

金埔园林 (301098.SZ)

管理与技术战略融合，顺势而为争做行业新龙头

2023年07月12日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2023/7/11
当前股价(元)	12.09
一年最高最低(元)	24.57/11.00
总市值(亿元)	19.15
流通市值(亿元)	13.05
总股本(亿股)	1.58
流通股本(亿股)	1.08
近3个月换手率(%)	160.08

● 全产业链园林绿化服务商，创新运营模式助力未来发展

金埔园林是一家以公园城市建设为核心的上市企业，围绕景观工程施工、景观设计、苗木与建材销售三大业务不断发展。随着园林绿化在人类社会生活中的地位不断提高，公司以其专注“水、路、绿、景、城”五位一体运营模式和出色的研发水平，在迎来行业机遇期中大有可为。我们预计公司2023-2025年营收分别为10.3、11.3、12.8亿元，同比增速分别为5.2%、10.2%、13.3%；归母净利润0.9、1.0、1.3亿元，同比增速15.3%、18.1%、23.2%；摊薄后EPS分别为0.55、0.65、0.80元，当前股价对应PE为22.1、18.7、15.2倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 聚焦中小城市项目，优化产业结构保障未来规模增长

公司重点关注县域经济发展，已成功在江苏省外10多个县级城市完成项目落地并获得良好口碑，为未来多城在建、储备、接洽的滚动发展态势打好坚实基础。同时公司具备城市生态环境整体提升的综合实践能力，统计2018-2022新增重大订单（大于3000万元）数39个，其中EPC项目占比达70%，这类大型施工、设计一体化项目可以为公司拓展业务、扩大市场份额、建立行业地位，保证营收的持续增长。

● 营业收入稳中有升，盈利水平处于行业领先

2022年营收9.8亿元，同比增长1.8%；2023年第一季度营收1.6亿元，同比增长9.2%，实现营业收入的稳定增长。公司2023年第一季度净利率为15.3%，同比增长6.6个百分点。从净资产收益率变化来看，因公司发行新股注册资本增加，2022年ROE（摊薄）降至6.8%，相较2019年减少7.7个百分点，但与业内可比公司相比，盈利水平显著高于同行均值。

● 加大资金回笼力度，现金流有所改善

2022年公司加大回款力度，总回款量同比增长超过50%，经营性现金流量净额-0.65亿元，同比增加55%，2023年第一季度现金流量净额为-1.45亿元，同比增加26.8%，现金流的逐步改善，有助于公司抗风险能力不断的加强。

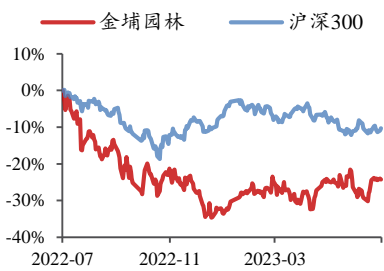
● 风险提示：市场开拓规模不及预期、应收账款回笼风险、项目开竣工风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	958	976	1,027	1,132	1,283
YOY(%)	2.8	1.8	5.2	10.2	13.3
归母净利润(百万元)	85	75	87	102	126
YOY(%)	11.8	-11.4	15.3	18.1	23.2
毛利率(%)	28.9	32.2	30.9	32.1	33.1
净利率(%)	8.9	7.7	8.4	9.0	9.8
ROE(%)	8.2	7.1	7.4	8.1	9.1
EPS(摊薄/元)	0.54	0.47	0.55	0.65	0.80
P/E(倍)	22.6	25.5	22.1	18.7	15.2
P/B(倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、立足江苏，利用技术与管理优势砥砺前行.....	4
1.1、深耕园林绿化行业，运营模式创新推动产业发展.....	4
1.2、股权结构集中，国企持股稳定.....	4
1.3、工程施工为主业，营收增速处于行业领先水平.....	5
2、行业需求不断提升，推进全国化布局进程.....	6
2.1、行业发展迅速，区域特征明显.....	6
2.2、积极开拓市场，加强跨区域发展.....	8
2.3、关注县域经济，未来发展空间广泛.....	8
3、专注五位一体运营模式，强化施工设计一体化发展.....	9
3.1、建立创新运营模式，助力公司良性发展.....	9
3.2、聚焦 EPC 项目，优化产业结构.....	10
4、研发投入保持增长态势，盈利水平行业领军者.....	11
4.1、归母净利润波动大，盈利水平行业领先.....	11
4.2、研发费用逐年增加，期间费率业内较低水平.....	12
5、加大应收账款回款力度，现金流符合行业特点.....	13
5.1、应收账款居高不下，周转速度持续下降.....	13
5.2、加大回款力度，现金流有所改善.....	14
5.3、项目建设周期长，现金流符合行业特点.....	14
6、盈利预测.....	15
7、风险提示.....	16
附：财务预测摘要.....	17

图表目录

图 1：金埔园林专注园林绿化行业不断成长.....	4
图 2：金埔园林实际控制人为王宜森.....	5
图 3：金埔园林 2022 年营收再攀新高.....	5
图 4：金埔园林 2019-2022 年营收复合增长率处于行业领先水平.....	6
图 5：金埔园林工程施工业务营收占比超过 95%.....	6
图 6：金埔园林景观设计业务毛利率最高（亿元）.....	6
图 7：我国城镇化率不断增加.....	8
图 8：我国绿化覆盖集中在长三角、珠三角地区（公顷）.....	8
图 9：金埔园林逐渐形成跨区域经营模式（亿元）.....	8
图 10：全国县城绿化面积呈现稳步增长.....	9
图 11：金埔园林建立“五位一体”运营模式.....	9
图 12：香格里拉一期工程（龙潭湖公园）.....	10
图 13：安徽泗县清水湾公园工程.....	10
图 14：徐州丰县飞龙湖景观工程.....	10
图 15：渭南创新湖景区工程.....	10
图 16：金埔园林 2018-2022 年承接重大项目 EPC 项目占比近 70%.....	11
图 17：金埔园林 2023Q1 归母净利润同比增长 1.4%.....	11
图 18：金埔园林 2022 年信用减值损失为 7530 万元.....	11

图 19: 金埔园林 2023Q1 净利率同比增长 6.6 个百分点.....	12
图 20: 金埔园林 ROE (摊薄) 显著高于同业.....	12
图 21: 金埔园林期间费用逐年增加	12
图 22: 金埔园林 2023Q1 期间费率处于行业较低水平.....	12
图 23: 金埔园林 2022 年研发费用率同比增长 2.7 个百分点.....	13
图 24: 金埔园林 2018-2022 年应收账款 CAGR 达 21%.....	13
图 25: 金埔园林应收账款周转率持续下降.....	13
图 26: 金埔园林 2019-2023Q1 经营性现金流量净额均为负值.....	14
图 27: 金埔园林 2023Q1 经营性现金流量与行业可比公司无较大差异 (亿元)	14
表 1: 园林绿化行业迎来利好政策发展	7
表 2: 预计 2023 年金埔园林收入同比增长 5.2%.....	15
表 3: 可比公司估值表	16

