

税友股份 (603171.SH)

B/G 两端均迎发展良机，股权激励彰显成长信心

买入

核心观点

22 年收入仍保持增长，费用投入已逐步收敛。公司发布 2022 年报，全年实现收入 16.98 亿元 (+5.80%)，归母净利润 1.44 亿元 (-37.64%)，扣非归母净利润 1.01 亿元 (-42.16%)。单 q4 来看，公司收入 6.19 亿元 (+7.16%)，归母净利润 0.52 亿元 (-53.24%)，扣非归母净利润 0.40 亿元 (-58.94%)。利润下滑主要系费用刚性所致，但 22 年公司费用增速已经明显下降。

B 端 saas 在逆境增速提升。2022 年公司 B 端财税 saas 收入 9.53 亿元 (+10.17%)，在宏观环境较差下，增速比 21 年开始提升，且毛利率达到 72.97%，提升 4.4 个百分点。通过服务升级及运营提效，公司 B 端业务平台活跃用户突破 700 万户，较年初增长 21.6%。其中中小企业客户以用户价值提升为主，续费率保持 85%；客群 ARPU 值 815 元 (+11.4%)；订阅费大于 1980 元的高价值用户达到 3.4 万 (+164.4%)；ARR 达到 4.9 亿元 (+6.1%)。财税代理客群以扩大规模、提升市占率为主，该客群付费用户达 380 万户，较年初增长 31%；ARR 达到 4.2 亿元，较上年增长 11.3%。创新业务中 GTS（集团税务管理平台）取得长足突破，与多家大型企业达成合作，实现营业收入 1.2 亿 (+32.7%)。

G 端金税四期建设有望加速。公司在金税三期领域已具备了较强的市场地位，公司为国家税务总局金税三期管理决策系统（第 2 包）、千户集团税务审计等项目承建商，并建设多个省级大数据平台；智慧电子税务局也覆盖了 10 个省市。金税四期方面，公司中标三大核心项目中的两个项目：国家税务总局电子发票服务平台（二期）项目；应用支撑服务平台（第 2 包）项目。除此之外，公司在自然人税费治理、数字政务行业拓展、税费治理系统信创化建设等方面也不断取得突破。随着国家税费治理改革不断深化，税费数据价值有望持续挖掘，公司在金税四期中进一步提升市场地位，有望带动 G 端业务重回增长通道。

发布激励草案，坚定成长信心。公司拟向 87 名激励对象授予限制性股票 200 万股，约占当前总股本的 0.49%，授予价格为 23.46 元/股。公司设计了业绩考核目标，以 2022 年业绩为基数，公司 2023-2025 年扣非净利润增长率不低于 10%/25%/45%。公司进一步绑定核心骨干，彰显成长信心。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。预计 2023-2025 年营业收入 20.63/25.98/32.49 亿元，增速分别为 22%/26%/25%，归母净利润为 3.33/4.18/5.33 亿元，对应当前 PE 为 54/43/34 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,605	1,698	2,063	2,598	3,249
(+/-%)	4.1%	5.8%	21.5%	25.9%	25.1%
净利润(百万元)	231	144	333	418	533
(+/-%)	-23.6%	-37.6%	131.7%	25.3%	27.5%
每股收益(元)	0.57	0.35	0.82	1.03	1.31
EBIT Margin	7.6%	2.6%	14.0%	14.5%	15.1%
净资产收益率 (ROE)	9.5%	5.9%	13.4%	16.4%	20.4%
市盈率 (PE)	77.7	124.6	53.8	42.9	33.6
EV/EBITDA	119.7	236.0	54.2	42.4	33.9
市净率 (PB)	7.38	7.31	7.19	7.05	6.87

