

品茗股份 (688109)

证券研究报告

2021年03月24日

正式登陆资本市场，建筑信息化领军开启新篇章

十年深耕建筑信息化领域，数字建造业务持续延伸

公司成立于2011年，是聚焦于施工阶段的“数字建造”应用化技术及产品提供商。公司立足建筑行业，针对“数字建造”对象信息化需求，提供工程建设各阶段应用化技术、产品及解决方案，业务涵盖工程造价、施工软件、BIM软件、智慧工地等。

政策叠加科技双轮驱动，建筑业数字化前景广阔

目前建筑行业仍处于粗放式发展阶段，国内建筑业整体数字化程度较低，政策法规相继出台，推动建筑业转型升级。我们认为在建筑业整体低净利率的背景下，政策法规的出台以及信息技术是驱动行业转型的核心力量。根据2016年麦肯锡统计数据，现阶段发达国家建筑信息化投入占总产值1%。根据智研咨询的测算，未来国内建筑信息化投入与发达国家差距缩小，约为行业总产值的0.5%，到2025年，我国建筑行业总产值将达25.98万亿元，建筑信息化行业规模将达1298.85亿元。发改委统计，2016年新开工项目61.75万个，假设每个项目在施工阶段的信息化投入到达5-10万元，每年约以60万个项目计算，智慧工地有望成为百亿市场，行业市场空间宽广。

自主研发打造精品，成为建筑信息化行业领军

公司建筑信息化产品覆盖工程建设全阶段。施工类产品包括施工类软件以及智慧工地，竞争力强，已覆盖施工领域头部客户，其中安全计算软件以及塔吊监控系统产品行业领先。公司长期致力于提供基于BIM技术的专业软件产品和解决方案，是施工软件领域最早进入相关细分市场的企业之一，具有先发优势。同时率先提出BIM场景化应用概念，针对施工环节重点总结出BIM项目施工、BIM智慧安全和BIM跟踪审计三大应用场景。我们认为场景化应用是对BIM进行轻量化，有助于BIM平台的业务逻辑与真实的项目管理流程紧密结合，加速实现BIM技术落地。

盈利预测

品茗股份作为国内领先的建筑信息化公司，在施工领域覆盖面广泛，产品力强。在施工信息化当前低渗透率的背景下，公司具有先发优势。随着公司上市，研发以及渠道能力将大幅提升，业务有望快速发展。我们预计公司2021-2023年的归母净利润为1.31、1.76、2.37亿元。我们选取计算机板块应用软件行业作为基准，由于施工行业信息化渗透率低，长期市场空间宽广，行业赛道较好，公司产品优势显著。我们给予公司21年PE估值55-60倍，略高于软件行业PE作为基准，对应市值72-78.55亿元，公司新股发行后股本为54.37百万股，对应股价132.43-144.47元。

风险提示：销售渠道开拓不及预期；建筑信息化渗透率提升不及预期；疫情增加经济不确定性；市场竞争风险；软件开发环境不稳定的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	282.87	379.60	508.38	684.57	934.12
增长率(%)	27.69	34.20	33.93	34.66	36.45
EBITDA(百万元)	119.96	158.51	135.31	183.46	249.42
净利润(百万元)	74.29	97.95	130.87	175.55	236.76
增长率(%)	33.09	31.84	33.61	34.15	34.86
EPS(元/股)	1.37	1.80	2.41	3.23	4.35
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市销率(P/S)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，天风证券研究所

行业	计算机/计算机应用
发行价格	50.05元
合理估值区间	132.43-144.47元

发行数据

总股本(万股)	5,437
发行数量(万股)	1,360
网下发行(万股)	775
网上发行(万股)	517
保荐机构	长江证券承销保荐有限公司
发行日期	2021/3/18
发行方式	网上发行,网下配售,战略投资者配售

作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
罗戴熠	联系人
luodaiyi@tfzq.com	

股东信息

莫绪军	32.96%
杭州灵顺灵投资管理合伙企业(有限合伙)	15.35%
李军	13.27%
陶李义	8.84%
李继刚	7.22%
杭州淳谏投资合伙企业(有限合伙)	3.09%
杭州滨创股权投资有限公司	3.09%
浙江省浙创启元创业投资有限公司	3.09%
陈飞军	2.82%
章益明	2.79%

内容目录

1. 十年深耕建筑信息化领域，数字建造业务持续延伸	4
1.1. 建筑信息化+智慧工地，共筑“数字建造”解决方案	4
1.2. 十年深耕建筑业信息化，员工持股绑定核心骨干	5
1.3. 营业收入持续增长，智慧工地占比有望持续提升	5
1.4. 募资提升核心技术，巩固市场竞争优势	7
2. 政策叠加科技双轮驱动，建筑业数字化前景广阔	7
2.1. 劳动力成本逐渐提升，粗放式发展模式难以为继	7
2.2. 低渗透率现状+科技/政策驱动，国内建筑信息化发展可期	9
3. 自主研发打造精品，成为建筑信息化行业领军	11
3.1. 公司建筑信息化软件品种丰富，施工安全计算软件全国领先	11
3.2. 智慧工地产品丰富，平台+组件实现纵向信息共享	13
3.3. BIM 业务行业领先，场景化应用未来可期	14
4. 盈利预测	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：公司资质荣誉	4
图 2：公司现有产品架构及应用情况	4
图 3：公司发展历程	5
图 4：公司股权结构	5
图 5：16-20 公司营业总收入及增速	6
图 6：16-20 公司归母净利润及增速	6
图 7：公司两线业务收入齐头并进	6
图 8：16-20 公司 ROE、毛利率及净利率	6
图 9：17-1H20 公司业务毛利率	6
图 10：16-20 公司各项费率变化	7
图 11：12-20 我国建筑业总产值及增速	8
图 12：19 年建筑业与其他工业制造行业产值利润率对比	8
图 13：15-20 建筑业净利润率	8
图 14：16-19 总人口、15-59 岁人口、65 岁以上人口数及变化趋势	8
图 15：13-16 建筑行业人均创收创利及农民工收入增速情况	9
图 16：内外部动力共同推动建筑信息化改造	9
图 17：我国建筑行业数字化程度相对较低	9
图 18：建筑信息化行业正处机遇期	10
图 19：建筑信息化市场规模及增速	11
图 20：公司建筑信息化软件覆盖全阶段	11
图 21：施工类建筑信息化软件齐全	12
图 22：公司建筑安全计算软件优势显著	12