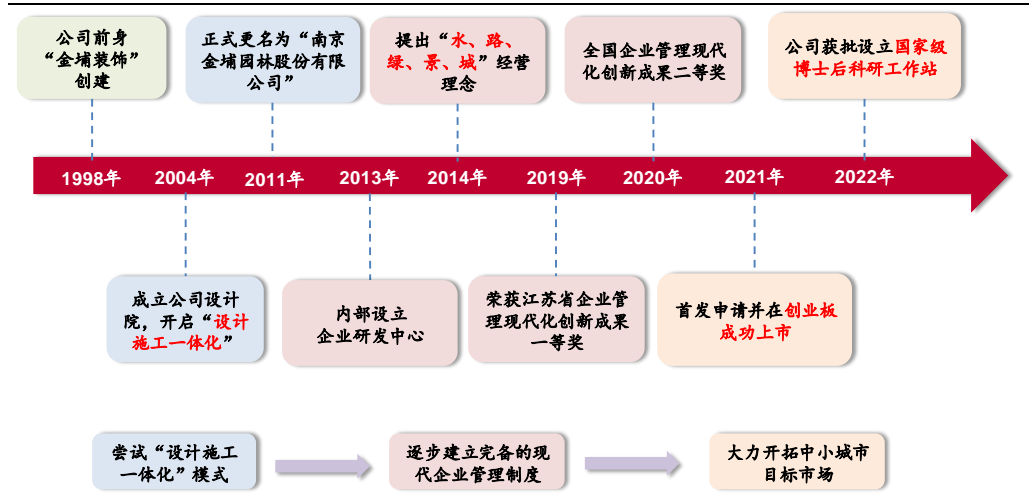
1、立足江苏，利用技术与管理优势砥砺前行

1.1、深耕园林绿化行业，运营模式创新推动产业发展

金埔园林股份有限公司（以下简称“公司”或“金埔园林”）是一家以公园城市建设为核心的上市企业，总部位于江苏省南京市，前身为创立于1998年6月的南京金埔园林装饰工程有限公司，2021年11月完成首发申请并在创业板成功上市。公司紧紧围绕“让城市成为公园，让乡村成为花园”的企业理念，专注于中小城市，助力县域经济发展。公司始终坚持将自身发展与国家“生态文明”和“新型城镇化”发展战略紧密相连，创建了“水、路、绿、景、城”五位一体的菜单式运营模式，从之前单一的绿化施工向产业上下游领域不断拓展。

公司围绕工程施工、景观设计、苗木与建材销售三大业务不断发展，在逐步建立完备的现代化企业管理制度的同时，也在大力开拓中小城市目标市场。公司以江苏省为中心，2004年成立了南京金埔设计集团有限公司，开启“设计施工一体化”经营模式，先后成立江西金埔、珠海金埔、安徽金埔、广西金埔、香格里拉金埔等共8家全资子公司，形成面向全国的区域发展模式。这样的跨区域发展模式不仅可以根椐区域季节性变化合理调节公司资源配置，同时可以增加企业知名度，形成品牌优势，为公司业绩的稳定增长奠定基础。近年来公司不断加大研发投入，成为行业内第一家建立国家级博士后工作站的上市企业，拥有一支实践经验丰富、专业技能过硬的设计师团队和施工团队，具有古建筑工程专业承包壹级、风景园林工程设计专项甲级等专业资质。目前公司具备了集技术研发、规划设计、建设施工、苗木种植及后续养护的一体化经营能力，覆盖了园林绿化行业的全产业链。

图1：金埔园林专注园林绿化行业不断成长



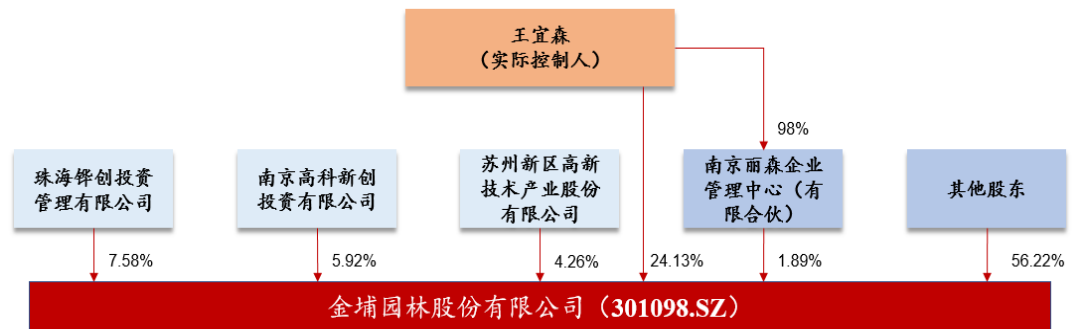
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、股权结构集中，国企持股稳定

公司在股东构成和董事会人员组成方面也具备较好基础。首先公司的股权较为集中，根据2023Q1股本构成王宜森直接持股24.1%，为公司实际控制人。其次公司上市以来大股东持股情况未发生较大变动，除实际控制人外前三大股东均为国有企业，分别为珠海铎创、南京高科新创、苏州高新，合计控股占比17.76%。董事会9名成员中，除3名独立董事外，另有3名外部董事分别来自于珠海铎创、南京高科

