



2019-06-03

公司深度报告

买入/维持

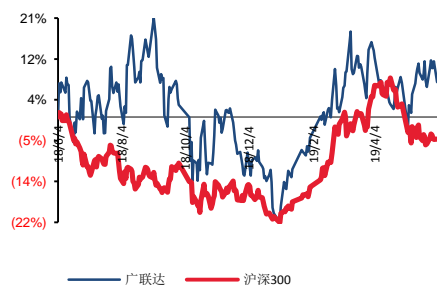
广联达 (002410)

昨收盘: 27.83

信息技术 软件与服务

## 云化终获业绩和估值双飞 BIM 蓝海遨游打开新增长空间

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,127/886
总市值/流通(百万元)	31,352/24,669
12 个月最高/最低(元)	31.55/20.40

### 相关研究报告:

广联达 (002410)《公司造价云转型进展良好,施工业务有望恢复增长》--2019/04/26

广联达 (002410)《云计算转化顺利,施工业务增长放缓有待行业复苏》--2018/07/29

广联达 (002410)《业务多点爆发,云转型推进顺利》--2018/03/29

证券分析师: 王文龙

电话: 021-61376587

E-MAIL: wangwenlong@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517080001

### 报告摘要

**公司是传统造价软件龙头,建筑数字化先行者。**公司拥有工程造价、工程施工、工程信息等十余个业务,近百款产品,累计为二十余万家企业、百万专业工程技术人员和管理人员提供了专业应用软件。其中工程造价占比70%,国内市占率超过60%,工程施工占比不断提升,呈现良好增长态势。

**工程造价: 强客户基础助力云转型, 年费模式改善现金流且平滑收入。**龙头优势使得公司积累了大量的优质客户,叠加2019新一轮清单周期,助力云转型的持续推进。2017年起按照年费模式确认收入,2018年发布云算量产品,试点地区扩大至11个地区,2019年完成全国80%地区的转型。存量用户的激活和盗版用户回流,转型后预计可产生每年20-30亿元左右的现金流。年费模式平滑报表收入,销售模式变轻使销售费用下降。

**工程施工: BIM 增速翻番成重要引擎, 行业蓝海打开增长空间。**目前国内BIM行业尚处于发展初期,渗透率低而空间大,我们认为广联达凭借工程造价积累的大量优质客户,依靠领先于行业的自主研发技术,有望遨游于BIM蓝海市场,快速抢占更多份额。此外,BIM业务现阶段仍以产品形态为主,未来步入成熟期公司有意愿加大云化投入,我们认为广联达工程施工有望再续工程造价之风采,成为行业龙头享受更大市场空间。

**鉴 Autodesk 和 Adobe 转型之路, 终获业绩和估值双飞。**Autodesk 是广联达最直接的对标,于2016年终止传统套装软件的销售,目前阵痛期已过,订阅收入保持翻番增长。折扣吸引用户转化,趋稳后重回量价齐升。Adobe 利用云化再创辉煌,2013年开启云转型,先后推出CC和DC云服务,自此 Adobe 业绩与估值齐突破。收入增速逐年扩大,费用率则从高点持续下降,而股价一路高涨,自2013年以来已累计涨逾16倍。我们认为广联达将是下一个 Autodesk 或 Adobe,云化后终获业绩和估值双飞。

**盈利预测:** 我们预计公司2019/2020/2021年的EPS为0.41元、0.48元和0.59元,维持买入“评级”。

**风险提示:** 施工业务进展受下游房地产新开工的影响,存在不确定性;转云业务导致公司短期利润承压。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2904	3309	4027	5055
(+/-%)	23.21	13.95	21.70	25.53
净利润(百万元)	439	462	542	664
(+/-%)	(7.02)	5.23	17.39	22.36
摊薄每股收益(元)	0.39	0.41	0.48	0.59
市盈率(PE)	53.05	66.83	56.93	46.53

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 公司概况：传统造价软件龙头 建筑数字化先行者 .....	6
(一) 工程造价贡献主要收入 工程施工占比不断提升 .....	7
(二) 90%+的高毛利率 费用率下降但研发投入持续 .....	8
(三) 创始团队稳定控股 员工持股增强凝聚力 .....	9
二、 工程造价业务：客户优势 云转型改善现金流+抗周期 .....	11
(一) 强客户基础助力云转型 2018 试点地区扩大至 11 个 .....	11
(二) 云转型改善现金流+抗周期 叠加 2018 年新一轮清单周期 .....	12
三、 工程施工：蓝海遨游 续工程造价之风采 .....	17
(一) BIM 顺数字化之势 降本增效贯穿全生命周期 .....	17
(二) 全球掀起 BIM 浪潮 国内渗透率低空间大 .....	20
(三) 项目施工多方协作 蓝海竞争龙头未现 .....	24
(四) 自主研发引领行业 亮眼增速彰显无限可能 .....	25
四、 看齐 AUTODESK 和 ADOBE，终获业绩和估值双飞 .....	29
(一) AUTODESK：转型阵痛期已过，业绩与估值有望持续发酵 .....	29
(二) ADOBE：云化迎来第二春 业绩与股价齐突破 .....	31

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	6
图表 2: 广联达已有业务成果 .....	6
图表 3: 广联达的销售网络 .....	6
图表 4: 2009-2018 公司营业收入及同比增速 .....	7
图表 5: 2009-2018 公司归母净利及同比增速 .....	7
图表 6: 公司主营业务 .....	8
图表 7: 2014-2017 公司主营业务占比情况 (%) .....	8
图表 8: 2010-2018 公司盈利能力情况 .....	9
图表 9: 2010-2018 公司费用率情况 .....	9
图表 10: 2010-2018 公司研发投入情况 .....	9
图表 11: 各细分领域信息软件龙头研发费用占比 .....	9
图表 12: 当前广联达的股权结构 .....	10
图表 13: 上市前广联达的股权结构 .....	10
图表 14: 广联达三期员工激励 .....	10
图表 15: 广联达的客户结构 .....	11
图表 16: 广联达的客户结构 .....	12
图表 17: 广联达云转型试点城市 .....	12
图表 18: 广联达 LICENSE 模式和 SAAS 模式对比 .....	13
图表 19: 广联达工程造价收入增速稳步回升 .....	14
图表 20: 云转型期间广联达预收款项出现显著增长 .....	14
图表 21: 拉长五年维度 SAAS 模式的价格高于 LICENSE 模式 (假设不考虑资金成本及增值服务) .....	14
图表 22: 广联达收入增速与房屋新开工面积增速的联动性 .....	15
图表 23: 广联达 2019-2021 年现金流测算 .....	15
图表 24: 2009-2018 广联达销售费用及同比增速 .....	16
图表 25: 2009-2018 广联达销售费用率 .....	16
图表 26: 建筑业的数字化水平相对较低 .....	17
图表 27: 建筑业的效率亟待提升 .....	17
图表 28: BIM .....	18
图表 29: BIM 能够有效降低成本及提高项目效率 .....	18
图表 30: BIM 横穿整个建设生命周期 .....	20
图表 31: 各国 BIM 发展情况 .....	21
图表 32: 受访企业应用 BIM 技术项目数量情况 .....	22
图表 33: 受访企业应用 BIM 技术投资金额 .....	22
图表 34: 国家及地方 BIM 政策 .....	23
表 35: 国内 BIM 主要参与者 .....	25
图表 36: 广联达的工程施工业务收入及同比增速 .....	25
图表 37: 广联达的工程施工业务毛利率 .....	25
表 38: 施工业务主要产品 .....	26
图表 39: 广联达 BIM 产品体系 .....	28
图表 40: 广联达 BIM 产品定位 .....	28
表 41: 广联达 BIM 产品应用 .....	28
表 42: 广联达 BIM 主要客户 .....	28
表 43: AUTODESK 股价走势及云转型相关事件 .....	29
图表 44: FY2014-2019 AUTODESK 营业收入及增速 .....	30
图表 45: AUTODESK 订阅收入占比逐年提升 .....	30
表 46: AUTODESK 订阅收入增速远远高于其他主营业务 .....	30

图表 47: AUTODESK 对产品的折扣将逐渐降低 .....	31
图表 48: AUTODESK 的 ARPS 重回增长态势 .....	31
图表 49: AUTODESK 订阅模式续费率持续增长 .....	31
图表 50: AUTODESK 订阅 ARR 超越维护 ARR .....	31
表 51: ADOBE 股价走势及云转型相关事件 .....	32
图表 52: FY2007-2018 ADOBE 收入及同比增速 .....	33
图表 53: FY2007-2018 ADOBE 毛利率及费用率 .....	33
图表 54: FY2014-2018 ADOBE 收入构成 (百万美元) .....	33
图表 55: FY2016-2017 ADOBE 数字媒体细分业务 ARR .....	33
图表 56: FY2014 ADOBE 收入构成 .....	33
图表 57: FY2018 ADOBE 收入构成 .....	33
表 58: ADOBE 云平台 .....	34

## 一、公司概况：传统造价软件龙头 建筑数字化先行者

公司是国内工程造价软件龙头，致力于成为全球数字建筑平台服务商领导者。广联达成立于1998年，2010年5月在深圳中小企业板上市。公司立足建筑产业，围绕建设工程项目的全生命周期，是提供以建设工程领域专业应用为核心基础支撑，以产业大数据、产业新金融等为增值服务的平台服务商。包含工程造价、工程施工、工程信息、工程教育、企业管理、公共资源交易服务、新金融等十余个业务，近百款产品，累计为二十余万家企业、百万专业工程技术和管理人员提供了专业应用软件。公司是国内工程造价软件龙头，目前市占率超过60%。

国际化循序渐进，销售网络遍布全球一百多个国家。2009年起广联达开始国际化进程，目前在全球建立了60余家分子公司，销售与服务网络覆盖全球。公司以美国子公司、芬兰子公司和英国子公司为核心辐射欧美市场，以新加坡子公司、香港子公司和马来西亚子公司的区域优势带动台湾、印度尼西亚、泰国等东南亚市场的发展。

图表 1：公司发展历程



资料来源：WIND，公司官网，太平洋证券整理

图表 2：广联达已有业务成果

图表 3：广联达的销售网络





资料来源：公司官网，太平洋证券整理

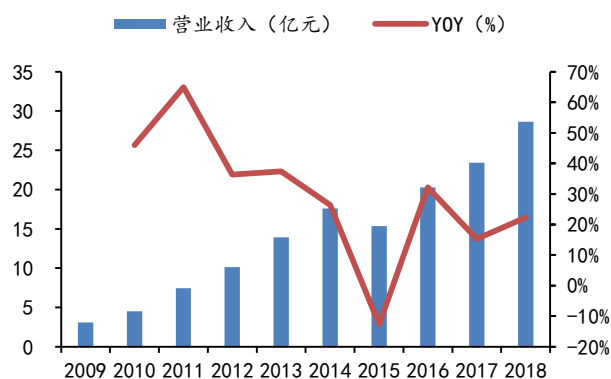


资料来源：公司官网，太平洋证券整理

## (一) 工程造价贡献主要收入 工程施工占比不断提升

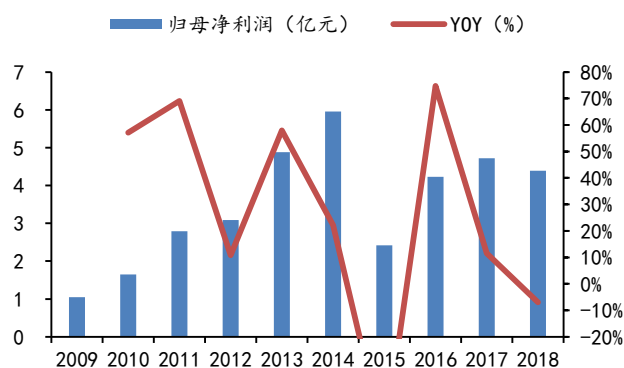
公司过往业绩呈现一定的周期性，一次性收入转为逐期确认平滑了收入增速。公司收入和归母净利润的增长较为波动，2015年公司业绩出现明显下滑，且归母净利润下滑幅度大于营收下降幅度，主要受建筑行业处于周期底部、转型云服务致高投入以及第一期员工持股计划致管理费用增加的影响。2015年四季度开始反弹，2016重回较高增长态势，但2017年二季度起工程造价业务相关收入由一次性确认转变为按服务期间分期确认，增速有所放缓，经历转型阵痛期后，2018年收入增速增加了7个pct，收入增长平滑化。2018年，公司实现营业收入28.6亿元，同比增长22.3%，2009-2018年收入CAGR达28%；受到转型分期确认收入的影响，2018年公司归母净利润4.4亿元，同比减少7%，2009-2018年归母净利CAGR达17%。