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

计算机 · IT 服务 II

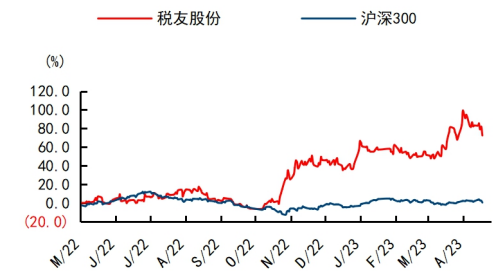
证券分析师：熊莉
021-61761067
xionglli1@guosen.com.cn
S0980519030002

证券分析师：库宏焱
021-60875168
kuhongyao@guosen.com.cn
S0980520010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	44.18 元
总市值/流通市值	17932/3998 百万元
52 周最高价/最低价	51.40/23.80 元
近 3 个月日均成交额	82.58 百万元

市场走势

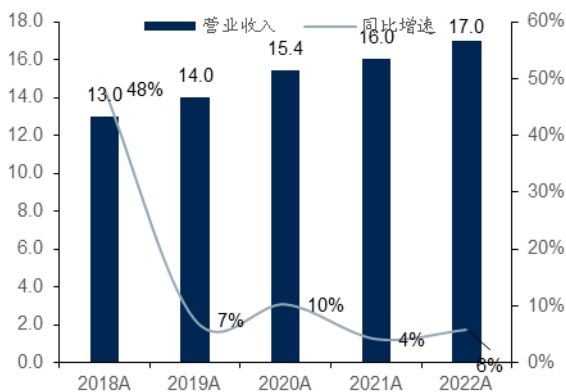


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

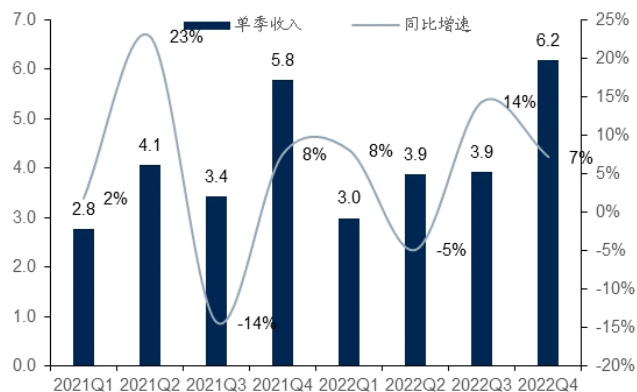
公司发布 2022 年报，全年实现收入 16.98 亿元（+5.80%），归母净利润 1.44 亿元（-37.64%），扣非归母净利润 1.01 亿元（-42.16%）。单 q4 来看，公司收入 6.19 亿元（+7.16%），归母净利润 0.52 亿元（-53.24%），扣非归母净利润 0.40 亿元（-58.94%）。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



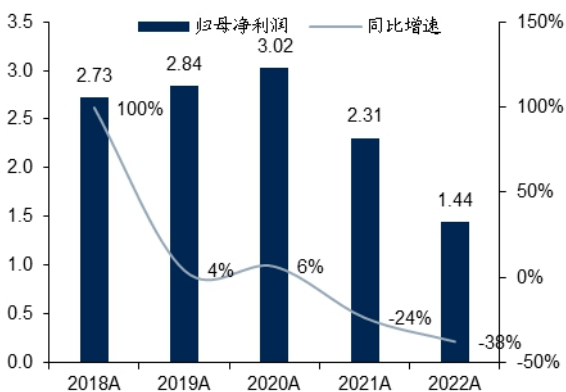
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



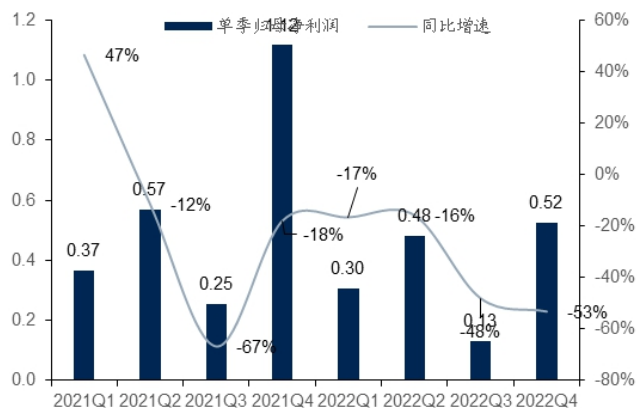
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