和苏州高新。公司如此的股东和董事会架构组成具备混合所有制的治理优势，能为公司的科学决策和稳健发展提供良好制度保证。

图2：金埔园林实际控制人为王宜森

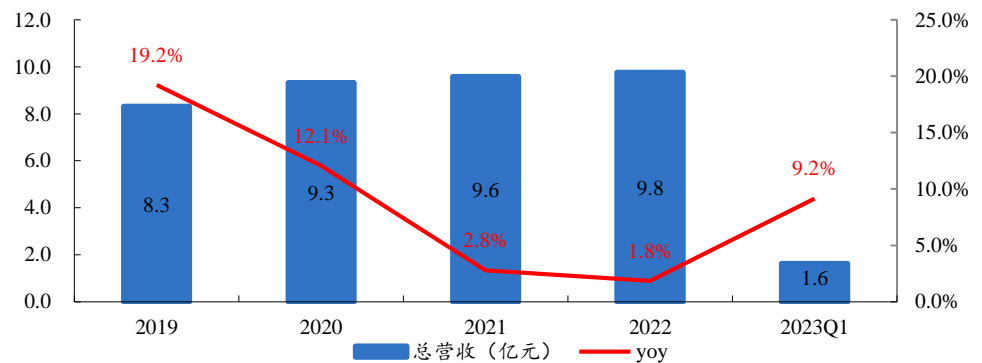


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、工程施工为主业，营收增速处于行业领先水平

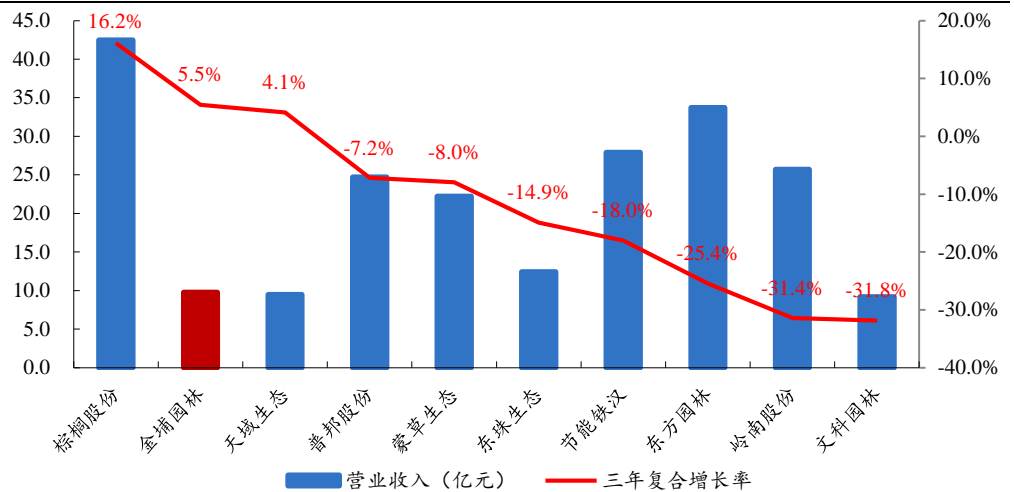
公司在上市前处于快速发展期，上市以后营收稳中有升。2019 年与 2020 年营收分别为 8.3 亿元和 9.3 亿元，营收同比增长分别为 19.2%和 12.1%。2021 年营收增幅收窄为 2.8%。2022 年为公司上市第一年，尽管在面临行业下行与疫情影响的双重压力下，公司上市以来营收继续保持增长，2022 年全年营收 9.8 亿元，同比增长 1.8%。2023 年第一季度营收 1.6 亿元，同比增长 9.2%。

图3：金埔园林 2022 年营收再攀新高



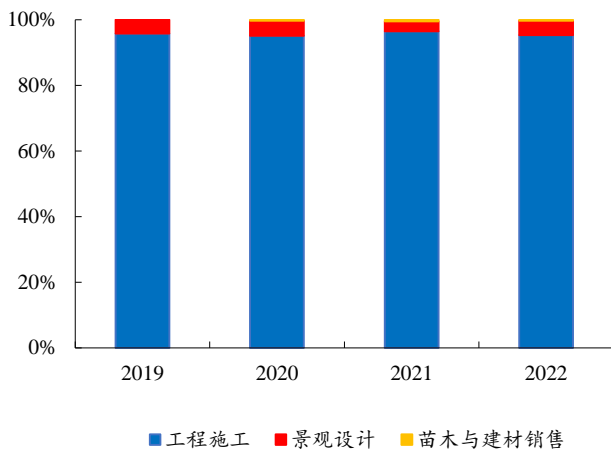
数据来源：Wind、开源证券研究所

虽然近几年受到行业整体下行影响，营收增长率持续降低，但是公司营收增速一直处于行业内领先水平，2019 至 2022 年营收复合增长率为 5.5%，与选取的行业可比公司相比较，高于均值-11.1%。公司保持业绩增长原因主要为：1.公司着力中小城市生态环境整体提升业务，客户相对稳定，订单持续增长；2.随着公司品牌影响力越来越大，跨区域的经营模式提供更多业务增长点；3.因公司承接 PPP 项目较少，国家因降杠杆导致融资政策收紧及疫情对于公司影响较小。

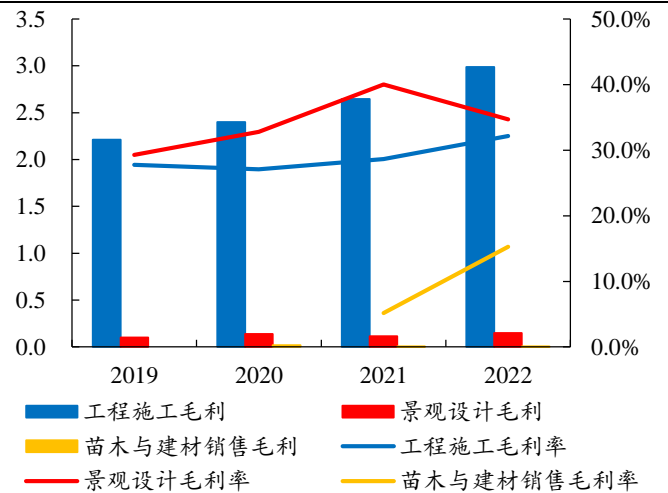
图4：金埔园林 2019-2022 年营收复合增长率处于行业领先水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司主营业务聚焦景观工程施工、景观设计和苗木与建材销售三大板块。从主营业务规模可以看出，工程施工营收占比最大，2022年创收9.3亿元，占比超过95%，远高于其他两类业务。从盈利水平来看，2022年工程施工毛利为3.0亿元，毛利率为32%。景观设计毛利为0.2亿元，毛利率为35%。至于苗木与建材销售业务为新进业务，不论营收还是毛利都低于另外两大模块。

图5：金埔园林工程施工业务营收占比超过95%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：金埔园林景观设计业务毛利率最高（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业需求不断提升，推进全国化布局进程

2.1、行业发展迅速，区域特征明显

公司所处行业为园林绿化行业，园林绿化的发展与人类社会的文明、人们的审美观念及社会的科技水平一脉相承、息息相关，它承载了人们对当前或未来生活环境的一种向往。随着社会经济发展和文明程度的提高，园林绿化在人类社会生活中的地位也将不断提高。园林绿化行业是从上世纪九十年代初，伴随着我国国民经济

的崛起而发展起来的。国务院 1992 年颁布的《城市绿化条例》的进一步实施，使得园林绿化行业的发展进入了标准化、法制化的轨道。自此之后我国园林行业不断推出相关政策，坚定了从国家层面不断发展园林绿化行业的战略理念同时，也为行业的进步奠定了政策环境基础。这些国家政策的发布和实施，极大的拉动了国内园林绿化行业市场需求，刺激了国内园林绿化产业的发展，使园林绿化行业迎来了发展的新机遇。

表1：园林绿化行业迎来利好政策发展

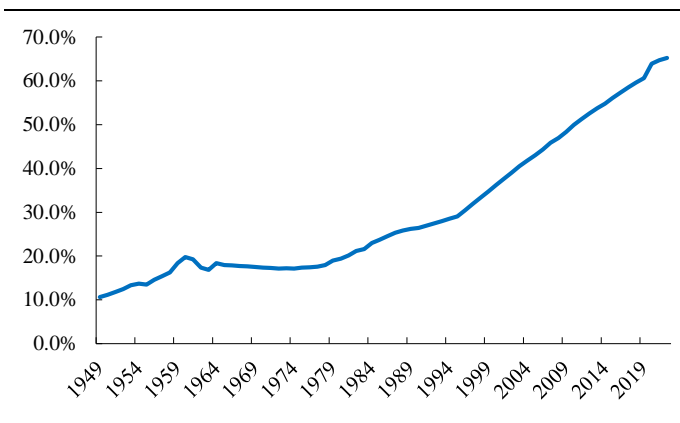
政策发布时间	发布形式	发布内容
2012 年 11 月	十八大报告	首次提出建设“美丽中国”执政理念
2015 年 10 月	十八届五中全会	“美丽中国”和“增强生态文明建设”被纳入“十三五规划”
2016 年 11 月	《国务院关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知》	生态文明建设上升为国家战略，加强生态保护与修复
2017 年 10 月	十九大报告	持续“加快生态文明体制改革，建设美丽中国”
2018 年 2 月	习总书记成都考察	首次提出了“公园城市”的理念
2019 年 10 月	十九届四中全会	坚持和完善生态文明制度体系，促进人与自然和谐共生
2021 年 10 月	《关于推动城乡建设绿色发展的意见》	推进物质文明建设与生态文明建设，落实碳达峰、碳中和目标任务，推进城市更新行动、乡村建设行动，加快转变城乡建设方式，促进经济社会发展全面绿色转型
2022 年 3 月	《2022 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	持续优化城镇化空间布局和形态、加快推进新型城市建设、提升城市治理水平、促进城乡融合发展
2022 年 5 月	《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》	加强历史文化和生态保护，提升县城人居环境质量
2022 年 10 月	二十大工作报告	推进美丽中国建设，坚持山水林田湖草沙一体化保护和系统治理

