

金财互联 (002530)

证券研究报告

2019年11月24日

财税业务带来快速增长，卡位 G 端打造核心优势

高毛利的互联网财税业务拉动公司营业收入快速增长

公司以互联网财税业务为主要利润来源。该业务是以数据和技术驱动的“新财税”综合服务平台，主要产品为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，并于 2018 年 6 月 22 日上线全国首个电子发票区块链平台“税链”。受公司互联网财税业务大幅度增长影响，公司近几年来业绩增长较快。公司 2018 年实现营业收入 12.64 亿元，同比增长 26.70%，归母净利润 2.91 亿元，同比增长 27.70%。2019 年前三季度，公司实现营业收入 9.39 亿元，同比增长 19.16%，归母净利润 1.81 亿元，同比增长 2.91%。

金税三期催化行业竞争要素变化，公司打造 S2b2c 商业新模式

中国财税服务领域正处于数字化转型的历史窗口。财税服务进入以新财税模式取胜的技术 3.0 阶段。公司财税平台则从原有 SaaS 产品销售模式转为面向企业提供“会员制+专项服务”的服务销售模式。采用“会员制+专项服务”模式之后，从单一解决企业财税效率问题变为综合解决企业财税业务问题，无论是用户黏性，还是 ARPU 值、市场空间都有望得到极大改善。

卡位 G 端打造核心壁垒，塑造竞争优势

公司 2018 年中标全国国家税务总局实名办税和涉税风险监控系統。公司局端业务在继金税三期纳税服务項目之后再次进入稅務總局。2019 年 3 月 1 日完成广东第一个试点厅的音视频等数据接入后，3 月底完成了全国 36 个省市单位大厅的接入工作，系統整体于 7 月 1 日在全国正式上线。依托該項目，公司可积极探索实名认证、实名办税、大厅智能监控的深化应用和推广，并依托稅務總局这一“制高点”，充分布局和拓展公司在局端业务的规划、发展、运营，并快速响应国家、稅務總局政策调整和業務变革。

投资建议

看好公司壁垒仍在，增值服务将推动业务快速增长。预计 2019-2021 年公司实现净利润 3.56/4.24/4.96 亿元，首次覆盖，预测目标价 16.1 元，给予“买入”评级。

风险提示：财税服务业务推广不及预期的风险；宏观经济波动导致下游需求不振的风险；应收账款过高的风险；竞争加剧的风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	997.74	1,264.09	1,546.71	1,918.70	2,396.49
增长率(%)	106.21	26.70	22.36	24.05	24.90
EBITDA(百万元)	290.06	467.32	455.60	537.07	636.71
净利润(百万元)	230.47	291.04	356.31	424.34	496.25
增长率(%)	395.04	26.28	22.43	19.09	16.95
EPS(元/股)	0.30	0.37	0.46	0.54	0.64
市盈率(P/E)	35.03	27.74	22.66	19.02	16.27
市净率(P/B)	2.05	1.93	1.79	1.64	1.49
市销率(P/S)	8.09	6.39	5.22	4.21	3.37
EV/EBITDA	38.97	9.52	15.77	12.95	10.40

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.36 元
目标价格	16.10 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	779.20
流通 A 股股本(百万股)	637.98
A 股总市值(百万元)	8,072.49
流通 A 股市值(百万元)	6,609.45
每股净资产(元)	5.55
资产负债率(%)	14.47
一年内最高/最低(元)	15.77/5.41

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《丰东股份-首次覆盖报告:核心优势筑造龙头地位，泛财税战略有望加速落地》 2017-05-01

