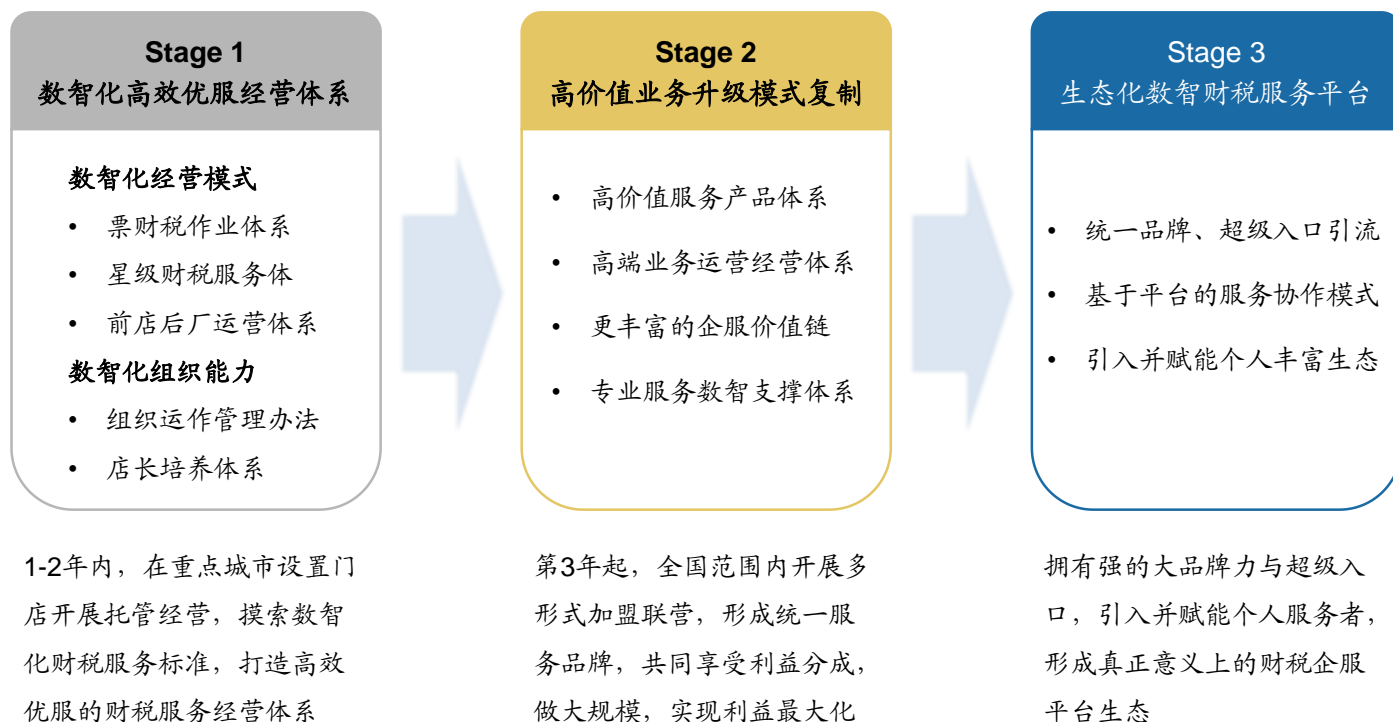
数据来源：公司投资者交流 PPT，广发证券发展研究中心

标准化、智能化运营全面降本增效，产品行业竞争力强。在联营云业务中，处于“中央厨房”的会计工厂全面引入AI技术与自动化流程，极致发挥工具效能，实现零申报业务100%自动处理，标准业务85%自动处理。在成本端，会计工厂人均处理账套超500套，财税作业综合成本25元/月，相较行业均值成本低70%。

联营云业务增长势头强劲，取得良好阶段性成果。根据公司投资者交流PPT，公司2024年设立联营云平台，截止24年年底，联营云已合作12个门店，为1.2万企业提供财税服务托管。在客户经营方面，承接托管经营6个月后，平台续费率提升15%至82.5%，其中广州店达93%。高端业务中，在启动南京店高价值业务试点3个月后，中高端业务配比达12%，公司预计2025年内达到20%。在规模扩张方面，2025年7月后启动托管扩面，单月净增托管企业1万，预计25年内达到8万。