资料来源：公司公告、开源证券研究所

我国城市绿化建设的需求增长与城镇化进程的推进密切相关，城镇化水平的不断提升所带来新城建设以及旧城改造，为城市园林绿化行业提供持续的需求空间。2022 年末我国城镇化率已提升至 65.22%，但是较同时期发达国家的水平相比，我国城镇化水平仍有较大的发展空间。

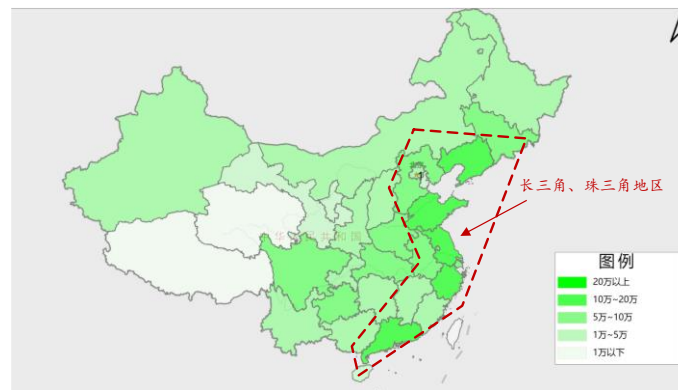
随着城镇化率的不断增加，我国绿化覆盖面积不断增加，据住建部统计截至 2021 年我国城市园林绿化覆盖面积已达到 390 万公顷。但是由于我国园林绿化行业具有较强的区域特征，高能级城市经济较为发达，城镇化率高，大量园林企业也集中于此，所以绿化覆盖面积在 20 万公顷以上的区域主要集中于长三角、珠三角地区，而能级较低的城市则存在大量的园林绿化需求空间。同时由于各地气候、土壤条件不同，造成了不同地区适宜苗木、居民审美理念、资源需求等不同，故而形成了园林企业众多且行业集中度低的竞争格局。所以园林绿化企业为了横向拓展业务、扩大市场份额，已逐渐开始向竞争盲区的我国中西部地区进行拓展。

图7：我国城镇化率不断增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：我国绿化覆盖集中在长三角、珠三角地区（公顷）

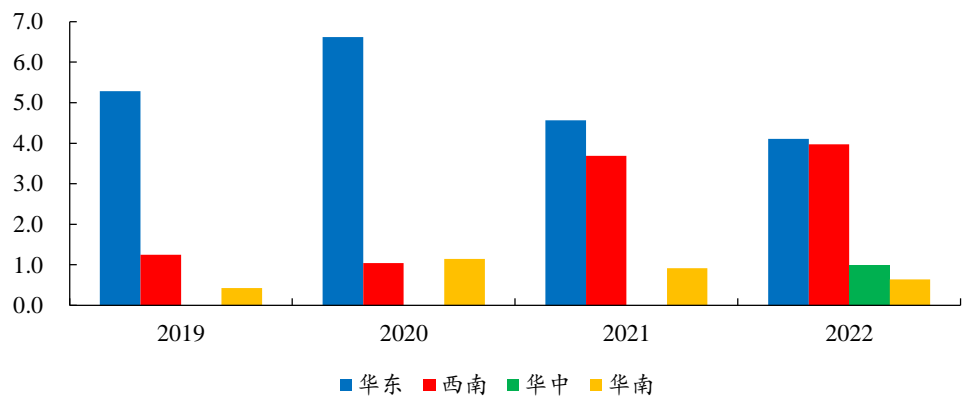


资料来源：Wind、Bigmap、开源证券研究所

2.2、积极开拓市场，加强跨区域发展

为了避免区域内恶性竞争，公司业务近些年立足于江苏并不断拓展全国其他城市，致力于形成跨区域经营模式。通过近些年的发展，目前主营区域包括华东、西南、华南、华中区域。其中华东、西南区域为公司最重要的业务开展区域，2022年分别创收4.1亿元和4.0亿元，创收占比分别为42.1%和40.7%。其中西南区域发展最快，2019年营收仅为1.3亿元，年均复合增长率为47.1%。华中区域之前公司并未涉足，在2022年首次进入并创收1.0亿元，超越华南区域0.6亿元。

图9：金埔园林逐渐形成跨区域经营模式（亿元）



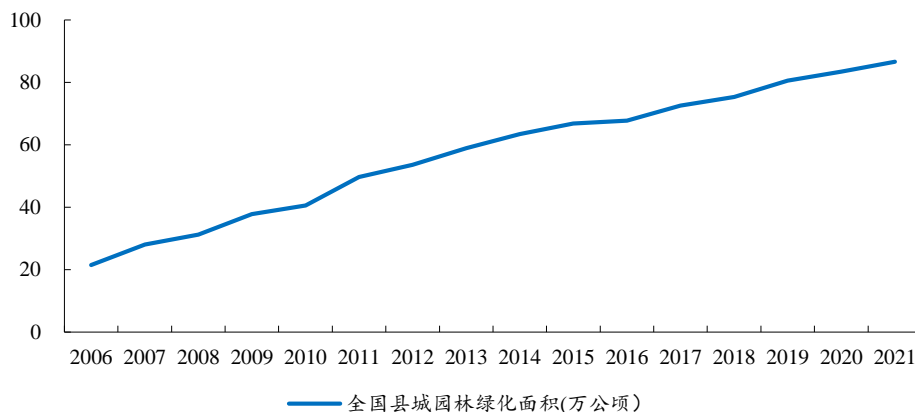
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、关注县域经济，未来发展空间广泛

公司在跨区域经营同时重点关注县域经济发展。根据住建部数据统计，2006-2021年间，全国县级行政单位每年总绿化面积呈线性增长，未来需求空间广泛。公司利用自身的核心业务模式、设计理念及设计施工一体化的能力，已成功为江苏省外10多个县级城市提供服务，如云南香格里拉、维西县、元江县、安徽泗县、灵璧县、湖北云梦县等地。而全国拥有2800多个县级行政区，所以随着公司不断深耕中小城市县域发展市场，公司在当地的 brand 影响力逐渐提升，逐步对周边地区形成辐射效应，形成多城在建、储备、接洽的滚动发展态势，可以为公司稳定的业绩提升打造

良好基础。

图10：全国县城绿化面积呈现稳步增长



数据来源：同花顺、开源证券研究所

3、专注五位一体运营模式，强化施工设计一体化发展

3.1、建立创新运营模式，助力公司良性发展

在城市发展进程中，存在面积较大的旧城区域。随着全社会保理念和对生活环境质量重要性的认知不断提升，人们对城市景观的科学性和美观性的要求也越来越高。城市生态环境整体提升是在城市景观建设的基础上，充分考虑城市建设的各个维度，具有高起点、较强战略性的生态环境建设举措。在“城市双修”、“海绵城市”等政策的推动下，城市生态环境整体提升存在较强的需求。