图 23: 公司智慧工地产品丰富	13
图 24: 公司智慧工地云平台产品	13
图 25: 公司塔吊监控系统功能强大	14
图 26: 公司 BIM 业务发展历程	14
图 27: 施工阶段 BIM 三大应用场景	15
图 28: 公司 BIM 产品覆盖面广泛	15
表 1: 募集资金投资方向	7
表 2: 建筑信息化相关政策	10
表 3: 公司业绩拆分	16
表 3: 可比公司及行业市盈率	16

1. 十年深耕建筑信息化领域，数字建造业务持续延伸

1.1. 建筑信息化+智慧工地，共筑“数字建造”解决方案

公司成立于 2011 年，是聚焦于施工阶段的“数字建造”应用化技术及产品提供商。公司以科技提升建筑生产效率为目标，综合运用 BIM、大数据、云计算、IoT、移动技术、VR/AR/MR、人工智能等新一代信息技术，提供建筑行业数字化解决方案。公司员工 1000 余人，研发和技术人员占比超 50%，与中建股份、中国铁建、中国中铁等各建工集团，恒大、绿城、保利等单位保持良好合作关系。

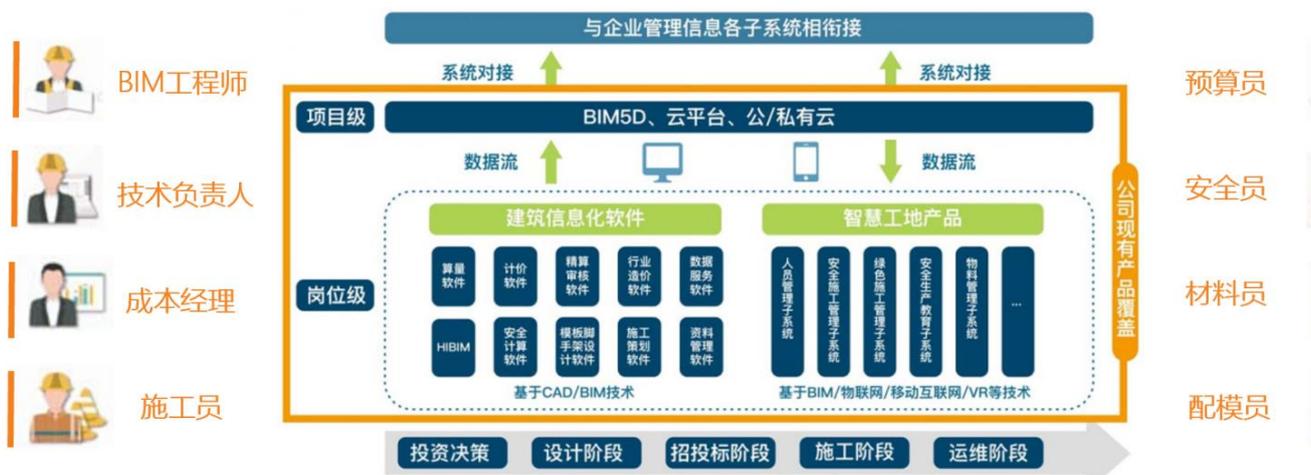
图 1：公司资质荣誉



资料来源：官网，天风证券研究所

建筑信息化+智慧工地，提供数字建造整体解决方案。公司主营建筑信息化软件和智慧工地产品，帮助客户在深化设计、施工技术、工程造价等专业领域以及施工现场实现精细化管理。公司具有从工具产品到平台产品、从岗位级到企业级、从建筑数字化到建造过程数字化的技术储备及产品应用，助力客户形成数字建造整体解决方案。

图 2：公司现有产品架构及应用情况



资料来源：招股书，天风证券研究所

1.2. 十年深耕建筑业信息化，员工持股绑定核心骨干

十年深耕建筑业信息化，产品向解决方案不断拓展。公司起步于 2011 年，主营建筑信息化领域，2015 年收购西安丰树并更名为品茗股份，2018 年软件+智慧工地的技术路径及产品形态开始展现。2019 年起，公司技术路线和产品路线逐渐成熟发展，产品由岗位级向项目级、企业级延伸。