内容目录

1. 财税业务拉动公司业绩快速增长.....	3
1.1. 公司股权结构稳定，实际控制人为董事长朱文明.....	3
1.2. 发力互联网财税业务，打造核心增长点.....	3
1.2.1. 互联网财税业务服务 G 端 B 端客户.....	3
1.2.2. 电子发票区块链平台打造可信任电子凭证系统.....	5
1.3. 毛利率较高的互联网财税业务占比持续上升.....	6
2. 金税三期卡位优势明显，打造 S2b2c 商业新模式.....	7
2.1. 金税三期催化行业竞争要素变化，从人力转向技术.....	7
2.2. 打造 S2b2c 商业新模式，公司未来有望切入 C 端客户.....	8
2.3. 卡位 G 端打造核心壁垒，塑造竞争优势.....	9
2.4. 基于平台打造增值服务，未来想象空间巨大.....	9
3. 盈利预测与估值.....	9
3.1. 公司壁垒仍在，增值服务推动业务快速增长.....	9
3.2. 短期利润或有承压，关注财税新模式打通进度.....	10
4. 风险提示.....	10

图表目录

图 1：金财惠税示意图.....	3
图 2：金财管家示意图.....	4
图 3：票税保示意图.....	4
图 4：公司付费用户数保持快速增长态势，18 年超过 200 万.....	5
图 5：“税链”现场发布会.....	5
图 6：“税链”区块链电子发票平台界面.....	6
图 7：中国小额代账企业超过 4 万家，依赖人力投入和当地资源（单位：万）.....	7
图 8：智能财税工具有望加速代账行业生产力的提升.....	8
图 9：S2b2c 商业模式图.....	8
图 10：公司与龙岩市签约成立财税共享中心.....	9
表 1：2019 年第三季度公司十大股东明细表.....	3
表 2：公司营业收入构成（单位：亿元）.....	7
表 3：公司毛利润构成（单位：亿元）.....	7
表 4：税友和金财互联企业端产品对比.....	8
表 5：收入预测.....	10
表 6：对比公司 PE 倍数.....	10

1. 财税业务拉动公司业绩快速增长

1.1. 公司股权结构稳定，实际控制人为董事长朱文明

江苏东润金财投资管理有限公司为金财互联实际控制主体，董事长朱文明为公司实际控制人。金财互联董事长朱文明通过持有江苏东润金财投资管理有限公司 57.25% 股份实际控制金财互联。

表 1：2019 年第三季度公司十大股东明细表

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)	排名
1	江苏东润金财投资管理有限公司	15504	19.79	1
2	徐正军	12820	16.36	2
3	东方工程株式会社	7536	9.62	3
4	朱文明	6593	8.41	4
5	王金根	5314	6.78	5
6	束昱辉	4263	5.44	6
7	和华株式会社	1255	1.60	7
8	民生证券-浦发银行-民生方欣 1 号集合资产管理计划	710	0.91	8
9	全国社保基金一零二组合	700	0.89	9
10	香港中央结算有限公司(陆股通)	564	0.72	10
	合计	55259	70.52	

资料来源：Wind、天风证券研究所

1.2. 发力互联网财税业务，打造核心增长点

1.2.1. 互联网财税业务服务 G 端 B 端客户

互联网财税业务是公司旗下，以数据和技术驱动的“新财税”综合服务平台。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) G 端：

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。依托方欣科技数十年税务领域服务的积累，基于云计算技术、大数据技术和人工智能算法等，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 19 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。

图 1：金财惠税示意图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

2) B 端:

金财系列产品，为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。

面向会计人员提供金财管家，主要解决会计从业人员日常工作繁琐重复以及技能提升问题，包括：办税助手、金财管家、税检宝、金财学院工具。

图 2：金财管家示意图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

面向法人提供掌税保工具，主要解决法人实时掌握企业财税状况、财税风险以及同行情况问题。

面向员工提供票税宝工具，解决发票归集、费用报销以及个人税赋管理问题。

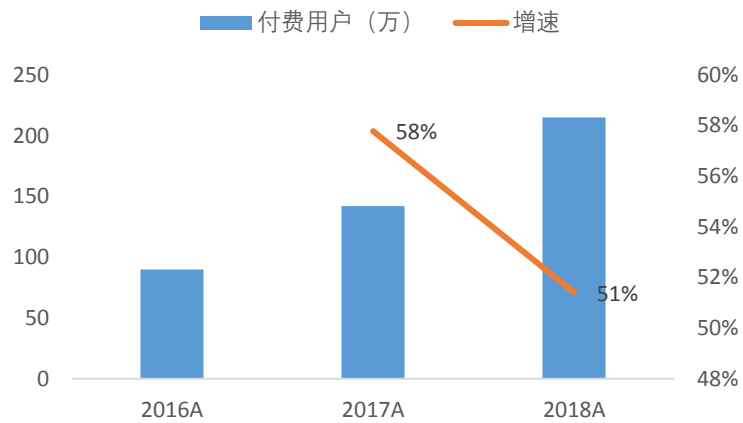
图 3：票税保示意图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