公司具备城市生态环境整体提升的综合实践能力。公司在2014年总结出“水、路、绿、景、城”五位一体的城市生态环境整体提升模式，此模式摒弃了城市建设碎片化的弊端，可以系统的改善城市生态环境，提升城市形象，改变原来千城一面的现象，挖掘文化，打造一城一景。此模式在推广过程中受到中小城市的管理者的普遍好评，并获得“2019年江苏省企业管理现代化创新成果一等奖”、“2020年全国企业管理现代化创新成果二等奖”。

图11：金埔园林建立“五位一体”运营模式



资料来源：公司公告、摄图网、开源证券研究所

公司利用此“五位一体”运营模式在云南、安徽、湖北等地得到成功落地实施。这类项目合同额大且后期反响较好，以安徽泗县城市生态环境整体提升项目为例，一期项目高效率、高质量完成了包含“一园五路四节点”的景观新建及提升，突破了工程规模大、项目要素多等难题。促进了企业竞争力的提高，拓展了市场范围，提升了公司盈利能力和业绩。公司又在 2022 年成功承接云梦县、维西县、香格里拉等城市生态环境整体提升项目。保证业绩增长同时公司也因此可以投入更多的资源来发展设计、加大研发创新与优化提升施工能力，为后续开拓更多业务领域保驾护航。可见该模式助力公司良性发展，为业绩稳定增长提供制度保障。

图12：香格里拉一期工程（龙潭湖公园）


资料来源：公司官网

图13：安徽泗县清水湾公园工程


资料来源：公司官网

3.2、聚焦 EPC 项目，优化产业结构

公司坚持以设计、施工一体化为业务发展方向，以承接跨区域大型 EPC 项目为主，形成独具特色的经营模式。公司一直以来通过不断地探索和实践，在该经营模式上积累了丰富的经验，形成了一套较为成熟完善的业务流程，使公司的设计施工一体化综合优势得以充分的发挥，在更好满足客户需求的前提下，有效提升了公司的行业竞争力。有代表性的项目包括丰县飞龙湖景观工程、渭南创新湖总承包工程、香格里拉城市生态环境提升工程等。

图14：徐州丰县飞龙湖景观工程

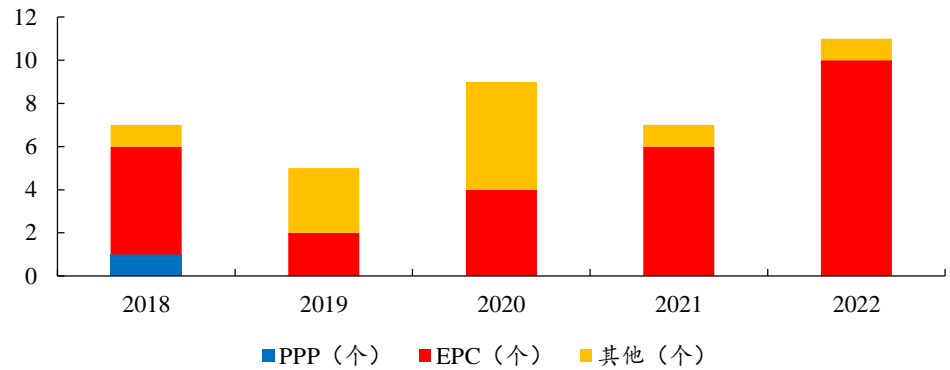

资料来源：公司官网

图15：渭南创新湖景区工程


资料来源：公司公告

从重大项目（大于 3000 万元）数量统计来看，公司从 2018 年至 2022 共承接重大项目 39 个，其中 EPC 项目 27 个，占比近 70%。这类大型 EPC 项目可以为公司拓展业务、扩大市场份额、建立行业地位，保证营收的持续增长。同时 EPC 项目具有施工周期相对较短的特点，公司可以实现资金快速回笼，缓解行业垫资先行的现金流压力问题。

图16：金埔园林 2018-2022 年承接重大项目中 EPC 项目占比近 70%



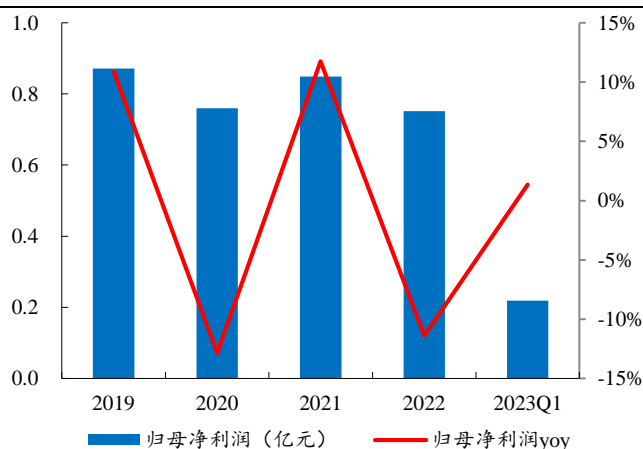
数据来源：公司公告、各省、市公共资源信息交易网、开源证券研究所

4、研发投入保持增长态势，盈利水平行业领军者

4.1、归母净利润波动大，盈利水平行业领先

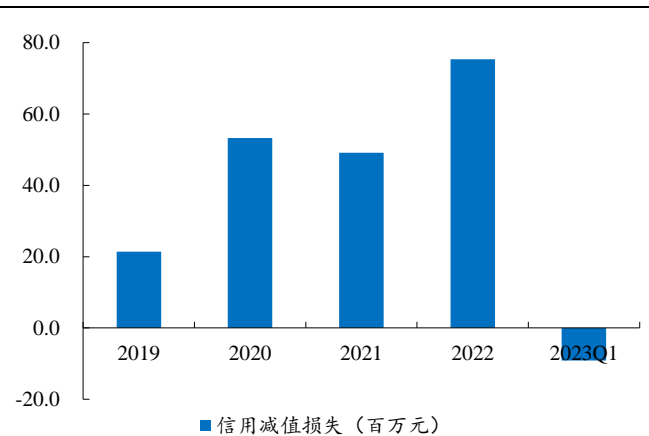
信用减值损失变化对归母净利润影响较大。2020 年与 2022 年受到疫情影响应收账款余额增加导致计提的信用减值损失增加，信用减值损失分别为 -5322 万元和 -7530 万元，同比增加 3185 万元和 2620 万元。导致 2020 年与 2022 年归母净利润分别为 7595 万元和 7520 万元，同比减小 12.9% 与 11.4%。2021 年归母净利润同比增加 11.8%，主要因为部分长账龄应收账款于本期收回，冲回减值损失所致。2023Q1 归母净利润 0.2 亿元，同比增长 1.4%。

图17：金埔园林 2023Q1 归母净利润同比增长 1.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：金埔园林 2022 年信用减值损失为 7530 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

从近几年公司收益水平来看，公司 2019 年至 2022 年毛利率与净利率变化幅度较小，2023 年第一季度净利率与毛利率分别为 15.3%、30.7%，净利率同比增长 6.6 个百分点。从 ROE（摊薄）数值变化来看，2021 年因公司发行新股，注册资本增加导致 ROE 降至 8.2%，相较 2019 年减少 6 个百分点。但是与可比公司相比，金埔园林明显高于同行业其他上市公司。所以总结而言，在园林工程投资周期较长且坏账计提金额普遍较高情况下，公司盈利水平展现较强韧性。