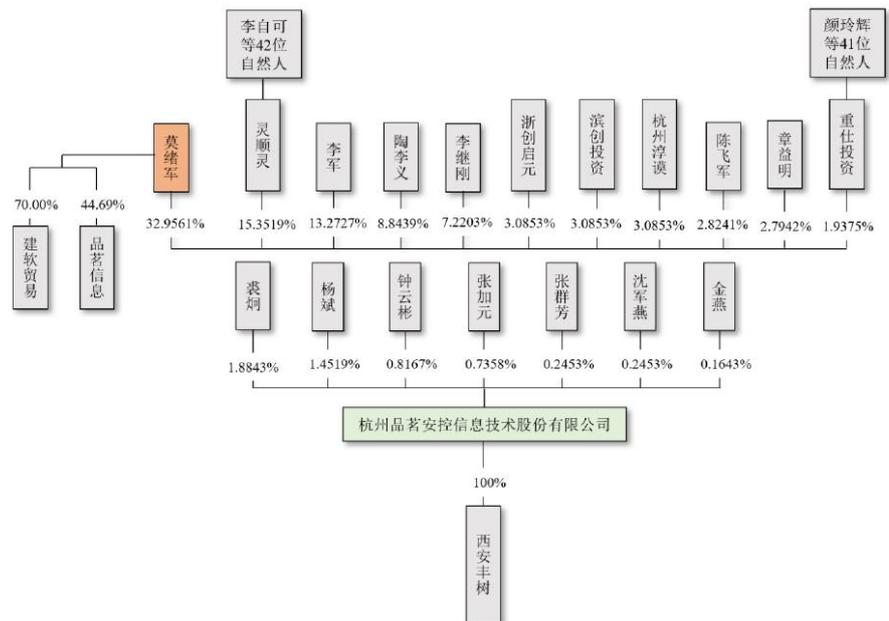
图 3：公司发展历程



资料来源：招股书，天风证券研究所

员工持股平台陆续设立，绑定核心骨干提振士气。公司于 2015 年和 2017 年分别设立了灵顺灵、重仕投资两个员工持股平台合伙企业。目前，灵顺灵持有公司股份总数的 15.35%，重仕投资占公司股份总数的 1.94%，包括高级管理人员在内的 70 名骨干员工通过持有合伙企业份额间接持有股份。

图 4：公司股权结构

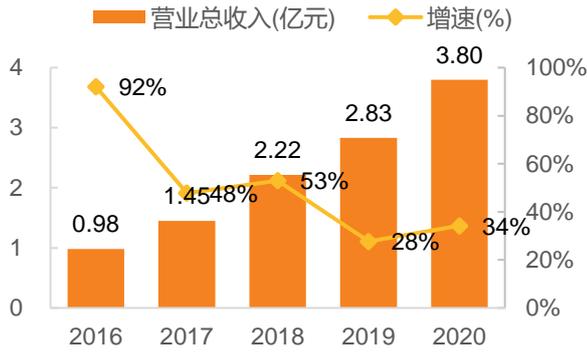


资料来源：招股书，天风证券研究所

1.3. 营业收入持续增长，智慧工地占比有望持续提升

营业收入稳定增长，增速维持较高水平。公司 2020 年实现营业总收入 3.80 亿，同比增速 34%，归母净利润实现 0.98 亿，同比增速 32%。从公司成长历程来看，2017 年到 2020 年，收入实现三年复合增速 37.9%，归母净利润实现三年复合增速 43.1%。我们认为建筑信息化行业市场空间宽广，随着建筑信息化不断深化，未来公司收入和归母净利润将实现持续稳定增长。

图 5：16-20 公司营业总收入及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

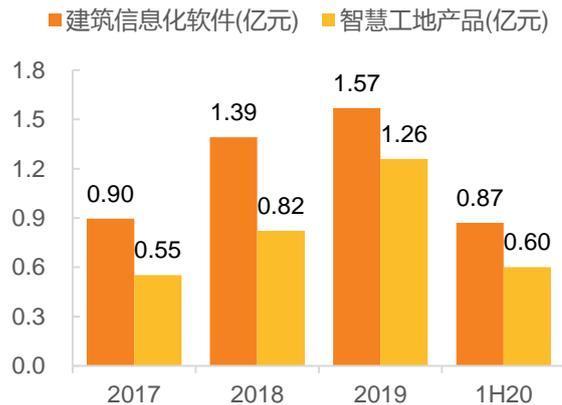
图 6：16-20 公司归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

目前建筑信息化软件收入占比较大，智慧工地占比有望持续提升。19 年智慧工地解决方案业务收入 1.26 亿，占总收入比例为 45%，同比增速为 53%。公司以智慧监管平台类产品为未来发展重点，将有步骤地研发相关产品，积累更多智慧工地解决方案，助力工地管控信息化、精细化、智能化。我们认为智慧工地业务体量依然较小，建筑施工企业作为公司主要客户，未来其信息化需求加强将有效带动业绩增长，智慧工地收入占比有望稳步上升。

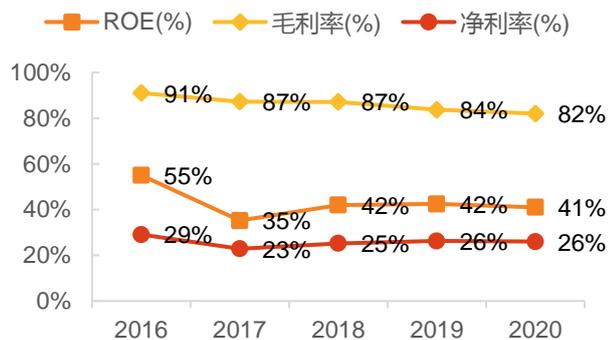
图 7：公司两线业务收入齐头并进



资料来源：wind，天风证券研究所

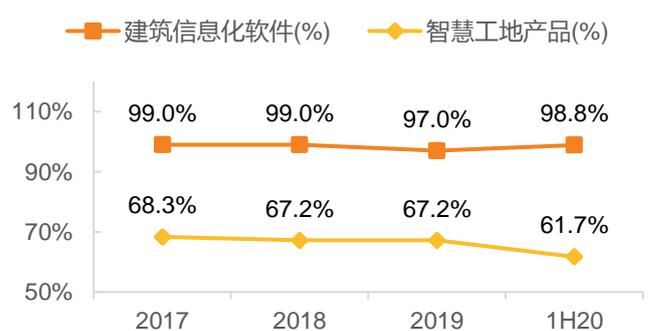
建筑信息化软件毛利率高位稳定，提升公司整体盈利能力。2020 年毛利率、净利率和 ROE 分别为 82%、26%和 41%，整体保持平稳。从产品来看，建筑信息化软件毛利率更高，稳定保持在 97%以上且波动较小，智慧工地产品毛利率基本维持在 67%左右。

图 8：16-20 公司 ROE、毛利率及净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

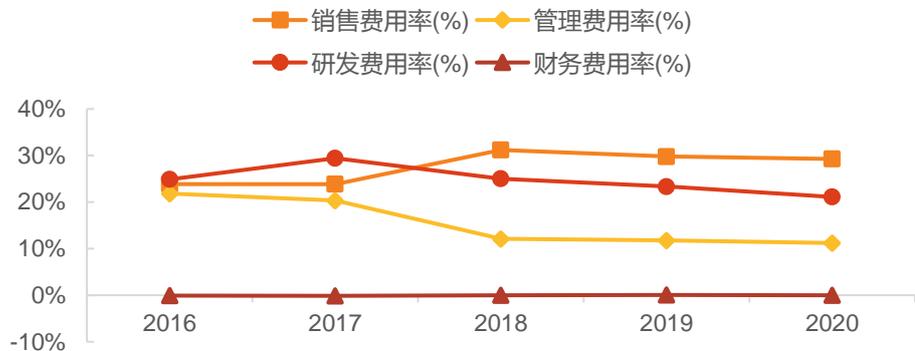
图 9：17-1H20 公司业务毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

内部管理持续提效降费，研发投入不断提升产品力。费用方面，公司费用率整体有所下降，经营效率有所改善。20 年销售费用率、管理费用、研发费用率以及财务费用率分别为 29.29%，11.21%，21.11%和 0.01%。我们认为研发费用长期整体维持在较高水平，表明公司以产品为基础，不断提升公司竞争力。

图 10：16-20 公司各项费率变化



资料来源：wind，天风证券研究所

1.4. 募资提升核心技术，巩固市场竞争优势

募资加速核心技术研发，产品竞争力有望不断提升。本次募集资金投资项目旨在提升产品竞争力，开阔市场。总募集资金 5.91 亿元，通过加大研发投入，促进 AIoT 技术在建筑施工领域的场景化应用，针对 BIM 类软件产品围绕三维升级、轻量化移动化改造和 SaaS 准备等方向进行升级改造，同时加强智慧工地项目建设，以解决建筑业信息化“孤岛现象”。

表 1：募集资金投资方向

项目名称	预计募集资金数额(亿元)
AIoT 技术再建筑施工领域的场景化应用研发项目	1.66
智慧工地整体解决方案研发项目	1.53
软件升级改造项目	1.47
营销服务平台建设项目	0.64
补充流动资金	0.60
总计	5.91

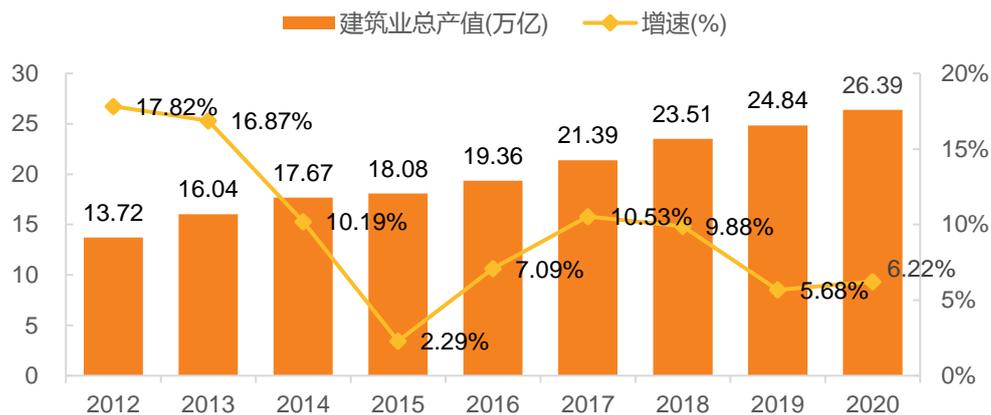
资料来源：招股书，天风证券研究所

2. 政策叠加科技双轮驱动，建筑业数字化前景广阔

2.1. 劳动力成本逐渐提升，粗放式发展模式难以为继

建筑业年均产业增加值占比高，国民经济支柱地位长期稳固。2019 年国内生产总值 99.09 万亿元，建筑业增加值为 7.09 万亿元，占 GDP 比重为 7.16%，占比相较此前稳中有增，国民经济支柱地位长期稳固。