面向代理记账机构提供数字化转型升级赋能，解决财税服务机构在数字化时代下的智能营销、智能服务、智能生产和数据运营，主要包括：金财运营、智能咨询、金财代账、税检宝等服务。

图 4：公司付费用户数保持快速增长态势，18 年超过 200 万



资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.2.2. 电子发票区块链平台打造可信任电子凭证系统

全国首个电子发票区块链平台“税链”正式上线。2018年6月22日，公司联合广州市税务部门共同推出的全国首个电子发票区块链平台“税链”。广州燃气集团有限公司授权加入区块链网络，并开出了首张“上链”发票，实现全国首张电子发票上区块链存储和流转。“税链”电子发票区块链平台，是区块链技术首次在财税领域的落地，是公司业务发展与创新的直接体现，在巩固原有技术与市场的基础上，有利于营造公司新的业务增长点。广州市税务部门已计划安排含南方航空等发票量大的 100 家左右企业推广使用“税链”，将会进一步促进公司财税一体化财税管家的推广，在为政府及企业用户提供了更高品质服务的同时，有利于进一步增强公司核心竞争力及市场占有率。

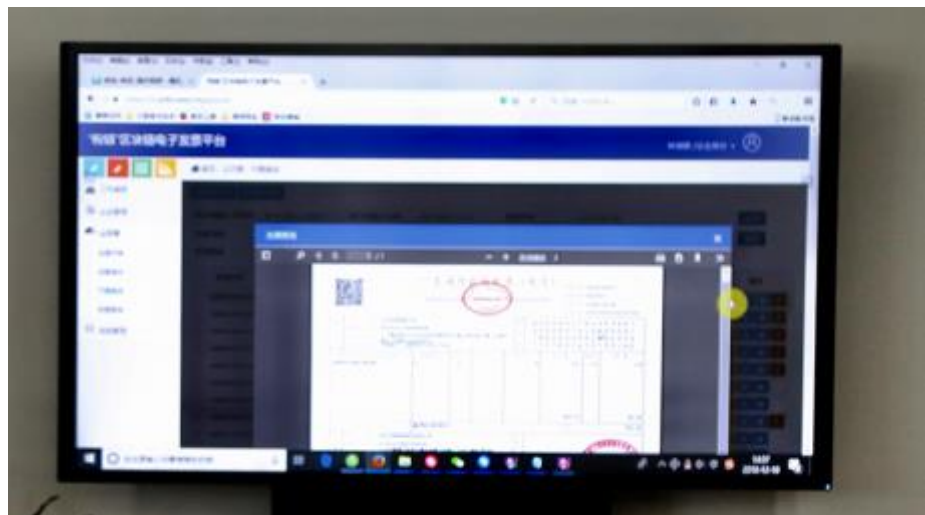
图 5：“税链”现场发布会



资料来源：腾讯新闻、天风证券研究所

区块链技术解决凭证电子化信任问题，实现了发票申领和报税等环节全流程监管。发票是商业交易的凭证，具备交易维权、会计记账和纳税基础凭证三大职能。区块链融合了分布式数据存储、点对点传输、共识机制、加密算法等技术，具有分布式、可信任、不可篡改等优势。它通过特定算法记录每一个交易事项，具有无与伦比的可靠性和安全性。纳税企业现在通常使用复式记账法，记录每一笔交易的借项和贷项这两个输入项，引入区块链技术后，就有了‘三式记账法’，每笔业务发生（如销售产品、采购材料、支付薪资和费用，记录资产和债务等）在分布式账本中都会产生第三个输入项——每笔交易的时间戳凭证，公司的财务报表将会变成活化的分类账本，具有可审计性、可追溯性及可验证性，相关利益体各方如检查、监管等单位及股东等个人只需赋予访问权限，就可以随时实时访问账本。通过共享公共账本，能够使财务核算、税务核算、监管、审计、稽查大部分环节实现自动化，信用成本大大降低，对整个社会信用诚信体系建设具有强大支撑作用。“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，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。

图 6：“税链”区块链电子发票平台界面



资料来源：新华网、天风证券研究所

1.3. 毛利率较高的互联网财税业务占比持续上升

受公司互联网财税业务大幅度增长影响，公司近几年来业绩增长较快。公司 2018 年实现营业收入 12.64 亿元，同比增长 26.70%，归母净利润 2.91 亿元，同比增长 27.70%。截止 2019 年中，财税业务已经覆盖广东、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。

2019 年前三季度，公司实现营业收入 9.39 亿元，同比增长 19.16%，归母净利润 1.81 亿元，同比增长 2.91%。净利润增速下滑，是因为公司互联网财税业务扩张，导致营业成本大幅度 and 开发支出大幅度增加所致。截止第三季度，公司营业成本达 5.52 亿元，同比增长 38.48%，开发支出 1.06 亿元，同比增长 255.26%。

表 2：公司营业收入构成（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重
营业收入合计	12.64	100%	9.98	100%
热处理行业	5.70	45.11%	4.92	49.32%
互联网财税行业	6.94	54.89%	5.06	50.68%

资料来源：公司年报、天风证券研究所

表 3：公司毛利润构成（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占毛利润比重	金额	占毛利润比重
毛利润合计	6.09	100.00%	4.55	100.00%
热处理行业	1.98	32.59%	1.57	34.54%
互联网财税行业	4.10	67.41%	2.98	65.46%

资料来源：公司年报、天风证券研究所

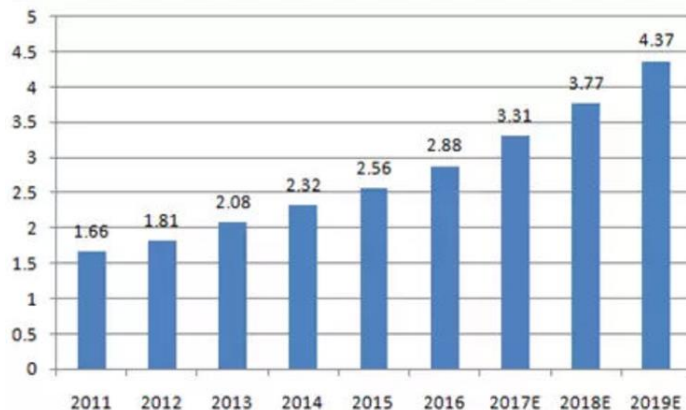
2. 金税三期卡位优势明显，打造 S2b2c 商业新模式

2.1. 金税三期催化行业竞争要素变化，从人力转向技术

从行政化到市场化，中国财税服务领域正处于数字化转型的历史窗口。财税服务进入以新财税模式取胜的 3.0 阶段，财税服务行业已先后经历了以个人专业服务能力取胜的 1.0 阶段和以软件工具加连锁经营规模取胜的 2.0 阶段。随着移动互联、大数据、人工智能等技术的快速发展，新一轮科技革命从根本上改变财税行业的商业模式，一个在线连接、数字驱动、网络协同的财税 3.0 时代正在到来。

金税三期全国大集中实施完成，企业对财税服务的需求产生变化。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，传统线下两套账本的避税方式已经无法走通，企业会更依靠线上、智能化的手段提升做账效率，更为规范化的节税。其次，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”。

图 7：中国小额代账企业超过 4 万家，依赖人力投入和当地资源（单位：万）



资料来源：产业信息网、天风证券研究所

生产效率是未来，财税服务机构亟待利用数字化手段进行转型升级。同时，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。竞争要素变化，规模效应显现，实现数字化转型的小额代账公司有望异地加速扩张。