图19：金埔园林 2023Q1 净利率同比增长 6.6 个百分点

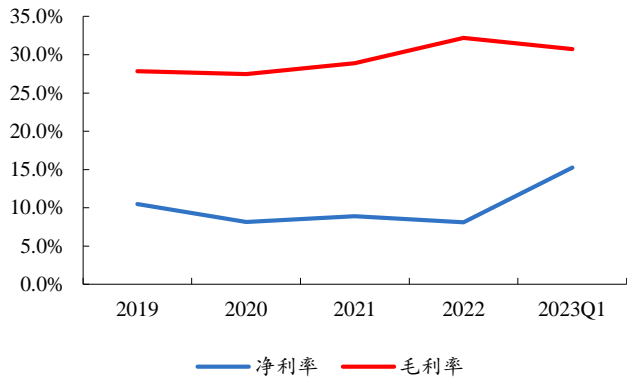
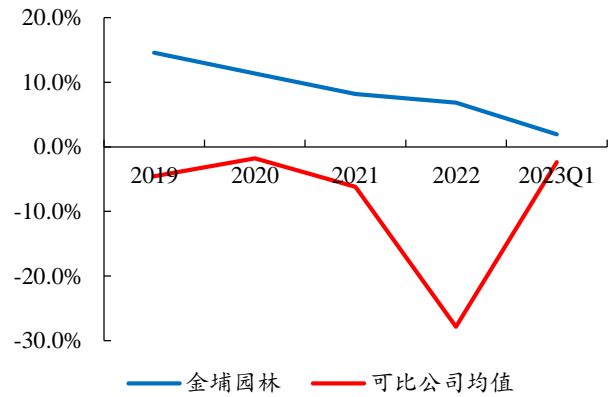


图20：金埔园林 ROE（摊薄）显著高于同业



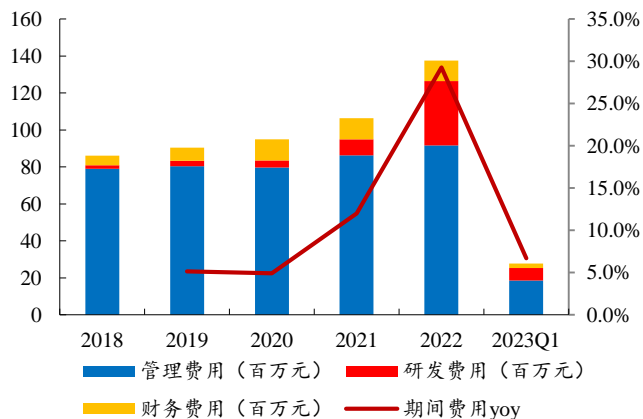
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所（可比公司为蒙草生态、东珠生态、节能铁汉、普邦股份、岭南股份、棕榈股份、天域生态、东方园林）

4.2、研发费用逐年增加，期间费率业内较低水平

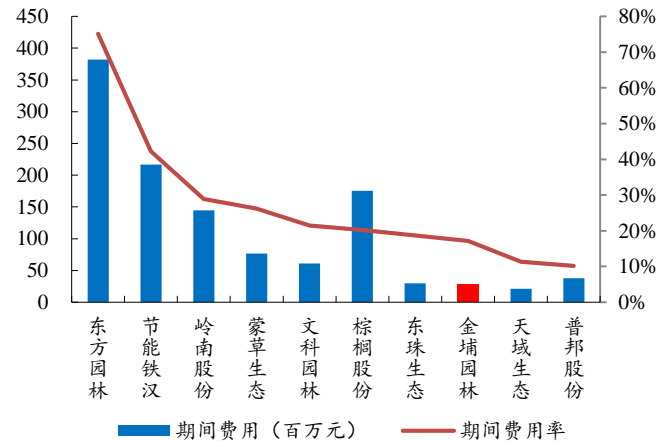
公司期间费用虽逐步增长但整体走低，费用控制得当。公司近几年期间费用逐渐增加，2022 年全年期间费用 1.4 亿元，同比增长 29.3%，2023 年第一季度期间费用 0.28 亿元，同比增长 6.7%。但与行业可比公司的期间费率比较可以看出，2023Q1 金埔园林期间费率为 17%，低于可比公司平均值 27%，处于同行业上市公司中较低水平，这主要是得益于公司近几年规模效应增长和融资成本较低。

图21：金埔园林期间费用逐年增加



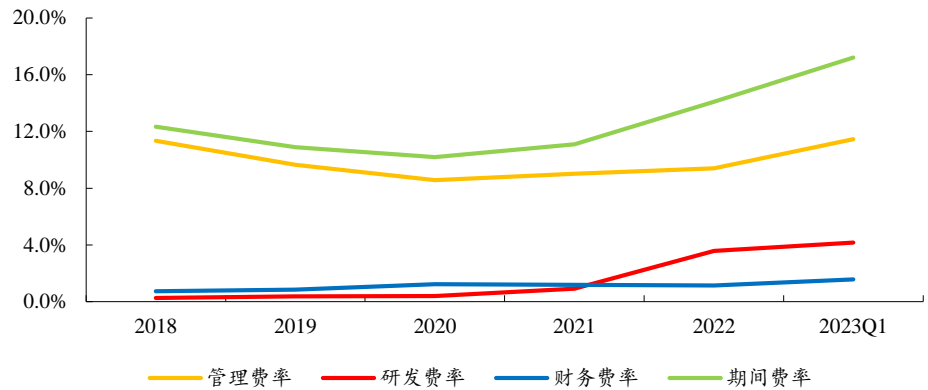
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：金埔园林 2023Q1 期间费率处于行业较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司增加研发投入，加强研发团队建设。从公司期间费率趋势图中可以看出，公司在2021年之前费率变化较为平缓，2022年开始期间费率增长较快，这主要是因为2022年公司加大与高等院校和科研院所联合开发的力度，研发费用激增。2022年研发费用同比增加2612万，研发费率同比增长2.7个百分点，同时研发人员数量也同比增加52.6%。研发支出的投入将为公司科技成果的积累产生重要影响，进一步推进企业的成果转化力度，提高项目建设技术含量和生产效率。