数智化赋能联营云三步走战略，打造财税服务新范式。税友为联营云制定三步走规划，拟于国内建立真正意义上的财税企服平台生态。第一步计划于1-2年内，在重点城市设置门店开展托管经营，摸索数智化财税服务标准，打造高效优服的财税服务经营体系。第二步为高价值业务升级模式复制，即在第3年起，全国范围内开展多形式加盟联营，形成统一服务品牌，共同享受利益分成，做大规模，实现利益最大化。第三步在完成品牌全国化铺开后，打造强的大品牌力与超级入口，引入并赋能个人服务者，形成真正意义上的财税企服平台生态。

图 33：税友联营云三步走战略



数据来源：公司投资者交流 PPT，广发证券发展研究中心

（四）财税代理高价值合规业务市场空间测算

从公司产品布局上来看，公司面向合规税优层面推出了如风控预警、合规评估、税友规划等多种AI智能体，能够通过AI有效实现企业合规与税负的动态平衡。而从供需的角度出发，高ARPU的合规价值产品市场空间巨大。需求端面临监管趋严，竞争加剧以及内部资源有限等因素，而财税服务供给端，尤其是代账机构，在庞大的需求下面临专业人才紧缺，且成本高昂等现象。因此供需结合下所催生的合规产品有着巨大的市场，我们单独对公司的财税代理高价值合规业务的潜在市场空间进行了敏感性测算。

该测算主要基于以下几点核心假设：

- ① **账套数量：**由于代账机构的规模大小不一，因此在账套数量上我们以中小微企业数量为基础假设条件。根据公司投资者交流材料，国内约有3500万家的中小企业有代账需求，因此账套数量假设为3500万。
- ② **合规产品单价：**根据公司投资者交流PPT，合规税优SaaS层可分为合规税优检测、合规税优实务以及合规税优规划，其中，合规税优检测的单价约为680元，合规税优实务的单价约为3000元，合规税优规划的单价约为1万元。考虑到合规产品涉及到咨询、规划等一系列高价值的服务，因此我们假设整体合规产品的单价区间在10000元至20000元的范围内。
- ③ **渗透率假设：**考虑到目前合规税优等高价值服务推出时间并不长，相关的Agent

尚处于商业化起步阶段，因此渗透率上我们假设在2%-4%的区间范围内。需要注意的是，该渗透率仅基于目前AI的商业化节奏所设定，对应的时间范围也为最近1-2年，若是该段时间内AI商业化节奏加快或是有其他催化剂，渗透率应当更高。

表 7：亿企代账高价值合规业务市场空间敏感性测算

渗透率/单价（万元）	1	1.25	1.5	1.75	2
2%	70	88	105	123	140
2.5%	88	109	131	153	175
3%	105	131	158	184	210
3.5%	123	153	184	214	245
4%	140	175	210	245	280

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

根据我们的测算结果，中性情况下，在渗透率为3%，对应105万的中小企业客群，以及单价1.5万元的假设条件下，公司亿企代账高价值合规业务的市场空间约为158亿元。乐观情况下，在渗透率为4%，对应140万的中小企业客群，以及单价2万元的假设条件下，公司亿企代账高价值合规业务的市场空间约为280亿元。悲观情况下，在渗透率为2%，对应70万的中小企业客群，以及单价1万元的假设条件下，公司亿企代账高价值合规业务的市场空间约为70亿元。

四、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

1. 收入拆分及预测

企业财税综合服务：在AI及外部环境等多因素驱动下，B端财税SaaS市场空间处于快速增长阶段。再看公司本身，G端带来的卡位优势及丰富的产品布局有望使得该部分业务快速增长。23-24年该部分业务收入增速分别为14%、8%，收入增速24年有一定放缓主要系下游支付能力有波动所致。从中长期出发，我们看好合规税优产品带来的平均账套ARPU值持续提升以及联营业务远期可形成的生态化数智财税服务平台。预计25-27年公司该业务收入增速分别为19%、33%、34%。23-24年该部分业务毛利稳定在70%以上，分别为74%、72%。我们判断后续毛利率也将维持该水平，预计25-27年毛利率分别为73%、74%、74%。

