

金财互联 (002530)

网红经济财税崭露头角，合规宝弹性可观 买入（首次）

2020年01月21日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,264	1,276	1,758	2,271
同比（%）	26.7%	0.9%	37.8%	29.2%
归母净利润（百万元）	291	251	419	579
同比（%）	26.3%	-13.9%	67.3%	38.2%
每股收益（元/股）	0.37	0.32	0.54	0.74
P/E（倍）	43.10	50.07	29.93	21.65

投资要点

- **传统企业财税信息化需求仍然向好，税局端优势打开企业财税市场。** 财税信息化需求主要来自两类，税局涉税服务市场和企业财税服务市场。税局端市场经过三期金税工程已基本完成信息化系统建设，未来将朝向云化、智能化的方向发展。企业财税服务市场在财税政策密集+技术升级+SaaS模式落地推动下，进入加速变现期。金财互联借助近20年在税局市场积累的海量客户、独特的票税两端优势，利用互联网平台模式，领跑企业财税服务市场。前期和代理记账行业合作，通过增值产品服务吸引代理记账机构携带中小微企业入驻新财税平台，实现产品变现。
- **区块链+电子发票平台陆续上线，奠定社交电商财税基础。** 区块链电子发票建立了弱中心化的电子发票系统，打通了开票方、受票方、税务部门等各方的链接节点，纳税人可实现区块链电子发票全程可查、可验、可信、可追溯；税务部门可实现对纳税人发票申领、流转、报税等全过程全方位监管，实现对发票申领和报税等环节全流程监管，解决了凭证电子化带来的信任问题。方欣科技已经相继在广州和平潭上线了“区块链+电子发票”平台“税链”、“票链”，为社交电商财税奠定基础。
- **电商法的实施要求电子商务经营者依法缴税，网红经济财税市场崭露头角。** 《中华人民共和国电子商务法》（下称“电商法”）2019年1月1日正式实施，电商法规定，电子商务经营者包括从事网络销售商品或提供服务的经营活动的自然人、法人和非法人组织，电子商务经营者应当依法办理市场主体登记、依法纳税。电子商务经营者包含了代购、“带货”主播、朋友圈微商、抖音卖货、在淘宝/微店/小程序等平台开设小店的个人卖家等，针对社交电商从业者提供实现工商、税务、银行开户全在线办理的产品有望陆续推出，电商网红财税市场崭露头角。
- **合规宝产品有望快速起量，弹性空间可观。** 金财互联推出的合规宝是目前唯一解决网红经济财税需求的区块链产品。合规宝为新业态从业者提供全生命周期的合规化服务，公司利用局端财税优势与平台合作批量获取用户，电商平台因承担合规化监管任务合作意愿强烈。公司产品先发优势明显，门槛较高短期无法复制。放量后由于边际成本较低，规模效应明显，且存在提价空间。目前国内直销主体人数3~4千万，假定未来渗透率达到20%，单用户每年300元服务费，可对应18-24亿收入。推广期顺利结束后，合规宝每年将贡献质量较高的稳定现金流。
- **盈利预测：** 预计公司19-21年净利润2.51/4.19/5.79亿，现价对应50/30/22倍PE。采用分部估值，预计热处理业务约7000万利润，给予15倍PE，市值10.5亿；财税业务2-2.5亿，给予40倍PE，市值80-100亿；合规宝：以100万付费用户计算，净利润1.5亿，给予60倍PE，90亿市值。**合理市值180-200亿。** 首次覆盖，给予“买入”评级，目标价23.1元。

- **风险提示：** 行业竞争激烈程度超预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.10
一年最低/最高价	5.41/16.78
市净率(倍)	2.89
流通A股市值(百万元)	10253.80
基础数据	
每股净资产(元)	5.58
资产负债率(%)	14.47
总股本(百万股)	779.20
流通A股(百万股)	636.88

相关研究

内容目录

1. 战略重点向财税业务倾斜，权健事件对公司经营无实际影响	4
2. 财税信息化建设需求强劲，企业财税空间广阔	7
2.1. 局端财税信息化：未来朝着“云化、智能化”趋势发展	7
2.2. 企业财税信息化：有望加速进入产品变现期	9
3. 借税局端优势打开企业财税服务市场，依靠平台增值产品变现	10
4. 网红经济财税市场崭露头角，区块链产品合规宝有望快速放量	14
4.1. 公司拥有国内唯二的区块链电子发票平台，奠定社交电商财税基础	14
4.2. 电商法的实施要求电子商务经营者依法缴税，网红经济财税市场崭露头角	17
4.3. 合规宝是目前唯一解决网红经济财税需求的区块链产品，有望快速放量弹性可观 ..	19
5. 盈利预测和投资评级	21
6. 风险提示	22

图表目录

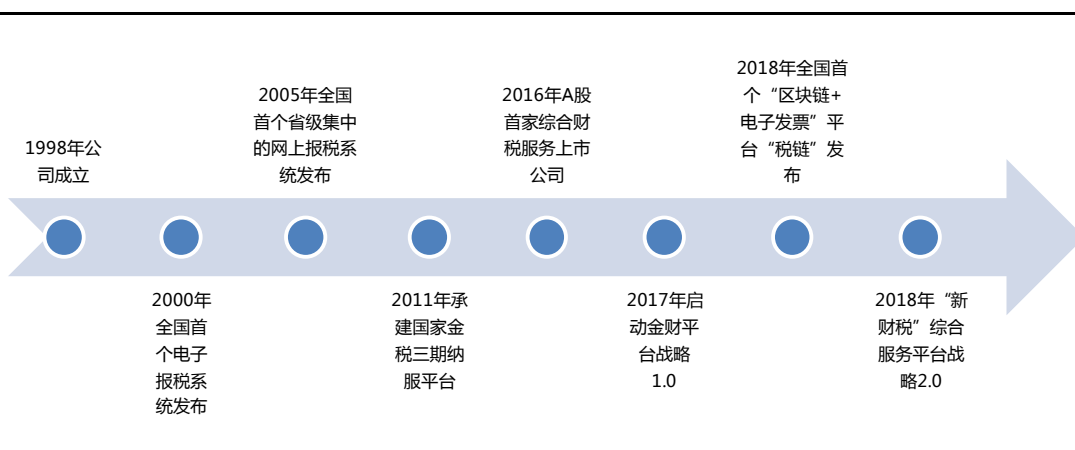
图 1: 金财互联发展历程	4
图 2: 金财互联互联网财税业务的主要产品	5
图 3: 金财互联营业收入 (亿元) 及增速	5
图 4: 金财互联归母净利润 (亿元) 及增速	5
图 5: 金财互联营收结构 (亿元)	6
图 6: 金财互联毛利率和净利率 (%)	6
图 7: 我国税务信息化发展历程	8
图 8: 我国税务信息化未来发展方向	8
图 9: 企业财税信息化行业发展阶段	9
图 10: 全国市场主体和企业数量及增速 (万户)	9
图 11: 企业财税服务市场	11
图 12: “新财税”S2B2C 平台	11
图 13: 金财互联产品体系	12
图 14: 金财互联主要产品	12
图 15: 金财管家	13
图 16: 票税宝	13
图 17: 金财惠税	14
图 18: 区块链电子发票的优势	15
图 19: “税链”电子发票区块链平台发布仪式	16
图 20: “税链”电子发票区块链平台开具通用类发票的票样	16
图 21: 社交电商常见经营风险	17
图 22: 电商法推动行业财税需求增加	18
图 23: 2014-2019 年中国社交电商从业人员统计	19
图 24: 合规宝帮助社交电商解决合规需求	19
图 25: 合规宝服务成果	20
图 26: 合规宝产品收费清单	20
表 1: 金财互联各业务营收预测 (亿元)	21
表 2: 财税相关可比上市公司估值	21
表 3: 产品化可比上市公司估值	21

1. 战略重点向财税业务倾斜，权健事件对公司经营无实际影响

公司此前专注于热处理业务，2016 年以 18 亿元对价收购方欣科技进军互联网财税领域，2017 年更名为金财互联。方欣科技为金财互联全资子公司，目前公司主营业务包括互联网财税和热处理两块。我们判断，未来公司战略重心将向财税领域倾斜。

方欣科技成立于 1998 年，一直致力于财税领域的发展，是国家税务总局金税三期纳税服务平台承建商、国家税务总局实名办税与监控系统承建商，税务行业电子税务局解决方案引领者。2002 年方欣科技发布全国首个电子财税系统，2005 年发布全国首个省级集中的网上报税系统，2011 年承建国家金税三期纳服平台。2018 年公司发布全国首个“区块链+电子发票”平台“税链”。

图 1：金财互联发展历程

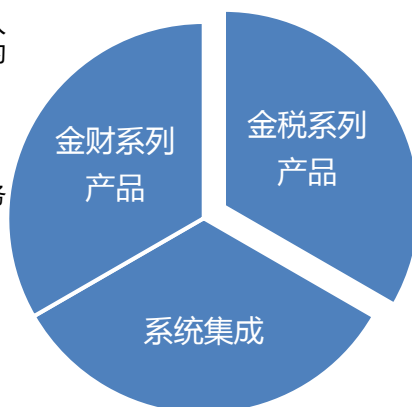


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

互联网财税业务从提供 SaaS 产品转变为将 SaaS 产品赋能线下财税专业服务机构，面向企业提供“会员制+专项服务”的平台模式。公司互联网财税业务主要产品包括，面向税务局的金税系列、面向企业和家庭个人的金财系列以及系统集成服务，其中金税和金财系列产品总体围绕着打造“新财税”综合服务平台及数字化运营这一战略目标协同发展。**1、金税系列产品：**通过面向税务局提供服务于纳税人的互联网多端产品，主要产品包括：实名办税与涉税风险监控系統、智慧电子税务局等。具备为纳税人提供便捷的互联网办税与综合服务能力，为税务干部提供高效的服务管理与风险管控能力，相关产品已经覆盖 20 个省级单位，并力争于今年内随同总局推广计划完整覆盖全国 36 个省级单位；**2、金财系列产品：**为了解决中小企业和家庭个人“合规、降负、增利”的新财税服务需求，分别面向企业会计、法人和员工提供系列服务。互联网财税板块从提供 SaaS 产品转变为将 SaaS 产品赋能线下财税专业服务机构，面向企业提供“会员制+专项服务”的平台模式。截止 2019 年上半年，局端业务已覆盖广东、北京、上海、福建、陕西、贵州、青岛、吉林等 20 个省市，企业用户数量 1000+万，付费用户数 200+万。

图 2：金财互联网财税业务的主要产品

解决中小企业和家庭个人“合规、降负、增利”的新财税服务需求，包括：办税助手、金财管家、税检宝、金财学院工具；金财运营、智能咨询、金财代账、税检宝等服务

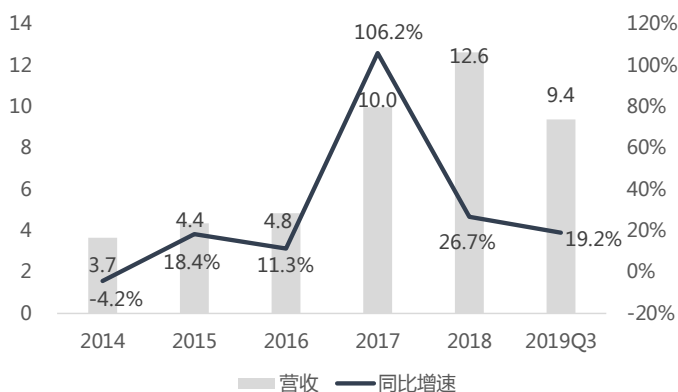


通过面向税务局提供服务于纳税人的互联网多端产品，主要产品包括：实名办税与涉税风险监控系统、智慧电子税务局等。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

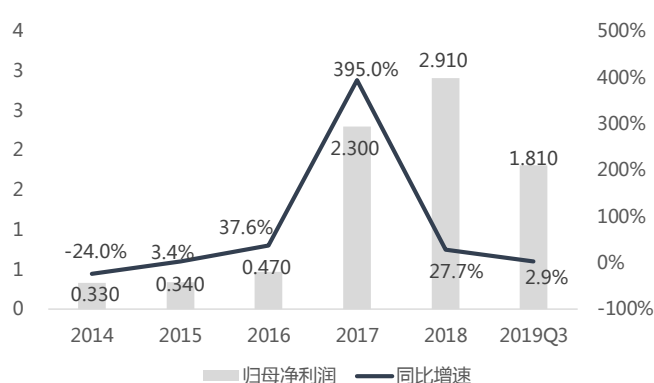
2019 年热处理业务下滑拖累公司整体业绩，未来数年公司财税业务在国家政策红利期下有望持续高速增长。2017 年公司营收和净利润增速明显主要是并表了方欣科技。2019 年公司互联网财税业务收入持续高增长，然而受中美贸易摩擦升级、我国制造业复苏疲弱等因素影响，公司热处理业务下滑明显（2019 年上半年热处理业务营收增速下降 7.33%，归母净利润下降 32.42%），拖累公司整体营收和归母净利润增长。我们认为，随着《电子商务法》和新《个人所得税法》在 2019 年 1 月 1 日正式实行，以及社保入税，金税三期全国大集中带来大数据管税手段的加强，征管力度前所未有的，同时为了降低企业负担，国家密集出台了减费降税的政策，当前正处于政策红利期，在此背景下，“合规、降负、增利”的新财税服务需求呈井喷之势，公司财税业务未来数年有望保持持续高增长。

图 3：金财互联营业收入（亿元）及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：金财互联归母净利润（亿元）及增速

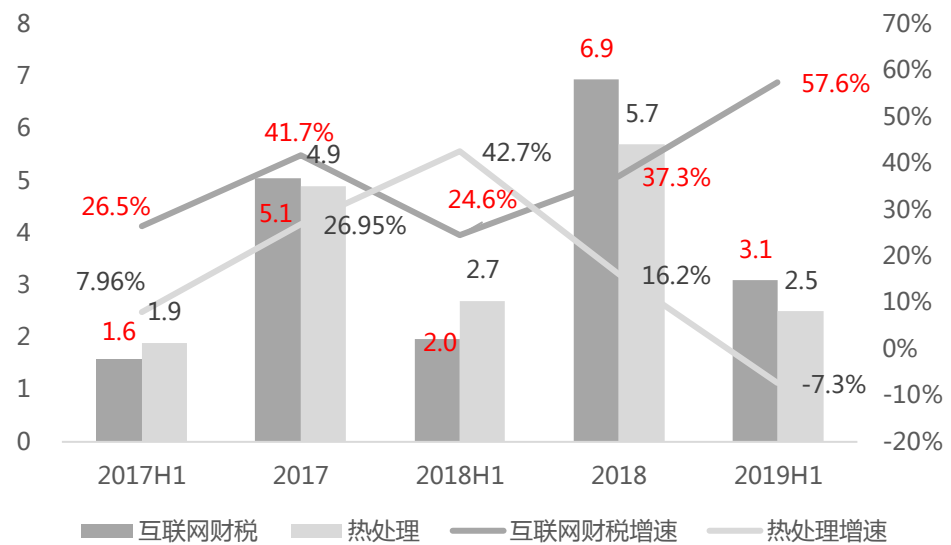


数据来源：Wind，东吴证券研究所

财税业务收入占比持续提高。公司营收包括互联网财税和热处理两大块。其中，互联网财税细分为财税云服务、系统集成设备、技术服务、产品及开发服务；热处理细分

为热处理加工、热处理设备。2018 年公司实现总营收 12.6 亿元，互联网财税业务收入 6.9 亿元，同比增长 37.3%，占总营收 54.8%，热处理业务收入 5.7 亿元，同比增长 16.2%，占比 45.2%。2019 年上半年，互联网财税业务收入 3.1 亿元，同比增 57.6%；热处理业务收入 2.5 亿元，同比下降 7.3%。随着公司战略重点聚焦互联网财税业务以及在财税行业红利期下，未来其收入占比将继续提高。

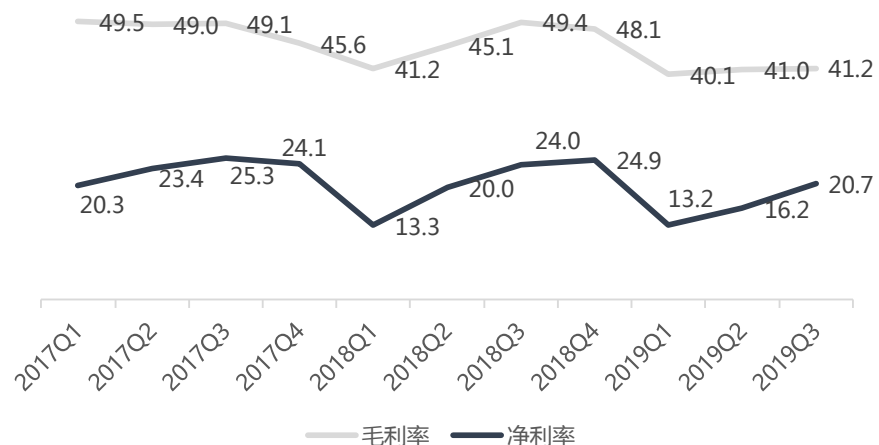
图 5：金财互联营收结构（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

毛利率企稳，净利率同比下降。公司毛利率近三年整体呈略微下降的趋势，在 2019 年前三季度企稳。2019 年净利率同比下降，主要受到热处理业务整体行业疲软的影响。

图 6：金财互联毛利率和净利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

东昱辉持有 5.47% 股份被冻结，对公司未来经营不造成实际影响。2019 年 11 月 29

日，公司公告称束昱辉持有公司股份 4,262.7013 万股，占公司总股本的 5.47%，已被冻结。2019 年 1 月，天津市公安机关对束昱辉依法刑事拘留；2019 年 11 月，天津武清区人民检察院发布公告，束昱辉等人涉嫌组织传销活动等罪案，被提起公诉。束昱辉 2016 年通过配套融资持有公司股份，是一种财务投资行为，不参与到公司具体经营，我们认为后续该部分冻结股份有可能被转让或拍卖，对公司未来经营不造成实际影响。

新一届董事会成员显示公司未来战略重心向财税领域倾斜。近期公司重新选取董事会成员，新一届董事会成员中的 4 位非独立董事有 3 位来自方欣科技，可见未来公司战略重心向财税业务领域倾斜。

2. 财税信息化建设需求强劲，企业财税空间广阔

财税信息化的需求市场主要来自两大类，针对 G 端客户的税局涉税服务市场和针对 B 端客户的企业财税服务市场。总体而言，前者市场规模有限，市场集中度较高，并且商业模式比较传统，对参与企业而言，增量利润弹性不高；企业财税服务市场空间大，行业参与者包括 3400 多万家企业用户，7000 多万个个体户，以及产值规模超过 700 亿元的约 4 万家代理记账机构，但市场比较分散，对参与公司来说，赛道多样、拓展空间广阔、弹性大。

2.1. 局端财税信息化：未来朝着“云化、智能化”趋势发展

我国局端财税信息化建设从上世纪 90 年代开始，近 30 年的发展历程大致分为三个阶段：

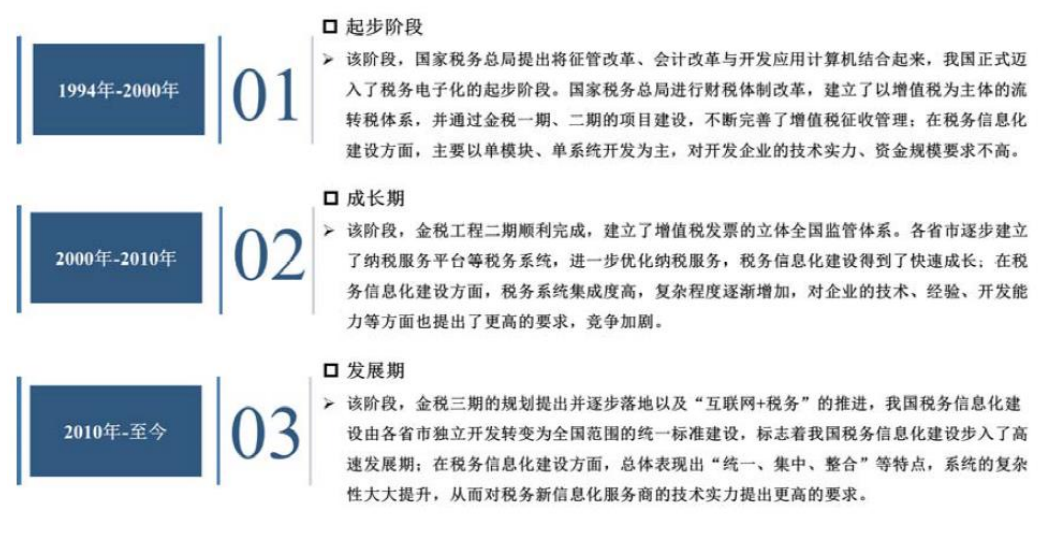
1、起步阶段（1994-2000 年）：计算机的普及和广泛应用促使我国国家税务总局提出将征管改革、会计改革与开发应用计算机结合起来，这标志着我国正式迈入税务电子化的起步阶段。1994 年 7 月，增值税交叉稽核和增值税防伪税控两个子系统（金税工程一期）在全国 50 个试点范围上线，随后 1998 年在一期基础上开展金税工程二期的建设，即对增值税专用发票进行全国性网络监控。该阶段建设的信息化系统功能相对简单，主要以单模块、单系统开发为主。

2、成长阶段（2000-2010 年）：金税二期的完工使得我国税务信息化初具雏形，拥有了以增值税发票的立体全国监管体系。同时，各省市为方便税务局征收和纳税人缴税，建立了纳税服务平台等税务系统。该阶段的税务信息系统特点由单模块、单系统转变为集成度提高，复杂程度提高，并且系统以省为单位统一建设，税务数据实现了省市级层面的集中，但是各省市的标准和进度不一，使得税务数据无法完成全国层面的集中，也存在重复开发、功能重叠等问题。

3、发展阶段（2010-现在）：鉴于成长阶段存在的问题，国家税务总局提出金税三期工程规划，建设目标为“一个平台、两级处理、三个覆盖、四个系统”，该税收管理

信息化系统建成后年事务处理量笔数超过 100 亿，覆盖税务机关内部用户、管理过亿纳税人。该阶段税务信息化系统特点为“统一、集中、整合”，构建了全国统一的税收征管系统和大数据平台，实现了税务数据大集中、管理、统计和分析，并从风险识别、信用评价、指标考核等多方面实施税收的全面监管，为税务征管提供决策支持。

图 7：我国税务信息化发展历程



数据来源：税友集团招股说明书（申报稿），东吴证券研究所

未来我国税务信息化系统朝着“云化、智能化”发展。经过三期的金税工程，我国税务信息化系统基本全面完成，但由于全国数据统一集中，数据量、用户数、计算量等均几何级增长，由此带来的负载和安全层面的压力大大超过上限，未来系统将朝向“云化、智能化”的方向发展，系统特点表现为大架构、大系统。具体而言，优化系统功能（核心征管系统、决策支持系统、大数据平台系统）、完善增值税发票管理新系统、完善优化智慧电子税务局建设、集成整合信息系统等。

图 8：我国税务信息化未来发展方向



数据来源：税友集团招股说明书（申报稿），东吴证券研究所

2.2. 企业财税信息化：有望加速进入产品变现期

如同税务信息化，企业财税信息化也经历了三个发展阶段：

1、手工代账为主（2000 年以前）：企业纳税人员以手工记账为主，并在税局的人工窗口申报纳税。该阶段效率较低，记录慢、查询繁琐、规范程度差、工作量大。

2、传统财务软件记账为主（2010-2014 年）：企业纳税人员以传统财务软件记账为主，通过扫描认证、网上申报的方式可以实现足不出户的纳税申报。该阶段通过财税软件局部提高效率，但企业财税软件以单模块、单系统为主要特点，并且由于价格较高，财税软件在中小微企业中并不普及。

3、智能记账（2014 年-至今）：2014 年以来由于互联网技术的发展，出现了 SaaS 的服务模式，财税数据不再局限在电脑端口，可以上传至云端，实现票财税集成一体与智能记账，纳税人员能够随时随地进行财务记账、财务查询、税收管理等。该阶段票财税一体化和智能化使得财税基础业务规范程度高、成本低、上手快，逐步在中小微企业中普及。并且，通过挖掘数据价值和客户需求，能够不断拓宽服务内容，向客户提供综合性服务。

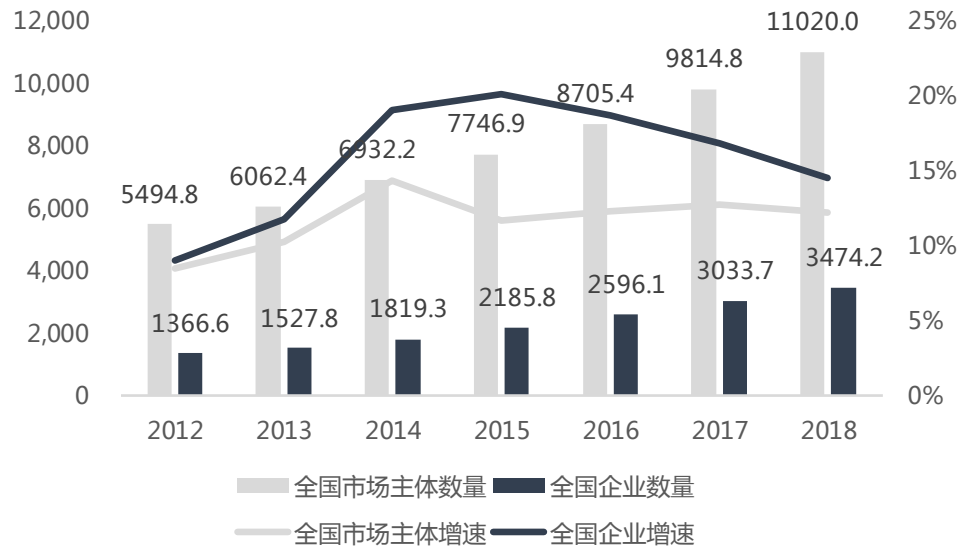
图 9：企业财税信息化行业发展阶段

期间	主要财税工作方式	特点
2000 年以前	手工记账为主，财务软件记账开始普及；人工开票、窗口报税	效率较低：简单的手工核算为主，记录慢、查询繁琐、规范程度较差，工作量大
2000 年至 2014 年	传统财务软件记账为主；税控开票、扫描认证、网上申报；存货管理模块开始应用	能够局部提高财税操作效率：企业财税软件采取模拟手工的技术方式，以单模块、单系统为主要特点，价格较高、财税软件难以在中小微企业中普及
2014 年以来	票财税一体化 SaaS 服务开始兴起，实现智能记账功能；以数据驱动的业务与财务融合融合成为热点，通过数据的进一步挖掘，提升经营管理水平	改变财税、人事从业人员的操作方式，整体提升财税业务操作效率；票财税一体化、智能化，使财税基础业务规范程度高、成本低、上手快，已逐渐在中小微企业中推广。 由于财务的数据直接来源于业务活动，通过数据的分析使用，反向把分析、管理嵌入到业务活动中，实时帮助企业提升业务活动效率、合规经营、管控风险，促进业财融合，提升企业竞争力。

数据来源：税友集团招股说明书（申报稿），东吴证券研究所

全国市场主体数量仍较高速增长，企业财税信息化建设保持高需求。全国根据国家市场监督管理总局数据，截至 2018 年底，全国市场主体 11020 万户，同比增速 12.3%，其中企业 3474.2 万户，同比增速 14.5%；个体工商户 7328.6 万户，农民专业合作社 217.3 万户。2014-2018 年，全国市场主体数量和企业数量的增速分别达到了 14.3%/11.8%/12.4%/12.7%12.3%，19.1%/20.1%/18.8%/16.9%/14.5%。全国市场主体和企业数量的不断增长，使得企业财税信息化建设保持着高需求。

图 10：全国市场主体和企业数量及增速（万户）



数据来源：国家市场监督管理总局，东吴证券研究所

代理记账行业发展迅猛，全国数量四万家，产业规模 700 亿元。面对国内大量的小微企业，代理记账机构是重要组成部分。过去五年，在“大众创业、万众创新”的时代背景下，新成立企业数量超过 2500 万家，假设 60% 企业需要代理记账服务，估算下来全国行业服务新企业数量就已经超过了 1500 万家，代理记账行业发展迅猛。根据中国会计报数据，全国代理记账行业机构约 4 万家，从业人员超百万人，服务中小微企业超过 1500 万户，产业规模超 700 亿元，以代理记账为入口的企业级服务市场更高达万亿元。代理记账机构作为大量小微企业的服务入口，对于推动企业财税信息化建设有积极意义。

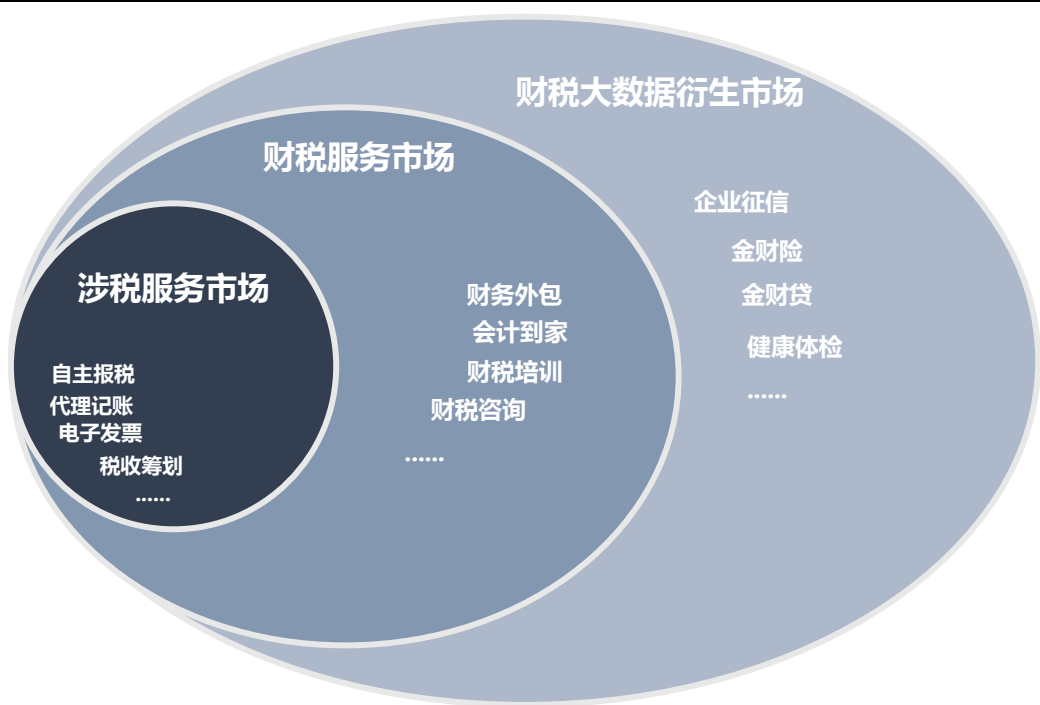
政策密集+技术落地+SaaS 模式，叠加爆款产品驱动企业财税服务市场加速进入变现期。一方面随着《电子商务法》和新《个人所得税法》在 2019 年 1 月 1 日正式实行，以及社保入税，金税三期全国大集中带来大数据管税手段的加强，征管力度前所未有，同时为了降低企业负担，国家密集出台了减费降税的政策，当前正处于政策红利期，在此背景下，对于中小微企业而言，“合规、减负、增利”的新财税服务需求将呈井喷之势。另一方面，云计算、大数据、区块链等技术逐步完善并在部分场景落地，良好的商业模式催使中小企业主采购意愿加强。同时叠加，行业内公司针对具体场景的企业财税增值产品有望成为爆款，驱动企业财税服务市场加速进入变现期。

3. 借税局端优势打开企业财税服务市场，依靠平台增值产品变现

公司战略：借助近 20 年公司在税局市场积累的经验 and 优势，打开企业财税服务市场。公司业务领域包括两大类，税局涉税服务市场和企业财税服务市场，其中前者规模有限但集中度高，后者规模大但市场分散。公司可以借助近 20 年在税局市场积累的海

量免费客户、独特的票税两端优势，利用互联网平台模式，撬动整个企业财税服务市场。

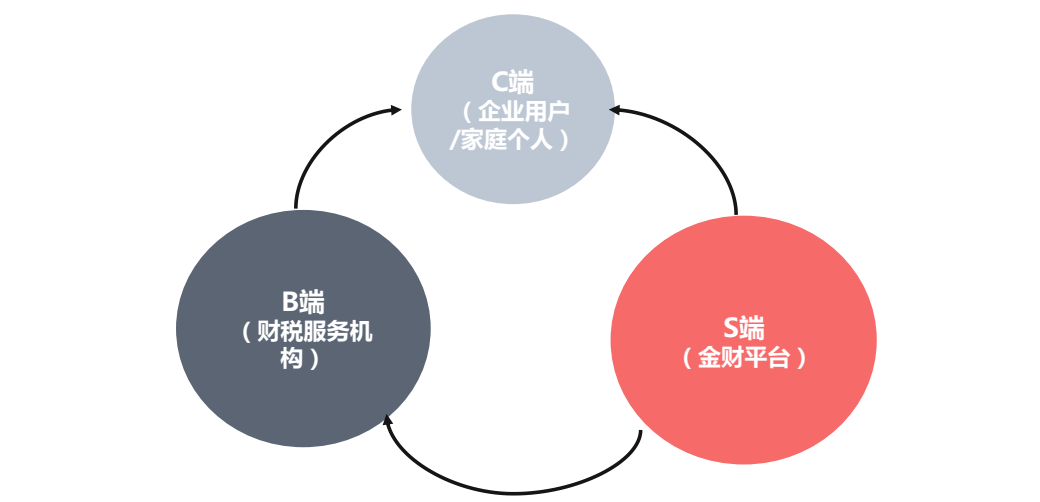
图 11：企业财税服务市场



数据来源：根据公司官网、财报等资料整理，东吴证券研究所

采用 S2B2C 模式的新财税综合服务平台。新财税以云服务为依托，运用大数据、人工智能、区块链等先进技术手段，对财税服务的产品、生产、营销、管理等关键环节进行升级改造，进而重塑业态结构与生态圈，实现线上线下融合、各方高效协作的智能化财税服务新模式，致力于打造场景化、精准化、智慧化的财税服务新体验。平台采用 S2B2C 的模式，S 端为金财平台，提供包括平台支持（技术+数据）、产品支持（供应链整合）、运营支持（内容+活动运营）等服务；B 端为财税服务机构，提供营销推广、落地服务等；C 端为企业用户，令客户享受到“合规、减负、增利”服务。

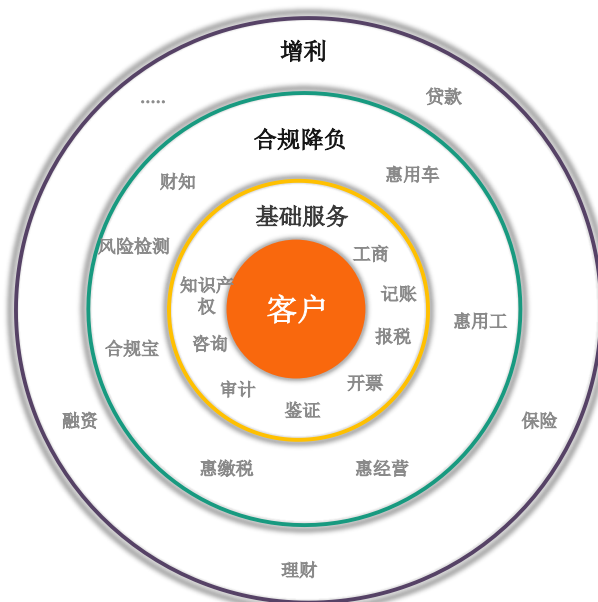
图 12：“新财税” S2B2C 平台



数据来源：根据公司官网、财报等资料整理，东吴证券研究所

通过增值产品服务吸引代理记账机构携带中小微企业入驻新财税平台，前期向代理记账机构收取一次性服务费。新财税模式下，公司的产品将以客户为中心，除提供基础服务之外，围绕“合规、降负、增利”的客户需求再提供增值产品服务，这是打开并站稳企业财税服务市场的关键。考虑到一家代理记账机构手握几百上千家中小微企业资源，前期通过和代理记账机构合作，吸引中小微企业入驻公司新财税平台是一种高效率的办法，那么说服代理记账机构愿意和公司合作将是关键。公司将通过提供大量增值类产品服务给中小微企业用，一旦中小微企业使用产品后有了粘性，那么代理记账机构将足够有意愿带领手中的中小微企业入驻平台。前期公司将向入驻的代理机构收取一次性服务费，后期有望转成收年收费模式。

图 13：金财互联产品体系



数据来源：根据公司官网、财报等资料整理，东吴证券研究所

按照不同客户的不同需求，公司拥有多类产品。1、针对财税服务机构，产品包括金财代账、金财运营管理、金财惠税、智能云咨询。2、针对中小企业，产品按包括金财管家、办税助手、金财惠税。3、针对财税从业者，产品主要是金财学院。4、针对个人，产品主要是票税宝。

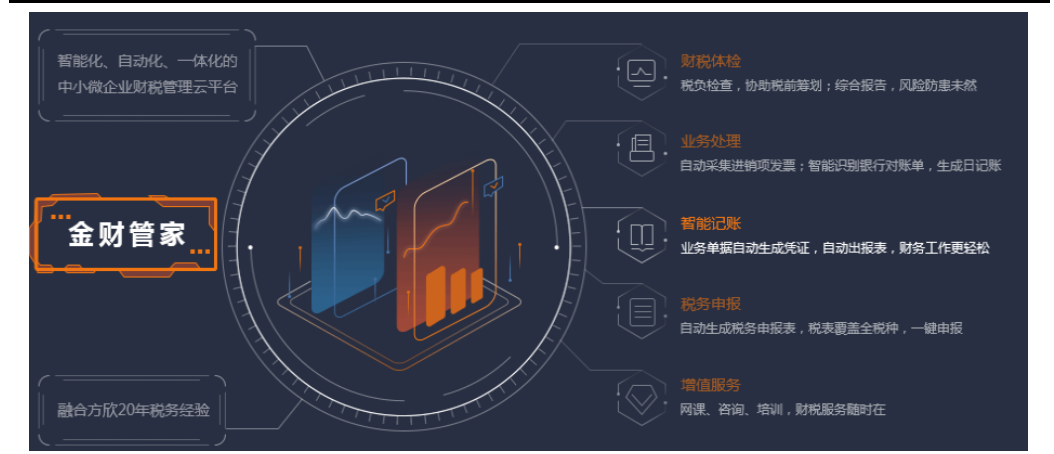
图 14：金财互联主要产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

金财管家：包括业务处理、财务核算、税务申报、财税体检、财税咨询五大模块。业务处理包括采集发票、发票管理、费用管理、资金管理、资产管理、存货核算等功能；财务核算包括凭证管理、账簿、财务报表、期末结账等功能；税务申报支持全税种申报、税款缴纳、历史申报查询；财税体检支持增值税、财务报表体检；财税咨询支持视频培训、财税资讯、咨询业务。实现了智能化（智能凭证引擎，自动生成财务凭证；银行对账单导入，智能匹配业务类型）、自动化（发票采集自动化，可以实现无纸化办公；全税种批量申报，一键报税）、一体化（业务管控、财务记账、税务申报一体化管理平台）。

图 15：金财管家



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

票税宝：以企业员工报销个人发票收集为切入点，补足数字化企业信息采集盲区；以个税专项附加扣除为切入点，以发票数据为依托，将家庭和个人数字化，实现对电子发票和纸质发票的采集、存储、报销使用与管理，与天猫、淘宝、滴滴、携程等应用生态融为一体。

图 16：票税宝



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

金财惠税：基于人工智能和大数据，智能化处理税务，不仅可以帮助财税服务机构，还适用于中小企业。拥有政府园区优势，提供合规、专业、便捷的服务，包括工商注册设立、账务处理、智能报表、智能报税一体化等。

图 17：金财惠税



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

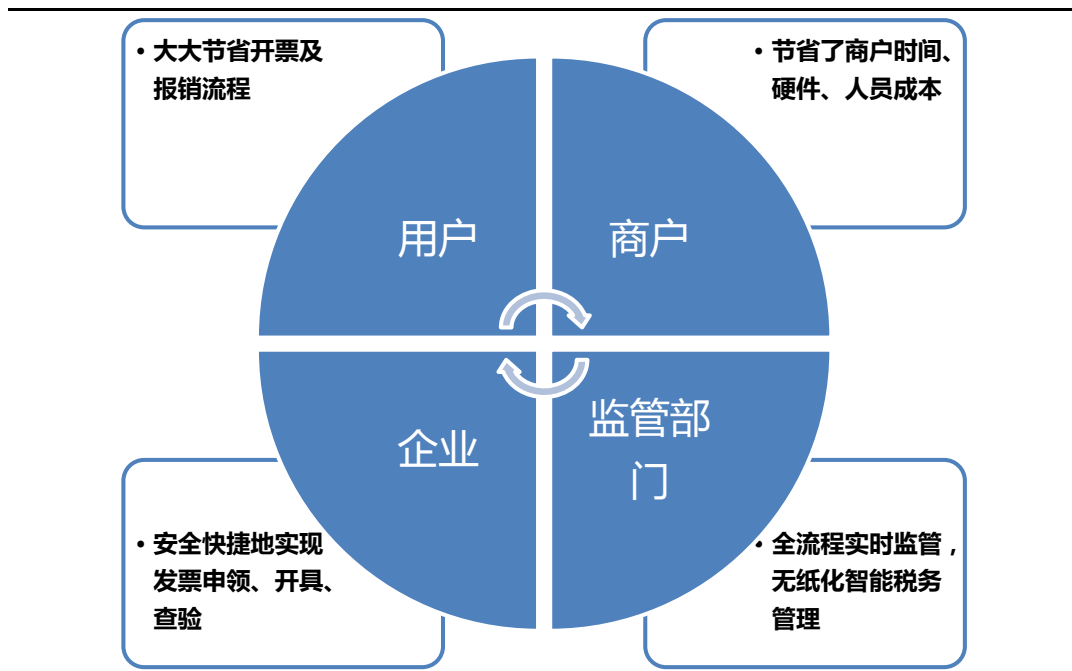
4. 网红经济财税市场崭露头角，区块链产品合规宝有望快速放量

4.1. 公司拥有国内唯二的区块链电子发票平台，奠定社交电商财税基础

相比于传统发票，区块链电子发票优势明显。区块链电子发票，通过区块链的密钥、加解密算法，纳税人身份具有唯一性，确保了发票数据内容不被泄露和非法利用；区块链数据不可篡改，确保了发票数据的真实性、完整性；区块链文件的分布式存储，确保数据永不丢失。相比较传统发票，区块链电子发票对用户、商户、企业以及监管部门都更有效率。1、对用户而言：实现“交易即开票，开票即报销”，用户可以实现链上储存、

流转、报销，大大节省开票及报销流程。**2、对于商户而言：**消费者结账之后就能自行获取电子发票，大大节省了商户时间、硬件、人员成本。**3、对于企业而言：**可以安全快捷地实现发票申领、开具、查验，还可以在打通企业财务系统后，实现员工即时报销，后续可拓展至纳税申报。**4、对于税务监管部门而言：**通过区块链管理平台，可实时监控发票开具、流转、报销全流程，实现无纸化智能税务管理，保障税款及时、足额入库。目前国内区块链电子发票的城市包括深圳、广州、平潭，深圳由腾讯作为技术供应商，广州和平潭由方欣科技作为技术供应商。

图 18：区块链电子发票的优势



数据来源：腾讯官方公众号，东吴证券研究所

截至 2019 年 10 月 30 日，深圳区块链电子发票开票数量突破 1000 万张。2018 年 8 月，深圳开出第一张区块链电子发票以来（深圳区块链发票是由国家税务总局深圳市税务局和腾讯金融科技共同研发），根据腾讯官网微信公众号数据，截至 2019 年 10 月 30 日接入企业超过 7600 家，开票数量突破 1000 万张，开票金额超 70 亿元，应用于金融保险、零售商超、酒店餐饮、停车服务等上百个行业。深圳市税务局还宣布 2020 年 1 月 1 日深圳前海将率先实现电子发票全覆盖即发票无纸化。

由方欣科技自主研发的全国首个“区块链+电子发票”平台“税链”2018 年 6 月成功上线。2018 年 6 月 22 日，公司子公司方欣科技联合广州黄埔区政府、广州市税务部门以及广州开发区税务部门共同发布由方欣科技自主研发的全国首个“区块链+电子发票”平台——“税链”成功上线，广州燃气集团有限公司由税务机关授权加入区块链网络，开出首张“上链”发票，实现全国首张电子发票上区块链存储、交换和共享。“税链”电子发票区块链平台，建立了弱中心化的电子发票系统，打通了开票方、受票方、税务部门等各方的链接节点，纳税人可实现区块链电子发票全程可查、可验、可信、可追溯，切实保护合法权益；税务部门可实现对纳税人发票申领、流转、报税等全过程全

方位监管，有效降低了以票控税的成本，实现了对发票申领和报税等环节全流程监管，解决了凭证电子化带来的信任问题，构建了基于区块链的可信任电子凭证系统。目前，兴业银行、招商银行、广州燃气、南航、安居宝等企业均为公司“税链”的合作伙伴。未来，税链也将考虑接入工商链、财政链、海关链、银行链、法院链等形成超级链，解决跨部门之间的数据共享问题，建立横向间信息和数据的自动告知机制。

图 19：“税链”电子发票区块链平台发布仪式



数据来源：方欣科技微信公众号，东吴证券研究所

广东省税务局试点“税链”区块链电子发票平台开具通用类发票。2018 年 12 月 6 日，国家税务总局广东省税务局发布关于试点应用“税链”区块链电子发票平台开具通用类发票的公告，表示“税链”区块链电子发票平台开具的通用类发票是无纸电子化发票，其法律效力、基本用途、基本使用规定等与其他税务部门认可的开票软件所开具的通用类发票相同。开票方和受票方需要纸质发票的，可以自行打印发票的版式文件。同时，表示“税链”区块链电子发票平台试点工作将分期分批逐步推广。

图 20：“税链”电子发票区块链平台开具通用类发票的票样

广东通用机打发票（电子）

名称： 纳税人识别号： 地址、电话： 开户行及账号：		密 码 区	
合计 价税合计 (大写)	(小写)		
名称： 纳税人识别号： 地址、电话： 开户行及账号：			
收款人：	复核：	开票人：	销售方：(章)

数据来源：国家税务总局广东省税务局官网，东吴证券研究所

方欣科技作为技术开放商，推动“票链”区块链电子发票平台 2019 年 11 月 1 日在

平潭正式上线。2019年11月1日，“票链”区块链电子发票平台在平潭正式上线，平潭综合实验区车租宝李雨航贸易信息咨询部开出第一张区块链电子发票，这是福建省开出的首张区块链电子发票。福建省税务局“票链”区块链电子发票平台是由方欣科技作为技术开发商，在平潭综合实验区试点上线，这是继2018年方欣科技联合广东税局推出“税链”区块链电子发票平台后，在区块链+电子发票领域又一动作。

“票链”帮助电商平台解决发票缴税过程中的痛点难点问题，奠定网红财税基础。服务型电商平台通常有数以万计的经营者，呈现数量大、遍布全国、流动性强等特点。由于这些平台商户大部分是未达起征点的个体户，提供发票比较麻烦，影响了平台型企业及时取得合规发票，从而需要承担较高税负，不利于做大做强。“票链”在平潭平台型企业进行区块链电子发票试点，试图解决了平台型企业在取得发票上的痛点难点问题，有利于优化营商环境，并为网红财税奠定基础。

4.2. 电商法的实施要求电子商务经营者依法缴税，网红经济财税市场崭露头角

2019年1月1日，《中华人民共和国电子商务法》正式实施。根据电商法的规定，平台承担了主要的个人卖家的合规化监管任务。电子商务经营者需要进行纳税，但纳税相关情况的报送与监管主要依赖于电子商务平台经营者。1、电商法第十一条规定：电子商务经营者应当依法履行纳税义务，并依法享受税收优惠。2、电商法第二十八条规定：电子商务平台经营者应当按照规定向市场监督管理部门报送平台内经营者的身份信息，提示未办理市场主体登记的经营者依法办理登记，并配合市场监督管理部门，针对电子商务的特点，为应当办理市场主体登记的经营者办理登记提供便利。3、电商法第二十八条规定：“电子商务平台经营者应当依照税收征收管理法律、行政法规的规定，向税务部门报送平台内经营者的身份信息和与纳税有关的信息。”

图 21：社交电商常见经营风险



数据来源：合规宝微信公众号，东吴证券研究所

政策推动新财税服务迎来春天。从需求侧来看，随着《电子商务法》和新《个人所得税法》在 2019 年 1 月 1 日正式实行，以网店、微商、代购、直播等新经济为代表的经营群体不再属于征管机构监管的“灰色地带”，家庭个人财税服务蓝海亟待爆发，涉税服务群体成倍增长。随着金税三期全国大集中的实施完成，大数据管税技术手段的应用，以及社保入税、企业大幅度减税政策的执行，为增加税负公平性，征管力度前所未有，“合规、降负”的新财税服务需求呈井喷之势。

从供给侧来看，随着人工成本的增加、获客难、价格走低以及客户需求的变化，传统财税服务机构以工商、代理记账、鉴证、审计为主的劳动密集型业务已经无法适应新时代的需求，财税服务机构亟待利用数字化手段进行转型升级。此外，国家税务总局发布《国家税务总局关于坚决查处第三方借减税降费服务巧立名目乱收费行为的通知》(税总发[2019]44 号)，依靠行政手段面向纳税人收费的模式一去不复返，依靠市场化手段的新财税服务迎来了春天。

图 22：电商法推动行业财税需求增加



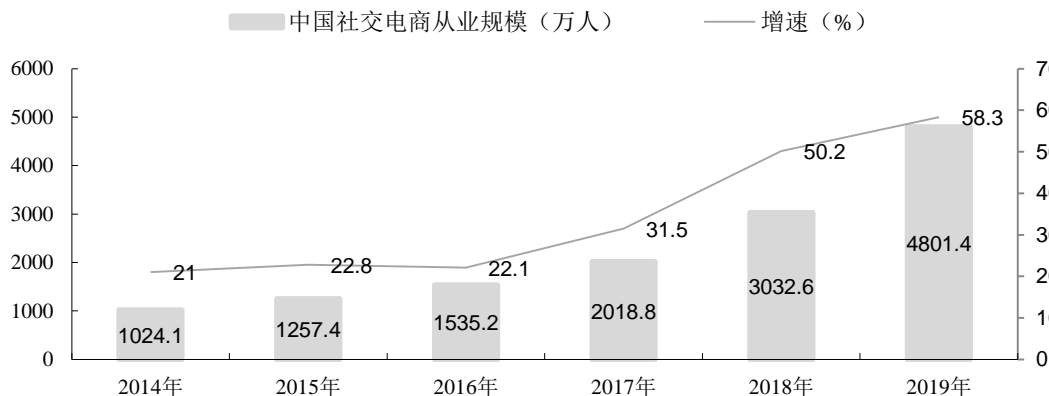
数据来源：合规宝微信公众号，东吴证券研究所

网红经济对财税相关需求大，合规宝覆盖社交电商和直播平台。电商法规定，电子商务经营者包括从事网络销售商品或提供服务的经营活动的自然人、法人和非法人组织，电子商务经营者应当依法办理市场主体登记、依法纳税。电子商务经营者包含了代购、“带货”主播、朋友圈微商、抖音卖货、在淘宝/微店/小程序等平台开设小店的个人卖家等。

新兴的社交电商市场规模预计超过两万亿元。作为一种新业态，社交电商是基于社交媒体或支持社会互动的网络媒体，是通过客户参与推动在线购销产品和服务的电商。与传统电商相比，社交电商拥有体验式购买、用户主动分享、销售场景丰富等独特优势，用户既是购买者，也是推荐者，深受年轻人喜爱。社交电商的发展，在降低企业营销成本的同时，也使消费者得到了更多实惠。目前社交电商的主要模式可以分为三个类型，以拼多多、京东拼购为代表的拼团型，以小红书、抖音为代表的內容型，以贝店等为代表的会员分销型。根据中国互联网协会微商工作组发布了《2019 中国社交电商行业发展报告》，2019 年社交电商保持高速增长，预计市场规模达 20605.8 亿元，同比增长高

达 63.2%。2019 年社交电商从业人员规模预计将达到 4801 万人，同比增长为 58.3%。预计 2019 年社交电商占比网络零售规模超过 20%，2020 年社交电商市场规模占比网络零售超过 30%，社交电商已成为电子商务不可忽视的规模化、高增长的细分市场。

图 23：2014-2019 年中国社交电商从业人员统计



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

4.3. 合规宝是目前唯一解决网红经济财税需求的区块链产品，有望快速放量弹性可观

合规宝为电商法下的新业态从业者提供方便、快捷、全生命周期、低门槛的合规化服务。通过新商合规宝这一服务平台，社交电商从业者可以获得提供包括在线注册、银行开户、税务登记到区块链技术的电子发票开具等服务，从市场主体合规到开票纳税合规，为用户降低管理成本，并且在合规的基础上进行降负筹划，通过全流程的合规运营，为可持续经营提供强大的后台支撑。10 分钟成为合规经营主体，通过一台手机登录金财云商平台，上传身份证、进行人脸识别认证、完成电子签名三个步骤，系统就提示完成工商营业执照申请。

图 24：合规宝帮助社交电商解决合规需求



数据来源：合规宝微信公众号，东吴证券研究所

图 25: 合规宝服务成果



数据来源: 合规宝微信公众号, 东吴证券研究所

合规宝与平台合作批量获取用户。合规宝本身不直接面对 C 端用户, 而是采取了与平台签约批量划转用户的商业模式, 从而极大的降低了销售费用, 同时加速用户数量增长。合规宝通过平台集成办理的商事登记、税务登记、银行开户等商事主体登记业务无费用收取; 社交电商在平台费用仅为首年 799 元的合规筹划服务费, 和次年起 499 元的 SAAS 服务费用。帮助网红平台、直销平台解决财税合规需求。

图 26: 合规宝产品收费清单

低于市面的价格方案		成为商事主体			发票开具 (元/年)	纳税申报 (元/年)	SAAS服务费 (元/年)	总费用 (元/年)
		工商登记 (元)	税务登记 (元)	银行开户 (元)				
市面参考价格		2000			2000			
新商 合规 宝	首年	\	\	\	\	\	赠送	799
	次年起	\	\	\	\	\	499	499

数据来源: 合规宝微信公众号, 东吴证券研究所

合规宝先发优势明显, 门槛较高短期无法复制。目前市面上还没有竞品出现, 合规宝将率先与各主流平台形成合作, 从而占领市场确立显著的先发优势。合规宝的主要壁垒体现在以下几个方面: 方欣科技与工商税务和银行形成的合作关系, 在财税服务领域积累的专业能力, 以及区块链电子发票的试点牌照。

合规宝产品有望快速上量。假设: 1) 用户群体: 国内直销主体人数 3~4 千万; 2) 收费方式: 个人主体按年付费, 产品单价为 699/年 (我们判断前期推广阶段价格会打五折); 3) 净利率: 边际成本较低, 期间费用较低, 规模效应显著提升空间较大。基于以上三个假设, 若初期推广阶段的用户群体达到 100 万, 前期按每人每年收费 300 元计算,

那么对应 3 亿元收入。若能达到 200 万，对应 6 亿收入。我们认为渗透率在 20% 会是一个阶段高点，即 600-800 万用户群体，对应 18-24 亿收入。推广期结束后，每年将收取质量较高的稳定现金流，并且有了提价的议价权，由于网红平台集中，竞争格局有利于龙头企业。目前下游平台需求比较旺盛，公司区块链电子发票平台和产品已准备就绪，公司这块订单有望快速增长。

5. 盈利预测和投资评级

核心假设和盈利预测：我们认为，热处理业务未来 2-3 年保持基本持平的趋势；财税业务在合规宝助力下有望重新高速增长。预计 2019-2021 年，1) 热处理业务增速分别为 -10%、5%、5%；2) 财税业务增速分别为 10%、60%、40%。基于以上假设，我们预计 2019-2021 年公司营收分别为 12.76、17.58、22.71 亿元。预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.51、4.19、5.79 亿元，现价对应 50、30、22 倍 PE。

表 1：金财互联各业务营收预测（亿元）

	2018	2019	2020	2021
互联网财税	6.9	7.6	12.1	17.0
增速	37.3%	10%	60%	40%
其中：合规宝	0	0	3	6
热处理业务	5.7	5.1	5.4	5.7
增速	16.2%	-10%	5%	5%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

采用分部估值，合理市值 180-200 亿，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 23.1 元。我们预计传统热处理业务 2020 年约 7000 万利润，给予 15 倍 PE，市值 10.5 亿元；预计财税云业务 20 年贡献 2-2.5 亿元利润，参考财税相关公司估值，给予 40 倍 PE，市值 80-100 亿元。

表 2：财税相关可比上市公司估值

公司代码	公司名称	市值（亿元）	2019PE	2020PE
600271	航天信息	458	24	20
300525	博思软件	75	58	41
	平均		41	31

数据来源：Wind，东吴证券研究所

合规宝带来的新增量，以中短期 100 万的付费用户计算，每年贡献 3 亿收入，净利率 50% 以上，净利润 1.5 亿，未来增速较高，参考产品化可比公司估值，保守给予 60 倍 PE，对应 90 亿市值。综上，分部估值合计市值 180-200 亿元。

表 3：产品化可比上市公司估值

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	2019PE	2020PE
600588	用友网络	849	95	77
600570	恒生电子	702	67	58
002153	石基信息	437	83	69
002410	广联达	454	114	81
		平均	90	71

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

1、国内中小型企业发展受到国内外环境的负面影响超预期。由于国际环境仍存在较大的不确定性，若国内整体宏观环境向好发展不及预期，那么对国内中小型企业的影响会比较大，从而影响企业采购服务的意愿和能力。

2、行业内竞争厂商均有占据明显优势的省份，行业竞争激烈程度超预期。尽管国内企业财税市场未来空间广阔，但目前市场仍比较分散，暂未出现具有明显竞争优势的龙头厂商，因此未来行业竞争的激烈程度存在超预期的可能。

3、政策推动力度不达预期。2019年1月1日，《中华人民共和国电子商务法》正式实施，根据电商法的规定，平台承担了主要的个人卖家的合规化监管任务，电子商务经营者需要进行纳税。尽管有政策推动，但存在不达预期的风险。

4、竞争者出现并开展恶性竞争。目前公司的产品合规宝是目前唯一解决网红经济财税需求的区块链产品。尽管我们认为合规宝先发优势明显，门槛较高短期无法复制，但不排除后续有新竞争者出现并开展恶性竞争的风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