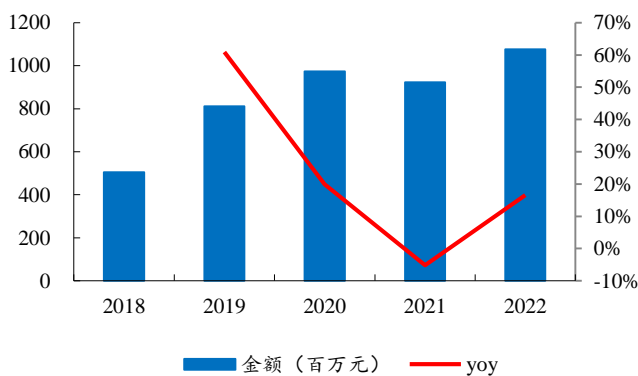
图23：金埔园林2022年研发费用率同比增长2.7个百分点


数据来源：Wind、开源证券研究所

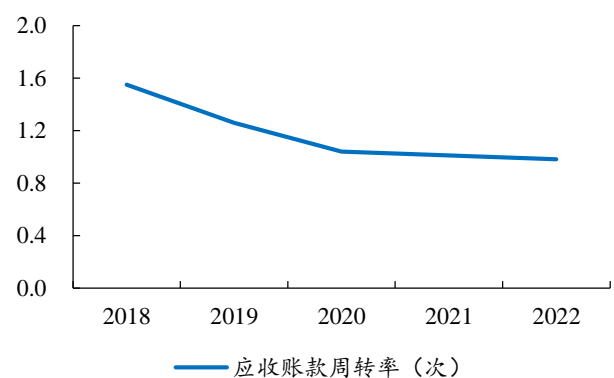
5、加大应收账款回款力度，现金流符合行业特点

5.1、应收账款居高不下，周转速度持续下降

随着公司行业影响力和经营能力的不断提升，公司承接的园林绿化项目的规模将越来越大，项目建设周期也会越长，使得应收账款规模也相应扩大，导致公司的营运资金规模无法满足经营需要的风险不断上升。2018-2022年公司应收账款从5.0亿元增长至10.8亿元，复合增长率达到20.9%。从应收账款周转率来看，公司应收账款周转率持续下降，2022年应收账款周转率为0.98次。这意味着应收账款短期内回收较慢，进而对公司资金周转和盈利能力造成不利影响。

图24：金埔园林2018-2022年应收账款CAGR达21%


数据来源：Wind、开源证券研究所

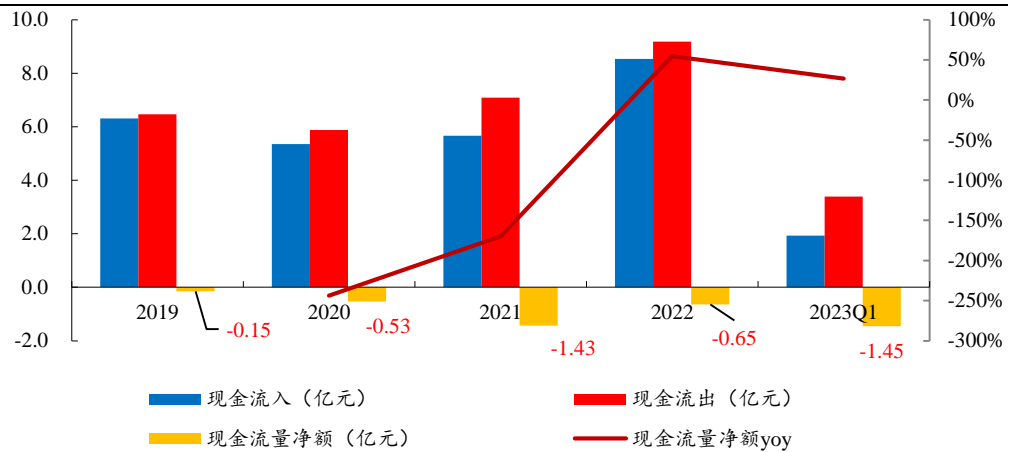
图25：金埔园林应收账款周转率持续下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、加大回款力度，现金流有所改善

公司近两年加大应收账款回笼力度，使得经营性现金流量净额同比增加。公司2021年及之前经营现金流量净额持续下降，主要是因为疫情影响，甲方结算较晚导致资金回款较慢。2022年经营性现金流量净额为-0.65亿元，同比增加55%，也是近几年现金流量净额同比首次增加，这主要是因为公司开始加大资金回笼力度，总回款量同比增长50%以上，保障经营性现金流流入。2023年第一季度净额虽为-1.45亿元，但是同比增加26.8%，得益于收回项目履约保证金以及增值税缴纳减少所致。

图26：金埔园林 2019-2023Q1 经营性现金流量净额均为负值

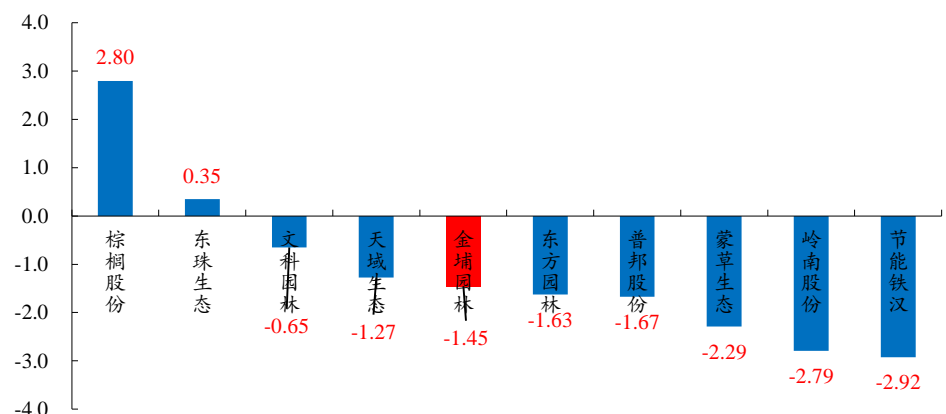


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3、项目建设周期长，现金流符合行业特点

公司现金流情况符合园林行业特点，与同行业上市公司无重大差异。公司所处园林绿化行业属于资金密集型行业，园林绿化项目通常工期较长，造成了成本支出与收入回款之间存在时间差，会大量占用企业的流动资金，导致了业内企业普遍存在经营活动现金流量净额较低的情况。2023年第一季度金埔园林经营性现金流量净额-1.45亿元，与行业内可比公司相比较并无较大差距，符合行业特点。

图27：金埔园林 2023Q1 经营性现金流量与行业可比公司无较大差异 (亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、盈利预测

收入端：我们认为收入主要驱动力为景观工程施工和设计业务收入。预计2023-2025年收入分别为10.3亿元、11.3亿元、12.8亿元。

工程施工业务：我们预计2023-2025年收入增速为5.0%、10.0%、13.2%。主要考虑到疫情及地产市场下行影响，公司新签项目较少导致公司营收增速放缓。2022年公司全年中标和新签工程及设计项目合同额近20亿元，创历史新高，这部分工程预计集中在2024年和2025年竣工。同时截至2022年底公司1年内应收账款6.0亿元，园林工程竣工后统一作为应收账款，一般竣工后1-2年养护期后结算。所以2024年和2025年业绩涨幅较大。

景观设计业务：我们预计2023-2025年收入增速分别为10%、15%、15%。主要考虑到公司在园林绿化景观设计方面积累了丰富的经验，具备完善设计与施工一体化的经营模式，后期也将会投入更多资源发展设计业务。

苗木与建材销售业务：我们预计2023-2025年收入增速分别为10%、15%、15%，主要考虑到苗木种植与工程施工及园林养护具有较强的联动性和互补作用，公司将会注重提高一体化服务能力。

毛利率端：我们预计公司2023-2025年毛利率分别为30.9%、32.1%、33.1%，其中：（1）工程施工业务2023-2025年毛利率稳步提升分别为31%、32%、33%，考虑到公司主要承接大型EPC项目，可以保证施工可行性以及控制项目总投资，达到降低成本保效益的目的；（2）景观设计业务2023-2025年毛利率分别为30%、35%、35%，主要考虑到行业下行导致利润空间压缩，但随着研发投入增多使得技术不断创新，后续利润有望提升；（3）苗木与建材销售业务预计2023-2025年毛利率平稳增长，分别为10%、15%、15%。