税务系统开发与运维：公司G端业务产品体系紧密围绕国家金税工程的演进，实现了从金税三期到金税四期的深度卡位，完成从传统的“项目服务模式”向“数智化高价值服务模式”的战略转型升级。23-24年公司该业务增速较为稳定，分别为-0.1%、3%，我们预计25-27年该业务收入增速分别为5.0%/5.0%/5.0%。23-24年该业务毛利率29%、29%，主要系政府资金预算紧张，从当下看，伴随经济状况向好，该部分业务毛利率有望回暖，我们预计25-27年毛利率分别为32%、32%、32%。

表 8：税友股份收入拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
企业财税综合服务					
营业收入（百万元）	1085	1177	1398	1864	2505
YoY		8%	19%	33%	34%
营业成本（百万元）	284	329	377	485	651
YoY		16%	15%	28%	34%
税务系统开发与运维					
营业收入（百万元）	738	763	801	839	878
YoY		3%	5%	5%	5%
营业成本（百万元）	525	541	545	571	597
YoY		3%	1%	5%	5%
其他业务					
营业收入（百万元）	6	6	6	7	7
YoY		1%	5%	5%	5%
营业成本（百万元）	3	2	3	4	4
YoY		-46%	98%	5%	5%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

2. 期间费用率预测

销售费用率：考虑到公司联营等新模式的开展，25年销售费用投入较大，伴随公司新模式逐步进入正规，后续费用率有望小幅回落。我们预计2025-2027年销售费用率将分别为16.0%/15.8%/15.8%。

管理费用率：我们预计2025-2027年分别为11.0%/10.8%/10.8%。

研发费用率：考虑到公司重视研发，如合规税优方面的AI Agent开发以及后续会上线的财经赋能Agent板块，我们预计研发费用将维持较高水平，2025-2027年分别为24.3%/24.1%/24.1%。

（二）估值

我们预计公司2025-2027年营业收入分别为22.1亿元、27.1亿元、33.9亿元，同比增速分别为13.4%、22.9%、25.1%；归母净利润分别为1.9亿元、3.2亿元、4.8亿元，同比增速分别为64.7%、71.4%、50.2%。

从业务属性上看，公司业务主要有G端和B端构成。B端业务商业模式以订阅制为主。从未来业绩驱动力看，B端将为公司的主要驱动力。因此在估值上，我们采取PS估值法。公司SAAS产品及服务标准化程度高，毛利率高，规模效应强，基于此，我们选取产品属性类似、同样毛利率较高的中望软件作为可比公司。金山办公主要收入来自于SaaS订阅制，在AI方面也有所布局，这和税友类似。金山和中望软件估值水平差异较大主要系金山办公客户属性更为丰富，C端占比超50%，同时，AI相关的产品矩阵也更加全面。我们考虑到税友中长期成长天花板较高，且公司在国内市场具有较强竞争力，参考可比公司估值，给予25年11X PS估值倍数，对应合理总价值约242.6亿元，每股合理价值约59.64元，维持“买入”评级。

表9：可比公司PS估值情况（市值统计截止2025.12.01收盘）

公司名称	公司代码	市值（百万元）	营业收入（亿元）		PS估值水平	
			2025E	2026E	2025E	2026E
金山办公	688111.SH	143,261	60.1	71.2	24	20
中望软件	688083.SH	12,128	9.9	11.5	12	11