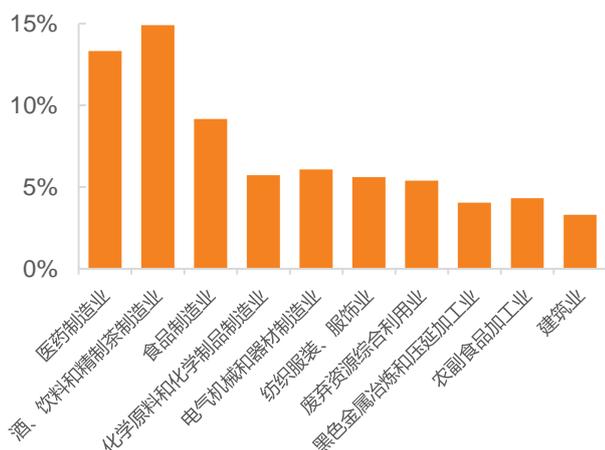
图 11: 12-20 我国建筑业总产值及增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

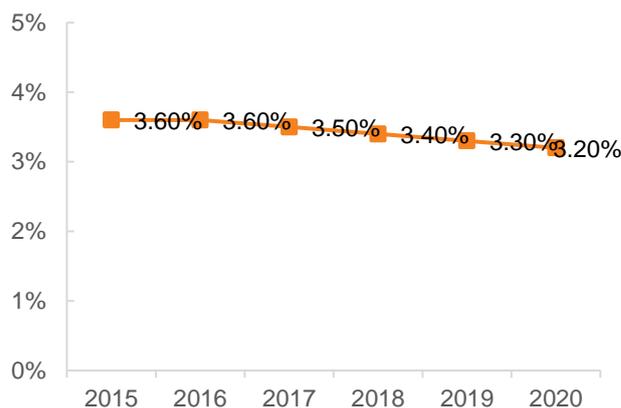
利润水平低且逐年下降，建筑业粗放式发展问题明显。目前建筑业净利率维持在 3%左右，远低于医药制造业等其他制造行业，且许多企业仍呈现出劳动密集、科技含量低的特点，影响行业整体净利率。

图 12: 19 年建筑业与其他工业制造行业产值利润率对比



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

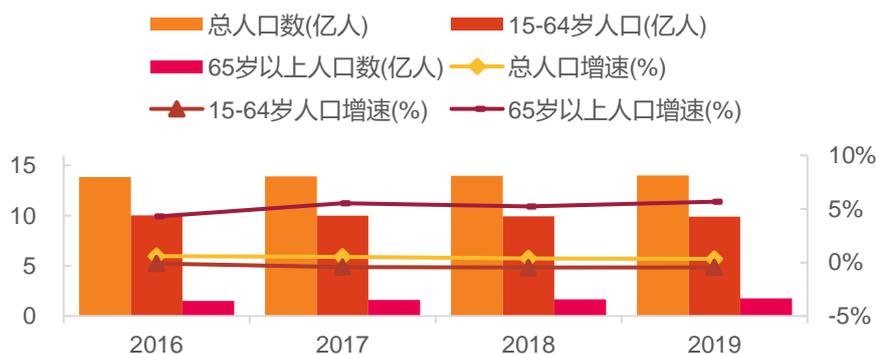
图 13: 15-20 建筑业净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

人口红利消失提升劳动力成本，强化建筑行业转型升级需求。根据国家统计局数据，劳动力人口已出现负增长，建筑业劳动力成本逐年增长。人口红利消失、劳动力人口负增长背景下，建筑行业高度依赖资源投入的发展模式亟待转型。

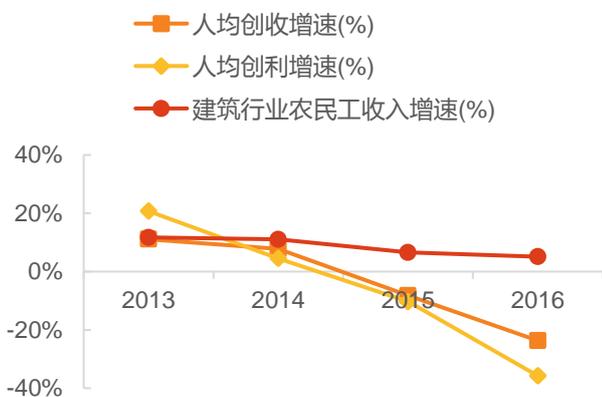
图 14: 16-19 总人口、15-59 岁人口、65 岁以上人口数及变化趋势



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

产业增长需求催生内部驱动，信息技术渗透形成外部推动。建筑行业劳动力成本提升，而人均创收创利连续多年降低，原有粗放式发展模式难以为继，通过新技术和新管理方式来提效降费成为行业内在需求。目前新技术与建筑行业相关环节的补充或再造已经陆续实现，我们认为新技术与传统建造技术的结合，有望提升建筑行业整体效率，随着新技术的不断成熟，建筑行业信息化改造进程将加速实现。

图 15：13-16 建筑行业人均创收创利及农民工收入增速情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：内外部动力共同推动建筑信息化改造

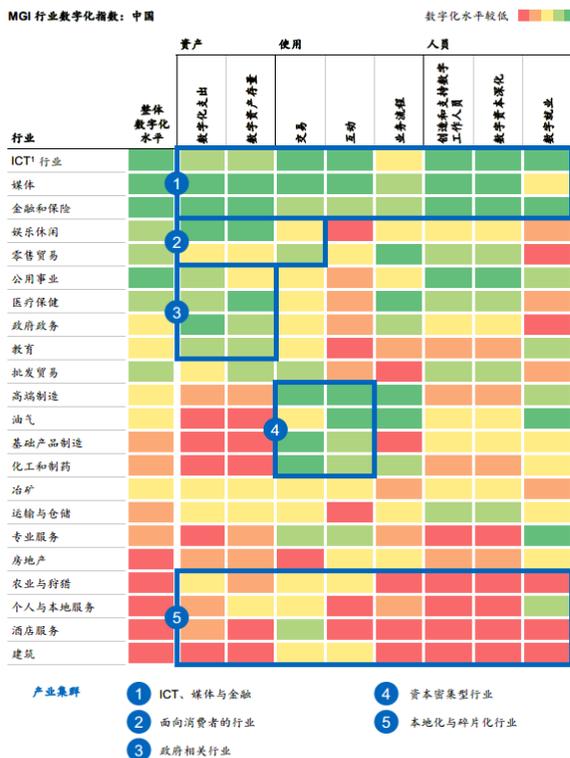


资料来源：招股书，天风证券研究所

2.2. 低渗透率现状+科技/政策驱动，国内建筑信息化发展可期

国内建筑业整体数字化程度较低，技术发展创造行业转型可行性。根据麦肯锡的数据，我国建筑业整体数字化程度低主要受限于人员管理、资产管理等方面问题。我们认为在建筑业整体低净利率的背景下，软件和信息技术服务业是引领科技创新、驱动行业转型发展的核心力量。

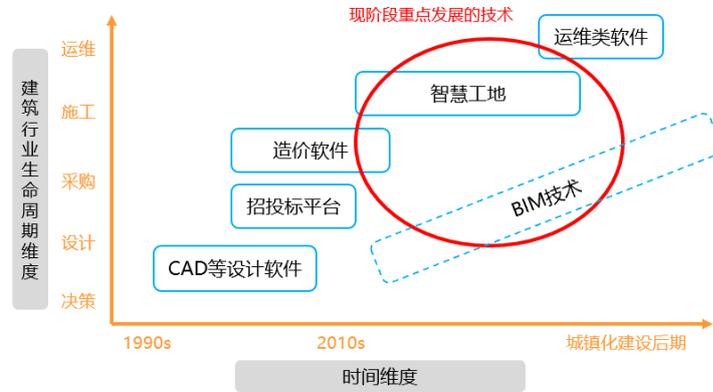
图 17：我国建筑行业数字化程度相对较低



资料来源：McKinsey & Company，招股书，天风证券研究所

政策法规相继出台，推动建筑业转型升级。众多支持软件和信息技术服务行业发展的政策法规和行业标准陆续出台，从制度层面保障建筑业发展的良好环境，为建筑业信息化指明了技术基础、实施任务和行业发展方向，利于行业内企业集中力量突破技术和业务瓶颈，实现快速发展。