表2：预计2023年金埔园林收入同比增长5.2%

主营业务	指标	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
工程施工	营业收入（万元）	88636.3	92385.1	92927.5	97573.9	107331.3	121528.6
	YOY	11.3%	4.2%	0.6%	5.0%	10.0%	13.2%
	营业成本（万元）	64649.1	65942.1	63066.2	67326.0	72985.3	81424.2
	毛利率	27.1%	28.6%	32.1%	31.0%	32.0%	33.0%
景观设计	营业收入（万元）	4236.1	2879.5	4303.8	4734.2	5444.3	6260.9
	YOY	22.1%	-32.0%	49.5%	10.0%	15.0%	15.0%
	营业成本（万元）	2847.8	1726.9	2810.9	3313.9	3538.8	4069.6
	毛利率	32.8%	40.0%	34.7%	30.0%	35.0%	35.0%
苗木与建材销售	营业收入（万元）	283.0	469.3	297.3	327.1	376.1	432.5
	YOY		65.8%	-36.6%	10.0%	15.0%	15.0%
	营业成本（万元）	85.2	444.9	251.9	294.4	319.7	367.7
	毛利率	69.9%	5.2%	15.3%	10.0%	15.0%	15.0%
其他	营业收入（万元）	82.1	107.8	75.3	82.8	91.1	100.2
	YOY	-19.0%	6.4%	-25.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	营业成本（万元）	41.4	42.0	38.6	41.4	45.5	50.1
	毛利率	49.5%	61.1%	48.7%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	营业收入（万元）	93237.5	95841.7	97603.9	102717.9	113242.7	128322.3

主营业务	指标	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	YOY	12.1%	2.8%	1.8%	5.2%	10.2%	13.3%
	营业成本（万元）	67623.5	68155.8	66167.7	70975.6	76889.3	85911.5
	毛利率	27.5%	28.9%	32.2%	30.9%	32.1%	33.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.9、1.0、1.3 亿元，当前股价对应 PE 分别为 22.1、18.7、15.2 倍，我们选取同行业可比公司汇绿生态、东珠生态、蒙草生态、乾景园林进行对比，可比公司 2023 年平均估值为 34 倍，公司估值显著低于可比公司平均估值。金埔园林作为全产业链园林绿化服务商，以国家推进美丽中国建设为契机，立足江苏并积极开拓市场，基于创新的运营模式不断优化产业结构，未来发展空间广泛，首次覆盖给予“买入”评级。

表3：可比公司估值表

证券简称	评级	总市值（亿元）		归母净利润/亿元			PE			
		2023/7/12	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
汇绿生态	未评级	44.3	0.6	1.4	1.6	-	75.9	32.6	28.0	-
东珠生态	未评级	47.4	0.3	3.8	5.2	-	136.3	12.6	9.1	-
蒙草生态	未评级	56.1	1.8	2.4	2.9	3.3	30.4	23.5	19.6	17.0
乾景园林	买入	33.7	(1.6)	0.5	0.6	0.8	-	66.1	55.2	43.7
							80.9	33.7	28.0	30.4
金埔园林	买入	19.2	0.8	0.9	1.0	1.3	25.5	22.1	18.7	15.2

资料来源：Wind、开源证券研究所。注：金埔园林、乾景园林盈利预测与估值来自开源证券研究所，其余来自 Wind 一致预期

7、风险提示

市场开拓规模不及预期、应收账款回笼风险、项目开竣工风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2387	2452	2707	3166	3308
现金	207	246	127	114	37
应收票据及应收账款	927	1081	995	1314	1291
其他应收款	18	26	20	31	27
预付账款	1	14	1	15	4
存货	68	63	430	452	505
其他流动资产	1166	1022	1133	1239	1444
非流动资产	147	192	210	228	247
长期投资	0	21	42	63	84
固定资产	14	24	22	20	19
无形资产	2	2	1	1	1
其他非流动资产	131	145	144	144	143
资产总计	2534	2644	2917	3394	3556
流动负债	1478	1519	1717	2100	2144
短期借款	202	247	200	216	221
应付票据及应付账款	1030	1012	1254	1615	1648
其他流动负债	245	261	263	269	275
非流动负债	11	6	4	3	1
长期借款	10	6	4	3	1
其他非流动负债	1	0	0	0	0
负债合计	1489	1526	1721	2103	2145
少数股东权益	7	15	16	18	20
股本	106	106	158	158	158
资本公积	485	485	432	432	432
留存收益	448	512	595	690	806
归属母公司股东权益	1039	1103	1179	1274	1390
负债和股东权益	2534	2644	2917	3394	3556

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-143	-65	-18	20	-26
净利润	85	79	88	104	129
折旧摊销	4	4	5	5	5
财务费用	11	11	14	16	20
投资损失	-0	1	0	-0	0
营运资金变动	-288	-214	-176	-173	-257
其他经营现金流	45	55	51	68	77
投资活动现金流	-129	91	-23	-23	-25
资本支出	4	15	1	2	3
长期投资	0	-20	-21	-21	-21
其他投资现金流	-125	126	0	0	-0
筹资活动现金流	317	9	-78	-9	-27
短期借款	52	44	-47	17	5
长期借款	-14	-4	-2	-2	-2
普通股增加	26	0	53	0	0
资本公积增加	260	0	-53	0	0
其他筹资现金流	-7	-32	-29	-24	-30
现金净增加额	46	35	-118	-13	-77

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	958	976	1027	1132	1283
营业成本	682	662	710	769	859
营业税金及附加	5	6	6	7	8
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	86	92	98	105	117
研发费用	9	35	36	34	38
财务费用	11	11	14	16	20
资产减值损失	-8	2	1	-1	1
其他收益	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	-0	0	-0
资产处置收益	0	0	-0	0	0
营业利润	110	97	114	134	164
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	109	96	113	133	163
所得税	24	17	25	29	34
净利润	85	79	88	104	129
少数股东损益	0	4	1	2	3
归属母公司净利润	85	75	87	102	126
EBITDA	115	102	124	146	178
EPS(元)	0.54	0.47	0.55	0.65	0.80

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	2.8	1.8	5.2	10.2	13.3
营业利润(%)	7.4	-11.5	17.4	17.5	22.3
归属于母公司净利润(%)	11.8	-11.4	15.3	18.1	23.2
获利能力					
毛利率(%)	28.9	32.2	30.9	32.1	33.1
净利率(%)	8.9	7.7	8.4	9.0	9.8
ROE(%)	8.2	7.1	7.4	8.1	9.1
ROIC(%)	6.9	6.0	6.7	7.4	8.5
偿债能力					
资产负债率(%)	58.8	57.7	59.0	62.0	60.3
净负债比率(%)	2.1	1.2	6.5	8.2	13.2
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
速动比率	1.5	1.6	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
应付账款周转率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.47	0.55	0.65	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.90	-0.41	-0.12	0.13	-0.16
每股净资产(最新摊薄)	6.56	6.97	7.45	8.04	8.78
估值比率					
P/E	22.6	25.5	22.1	18.7	15.2
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	15.7	19.0	16.2	14.0	11.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn