

## 德必集团 (300947)

### AI 赋能园区运营，数字与实体共赢

#### ◆ 轻资产运营的园区运营服务商

公司主营业务为文化创意和科技创新产业园区的定位、设计、改造、招商、运营管理和对企业的深度增值服务，主要采用“承租运营”、“参股运营”、“受托运营”三种经营模式。截至2022年12月31日，公司在中、美、欧三大洲、超过十大城市，运营管理68个文化创意产业园区，管理面积超118万平方米，较2021年同比增长18%，已经成为行业内具有较大影响力的领先企业。

#### ◆ 研发人工智能管理平台，赋能科技、文创产业

公司基于智能云与边缘计算，研发出以AIoT（人工智能物联网）为核心的wehome空间智慧管理平台，推动新技术与办公场景的深度融合。wehome在实现园区智慧管理的同时，以办公场景为入口，为入住企业提供智慧停车、线上物业缴费、智能园区钥匙、园区班车等多种服务，支撑园区拓展建设与日常运营管理要求，未来有望在更多园区得到落地应用。

公司开展集大数据、共享、智能化、互联网、云平台、金融服务于一体的智能社群运营模式，提供投资、设计、运营等产业园区服务。公司服务了数千家公司，入驻了美团点评、樊登读书会、拉面说等具有影响力的知名企业。

我们认为，公司通过搭建企业服务体系，与园区内外部资源对接，是人工智能赋能实体企业的直接落地场景。公司拥有丰富的园区数据，包括项目库、业务主体库、人口库、法人库等多维数据，同时公司具备数据加工与数据分析的能力，公司有望整合多方资源，搭建产业与资本交流、合作的信息平台，成为国内领先的科技、文创产业全价值链服务商。

#### ◆ 现金充沛，23Q1 逐渐走向复苏

2022年业绩承压：公司实现营收7.79亿元/同比-18.44%，实现归母净利润0.32亿元/同比-68.84%，扣非后归母净利润0.11亿元，同比-85.58%，系改造进度和招商工作延迟而成本相对刚性所致。

投资评级

买入  
首次评级

2023年04月28日

收盘价(元): 13.78

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	153.60
总市值(百万)	2,116.66
流通股本(百万股)	95.29
流通市值(百万)	1,313.15
12月最高/最低价(元)	37.21/12.06
资产负债率(%)	78.04
每股净资产(元)	8.42
市盈率(TTM)	226.69
市净率(PB)	1.64
净资产收益率(%)	0.19

#### 股价走势图



#### 作者

刘牧野 分析师  
SAC执业证书: S0640522040001  
邮箱: liumy@avicsec.com

#### 相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

**23Q1 盈利能力环比改善：**2023 年 Q1 公司实现营收 2.39 亿元(同比增速 9.66%，环比增速 25.66%)，归母净利润 0.02 亿元(同比增速-90.33%，环比增速 109.40%)。公司拥有货币资金 6.82 亿元，流动资产合计 12.37 亿元，现金充沛，随着新拓项目释放业绩，公司有望逐渐走出低谷。

#### ◆ 投资建议

看好公司顺应数字经济的发展趋势，以人工智能、大数据、云平台等先进技术赋能初创企业，成为优秀的科技服务商。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 0.84 亿元、1.90 亿元、2.47 亿元，当前股价对应 PE 分别为 25.35、11.17、6.87 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ◆ 风险提示

行业政策风险、行业竞争加剧风险、园区建设不及预期、招商进度不及预期

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	954.89	778.85	1001.66	1271.34	1584.94
增长率(%)	14.58	-18.44	28.61	26.92	24.67
归母净利润(百万元)	104.27	32.49	83.50	189.51	307.93
增长率(%)	5.96	-68.84	156.96	126.97	62.48
毛利率(%)	39.62	41.50	43.42	44.42	45.42
每股收益(元)	0.68	0.21	0.54	1.23	2.00
市盈率 PE	20.30	65.14	25.35	11.17	6.87
市净率 PB	1.68	1.64	1.54	1.35	1.13
净资产收益率 ROE (%)	8.29	2.52	6.07	12.12	16.45