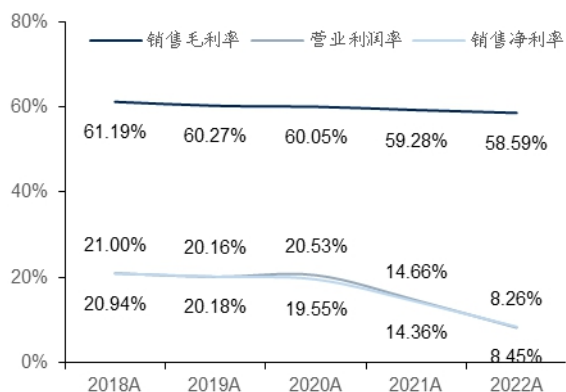
图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

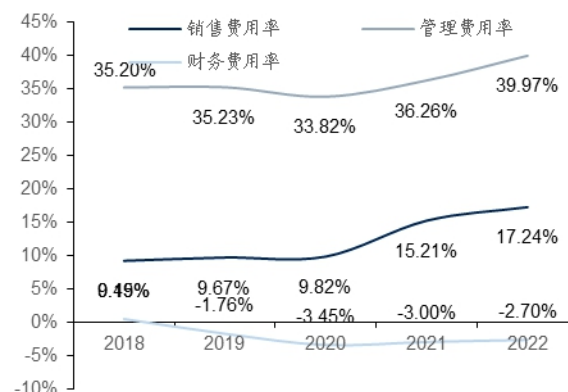
毛利率略有下降，费用率逐步控制。公司 2022 年毛利率为 58.59%，同比下降 0.69 个百分点，主要是 G 端业务毛利率下降较多。由于 2022 年收入增长较慢，因此公司加大费用控制，但销售、管理、研发费用率仍达到 17.24%、12.67%、25.39%，相比 21 年仍有提升。但整体费用增速已经开始下降。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

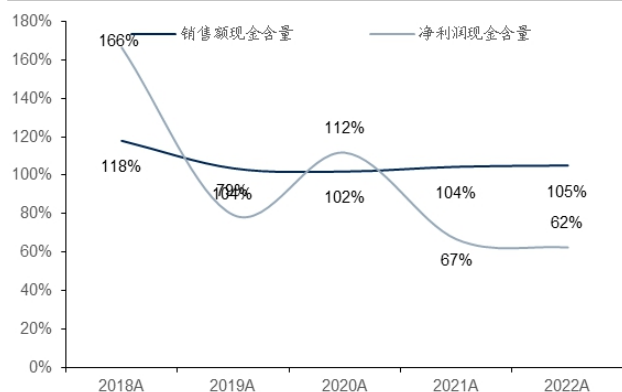
图6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

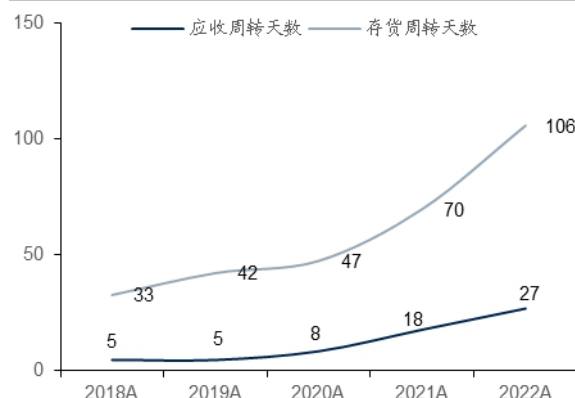
公司销售商品收到现金为 17.84 亿元, 同比增长 6.51%; 经营活动现金净流量为 0.90 亿元, 同比下降 41.6%。公司合同负债为 7.01 亿元, 仍保持增长。公司应收周转天数和存货周转天数均有所增加。