图表 4：2009-2018 公司营业收入及同比增速



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 5：2009-2018 公司归母净利润及同比增速

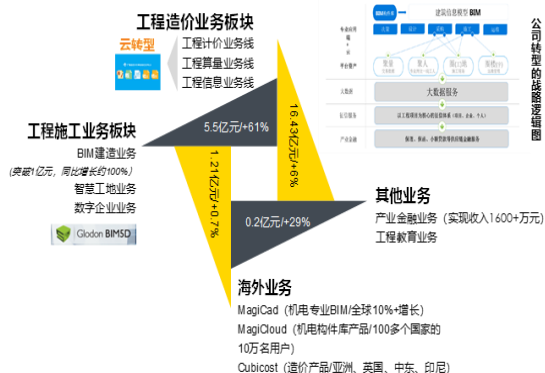


资料来源：wind，太平洋证券整理

占比 70%的工程造价业务持续推进云转型，占比不断提升的工程施工业务保持良好增长态势。

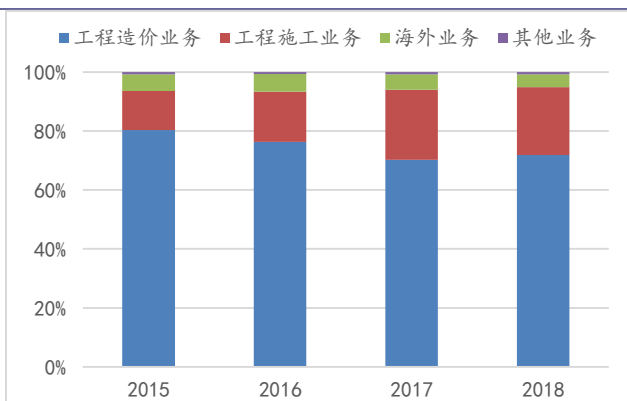
公司业务主要包括工程造价业务、工程施工业务、海外业务及产业金融业务和工程业务等其他业务。其中工程造价业务贡献主要收，2018 年实现收入 20.6 亿元/YOY+25%。工程造价业务主要包括工程计价业务线、工程算量业务线和工程信息业务线，目前正在持续推进云转型，转型地区由 6 个扩大至 11 个，转型业务范围由工程计价业务扩展至全造价业务，截至 2018 年末，老转型 6 个地区计价用户转化率及续费率均超过 85%，新转型的 5 个地区计价用户转化率超过 40%，11 个转型地区的算量用户转化率超过 50%，商业模式逐步由销售软件产品转向提供服务。工程施工业务是公司重点聚力突破的业务领域，保持良好增长态势，近年来占比持续提升。2018 年实现收入 6.59 亿元，同比增长 17.97%，其中 BIM5D 产品已覆盖全国 1000 多家施工企业，在 2000 多个工程项目中实现应用。

图表 6：公司主营业务



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 7：2014-2017 公司主营业务占比情况 (%)



资料来源：wind，太平洋证券整理

## (二) 90%+的高毛利率 费用率下降但研发投入持续

90%+的高毛利率，高费用率拉低净利率。公司历年毛利率基本保持在 93%以上的水平，整体相对平稳，2018 年达 93.4%，同比提高 0.35pct，但高费用率导致公司的净利率水平远不如毛利率亮眼，2017 年净利率为 15.1%，同比降低 6pct。公司 ROE18 年较去年略低 1.6pct。

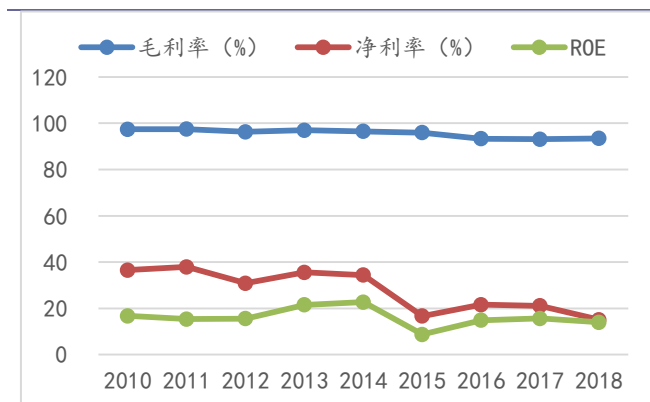
销售费用率呈下降趋势，研发费用持续投入保持行业领先。销售费用需要分新老业务来看，随着工程造价业务转型，相关销售费用占比会下降，但工程施工业务还需要完善销售体系建设，投入还会适当增加，2018 年销售费用率为 27.3%，同比下降 4pct。管理费用方面，公司实行“精兵强将”战略，控制人员数量增长，优化人员结构，2015 年达到高点后转势持续下降，2017 年管理费用率为 47.3%，同比略降 1.6pct。公司一直保持较高的研发支出，历年的研发投入占比基本维持在 20%-30%。2018 年研发支出为 6.6 亿元，同比增长 31.7%；研发投入占收入比为 28%，与各细分领域信息软件龙头对比，仅次于恒生电子。公司将继续加大在图形技术、云技术、大数据技



术、物联网技术和人工智能等战略技术领域的投入。

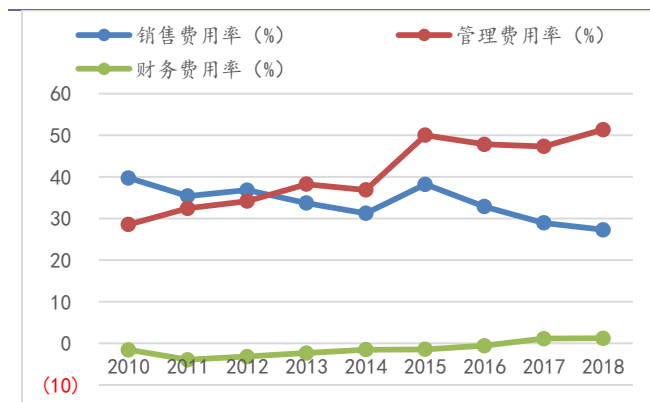
综上，我们认为公司费用管控取得一定成效，销售费用率和管理费用率有望下降，而研发费用的不断投入也将有利于增强公司的核心竞争力，从而带动公司盈利能力的不断提升。

图表 8：2010-2018 公司盈利能力情况



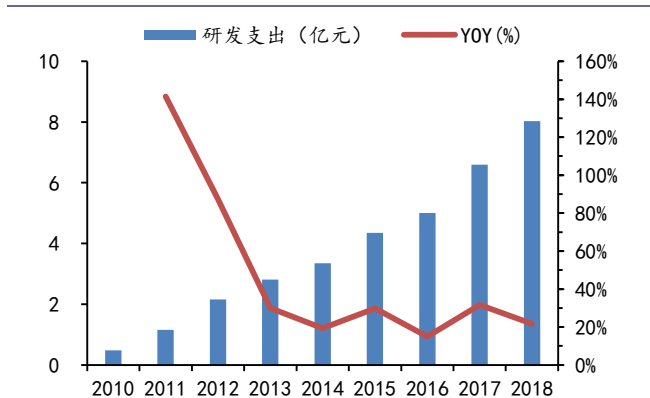
资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 9：2010-2018 公司费用率情况



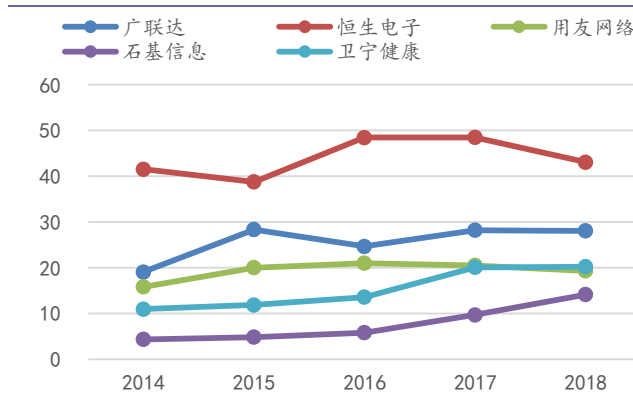
资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 10：2010-2018 公司研发投入情况



资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 11：各细分领域信息软件龙头研发费用占比



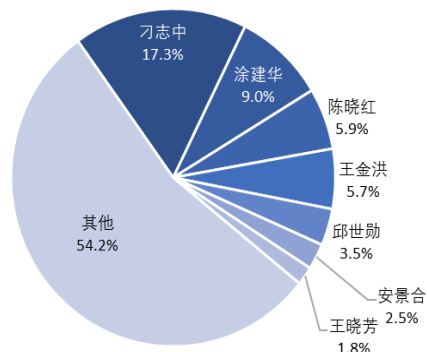
资料来源: wind, 太平洋证券整理

### (三) 创始团队稳定控股 员工持股增强凝聚力

创始团队持股接近一半，有利于公司治理。上市以来，刁志中、涂建华等 7 位创始人仍是公司的主要股东，目前合计持股比例为 46%，股权结构相对稳定，且股东与管理层的利益紧密联系有利于公司的治理，迅速应对市场变化。

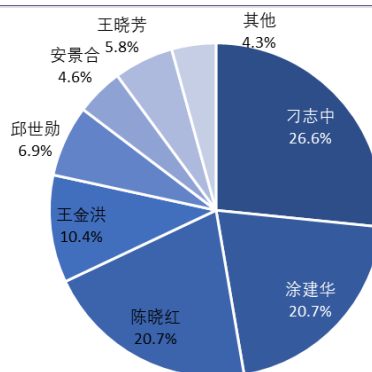
三期员工激励顺利落地，反映公司内部看好长期发展。公司实施事业合伙制，先后于 2015 年和 2017 年推出两期员工持股计划，并于 2018 年推出股权激励计划，进一步激发团队的经营动力，提升核心员工的凝聚力，从机制上保障公司转型战略顺利推进。

图表 12：当前广联达的股权结构



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 13：上市前广联达的股权结构



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 14：广联达三期员工激励

员工激励	日期	具体内容	执行情况	状态
第一期员工持股计划	2015/4/24	公司 2014 年度股东大会审议通过第一期员工持股计划相关议案，同意公司实施第一期员工持股计划，并委托德邦证券设立的“德邦-广联达 1 号定向资产管理计划”进行管理，通过二级市场购买的方式取得并持有本公司股票。	截至 2015 年 7 月 2 日，第一期员工持股计划已完成目标股票购买，合计持有公司股票 372.5 万股，占公司总股本的 0.33%，成交总额为 9389.19 万元，成交均价为 25.21 元/股。	执行完毕
第二期员工持股计划	2017/7/19	公司 2017 年度第一次临时股东大会审议通过第二期员工持股计划相关议案，同意公司实施第二期员工持股计划，并委托中信证券设立的“中信证券广联达投资 1 号定向资产管理计划”进行管理，通过二级市场购买的方式取得并持有本公司股票。	截至 2017 年 12 月 12 日，第二期员工持股计划已完成股票购买，合计持有公司股票 239 万股，占公司总股本的 0.21%，成交总额为 4541 万元，成交均价为 19 元/股。	即将到期，2019 年 6 月 14 日到期届满
股权激励	2018/10/26	股票期权激励计划：授予 1200 万份股票期权，约占公司总股本的 1.07%。其中拟向公司核心技术骨干人员 271 人首次授予 990 万份，预留 210 万份。首次授予股票期权的行权价格为 27.22 元/股。 限制性股票激励计划：授予 820 万股限制性股票，占公司总股本的 0.73%。其中拟向公司董监高和核心管理、技术骨干人员合计 84 人首次授予 720 万股，预留 100 万股。限制性股票的首次授予价格为 13.61 元/股。	2018 年 11 月 23 日，公司股票期权与限制性股票首次授予登记完成，股票期权登记数量 990 万份，限制性股票登记数量 719 万股。	执行中

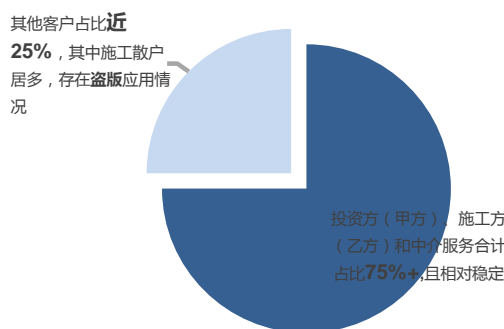
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

## 二、工程造价业务：客户优势 云转型改善现金流+抗周期

### (一) 强客户基础助力云转型 2018 试点地区扩大至 11 个

公司是工程造价软件龙头，客户基础稳固。工程造价业务是公司的传统业务，历年收入占比均保持在 70%以上。根据公司 2010 年上市时发布的招股书，工程造价系列软件的市场占有率在 50%以上，CR5 约为 73%，且由于建筑企业对软件供应商技术和资本实力、售后服务以及品牌等因素越来越看重，预计 CR5 会越来越大，而当前公司的市占率已提升至 60%以上。公司工程造价业务的主要竞争对手包括鲁班软件和神机造价软件，但与公司基本不处于一个体量水平。我们认为公司在国内工程造价领域占据垄断地位，积累了大量的客户群，具备显著的龙头竞争优势。

图表 15：广联达的客户结构



资料来源：太平洋证券整理

工程造价业务云转型持续推进，2017 年起按照年费模式确认收入。公司自 2013 年正式发布云战略，2015 年成功发版首款云计价产品，并于当年四季度将黑龙江省作为首个试点地区开始推广云计价。商业模式逐步由销售软件产品转向提供服务，工程信息业务作为增值服务也逐步转向 SaaS 模式，2017 年二季度起相关收入由一次性确认转变为按服务期间分期确认。截至 2017 年末，计价业务在包括黑龙江、吉林、山西、宁夏、湖北、云南等 6 个试点地区逐步推广 SaaS 模式，试点地区计价业务用户转化率平均达到 80%，用户续费率约 85%。云转型相关的合同金额为 1.75 亿元，2017 年确认收入 0.45 亿元，计入预收款项 1.3 亿元。

2018 年发布云算量产品，造价年费制转型扩大至 11 个地区，2019 年完成全国 80%地区的转型。公司造价业务转型分产品和商业模式两个方面持续推动。产品方面，公司在 2018 年中发布云算量产品，升级为模块化设计和集成平台后产能提升为 3 倍以上，截至 2018 年期末，已上市地区

达到 22 个；转型成果方面，公司计价业务云转型地区由 6 个扩大至 11 个，转型业务范围由工程计价业务扩展至全造价业务；2018 年新签云合同金额 6.55 亿元，同比增长 274%，期末预收款项余额 4.14 亿元，同比增长 219%；同时，用户转化率和续费率持续提高，老转型 6 个地区计价用户转化率及续费率均超过 85%，新转型 5 个地区的计价用户转化率超过 40%，11 个转型地区的算量用户转化率超过 50%。公司计划 2019 年将转型地区深入扩大至 21 个。

图表 16：广联达的客户结构



资料来源：公司年报，公司官网，太平洋证券整理

图表 17：广联达云转型试点城市



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

## （二）云转型改善现金流+抗周期 叠加 2018 年新一轮清单周期

当期收入+预收账款真正反映云转型后的业绩，销售模式变轻使费用率下降。在云转型过程中，从产品形态看，工程造价业务由单机套装软件向“云+端”转变；从业务定位看，License 模式本

质是卖产品，增收依赖于增量客户，而 SaaS 模式是卖服务，厂商作为运营商，存量客户贡献主要收入。收入模式则由一次性销售向年服务费转变，即财务处理上收入确认转为逐期确认，未确认的部分计入预收账款，但成本和费用计入当期。后续收入方面，License 模式主要来源于软件升级费，一般五年一次，这意味着该模式的服务时间止于维护期的结束，而 SaaS 模式可提供其他增值服务，且软件升级和维护服务持续整个服务期。此外，两种模式在运营模式和成败关键因素上也发生转变，License 模式关键在于营销，SaaS 模式则以产品（体验）为王，对销售人员的要求不同，预计销售模式将由重变轻，销售费用率有望下降。

图表 18：广联达 License 模式和 SaaS 模式对比

	License 模式（一次性收费）	SaaS 模式（年服务费）
产品形态	单机套装软件	云+端
业务定位	产品模式：增量客户	运营商模式：存量客户
收入模式	License 收入（一次性）+ 升级费	订阅年费+增值服务费
	<p>量（+）：1）付费用户数量预计增加：激活存量用户，用户粘性增强；2）盗版用户回流：较低的价格和相关政策吸引盗版用户转用正版软件。</p> <p>价：从单年度看，价格出现明显下滑，计价套装软件是七八千元，转成年费后是两三千元。但拉长五年看，总体价格不降反升。</p>	<p>抗房屋开工和软件升级周期</p> <p>每年稳定的现金流</p> <p>转型初期，收入端可能会因量增不足以抵消价减而下滑；半年至一年后，用户数量日益增多将带来平稳收入。</p> <p>预收款项增加</p>
运营模式	研、营、销、服 串型	研、营、销、服 环型&O2O
成败关键因素	营销为王	产品（体验）为王
	<p>1）可在线上与客户直接对接，反馈更及时，操作更方便；</p> <p>2）部分销售人员可能会转岗到运维服务；</p> <p>3）部分能力不足的销售员会退出这个市场。</p>	<p>销售模式变轻</p> <p>销售费用率下降</p>

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

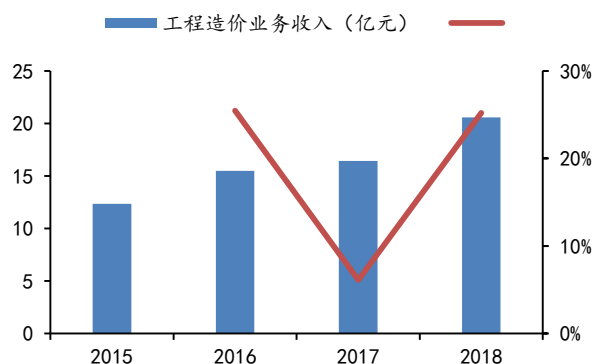
### 1. 激活存量用户+盗版用户回流 云转型后的实际收入（含预收款项）将趋于稳定增长

转型前后单价相差 2/3，但存量用户激活和盗版用户回流将带动收入稳定增长。License 模式下的计价套装软件单价是 7000-8000 元，转型后的年服务费是 2000-3000 元，如果仅看单年的价格端，云转型后出现较为明显的下降。但我们认为对比服务周期的单价，License 模式下一般五年更新一次，因此在不考虑资金成本的情况，SaaS 模式在五年里的价格实际应是大于 License 模式。

从用户数量来看，一方面，激活存量客户，原有模式下存量用户中有相当一部分为沉睡型用户，该类客户激活难度较大，一般难以为公司持续贡献收入，而转型后“云+端+大数据”的产品形态和增强的用户粘性有利于激发此类客户的购买潜力，使其重新成为公司的用户；另一方面，价格优势吸引增量客户，下降的价格有利于吸引盗版用户回流，亦会吸引新客户。

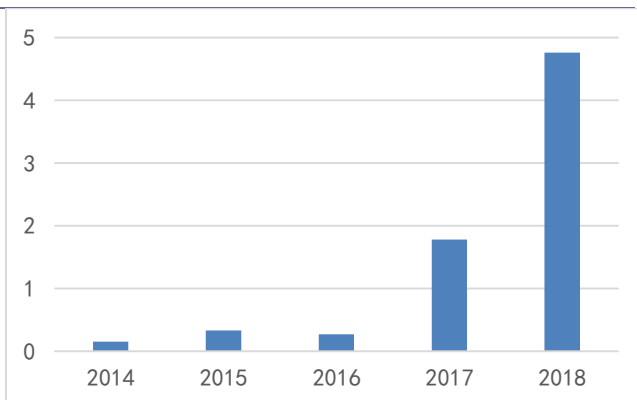
综上，我们认为：1) 转型初期，量增难以抵消价减将会使得收入增长放缓。2017 年工程造价业务收入为 16.43 亿元，同比增长 6%，加上预收账款的 1.3 亿元（云转型相关的合同金额为 1.75 亿元，当期确认 0.45 亿元），同比增速升至 14%，但仍低于转型前 30% 以上的增长，2) 随着用户数量的持续提升，量增终会覆盖价减从而带动收入趋于稳定增长。在年费制转换过程中，用户数量从第一年到第三年会逐步增加，续费率也会相应提高。2018 年公司造价业务收入为 20.57 亿元，同比增长 25%，达到了 16 年转型前的增速水平，加上预收账款后收入合计 31.46 亿元，同比增速上升至 27%，证实量增覆盖假减的逻辑。

图表 19：广联达工程造价收入增速稳步回升



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 20：云转型期间广联达预收款项出现显著增长



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 21：拉长五年维度 SaaS 模式的价格高于 License 模式（假设不考虑资金成本及增值服务）

License模式		VS	SaaS模式	
License收入（一次性）：7000-8000元			年服务费：2000-3000元	
升级费（5年更新一次）：2000元			增值服务：暂不考虑	
合计	9000-10000元		合计	10000-15000元

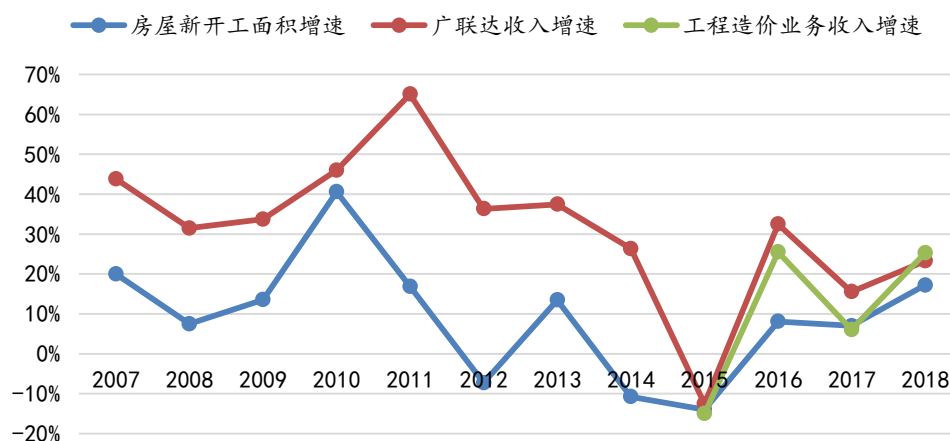
资料来源：投资者调研纪要、太平洋证券整理

## 2. 年费模式平滑报表收入 转型后预计可产生每年 11 亿元以上的现金流

年费模式平滑报表收入，公司业绩有望抗周期。根据公司投资者调研纪要披露，之前每年贡献收入的仅是新开工项目的预算员，大约占全国预算员总量的 15%，因此公司收入与新开工房地产周期联动。但转成年费模式后，所有的预算员均有可能被激活为续费用户，我们认为在逐期确认的情况下，收入波动将被平滑，从而公司业绩表现能够抵抗房屋开工和软件升级周期的影响。



图表 22：广联达收入增速与房屋新开工面积增速的联动性



资料来源：WIND，太平洋证券整理

预计云转型完成后每年可产生 20-30 亿元的现金流。在云转型过程中，增长驱动主要包括新的增量用户和存量用户的持续付费。2017 年试点地区计价业务用户转化率平均达到 80%，用户续费率约 85%，而公司目标是全国 80%地区完成转型，转型地区 80%的客户完成转型，客户续费率达到 80%。基于此，我们做出如下假设：1) 盗版用户年回流数量约 3 万人次；2) 2019 年公司造价业务渗透率为 64%，2020 和 2021 年渗透率每年提高 8%；3) 公司存量用户续费率为 85%。此外，2018 年公司推出云算量产品，2019 年全国推广，届时云计价和云算量（包括土建、钢筋和安装）打包销售，假设每件产品单价介于 1500-2000 元，组合后的优惠价格取 5000 元，在不考虑增值服务的情况下，最终估算出公司 2019-2021 年年现金流分别可达到 18 亿元、23 亿元和 27 亿元。

图表 23：广联达 2019-2021 年现金流测算

项目	2019	2020	2021	备注
造价员总人数(万人)	100	100	100	
年初用户数量 ( 万人 )	62	64	72	
年初正版用户数量 ( 万人 )	37.2	41.2	51.2	2019 年年初正版：盗版用户数量=3：2
年初盗版用户数量 ( 万人 )	24.8	22.8	20.8	
增量 1：盗版用户回流				
年回流数量 ( 万人 )	3	3	3	
年服务费(元)	5000	5000	5000	假设云计价+算量打包价格为 5000 元
增量现金流 ( 亿元 )	1.5	1.5	1.5	
增量 2：渗透率提升				
渗透率	64%	72%	80%	公司 2019 年转型目标：80%的地区完成转型，转型地区 80% 的客户完成转型，因此 2019 年渗透率=80%*80%=64%，假设之

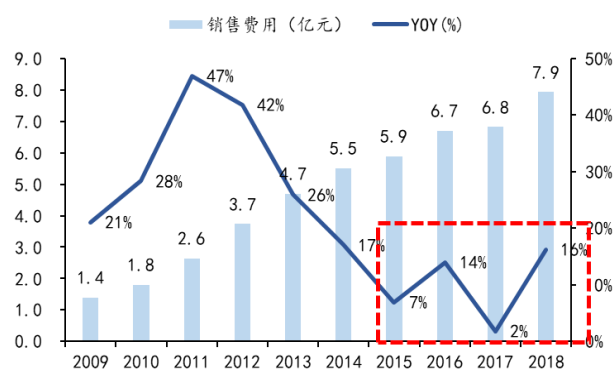
后每年渗透率提高 8%			
增量用户	2	8	8
年服务费(元)	5000	5000	5000
现金流(亿元)	1	4	4
<b>存量：付费用户持续付费</b>			
付费用户数量(万人)	37.2	41.2	51.2
续费率	85%	85%	85%
年服务费(元)	5000	5000	5000
现金流(亿元)	15.81	17.51	21.76
<b>合计现金流(亿元)</b>	<b>18.31</b>	<b>23.01</b>	<b>27.26</b>

资料来源：WIND，太平洋证券整理

### 3. 云服务销售模式变轻 销售费用率有望持续下降

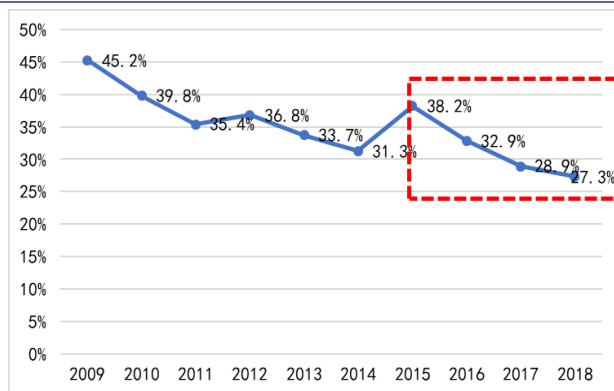
销售模式由重变轻，销售费用率有望下降。在云转型过程中，销售模式随着以营销为主转向服务为主而转变。转型前主要面向增量客户进行软件的一次性销售，但转做云业务后，未来更多是为客户提供长期且有价值的服务，只有服务好，产品真正满足客户需求，客户才会续签。对此，部分销售人员转岗至运维服务以加大服务力度，而部分能力不足的销售员则会退出这个市场，我们认为工程造价业务销售人员数量将不断减少。此外，云服务也将使得公司与客户的联系更为紧密，线下地推逐渐转为线上产品推广，我们认为有利于推广成本的降低。综上，我们认为销售费用率将随着销售模式的转变而持续下降，2017 年销售费用率为 27.3%，较 2015 年 38.2% 的高点下降近 11 个 pct。

图表 24：2009-2018 广联达销售费用及同比增速



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 25：2009-2018 广联达销售费用率



资料来源：wind，太平洋证券整理

### 4. 2018 迎新一轮清单周期 云转型有望加速推进

叠加 2018 年新一轮清单周期，云转型有望加速推进。当前使用的《建设工程工程量清单计价规范》是 2013 年更新的版本，结合以往五年更新一次的经验以及公司最新预估 2019 年发布，我们预计 2019 年大概率将迎来新一轮清单周期。公司 2018 年推出云算量产品，2019 年进行最大规模的转型推进，我们认为云转型节奏与新一轮清单周期基本契合，用户接受度将加大，有利于转

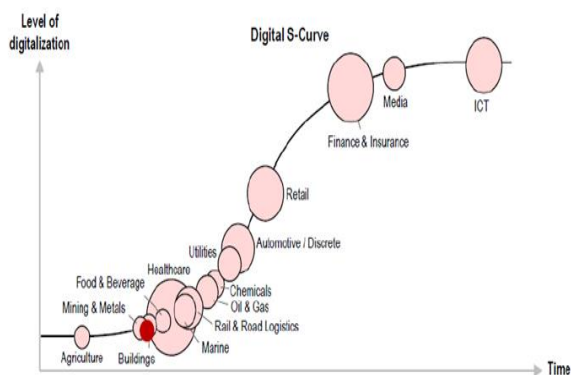
型的加快推进，进而贡献显著增量。

### 三、工程施工：蓝海遨游 续工程造价之风采

#### (一) BIM 顺数字化之势 降本增效贯穿全生命周期

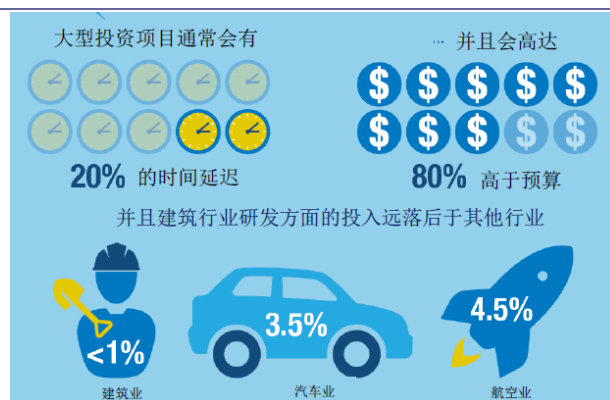
数字化和智能化变革已然开启，带动建筑业效率提升。建筑行业的数字化、智能化一直处于较低水平。随着数字化技术的进步，以及移动应用与建筑行业的结合，建筑业的深度变革已经开启。物联网和云计算的发展使得能够以较低的成本向传统系统提供智能功能。智能化的建筑设计、施工与项目管理将改变建筑业的整体面貌，并带来整个行业效率的提升。传统大型投资项目通常会有 20% 的时间延迟，高达 80% 会超出预算，而且建筑行业研发投入方面远落后于其他行业。

图表 26：建筑业的数字化水平相对较低



资料来源：ABB，太平洋证券整理

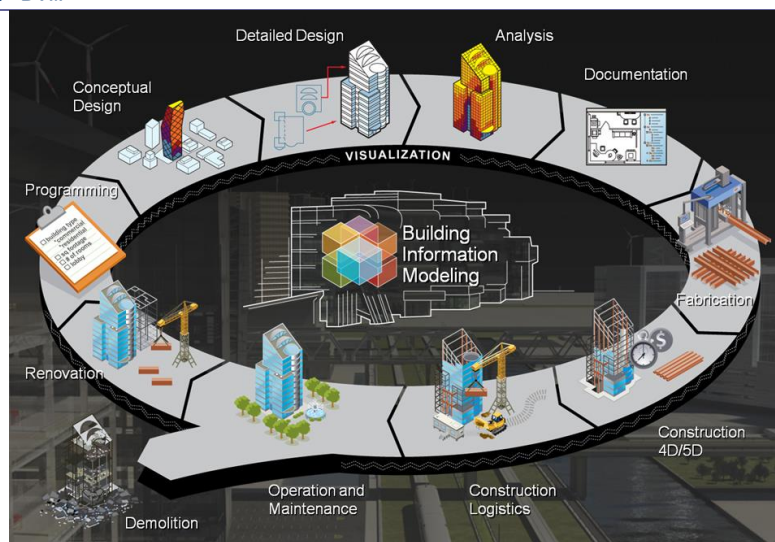
图表 27：建筑业的效率亟待提升



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

**BIM 引领建筑业数字化变革。**BIM（建筑信息模型，Building Information Model）是设施物理和功能特性的数字化呈现，因此，它可以作为设施信息的共享知识资源，为生命周期内的决策奠定可靠基础。BIM 的创建不同于 2D 或 3DCAD，BIM 用数字化的建筑组件表示真实世界中用来建造建筑物的构件。BIM 具备可视化、可计算、可分享和可管理等四大特征。BIM 作为一种全新的工程理念和行业信息技术，正在引领建设领域规划、设计、施工、运维等一系列技术创新和管理变革。

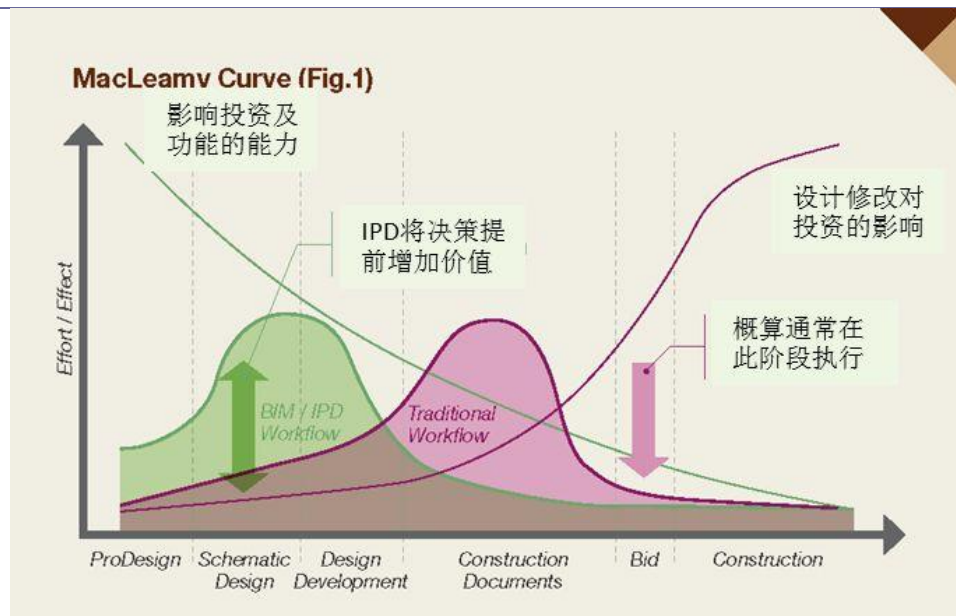
图表 28: BIM



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

**BIM 能够促进早期协作优化整个建筑以实现成本的降低。**BIM 通过比传统方法更有效地使用一致且更完整的信息，促进团队成员之间项目早期阶段的协作。不同于优化单个部件的传统方法，BIM 能够较早地做出设计决策以便在分析成本低得多的阶段优化整个建筑，从而能够尽量减少在设计后期或施工过程中进行变更的需要。Mac leamy 曲线表明在项目整个生命周期中初期设计改动成本更低，越到后期，即使是很小的变更都会对建筑的建筑成本和生命周期成本产生巨大影响。

图表 29: BIM 能够有效降低成本及提高项目效率



资料来源：HOK，太平洋证券整理

**设计阶段：BIM 增强团队协作性，发挥最大限度影响成本。**在设计阶段，使用 BIM 可以最大限度地发挥其对项目的影响，因为影响成本的能力是最高的。团队可以创造性地提出想法，并在问题对项目造成高成本影响之前提供问题的解决方案。这可以通过整个项目人员的合作和协调来实现。因此，建立良好的合作关系非常重要。BIM 的使用尤其增强了团队的协作性。建筑师和工程师可以测试他们的设计理念，包括能量分析。施工经理可以提供可施工性，排序，价值和工程报告。他们还可以在设计的早期阶段开始分包商和供应商之间的 3D 协调。

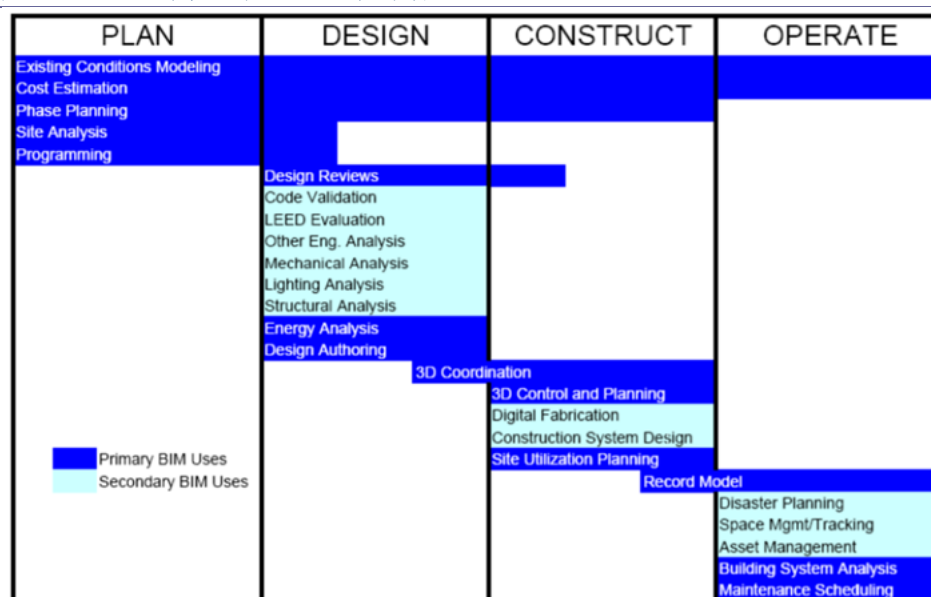
**施工阶段：BIM 具备成本管理、进度管理、安全管理及质量管理等多种有益用途。**1) 成本管理：通过专用的工程量清单信息关联功能，为模型中的各个族（类型）关联对应的工程量清单和定额项目，对应的人工、材料、机械使用消耗进行分析计算，实现了工程量计算与计价的双向数据衔接，当模型改动时能够实时反映工程造价的变化；2) 进度管理：通过分析 BIM 模型与施工进度之间、各种施工设施之间、材料供给与需求之间等诸多复杂的依存关系，将模型和施工进度计划链接起来，建立场地 4D 模型，实现 4D 施工技术在项目上的应用；3) 安全管理：在 BIM 模型建立阶段即可对项目潜在危险源进行识别和预制。BIM 允许项目参与者直观地评估现场条件和识别风险，并提供适当的解决方案。但是，随着施工进展，影响项目成本的能力会降低；4) 质量管理：项目施工和监理方可及时录入工程质检和安全数据，并与 BIM 模型关联，可以实时查询任意 WBS 节点或流水段及构件的施工安全质量情况，并可自动生成工程安全质量统计分析报表。

在施工后阶段，维修计划、建筑系统分析、资产管理、空间管理和跟踪、灾难规划和记录建模，记录模型可以帮助维护建筑物的整个生命周期。理想情况下，控制和监控机械和电气设备使用的楼宇自动化系统 (BAS) 可以与记录模型相关联，以提供成功的基于位置的维护计划。此外，



建筑系统分析，包括能源，照明和机械可用于测量建筑物的性能。

图表 30: BIM 横穿整个建设生命周期



资料来源: HOK, 太平洋证券整理

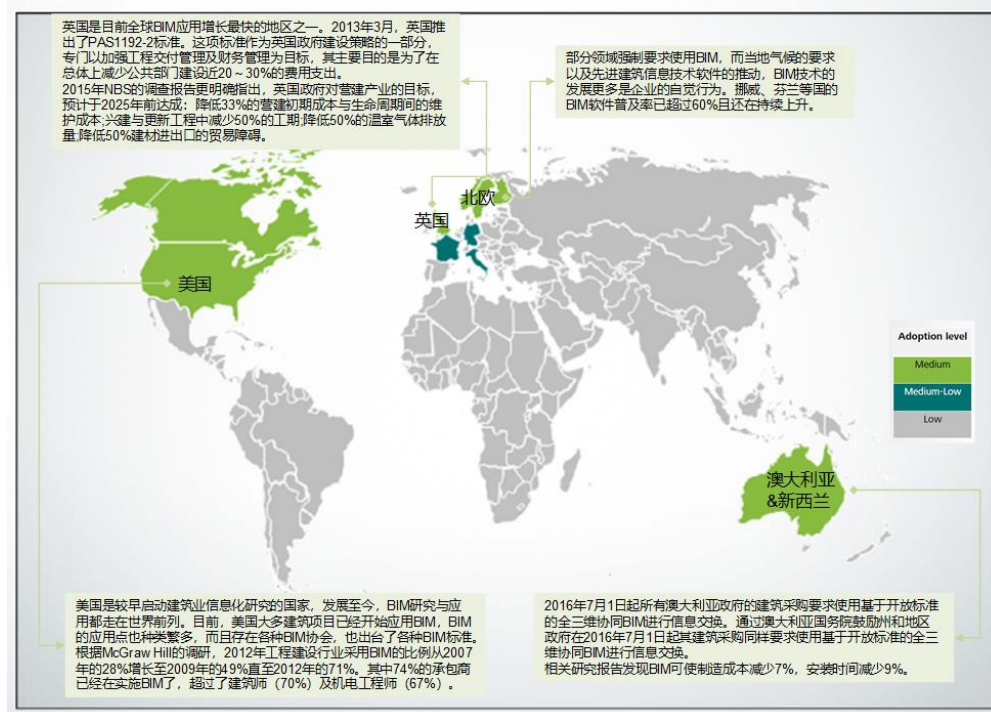
## (二) 全球掀起 BIM 浪潮 国内渗透率低空间大

2022 年全球 BIM 市场规模将达 115.4 亿美元，亚洲地区增长最快，施工方成为主要客户。美国、英国、芬兰、丹麦、挪威、澳大利亚、韩国，香港等均发布了 BIM 发展纲要，推动 BIM 技术的普及应用。Transparency Market Research 预估全球 BIM 市场规模，2014 年 26 亿美元，2022 年增长到 115.4 亿美元。北美是目前最大的 BIM 市场，占比约 33%，但是在 2015-2022 年期间，



亚太是最快增长的区域，主要是中国和印度推动。TMR 预测 2015 到 2022 年期间施工方会成为最主要的 BIM 用户，预估复合增长率在 22.7%。

图表 31：各国 BIM 发展情况

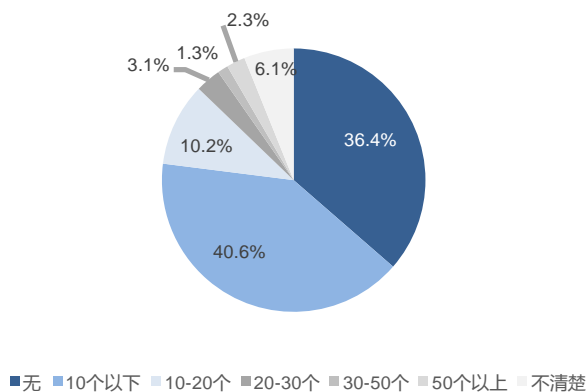


资料来源：Autodesk，各国官网，太平洋证券整理

国内 BIM 软件终极状态市场空间预计可达 300 亿元。中国每年约有 60 万个项目，假设每个项目在在施工阶段投入 20 万软件，估算国内施工阶段软件市场可达 1200 亿元。进一步假设 BIM 渗透率达到 100%，收费模式最终采用按项目年服务费，约 5 万元/项目，则终极状态下国内 BIM 软件每年潜在市场空间预计可达 300 亿元。

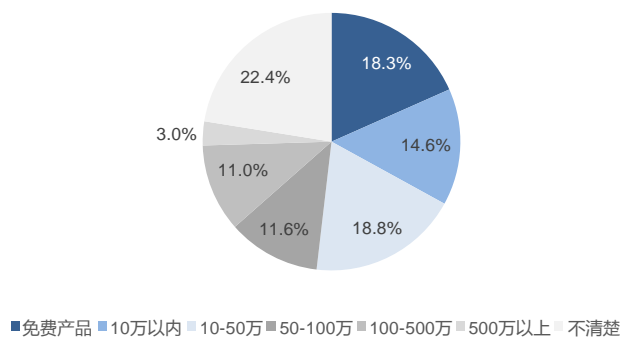
**国内 BIM 渗透率仍偏低。**根据《中国建设行业施工 BIM 应用分析报告（2017）》，在项目中没使用过 BIM 技术和使用项目数量在 10 个以下的企业合计占比达 77%，表明国内企业应用 BIM 技术的项目并不多；在投资金额方面，投入在 50 万元以上的企业占比仅为 26%，表明国内企业在 BIM 的投资力度还不够大。因此我们认为国内 BIM 渗透率仍偏低。

图表 32：受访企业应用 BIM 技术项目数量情况



资料来源：《中国建设行业施工 BIM 应用分析报告（2017）》，太平洋证券整理

图表 33：受访企业应用 BIM 技术投资金额



资料来源：《中国建设行业施工 BIM 应用分析报告（2017）》，太平洋证券整理

**BIM 政策体系不断完善，加速全国普及。**从 2014 年开始，在住建部的大力推动下，各省市政策相继出台 BIM 推广应用文件，到目前我国已初步形成 BIM 技术应用标准和政策体系，为 BIM 的快速发展奠定了坚实的基础。2016 年是 BIM 政策的井喷年，各地纷纷出台 BIM 推广意见，目前全国已有 21 个省出台了 BIM 相关政策。2016 年 12 月国家住建部、国家质检总局联合发布国家级《建筑信息模型应用统一标准》，并于 2017 年 7 月 1 日起开始实施。2017 年 5 月国家住建部又发布《建筑信息模型施工应用标准》，批准其为国家标准，于 2018 年 1 月 1 日开始实施。2018 年 3 月，交通运输部发布《关于推进公路水运工程 BIM 技术应用的指导意见》，同年 5 月，住建部发布《城市轨道交通工程 BIM 应用指南》，逐步实现 BIM 技术在公路水运和轨交领域的应用。我们认为未来关

于 BIM 的推进政策还将陆续推出，在国家政策的大力支持下，BIM 技术有望真正实现在全国范围内的普及应用。

**业主需求加大，推动 BIM 渗透率提升。**万达、万科、上海中心、迪士尼、绿地集团等业主和项目明确要求使用 BIM 技术，潘石屹将 BIM 应用作为 SOHO 未来十年三大核心竞争力之一。王健林在万达 2016 年会讲话中，多次提到 BIM。万达从 2015 年启动了商业地产 BIM 工程管理，在全球首个将工业 BIM 技术移植到工程管理项目，实现工程项目全周期的智能化管理，这是对全球不动产行业的一次管理革命。我们认为国内的建筑行业偏买方市场，因此在业主需求的推动，BIM 渗透率有望提升。

图表 34：国家及地方 BIM 政策

区域	时间	制定单位	政策名称	具体内容
全国	2011 年 5 月	住建部	《2011-2015 年建筑业信息化发展纲要》	第一次将 BIM 纳入信息化标准建设的重要内容
	2014 年 7 月	住建部	《关于推进建筑业发展和改革的若干意见》	推进建筑信息模型（BIM）等信息技术在工程设计、施工和运行维护全过程的应用，提高综合效益。
	2015 年 6 月	住建部	《2016-2020 年建筑业信息化发展纲要》	到 2020 年末，建筑行业甲级勘察、设计单位以及特级、一级房屋建筑工程施工企业应掌握并实现 BIM 与企业管理系统和其他信息技术的一体化集成应用；到 2020 年末，以下新立项目勘察、设计、施工、运营维护中，集成应用 BIM 的项目比率达到 90%。
	2016 年 9 月	住建部	《建筑信息模型应用统一标准》	十三五时期，全面提高建筑业信息化水平，着力增强 BIM 应用能力，建筑业数字化、网络化、智能化取得突破性进展。
	2016 年 12 月	住建部、国家质检总局	《建筑信息模型应用统一标准》	国家标准，2017 年 7 月 1 日开始实施，提出了建筑信息模型应用的基本要求。
	2017 年 2 月	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	加快推进建筑信息模型（BIM）技术在规划、勘察、设计、施工和运营维护全过程的集成应用，实现工程建设项目全生命周期数据共享和信息化管理。
	2017 年 5 月	住建部	《建筑信息模型施工应用标准》	国家标准，自 2018 年 1 月 1 日起实施。
	2018 年 3 月	交通运输部	《关于推进公路水运工程 BIM 技术应用的指导意见》	围绕 BIM 技术发展和行业发展需要，有序推进公路水运工程 BIM 技术应用，在条件成熟的领域和专业优先应用 BIM 技术，逐步实现 BIM 技术在公路水运工程广泛应用。
北京	2018 年 5 月	住建部	《城市轨道交通工程 BIM 应用指南》	城市轨道交通应结合实际制定 BIM 发展规划，建立全生命技术标准与管理体系，开展示范应用，逐步普及及推广，推动各参建方共享多维 BIM 信息、实施工程管理。
	2018 年地方 BIM 政策			
	2018 年 3 月	北京市住房和城乡建设委员会、北京市规划和国土资源管理委员会、北京市质量技术监督局	《关于加强装配式混凝土建筑工程设计施工质量全过程管控的通知》	推广建筑信息模型（BIM）技术在设计施工全过程应用，本市行政区域内由政府投资的装配式混凝土建筑项目应全过程应用建筑信息模型（以下简称 BIM）技术。其他装配式建筑项目鼓励采用 BIM 技术。工程总承包单位或未实行工程总承包项目的建设单位也要全面深化项目 BIM 技术应用。
	2018 年 5 月	北京住建委	《北京市住房和城乡建设	示范工程 BIM 技术的相关背景、创新点、技术指标等总体情况，主要

	2018 年 6 月	北京住建委	委员会关于加强建筑信息模型应用示范工程管理的通知》 《北京市住房和城乡建设委员会关于开展建设工程质量管理标准化工作的指导意见》	难点及解决措施，具体应用思路、过程和方法，取得的效果，综合分析 BIM 引用的成效、示范价值、经验体会、推广前景等。
上海	2018 年 5 月	上海住建委	《上海市保障性住房项目 BIM 技术应用验收评审标准》	全面普及 BIM 技术，充分利用 BIM 技术强化工程建设预控管理。
浙江	2018 年 5 月	浙江住建委	《建筑信息模型（BIM）应用统一标准》	规定了上海市保障性住房项目 BIM 技术应用项以及 BIM 技术应用报告的组成及不同部分的分值。
吉林	2018 年 4 月	吉林省人民政府办公厅	《吉林省人民政府办公厅关于促进建筑业改革发展的若干意见》	从 BIM 模型要求、模型应用、实施环境与协同平台等方面统一建筑信息模型应用规范。
广西	2018 年 6 月	广西住建厅	《广西壮族自治区建筑信息模型（BIM）技术应用费用计价参考依据》（征求意见稿）	推进 BIM 技术应用条件下的各专业协同设计、协同施工、协同管理。2019 年 1 月 1 日起，装配式建筑、单体建筑面积 2 万平方米以上的大型公共建筑及大型市政基础设施工程的设计和施工应采用 BIM 技术。
广东	2018 年 2 月	广东住建厅	贯彻落实《住房城乡建设部关于促进工程监理行业转型升级创新发展的意见》的实施意见	本标准适用于我区建设的建筑工程、城市道路工程、城市轨道交通工程、综合管廊工程和园林景观工程，其余类工程项目可酌情参考此标准。
	2018 年 6 月	广东住建厅	《广东省绿色建筑质量提升三年行动方案（2018—2020）》	推进建筑信息模型（BIM）在工程监理服务中的应用，不断提高工程建立信息化水平。推动监理服务方式与国际工程管理模式接轨，积极参与“一带一路”项目建设，主动“走出去”参与国际市场竞争。
海南	2018 年 2 月	海南住建厅	《海南省装配式建筑示范管理办法》	大力推行现代建造方式，打造一批装配式、智能化、被动式的超低能耗绿色建筑。积极推动 BIM 技术在绿色建筑中的应用。
	2018 年 5 月	海南省人民政府办公厅	《海南省人民政府办公厅关于促进建筑业持续健康发展的实施意见》	规定示范项目应采用建筑信息模型（BIM）技术进行实施，包括全装修在内的一体化设计、生产、建造。

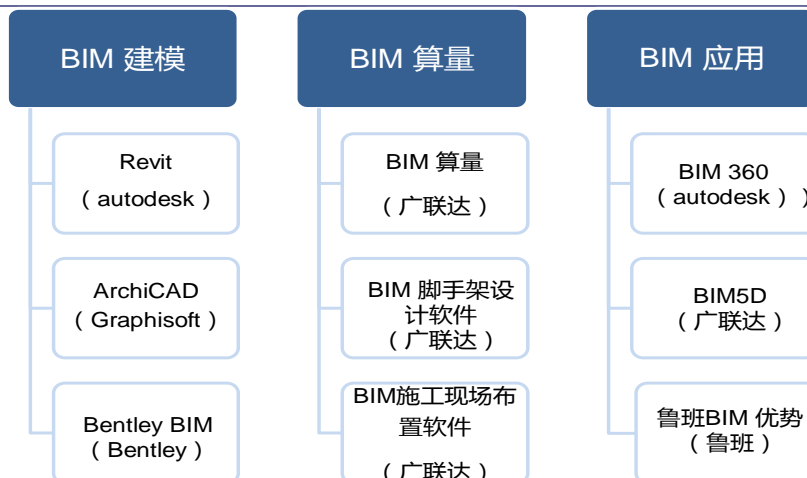
资料来源：各地方政府官网，太平洋证券整理

### （三）项目施工多方协作 蓝海竞争龙头未现

国内的 BIM 企业主要分为 BIM 软件研发、BIM 咨询和 BIM 培训等三类。目前国内 BIM 软件企业是 BIM 产业中的主要玩家，诸多本土 BIM 软件厂商结合国内软件的应用环境和实际情况，围绕建筑设计、建造、运维三个阶段进行 BIM 软件的研发，推出符合中国市场的 BIM 产品。近几年国内 BIM 软件厂商的发展总体呈良好态势，通过本地化产品和配套的技术服务支撑，取得了不错的成绩。但因软件研发需要大量的资金投入，目前有实力的 BIM 研发企业数量还较少，主要由几个大的软件厂商的软件，如广联达、鲁班等。

施工阶段对信息化要求很高，一个项目的建设施工涉及到多方协同，业务复杂度极高，具有很强的业务壁垒和技术壁垒。从全球看，体量在公司之前的均在欧美，业务主要集中在建筑全生命周期的设计阶段和运维阶段，这与其城镇化率高、存量市场较大的现状相关。目前国内市场还处在增量阶段，BIM 建模阶段被 Autodesk、Graphisoft 和 Bentley 等国外厂商垄断，应用最广的 BIM 软件是 Autodesk 旗下的 Revit。而 BIM 算量和 BIM 应用阶段基本是由广联达占据主导地位，鲁班等其他厂商仅在较少领域涉足，我们认为考虑到国外厂商相对不了解国内行情，广联达在国内 BIM 市场尚无强劲对手。

表 35：国内 BIM 主要参与者



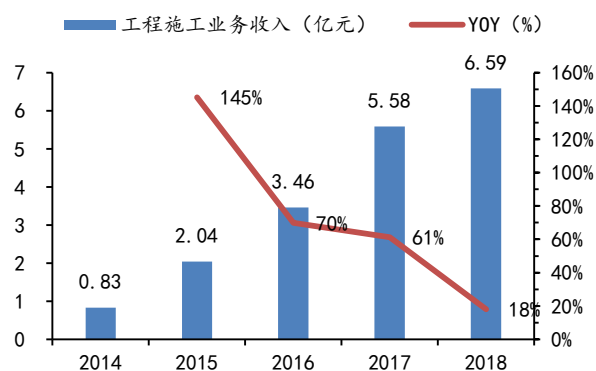
资料来源：太平洋证券整理

#### (四) 自主研发引领行业 亮眼增速彰显无限可能

工程施工业务重点发力，增长态势良好。工程施工业务是公司重点聚力突破的业务领域。目前，公司面向施工阶段的产品已覆盖工地层、项目层及企业层等各层级多点应用，未来逐步形成 BIM 建造、智慧工地、数字企业三大解决方案，为施工阶段用户提供综合业务解决方案。

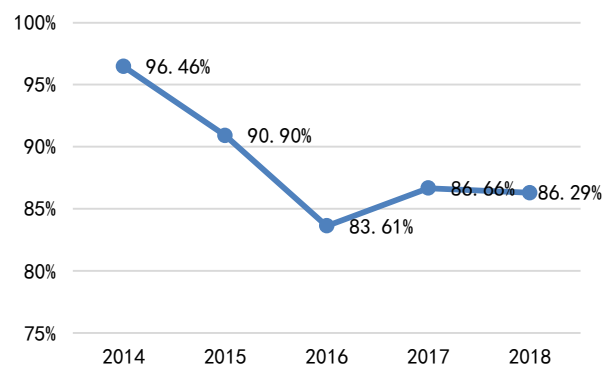
由于公司 2018 年对施工业务条线进行了全面整合，导致 2018 年工程施工业务板块增速有所放缓，实现收入 6.6 亿元，同比增长 18%，其中 智慧工地 2.07 亿，同比增长 11.27%；BIM 建造 2.89 亿，同比增长 14.54%；数字企业 1.63 亿元，同比增长 35.5%。

图表 36：广联达的工程施工业务收入及同比增速



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 37：广联达的工程施工业务毛利率



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

表 38：施工业务主要产品





资料来源:公司官网,太平洋证券整理(注:图中数字对应2018年收入)

**增速连续两年翻番, BIM 将成为重要引擎。**BIM 业务线是面向施工阶段 BIM 方案的业务,其核心产品 BIM5D 围绕“多岗三端一云”产品架构持续迭代,以 BIM 云为协同应用中心,通过桌面端、WEB 端和移动端的应用,使用户实现有效决策和精细管理。以 BIM5D 产品为代表的 BIM 建造业务表现亮眼,基本实现连续两年翻番的增速,应用项目超过 1000 多个,标杆企业超过 130 余家。产品应用于北京城市副中心、北京新机场、万达筑云总发包平台等重大项目,示范效果明显。

图表 39：广联达 BIM 产品体系



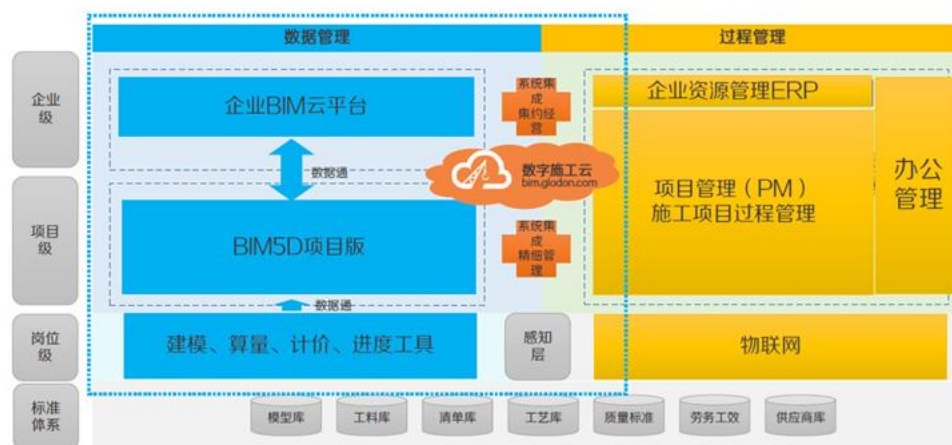
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表 40：广联达 BIM 产品定位

产品	定位
企业BIM云平台	基于BIM的施工企业经营决策云平台
BIM5D	施工阶段精细化管理平台
MagiCAD	机电专业BIM解决方案引领者
BIM审图	BIM模型检查专家
BIM浏览器	轻量化的三维模型查看工具
BIM算量	土建、安装、钢筋、精装、市政
BIM模架	现场施工人员专属BIM软件
BIM三维场布	施工现场布置软件

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

表 41：广联达 BIM 产品应用



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

目前国内 BIM 行业尚处于发展初期，渗透率低而空间大，我们认为广联达凭借工程造价积累的大量优质客户，依靠领先于行业的自主研发技术，有望遨游于 BIM 蓝海市场，快速抢占更多份额。此外，BIM 业务目前仍处于市场拓展初期，现阶段仍以产品形态为主，不适合云转型，未来当市场拓展到一定程度，公司有意愿加大云化投入，我们认为总体而言，公司工程施工业务有望再续工程造价之风采，成为行业龙头享受更大市场空间。

表 42：广联达 BIM 主要客户

中国建筑一局（集团）有限公司 CHINA CONSTRUCTION FIRST BUILDING GROUP CO., LTD.	中国核工业第二建设有限公司 CHINA NUCLEAR INDUSTRY 2ND CONSTRUCTION CO., LTD.	北京住总集团 BEIJING ZHONGTONG GROUP
中铁十五局集团第七工程有限公司 THE 15TH CONSTRUCTION COMPANY LTD. OF CHINA RAILWAY GROUP	上海十三冶建设有限公司 SHANGHAI SHIYANG CONSTRUCTION CO., LTD.	北京市第三建筑工程有限公司 BEIJING NO. 3 CONSTRUCTION ENGINEERING CO., LTD.
中国青建 CHINA GREEN BUILDING	南京四建集团有限公司 NANJING SIJIAN CONSTRUCTION GROUP CO., LTD.	BAOSTEEL
山西四建集团有限公司 CHINA SHANXI SIJIAN GROUP CO., LTD.	万兴建筑集团 WANXING BUILDING GROUP	中天集团 ZHONGTIAN GROUP

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

## 四、看齐 Autodesk 和 Adobe，终获业绩和估值双飞

### (一) Autodesk：转型阵痛期已过，业绩与估值有望持续发酵

**Autodesk** 是全球最大的二维和三维设计、工程与娱乐软件公司，为制造业、工程建设行业、基础设施业以及传媒娱乐业提供数字化设计、工程与娱乐软件服务和解决方案。公司成立于 1982 年，同年 AutoCAD 正式推向市场，发展至今 Autodesk 提供设计软件、Internet 门户服务、无线开发平台及定点应用，帮助遍及 150 多个国家的四百万用户推动业务，保持竞争力。

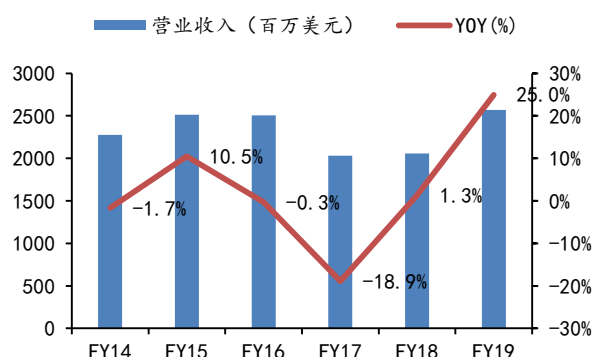
转型步入后期，订阅收入保持翻番增长。Autodesk 自 2009 年起通过收购多家云服务公司开始布局云转型，2011 年成功推出首款云产品 Autodesk Cloud，2014 年正式发布云转型战略，开启由 License 模式向 SaaS 模式转变之路。2016 年公司加速推进转型，1 月 31 日起多数非套件软件产品不再出售新的永久许可，后续的永久许可更新只能通过维护合约获得，8 月 1 日起公司停止所有传统套装软件的销售，至此公司股价累计涨幅高达 172%。接下来公司将继续致力于订阅模式的转换，近几年在维护收入和 License 及其他收入增速为负的情况下，公司订阅收入仍保持接近 100% 的高增速，占比不断提升。

表 43：Autodesk 股价走势及云转型相关事件



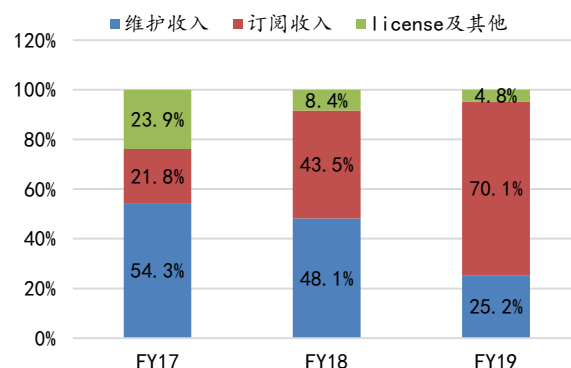
资料来源：wind，公司官网，太平洋证券整理

图表 44: FY2014-2019 Autodesk 营业收入及增速



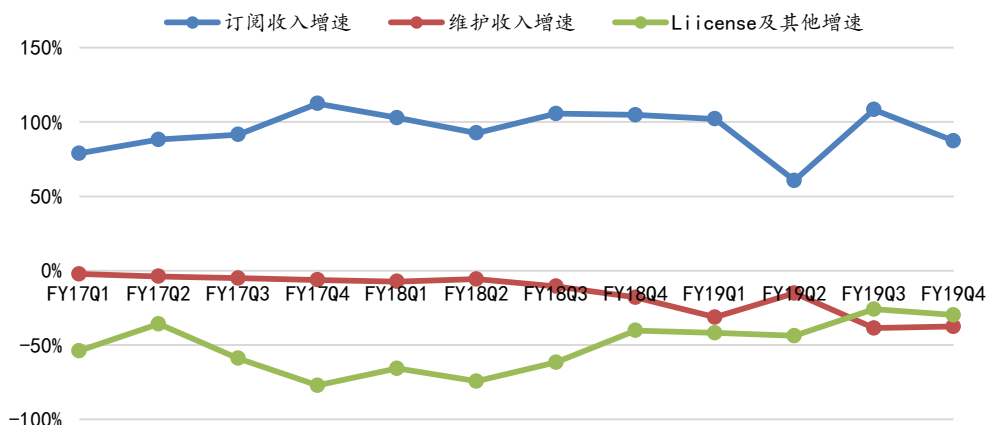
资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

图表 45: Autodesk 订阅收入占比逐年提升



资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

表 46: Autodesk 订阅收入增速远远高于其他主营业务

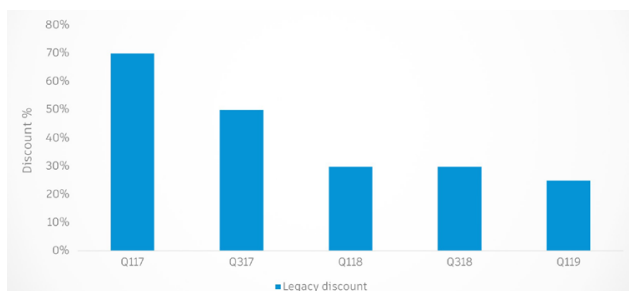


资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

折扣吸引用户转化, 趋稳后重回量价齐升阶段。Autodesk 为了鼓励用户转换到其订阅模式, 实施的策略是在产品上提供高达 70% 的折扣, 这样能够刺激订阅用户的增长, 但同时 ARPS (Annualize Revenue per Subscription) 也会降低。随着转型的顺利推进, 用户数量增长趋于稳定, 续费率亦保持增长, 折扣力度将逐渐减少带动 ARPS 重回增长态势, 我们认为 Autodesk 转型阵痛期已过, 有望重回稳增长。

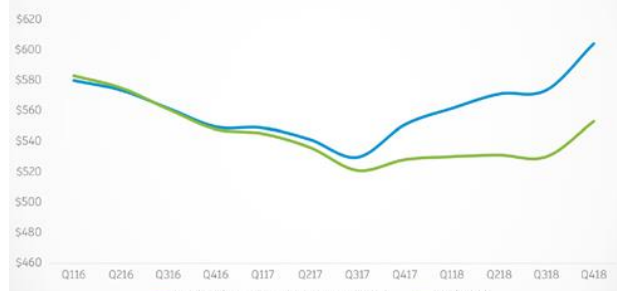


图表 47: Autodesk 对产品的折扣将逐渐降低



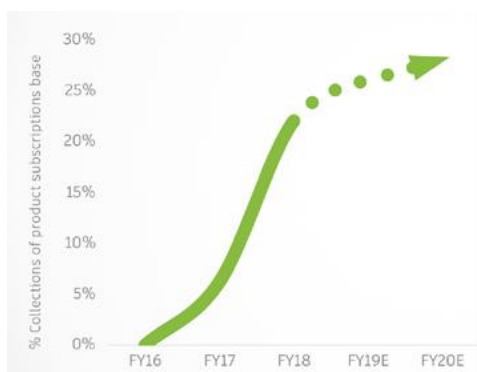
资料来源: 公司官网, 太平洋证券整理

图表 48: Autodesk 的 ARPS 重回增长态势



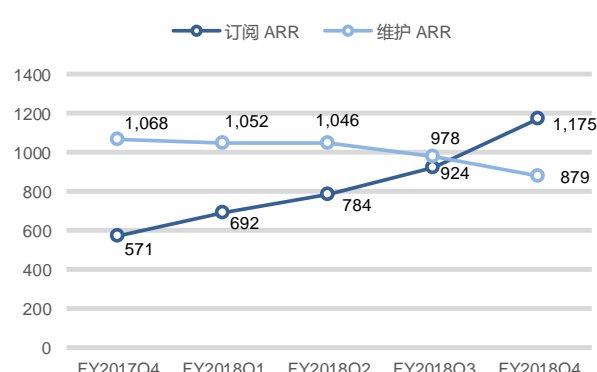
资料来源: 公司官网, 太平洋证券整理

图表 49: Autodesk 订阅模式续费率持续增长



资料来源: 公司官网, 太平洋证券整理

图表 50: Autodesk 订阅 ARR 超越维护 ARR



资料来源: 公司官网, 太平洋证券整理

## (二) Adobe: 云化迎来第二春 业绩与股价齐突破

以图像处理软件 Photoshop、美工软件 Illustrator、排版软件 Indesign、特效软件 After Effect 等软件闻名全球的 Adobe 诞生于 1982 年, 30 多年来经历几次阵痛转型, 发展至今已成为全球创意软件龙头。期间公司进行多次收购, 包括 2009 年收购 Omniture 拓展产品线, 进军数字营销领域。而在多次转型之中, 最让人惊喜的是 2013 年开启的云转型, 获利模式由套装软件的一次性销售转为订阅模式, 自此 Adobe 业绩与股价双双实现突破。

云转型前, 公司的核心产品 Creative Suite (CS) 软件套装主要通过史泰博等第三方渠道商进行销售。2012 年初公司推出首款云服务产品 Creative Cloud (CC), 提供包月订购选择; 2013 年公司全力推动云订阅转型, 宣布 CC 将取代 CS 套件成为核心产品, 而 CS 套件将停止更新; 2015 年 4 月, 公司又推出另一款云产品 Document Cloud, 之后升级为 Acrobat DC。与此相对应的是公司收入于 2013 财年触底反弹, 随后增速逐年扩大, 费用率则从高点持续下降, 而股价一路高涨, 自 2013 年以来已累计涨逾 16 倍。

**订阅优惠+高用户黏性保障云转型的顺利推进。**在 CC 推广早期, 对于原有软件套装用户, Adobe 在首年为其提供 40% 的订阅优惠。在首年合约期满后, 独立用户的每月订阅费用为 50 美元, 企业

用户订阅费为每月每用户 70 美元，但这部分用户将拥有云存储空间以及部分管理工具，而标准零售版本的 Creative Suite 6.0 售价高达 1299 美元。此外，公司转型的核心产品 CS 套件行业第一，具有非常高的用户黏性，其他产品难以替代，这种情况下用户留存率相对较高。

**销售模式随转型而变，订阅模式有助于降低销售费用。**在线付费订阅模式的采用将大大减少实体软件套装的包装和分销成本，并使公司可以更加专注于自己的付费订阅用户。从获客成本上看，根据太平洋皇冠证券 2016 年的 SaaS 行业调查，全球 SaaS 企业分别从 New（新客户）、Upsell、Resell 上获得\$1 ACV（Annual Contract Value，即“年化合同价值”），所要付出的平均成本分别为\$1.13、\$0.27、\$0.13，这意味着 SaaS 公司越往后销售成本越低。过去 3 年 Adobe 基本上是按获新客（New）的成本在获客，但是随着订阅比例提升，我们认为 Adobe 最终的销售投入应是比照 Resell 成本（获新客成本的 1/9-1/8），销售投入将持续降低。

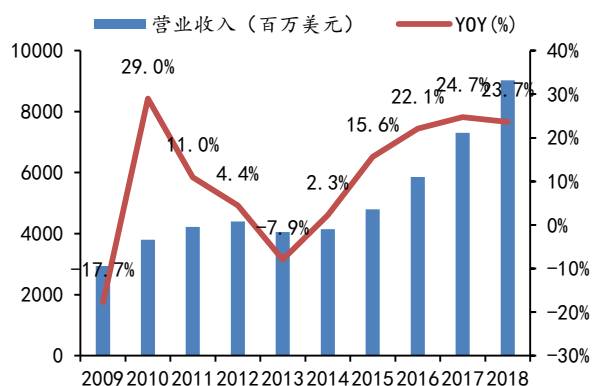
表 51：Adobe 股价走势及云转型相关事件



资料来源：wind，公司官网，太平洋证券整理

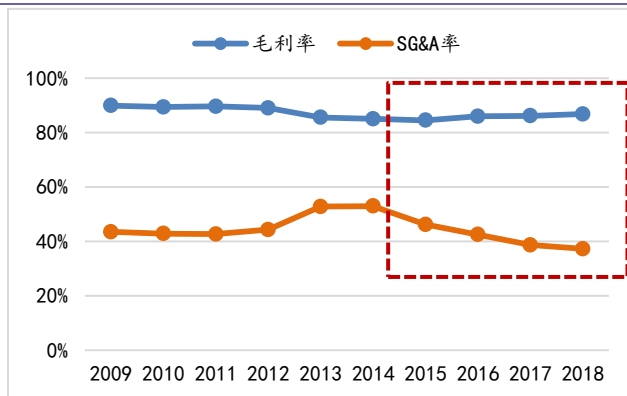


图表 52: FY2007-2018 Adobe 收入及同比增速



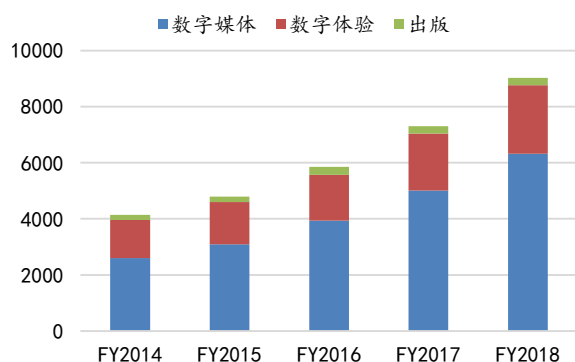
资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

图表 53: FY2007-2018 Adobe 毛利率及费用率



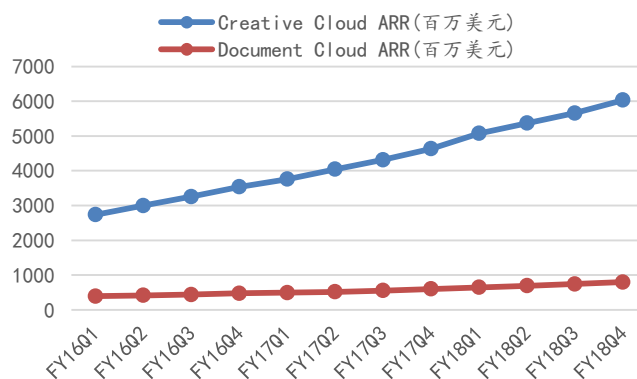
资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

图表 54: FY2014-2018 Adobe 收入构成 (百万美元)



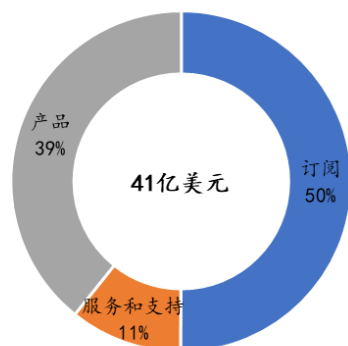
资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

图表 55: FY2016-2017 Adobe 数字媒体细分业务 ARR



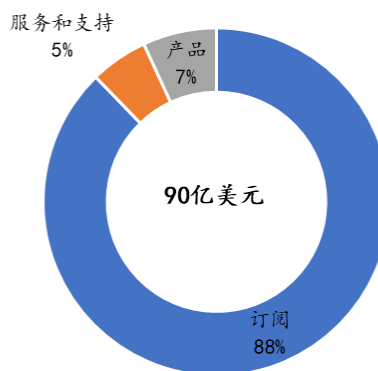
资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

图表 56: FY2014 Adobe 收入构成



资料来源: 公司官网, 太平洋证券整理

图表 57: FY2018 Adobe 收入构成



资料来源: 公司官网, 太平洋证券整理

表 58: Adobe 云平台



资料来源: 公司官网, 太平洋证券整理

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1839	2212	2896	3406	4287	营业收入	2357	2904	3309	4027	5055
应收和预付款项	147	323	237	304	375	营业成本	162	188	220	268	335
存货	10	9	11	14	17	营业税金及附加	41	45	55	66	83
其他流动资产	512	226	235	238	246	销售费用	682	793	952	1140	1430
流动资产合计	2507	2770	3380	3962	4926	管理费用	1115	1492	1635	2002	2522
长期股权投资	193	158	158	158	158	财务费用	26	35	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	56	0	0	0
固定资产	337	819	1058	1328	1551	投资收益	20	22	20	21	21
在建工程	430	3	4	4	6	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	285	356	358	383	401	营业利润	514	485	466	572	706
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	23	-3	46	26	28
其他非流动资产	2380	2836	3077	3374	3615	利润总额	537	482	512	597	733
资产总计	4887	5606	6457	7335	8540	所得税	43	49	47	56	69
短期借款	55	200	200	200	200	净利润	494	433	465	541	664
应付和预收款项	205	510	830	1252	1824	少数股东损益	22	-6	2	-1	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	472	439	462	542	664
其他负债	1450	1613	1924	2077	2286						
负债合计	1710	2324	2954	3529	4310						
股本	1119	1127	1127	1127	1127	预测指标					
资本公积	444	463	463	463	463		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	1540	1700	1918	2222	2646	毛利率	93.12%	93.52%	93.34%	93.35%	93.38%
归母公司股东权益	3084	3192	3410	3715	4139	销售净利率	20.04%	15.12%	13.96%	13.47%	13.13%
少数股东权益	93	90	92	91	91	销售收入增长率	15.56%	23.24%	13.92%	21.72%	25.53%
股东权益合计	3177	3282	3502	3806	4230	EBIT 增长率	20.42%	-8.37%	-0.87%	16.69%	22.79%
负债和股东权益	4887	5606	6457	7335	8540	净利润增长率	11.62%	-7.02%	5.23%	17.39%	22.36%
						ROE	15.31%	13.75%	13.55%	14.60%	16.04%
						ROA	9.66%	7.83%	7.16%	7.39%	7.77%
						ROIC	26.41%	25.01%	33.41%	45.72%	91.31%
						EPS(X)	0.42	0.39	0.41	0.48	0.59
						PE(X)	46.45	53.05	66.83	56.93	46.53
						PB(X)	7.11	7.34	9.05	8.31	7.46
						PS(X)	9.31	8.07	9.33	7.67	6.11
						EV/EBITDA(X)	34.04	38.01	47.40	39.44	31.06

现金流量表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	596	453	964	1134	1473
投资性现金流	-709	-18	-279	-380	-354
融资性现金流	-310	-82	0	-244	-238
现金增加额	-19	20	0	0	0

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。