2.2. 打造 S2b2c 商业新模式，公司未来有望切入 C 端客户

公司财税平台从原有 SaaS 产品销售模式转为面向企业提供“会员制+专项服务”的服务销售模式。采用“会员制+专项服务”模式之后，从单一解决企业财税效率问题变为综合解决企业财税业务问题，无论是用户黏性，还是 ARPU 值、市场空间都有望得到极大改善。截止 2019 年中，财税云局端业务已经覆盖广东、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 8：智能财税工具有望加速代账行业生产力的提升



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司采用 S2b2c 的平台化商业模式，未来有望通过 B 端切入 C 端。即通过数据和技术赋能代理记账公司、事务所等线下财税服务机构，利用平台规模优势带来的资源整合能力，构建起了线上为主、线下为辅的服务体系，为中小企业和家庭个人用户提供更专业、更优质、更高性价比的“新财税”服务需求。并利用海量用户的规模优势，以及线下财税服务机构的网点优势，实现低成本的供应链资源整合，形成强大的网络协同能力。

图 9：S2b2c 商业模式图



资料来源：新浪网、天风证券研究所

表 4：税友和金财互联企业端产品对比

公司名称	企业端产品	服务模式
税友	亿企助手、亿企代账	在已有软件产品的基础上，根据客户的特殊需求对软件开发和组合，以自主软件为核心，同时为客户提供咨询、方案设计、系统实施及相关技

金财互联	金财管家、办税助手、金财惠税	<p>术服务。</p> <p>采用“平台+服务的企业会员服务”的方式，收费服务主要是针对中小企业收取财税服务、专属支持服务、业务咨询培训服务等收入，具体包括通过配备的线下专属服务与运营团队为用户提供专项财税相关技术援助等收费服务；为用户提供针对性的财税培训解决方案及咨询等收费服务。</p>
------	----------------	---

资料来源：税友官网、公司官网、天风证券研究所

2.3. 卡位 G 端打造核心壁垒，塑造竞争优势

公司 2018 年中标全国国家税务总局实名办税和涉税风险监控系統。公司局端业务在继金稅三期納稅服務項目之後再次進入稅務總局。2019 年 3 月 1 日完成廣東第一個試點廳的音視頻等數據接入後，3 月底完成了全國 36 個省市單位大廳的接入工作，系統整體於 7 月 1 日在全國正式上線。依托該項目，公司可積極探索實名認證、實名辦稅、大廳智能監控的深化應用和推廣，並依托稅務總局這一“制高點”，充分布局 and 拓展公司在局端業務的規劃、發展、運營，並快速響應國家、稅務總局政策調整和業務變革。

图 10：公司与龙岩市签约成立财税共享中心



资料来源：中国产业经济信息网、天风证券研究所

2.4. 基于平台打造增值服务，未来想象空间巨大

公司以平台为基础可以打造更符合用户需求的增值服务。公司以金财管家平台为载体获取中小微企业用户，为有需求的企业用户提供财税、企业管理、知识服务等一体化的服务，同时凭借获取的对企业推广、营销、服务的机会，在构建财税综合服务平台的基础上深挖企业用户需求，推进软件产品与增值服务融合发展，同时为后续布局企业财税生态圈服务奠定了良好基础。

企业平台的数据再利用提升了基础代理事务的质量和效率。数据的再利用为被代理企业的内部经营管理创造了价值。包括：往来款的分析与催收管理、存货的分类分级及流动性管理、资产的使用情况管理、人员结构与人力成本的分析、企业毛利率分析、经营成果分析、效能分析以及企业经营风险分析等。数据的再利用为被代理的中小微企业提供更高水平的经营管理增值服务，提升中介机构和代理个人的竞争力和服务价值。

3. 盈利预测与估值

3.1. 公司壁垒仍在，增值服务推动业务快速增长

公司从 18 年三季度开始大力推广新财税，不断推出新产品，并与线下财税服务机构合作，为终端客户提供服务，培养客户使用习惯和黏性，增强公司壁垒，并在产品中设置多种优惠政策，现阶段通过给用户实现产品免费化的基本服务，在更高阶需求上实现变现。

3.2. 短期利润或有承压，关注财税新模式打通进度

公司利润逐步释放中，但短期来看利润不是公司业务优先目标。我们判断，公司互联网财税业务有望保持快速增长，考虑研发成本和人工投入将持续增长，预计未来三年财税收入同比增长 30%-40%，营业总收入同比增长 20%-25%，净利润增长略低于收入增速。

表 5：收入预测

关键指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万)	997.74	1,264.09	1,546.71	1,918.70	2,396.49
增长率(%)	106.21	26.70	22.36	24.05	24.90
归母净利润(百万)	230.47	291.04	356.31	424.34	496.25
增长率(%)	395.04	26.28	22.43	19.09	16.95

资料来源：天风证券研究所

看好公司成长为互联网财税服务领域龙头，预计公司 19-21 年净利润分别为 3.56、4.24 和 4.96 亿元，为对公司进行估值，我们选取了可比公司顺利办和华宇软件，其中顺利办以财税云服务为主；华宇软件是产品化率比较高的且开始加码云计算领域的软件公司，以 2019 年 11 月 13 日对比公司的市盈率进行可比估值。可比公司 2019 年平均 PE 是 42X，考虑到公司短时间内不会剥离毛利率较低的热处理业务，应低于可比公司平均值，给予公司 2019 年 35 倍 PE，对应合理目标价为 16.1 元。

表 6：对比公司 PE 倍数

证券代码	证券简称	市盈率 PE
000606.SZ	顺利办	48
300271.SZ	华宇软件	36

资料来源：Wind、天风证券研究所

4. 风险提示

- 1. 财税服务业务推广不及预期的风险：**财税服务业务市场竞争较为激烈导致财税服务业务推广不及预期；
- 2. 宏观经济波动导致下游需求不振的风险：**宏观经济波动导致客户以及合作伙伴支付能力急剧减弱；
- 3. 应收账款过高的风险：**公司互联网财税业务以前采用合作伙伴付款方式，导致应收账款存在过高的风险；
- 4. 竞争加剧的风险：**财税服务领域作为企业服务领域最具价值的细分领域之一，成为当前投资与创业的热点之一，TO C 领域的巨头 BAT 纷纷布局财税领域，加剧了这个市场的竞争程度。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	723.20	840.89	1,051.26	1,352.61	1,697.15
应收票据及应收账款	423.20	544.97	648.42	660.76	974.43
预付账款	147.71	175.39	51.37	303.32	177.49
存货	199.44	284.58	308.08	389.77	575.69
其他	961.57	382.70	473.39	622.36	518.31
流动资产合计	2,455.11	2,228.53	2,532.53	3,328.81	3,943.08
长期股权投资	100.04	104.18	104.18	104.18	104.18
固定资产	266.40	499.55	523.30	560.68	593.22
在建工程	22.25	37.57	58.54	83.13	79.88
无形资产	147.69	285.58	257.54	229.49	201.44
其他	1,801.93	2,032.58	2,011.48	1,998.07	1,981.97
非流动资产合计	2,338.31	2,959.45	2,955.04	2,975.54	2,960.68
资产总计	4,793.42	5,187.98	5,487.57	6,304.34	6,903.76
短期借款	223.10	82.00	92.00	113.00	98.00
应付票据及应付账款	181.69	263.17	182.93	401.41	375.75
其他	315.33	388.70	400.73	537.51	684.46
流动负债合计	720.12	733.87	675.66	1,051.91	1,158.21
长期借款	2.15	88.98	98.98	113.98	97.98
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	29.90	30.78	30.89	30.52	30.73
非流动负债合计	32.05	119.76	129.87	144.50	128.71
负债合计	752.17	853.63	805.53	1,196.42	1,286.92
少数股东权益	109.50	153.09	163.10	184.72	211.09
股本	490.74	785.19	779.20	779.20	779.20
资本公积	2,953.85	2,644.97	2,644.97	2,644.97	2,644.97
留存收益	3,441.01	3,396.07	3,739.74	4,144.01	4,626.56
其他	(2,953.85)	(2,644.97)	(2,644.97)	(2,644.97)	(2,644.97)
股东权益合计	4,041.25	4,334.35	4,682.04	5,107.92	5,616.85
负债和股东权益总	4,793.42	5,187.98	5,487.57	6,304.34	6,903.76

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	240.73	314.83	356.31	424.34	496.25
折旧摊销	51.38	69.41	43.32	46.09	48.75
财务费用	4.02	13.27	4.52	4.22	1.45
投资损失	(18.66)	(35.83)	(18.93)	(18.93)	(18.93)
营运资金变动	(1,026.49)	332.99	(134.57)	(127.65)	(133.48)
其它	936.62	(575.23)	10.00	21.62	26.37
经营活动现金流	187.60	119.45	260.66	349.70	420.41
资本支出	253.22	579.88	59.88	80.37	49.79
长期投资	6.90	4.14	0.00	0.00	0.00
其他	(1,525.09)	(249.43)	(100.95)	(141.44)	(80.86)
投资活动现金流	(1,264.96)	334.59	(41.07)	(61.07)	(31.07)
债权融资	225.25	180.08	194.01	231.02	201.37
股权融资	10.46	(19.34)	(9.29)	(3.00)	(0.23)
其他	(203.05)	(548.04)	(193.95)	(215.31)	(245.94)
筹资活动现金流	32.66	(387.31)	(9.22)	12.71	(44.80)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,044.69)	66.73	210.37	301.34	344.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	997.74	1,264.09	1,546.71	1,918.70	2,396.49
营业成本	542.50	655.50	746.62	960.92	1,237.35
营业税金及附加	9.48	10.87	18.22	19.11	24.23
营业费用	39.49	57.62	69.27	83.11	106.79
管理费用	159.55	143.47	225.38	268.06	318.67
研发费用	60.70	64.06	77.34	95.94	119.82
财务费用	(9.84)	6.13	4.52	4.22	1.45
资产减值损失	16.30	25.76	16.54	19.53	20.61
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.66	35.83	18.93	18.93	18.93
其他	(106.38)	(79.43)	(37.86)	(37.86)	(37.86)
营业利润	267.28	344.29	407.76	486.76	586.51
营业外收入	5.86	9.81	9.73	8.46	9.33
营业外支出	0.80	7.06	3.07	3.64	4.59
利润总额	272.34	347.03	414.42	491.58	591.25
所得税	31.61	32.20	48.11	45.61	68.63
净利润	240.73	314.83	366.32	445.97	522.62
少数股东损益	10.25	23.79	10.00	21.62	26.37
归属于母公司净利润	230.47	291.04	356.31	424.34	496.25
每股收益(元)	0.30	0.37	0.46	0.54	0.64

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	106.21%	26.70%	22.36%	24.05%	24.90%
营业利润	497.41%	28.81%	18.44%	19.37%	20.49%
归属于母公司净利润	395.04%	26.28%	22.43%	19.09%	16.95%
获利能力					
毛利率	45.63%	48.14%	51.73%	49.92%	48.37%
净利率	23.10%	23.02%	23.04%	22.12%	20.71%
ROE	5.86%	6.96%	7.88%	8.62%	9.18%
ROIC	10.59%	9.27%	10.54%	12.27%	13.66%
偿债能力					
资产负债率	15.69%	16.45%	14.68%	18.98%	18.64%
净负债率	-12.32%	-15.25%	-18.31%	-21.96%	-26.63%
流动比率	3.41	3.04	3.75	3.16	3.40
速动比率	3.13	2.65	3.29	2.79	2.91
营运能力					
应收账款周转率	2.96	2.61	2.59	2.93	2.93
存货周转率	5.69	5.22	5.22	5.50	4.96
总资产周转率	0.22	0.25	0.29	0.33	0.36
每股指标(元)					
每股收益	0.30	0.37	0.46	0.54	0.64
每股经营现金流	0.24	0.15	0.33	0.45	0.54
每股净资产	5.05	5.37	5.80	6.32	6.94
估值比率					
市盈率	35.03	27.74	22.66	19.02	16.27
市净率	2.05	1.93	1.79	1.64	1.49
EV/EBITDA	38.97	9.52	15.77	12.95	10.40
EV/EBIT	45.38	10.94	17.42	14.16	11.26

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com