数据来源：ifind，中航证券研究所

#### ◆ 业绩预测

公司由于存在项目改造，受疫情影响等原因，2022 年租赁业务受到较大影响，但 2023Q1 收入已恢复到 2021 年单季度水平。假设收入/使用权资产的比例逐渐恢复，2023 全年回到 2021 全年水平，且在改项目于 2024、2025 年进一步贡献租金收入。预计 2023-2025 年收入同比增长率分别为：28.61%、26.92%、24.67%。

业绩预测	2021	2022	2023E	2024E	2025E
使用权资产(亿元)	27.03	35.03	38.53	42.39	46.62
使用权资产增速		29.60%	10.00%	10.00%	10.00%
收入/使用权资产	35.33%	22.24%	26.00%	30.00%	34.00%
营业收入(亿元)	9.55	7.79	10.02	12.72	15.85
营业收入增速		-18.43%	28.61%	26.92%	24.67%

数据来源：ifind，中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (单位: 百万元)**

资产负债表						利润表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1075.98	790.48	601.00	762.81	950.97	营业收入	954.89	778.85	1001.66	1271.34	1584.94
应收票据及账款	5.84	29.27	18.80	23.87	29.75	营业成本	576.60	455.66	566.73	706.60	865.04
预付账款	9.81	12.52	20.34	25.81	32.18	税金及附加	5.87	5.09	5.93	7.53	9.38
其他应收款	10.33	24.41	15.00	19.04	23.74	销售费用	21.67	28.48	30.05	38.14	47.55
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	134.35	154.01	140.23	165.27	190.19
其他流动资产	244.97	438.63	301.64	380.13	471.39	研发费用	5.13	4.08	5.74	7.28	9.08
<b>流动资产总计</b>	<b>1346.95</b>	<b>1295.31</b>	<b>956.79</b>	<b>1211.65</b>	<b>1508.03</b>	财务费用	93.11	111.79	154.78	100.34	53.45
长期股权投资	28.04	24.20	24.20	24.20	24.20	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2706.91	3507.92	2971.43	2432.51	1891.16	信用减值损失	-2.09	-1.97	-1.53	-1.94	-2.42
在建工程	72.61	93.10	77.58	62.06	46.55	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1.03	1.33	1.11	0.89	0.67	投资收益	10.66	5.51	12.76	11.78	11.92
长期待摊费用	410.72	770.54	485.27	100.00	100.00	公允价值变动损益	0.00	-1.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	476.24	475.66	426.73	426.73	426.73	资产处置收益	3.67	3.95	2.54	2.54	2.54
<b>非流动资产合计</b>	<b>3695.56</b>	<b>4872.75</b>	<b>3986.32</b>	<b>3046.39</b>	<b>2489.30</b>	其他收益	19.66	16.25	5.00	5.00	5.00
<b>资产总计</b>	<b>5042.51</b>	<b>6168.06</b>	<b>4943.10</b>	<b>4258.04</b>	<b>3997.33</b>	营业利润	150.07	42.49	116.98	263.57	427.30
短期借款	0.00	3.75	93.46	208.14	276.87	营业外收入	0.77	0.15	0.57	0.57	0.57
应付票据及账款	93.85	198.20	155.51	193.89	237.36	营业外支出	4.63	1.14	2.10	2.10	2.10
其他流动负债	640.67	779.14	654.00	816.33	1000.54	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>734.51</b>	<b>981.09</b>	<b>902.97</b>	<b>1218.35</b>	<b>1514.77</b>	利润总额	146.21	41.50	115.45	262.04	425.77
长期借款	3024.55	3814.58	2581.24	1384.45	508.29	所得税	36.52	9.55	28.94	65.69	106.74
其他非流动负债	14.37	29.78	29.78	29.78	29.78	净利润	109.69	31.95	86.51	196.35	319.03
<b>非流动负债合计</b>	<b>3038.92</b>	<b>3844.36</b>	<b>2611.02</b>	<b>1414.23</b>	<b>538.07</b>	少数股东损益	5.42	-0.55	3.01	6.83	11.10
<b>负债合计</b>	<b>3773.44</b>	<b>4825.45</b>	<b>3513.99</b>	<b>2632.58</b>	<b>2052.84</b>	归属母公司股东净利润	104.27	32.49	83.50	189.51	307.93
股本	80.84	153.60	153.60	153.60	153.60	EBITDA	617.71	551.01	1307.72	1502.31	1236.30
资本公积	1261.47	1189.65	1189.65	1189.65	1189.65	NOPLAT	179.74	116.48	201.72	270.78	358.32
留存收益	-84.82	-52.32	31.18	220.69	528.62	EPS(元)	0.68	0.21	0.54	1.23	2.00
归属母公司权益	1257.49	1290.93	1374.43	1563.94	1871.87						
少数股东权益	11.58	51.68	54.69	61.52	72.62						
<b>股东权益合计</b>	<b>1269.07</b>	<b>1342.61</b>	<b>1429.12</b>	<b>1625.46</b>	<b>1944.49</b>						
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>5042.51</b>	<b>6168.06</b>	<b>4943.10</b>	<b>4258.04</b>	<b>3997.33</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>主要财务比率</b>					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	109.69	31.95	72.44	183.01	305.59	营收增长率	14.58%	-18.44%	28.61%	26.92%	24.67%
折旧与摊销	378.38	397.73	1037.50	1139.93	757.09	营业利润增长率	3.19%	-71.69%	175.33%	125.31%	62.12%
财务费用	93.11	111.79	154.78	100.34	53.45	EBIT增长率	64.55%	-35.95%	76.29%	34.10%	32.24%
投资损失	-10.66	-5.51	-12.76	-11.78	-11.92	EBITDA增长率	163.41%	-10.80%	137.33%	14.88%	-17.71%
营运资金变动	16.62	10.35	-18.78	107.64	119.47	归母净利润增长率	5.96%	-68.84%	156.96%	126.97%	62.48%
其他经营现金流	20.42	-111.44	65.17	15.25	15.39	经营现金流增长率	211.91%	-28.43%	198.57%	18.18%	-19.25%
<b>经营性现金净流量</b>	<b>607.56</b>	<b>434.86</b>	<b>1298.34</b>	<b>1534.39</b>	<b>1239.07</b>	<b>盈利能力</b>					
资本支出	123.14	208.56	200.00	200.00	200.00	毛利率	39.62%	41.50%	43.42%	44.42%	45.42%
长期投资	-139.94	-179.52	0.00	0.00	0.00	净利率	11.49%	4.10%	8.64%	15.44%	20.13%
其他投资现金流	-4.99	-7.50	10.59	9.86	9.97	ROE	8.29%	2.52%	6.07%	12.12%	16.45%
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-268.06</b>	<b>-395.58</b>	<b>-189.41</b>	<b>-190.14</b>	<b>-190.03</b>	营业利润率	15.72%	5.46%	11.68%	20.73%	26.96%
短期借款	-2.50	3.75	89.71	114.68	68.73	ROA	2.07%	0.53%	1.69%	4.45%	7.70%
长期借款	3022.10	790.03	-1233.34	-1196.79	-876.16	ROIC	22.35%	3.08%	4.19%	6.63%	11.20%
普通股增加	40.42	72.76	0.00	0.00	0.00	<b>估值倍数</b>					
资本公积增加	533.02	-71.82	0.00	0.00	0.00	P/E	20.30	65.14	25.35	11.17	6.87
其他筹资现金流	-3507.88	-1119.53	-154.78	-100.34	-53.45	P/S	2.22	2.72	2.11	1.66	1.34
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>85.17</b>	<b>-324.81</b>	<b>-1298.41</b>	<b>-1182.45</b>	<b>-860.88</b>	P/B	1.68	1.64	1.54	1.35	1.13
<b>现金流量净额</b>	<b>424.61</b>	<b>-285.51</b>	<b>-189.48</b>	<b>161.81</b>	<b>188.16</b>	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
						EV/EBIT	21.66	36.28	17.86	10.35	6.17
						EV/EBITDA	8.39	10.09	3.69	2.50	2.39
						EV/NOPLAT	28.84	47.75	23.93	13.86	8.25

数据来源: 同花顺iFind

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。 分析师: 刘牧野 约翰霍普金斯大学机械系硕士, 2022 年 1 月加入中航证券。拥有高端制造、硬科技领域的投研经验, 从事科技、电子行业研究。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。