图7: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。预计 2023-2025 年营业收入 20.63/25.98/32.49 亿元, 增速分别为 22%/26%/25%, 归母净利润为 3.33/4.18/5.33 亿元, 对应当前 PE 为 54/43/34 倍, 维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1797	1691	1800	1900	2000	营业收入	1605	1698	2063	2598	3249
应收款项	144	180	219	276	345	营业成本	653	703	836	1069	1354
存货净额	168	245	283	361	462	营业税金及附加	10	12	15	19	23
其他流动资产	15	14	17	22	27	销售费用	244	293	248	286	325
流动资产合计	2584	2341	2529	2769	3044	管理费用	196	215	243	301	372
固定资产	659	758	864	952	1028	研发费用	378	431	433	545	682
无形资产及其他	139	134	130	125	121	财务费用	(48)	(46)	(20)	(18)	(22)
投资性房地产	86	422	422	422	422	投资收益	21	22	10	10	10
长期股权投资	30	31	31	31	31	资产减值及公允价值变动	0	0	(3)	(3)	(3)
资产总计	3499	3686	3975	4299	4645	其他收入	(335)	(402)	(398)	(508)	(642)
短期借款及交易性金融负债	10	49	220	204	126	营业利润	235	140	351	439	560
应付款项	35	132	152	195	249	营业外净收支	(4)	(4)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	930	967	1037	1296	1613	利润总额	231	137	350	438	559
流动负债合计	976	1149	1410	1694	1988	所得税费用	1	(7)	17	22	28
长期借款及应付债券	0	5	5	5	5	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	95	83	70	58	45	归属于母公司净利润	231	144	333	418	533
长期负债合计	95	88	75	63	50	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1071	1237	1485	1757	2038	净利润	231	144	333	418	533
少数股东权益	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)	资产减值准备	(14)	(2)	(1)	(0)	(0)
股东权益	2430	2452	2493	2544	2610	折旧摊销	36	38	70	87	98
负债和股东权益总计	3499	3686	3975	4299	4645	公允价值变动损失	0	0	3	3	3
关键财务与估值指标						财务费用	(48)	(46)	(20)	(18)	(22)
每股收益	0.57	0.35	0.82	1.03	1.31	营运资本变动	(120)	(329)	(2)	148	184
每股红利	0.18	0.31	0.72	0.90	1.15	其它	14	2	1	0	0
每股净资产	5.99	6.04	6.14	6.27	6.43	经营活动现金流	147	(148)	403	655	818
ROIC	9.68%	4.75%	13%	15%	20%	资本开支	0	(129)	(173)	(173)	(173)
ROE	9.50%	5.87%	13%	16%	20%	其它投资现金流	(425)	250	0	0	0
毛利率	59%	59%	59%	59%	58%	投资活动现金流	(432)	121	(173)	(173)	(173)
EBIT Margin	8%	3%	14%	15%	15%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	5%	17%	18%	18%	负债净变化	0	5	0	0	0
收入增长	4%	6%	21%	26%	25%	支付股利、利息	(74)	(126)	(292)	(367)	(467)
净利润增长率	-24%	-38%	132%	25%	28%	其它融资现金流	456	164	171	(16)	(78)
资产负债率	31%	33%	37%	41%	44%	融资活动现金流	308	(79)	(122)	(383)	(545)
股息率	0.4%	0.7%	1.6%	2.0%	2.6%	现金净变动	22	(106)	109	100	100
P/E	77.7	124.6	53.8	42.9	33.6	货币资金的期初余额	1775	1797	1691	1800	1900
P/B	7.4	7.3	7.2	7.0	6.9	货币资金的期末余额	1797	1691	1800	1900	2000
EV/EBITDA	119.7	236.0	54.2	42.4	33.9	企业自由现金流	0	(375)	169	420	576
						权益自由现金流	0	(206)	358	421	519

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032