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

五、风险提示

（一）宏观经济波动

公司2B业务主要终端客户为中小微企业，这些客户的经营会受到宏观经济波动的影响，其IT开支整体也会随之被影响。

（二）行业竞争加剧

尽管目前企业级财税信息化市场景气度较高，但格局相对分散，尤其是中小微企业市场，如果竞争加剧，公司2B业务也将受到不利影响。

（三）新商业模式对业绩的贡献存在不确定性

公司未来的商业战略中，联合/托管经营是非常重要的一步，当前该业务尚且处于起步阶段，后续进展是否顺利仍待观察。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	2,447	2,224	2,302	2,766	3,534
货币资金	1,703	1,460	1,480	1,847	2,492
应收及预付	183	191	210	257	321
存货	204	163	180	206	243
其他	357	409	432	456	478
非流动资产总额	1,404	1,925	2,047	2,186	2,288
长期股权投资	31	32	32	32	32
固定资产	503	1,124	1,217	1,308	1,384
在建工程	370	10	42	95	126
使用权资产	13	14	12	10	8
无形资产	155	187	192	191	190
其他	332	558	552	550	549
资产总额	3,851	4,149	4,348	4,953	5,823
流动负债总额	1,338	1,566	1,581	1,869	2,265
短期借款	50	115	115	115	115
应付及预收	919	1,093	1,110	1,347	1,668
其他	369	358	356	408	483
非流动负债总额	79	83	83	83	83
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	79	83	83	83	83
负债总额	1,417	1,649	1,664	1,953	2,349
股本	407	407	406	406	406
其他	2,030	2,087	2,272	2,590	3,068
归母权益合计	2,437	2,494	2,679	2,996	3,474
少数股东权益	-3	6	5	3	0
负债和股东权益	3,851	4,149	4,348	4,953	5,823

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,829	1,945	2,205	2,710	3,390
营业成本	812	871	926	1,059	1,252
营业税金及附加	14	16	17	20	24
销售费用	297	315	353	428	536
管理费用	219	219	243	293	366
研发费用	485	480	536	653	815
财务费用	-43	-35	-30	-29	-37
资产信用减值损失	-3	-2	-9	-11	-11
公允价值变动收益	1	3	0	0	0
投资收益	18	7	11	14	17
营业利润	77	115	186	316	473
营业外收支	0	-3	-3	-3	-3
利润总额	76	112	183	313	470
所得税费用	-7	-1	-2	-3	-5
合并净利润	83	113	185	316	475
少数股东损益	-1	1	-1	-2	-3
归母净利润	83	113	185	318	477
EPS (元/股)	0.20	0.28	0.46	0.78	1.17

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	244	274	209	574	809
合并净利润	83	113	185	316	475
折旧摊销	63	71	55	57	55
营运资金变动	110	91	-32	200	282
其他	0	0	-5	-5	-5
投资活动现金流净额	-186	-468	-136	-203	-160
资本性开支	-184	-160	-120	-203	-164
投资	0	0	-13	-13	-13
其他	-2	-308	-3	14	17
融资活动现金流净额	-88	-9	-4	-4	-4
股本融资	31	12	0	0	0
债权融资	45	65	0	0	0
股利分配与偿付利息	-109	-67	-4	-4	-4
其他	-55	-20	0	0	0
现金净增加额	-30	-204	69	367	645
期初现金余额	1,644	1,614	1,410	1,480	1,847
期末现金余额	1,614	1,410	1,480	1,847	2,492

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	7.7%	6.4%	13.4%	22.9%	25.1%
营业利润增长率	-45.4%	49.5%	62.3%	69.9%	49.7%
归母净利润增长率	-42.1%	35.0%	64.7%	71.4%	50.2%
获利能力					
毛利率	55.6%	55.2%	58.0%	60.9%	63.1%
净利率	4.5%	5.8%	8.4%	11.7%	14.0%
ROE	3.4%	4.5%	6.9%	10.6%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	36.8%	39.8%	38.3%	39.4%	40.3%
有息负债率	1.3%	2.8%	2.6%	2.3%	2.0%
流动比率	1.8	1.4	1.5	1.5	1.6
利息保障倍数	1.9	11.4	42.0	77.7	117.4
营运能力					
应收账款周转率	11.5	11.4	11.3	11.3	11.3
存货周转率	4.0	5.3	5.1	5.1	5.1
应付账款周转率	10.9	5.0	6.0	6.0	6.0
每股指标					
每股收益	0.20	0.28	0.46	0.78	1.17
每股净资产	5.98	6.13	6.59	7.37	8.55
每股经营现金流	0.60	0.67	0.51	1.41	1.99
估值比率					
PE	172.8	110.2	109.7	64.0	42.6
PB	5.9	5.0	7.6	6.8	5.9
EV/EBITDA	160.8	77.3	90.9	54.5	37.0

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理工作。2010年就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李婉云：资深分析师，西南财经大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：资深分析师，慕尼黑工业大学硕士，2021年加入广发证券，曾任职于TUMCREATE自动驾驶科技公司，负责大数据相关工作。
- 王钰翔：高级研究员，哥伦比亚大学运筹学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 戴亚敏：高级研究员，北京大学金融硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）在过去12个月内与畅捷通(01588)公司有投资银行业务关系。

(2)广发证券（香港）在过去12个月内与用友网络(600588)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。