图 18: 建筑信息化行业正处机遇期



资料来源：招股书，天风证券研究所

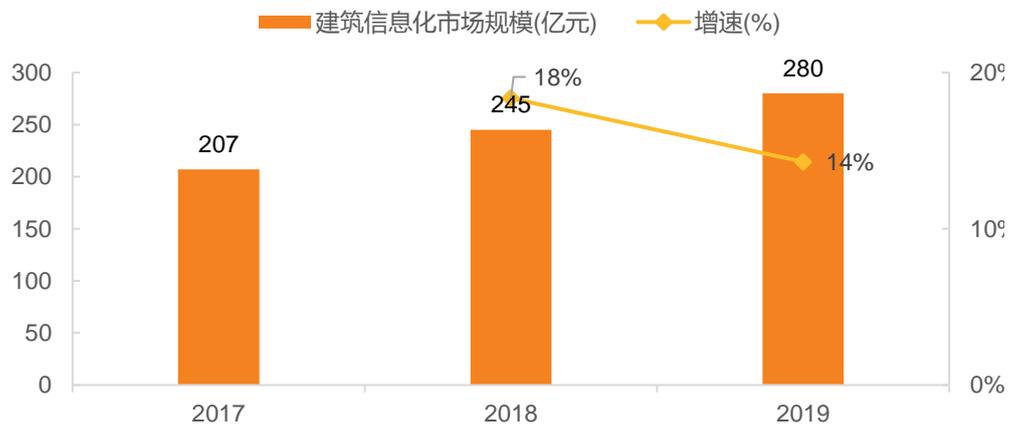
表 2: 建筑信息化相关政策

政策	时间	要点
建设部《工程建设标准体系》	2002	提供建筑信息化建设的标准体系规范。
建设部《2003-2008 年全国建筑业信息化发展规划纲要》	2003	提出信息技术与传统建筑产业结合的指导思想，将基于互联网的协同应用系统和建筑企业信息化关键技术列为信息化重点发展方向，以期全面提高建筑业信息化总体应用水平。
住建部《2011-2015 年建筑业信息化发展纲要》	2011	提出利用信息化推动传统建筑业发展为指导思想，要求“十二五”期间基本实现建筑企业信息系统的普及应用，加快建筑信息模型、基于网络的协同工作等新技术在工程中的应用，推动信息化标准建设。
中共中央、国务院《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》	2014	推进智慧城市建设。发展智能管网，实现城市地下空间、地下管网的信息化管理和运行监控智能化；发展智能建筑，实现建筑设施、设备、节能、安全的智慧化管控。
住建部《关于推进建筑信息模型应用的指导意见》	2015	明确 BIM 应用的基本原则，即“企业主导，需求牵引；行业服务，创新驱动；政策引导，示范推动”，建立基于 BIM 应用的施工管理模式和协同工作机制。计划到 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。
住建部《2016-2020 年建筑业信息化发展纲要》	2016	推进基于 BIM 的建筑工程全生命周期管理，促进工业化建造，建立基于 BIM、物联网等技术的工程质量、安全监管模式与机制以及云服务平台，分别对物察设计类、施工类、工程总承包类企业做出具体部署。完善对建筑市场、建设项目、重点工程、建筑产业现代化等的行业信息共享与服务的监管目标。
住建部《建筑信息模型应用统一标准》	2016	进一步制定建筑业信息化标准，为建筑业信息化的集成化发展奠定基础。
中共中央、国务院《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	2017	加快推进 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，建立适合 BIM 技术应用的装配式建筑工程管理模式，实现工程建设项目全生命周期数据共享和信息化管理，为项目方案优化和科学决策提供依据。
住房和城乡建设部工程质量安全监管司 2017 年工作要点	2017	出台建筑业 10 项新技术（2017 版），继续推动 BIM 等信息技术应用，引导推进建筑业信息化。
住房和城乡建设部工程质量安全监管司 2018 年工作要点	2018	强化建筑业技术创新。落实建筑业信息化发展纲要，开展建筑业信息化发展水平评估，加强建筑业应用技术研究，推动建筑业技术进步。
住房和城乡建设部工程质量安全监管司 2019 年工作要点	2019	推动 BIM 技术在工程建设全过程的集成应用，开展建筑业信息化发展纲要和建筑机器人发展研究工作，提升建筑业信息化水平。

资料来源：各部门官网，天风证券研究所

科技创新叠加政策引导驱动产业变革，我国信息化市场发展势头强劲。根据 2016 年麦肯锡的统计数据，现阶段发达国家建筑信息化投入占总产值 1%。根据智研咨询的测算，假设到 2025 年国内建筑信息化投入与发达国家目前水平差距缩小，约为行业总产值的 0.5%，十三五期间建筑行业总产值维持 5% 增速，随后几年增速降至 2%，则到 2025 年，我国建筑行业总产值将达 25.98 万亿元，而建筑信息化行业规模将高达 1298.85 亿元。发改委统计，2016 年新开工项目 61.75 万个，假设每个项目在施工阶段的信息化投入到达 5-10 万元，每年约以 60 万个项目计算，智慧工地有望成为百亿市场，行业市场空间宽广。

图 19：建筑信息化市场规模及增速



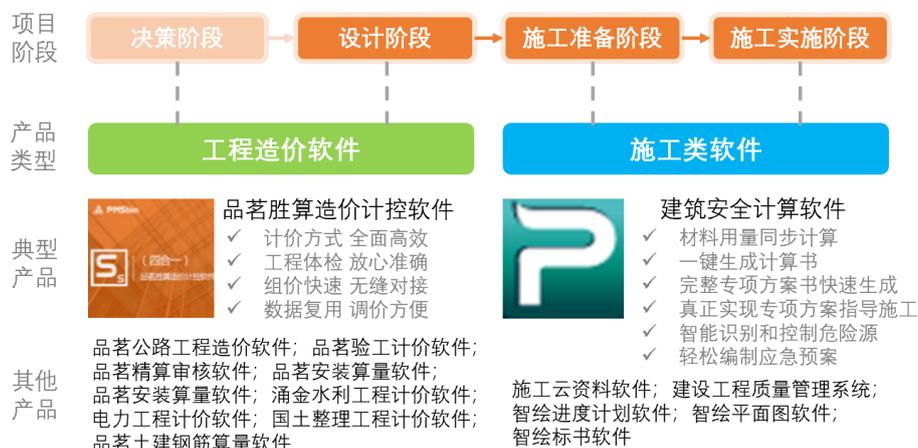
资料来源：中研网，天风证券研究所

3. 自主研发打造精品，成为建筑信息化行业领军

3.1. 公司建筑信息化软件品种丰富，施工安全计算软件全国领先

建筑信息化软件品种丰富，产品覆盖工程建设全阶段。建筑信息化软件主要包括施工系列和造价系列两大类，产品覆盖计价、算量、资料管理和安全计算，通过软、硬件配合或部署产品组合的方案，实现从岗位级到项目级的建筑信息化应用。

图 20：公司建筑信息化软件覆盖全阶段



资料来源：官网，天风证券研究所

施工类软件齐全，覆盖施工领域头部客户。施工类软件是针对建设、施工、监理企业和项目现场管理人员提供的岗位级产品，应用频次高、应用量大面广。公司产品主要包括品茗 BIM 施工策划软件、品茗建筑安全计算软件等，服务中建系统、中冶系统、地方建工系统等特、一级建筑资质企业。

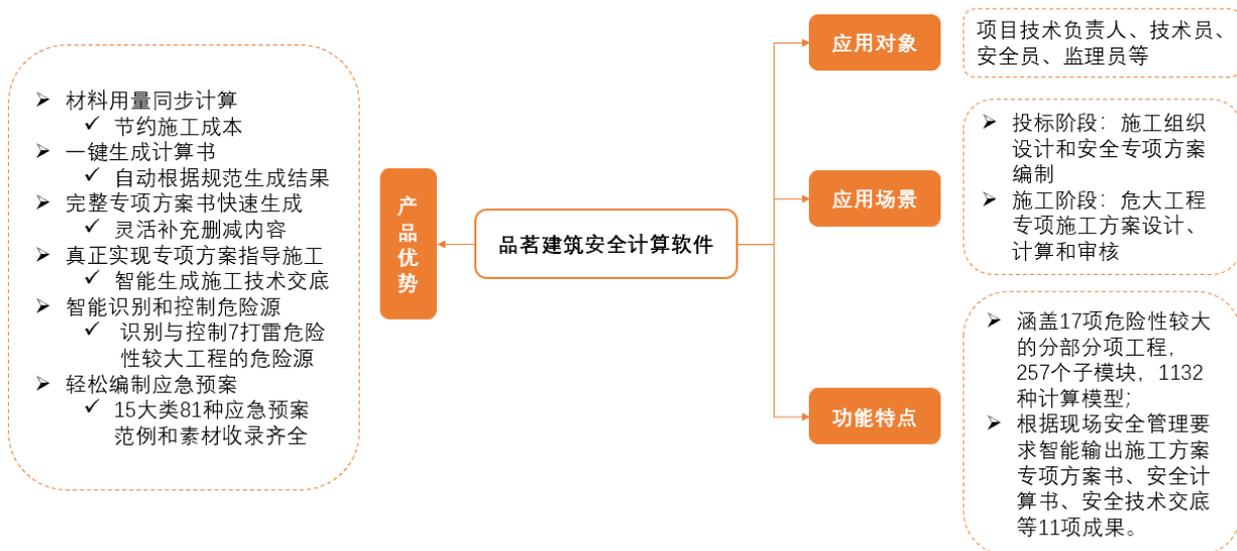
图 21：施工类建筑信息化软件齐全

软件名称	建筑安全计算软件	施工云资料软件	建设工程质量管理系统	智绘进度计划软件	智绘平面图软件	智绘标书软件
图标						
概述	包含脚手架工程、模板工程等共计17大计算模块,300余个计算单元。	适用于各地区不同编制要求的40余版本本地化表格版本，每个版本都随着规范的更新，及时推出新版本的在线升级。	利用物联网、RFID、GIS、GPS、云存储、云计算等前沿技术，建立安全管理多方主体共同参与的普适化、物联化、智能化动态施工安全管理整体解决方案。	高效、智能绘制高颜值、高质量时空进度图的进度计划绘制与管理软件。	基于AutoCAD研发的平面图绘制软件，可快速编制各种施工现场平面布置图。	文档高效编制工具，内含土建、市政、钢结构等各大专业模板与素材。
产品价值	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 材料用量同步计算 ➢ 一键生成计算书 ➢ 完整专项方案书快速生成 ➢ 真正实现专项方案指导施工 ➢ 智能识别和控制危险源 ➢ 轻松编制应急预案 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 云端存取，账号加密 ➢ 表格齐全，范例清晰，操作简单 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 统一验收标准，规范资料在线归档 ➢ 实时监督,加强过程审核、控制 ➢ 关键部位,远程验收 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 高效绘制形象进度图 ➢ 项目进度计划动态管控 ➢ 企业多项目实时动态管理 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 简单易用 ➢ 快速出图 ➢ 自由拓展 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 素材强大 ➢ 自动排版 ➢ 按需定制

资料来源：官网，天风证券研究所

安全计算软件自主研发，计算引擎全国领先。施工类软件中的安全计算软件具有 6 大产品价值，包含 17 大计算模块及 300 余个计算单元、1132 种计算模型，助力施工技术人员进行安全技术管理。安全计算软件应用的安全计算引擎由公司自主研发，专业性、全面性方面全国领先，在同种施工类软件中颇具竞争力。

图 22：公司建筑安全计算软件优势显著



资料来源：招股书，官网，天风证券研究所

3.2. 智慧工地产品丰富，平台+组件实现纵向信息共享

智慧工地产品解决方案丰富，解决方案技术优势明显。公司的智慧工地产品采用“平台+组件”的业务形态，围绕建造过程的生产要素（人员、机械、物料、工艺工法）、管理要素（安全、质量、进度、成本）和环境要素（扬尘治理、工地标化）展开，解决施工现场管理的难点、痛点，在技术管理、质量管理、项目管理等方面解决方案技术优势明显。

图 23：公司智慧工地产品丰富

功能分类	子系统典型产品	产品形态
平台类智慧工地产品	品茗智慧工地云平台	软件
	品茗智慧住建云平台	软件
组件类智慧工地产品	塔机安全监控管理系统	嵌入式软件+硬件
	塔基视频安全辅助系统	嵌入式软件+硬件
	升降机监控子系统	嵌入式软件+硬件
	VR安全教育系统	嵌入式软件、软件+硬件
	品茗扬尘噪音可视化远程监管系统	嵌入式软件+硬件
	品茗人员实名制管理系统	软件、软件+硬件
	品茗视频AI监控系统	软件、软件+硬件
	品茗建设项目人员行为结果管理系统	软件
	品茗AI无感同行考勤系统	软件
	品茗钢筋AI盘点管理系统	软件
	品茗项目管理易检巡更系统	软件

资料来源：招股书，天风证券研究所

平台类产品打通信息渠道，提升软件信息服务能力。公司平台类产品以智慧工地组件类产品为基础和数据来源、以互联网、物联网、大数据、云计算为技术支撑，打通项目端至企业管理决策层、政府监管层的信息联系，实现建筑全生命周期数据共享应用。其中智慧云平台产品通过公有云或私有云布局，整合工地现场的碎片化应用，支持多方多级远程管控要求，实现组件协同与数据共享，为项目提供整体数字化解决方案。我们认为公司在平台技术领域布局与行业龙头技术布局一致，较其他同行企业有技术先发优势和产业化优势。

图 24：公司智慧工地云平台产品

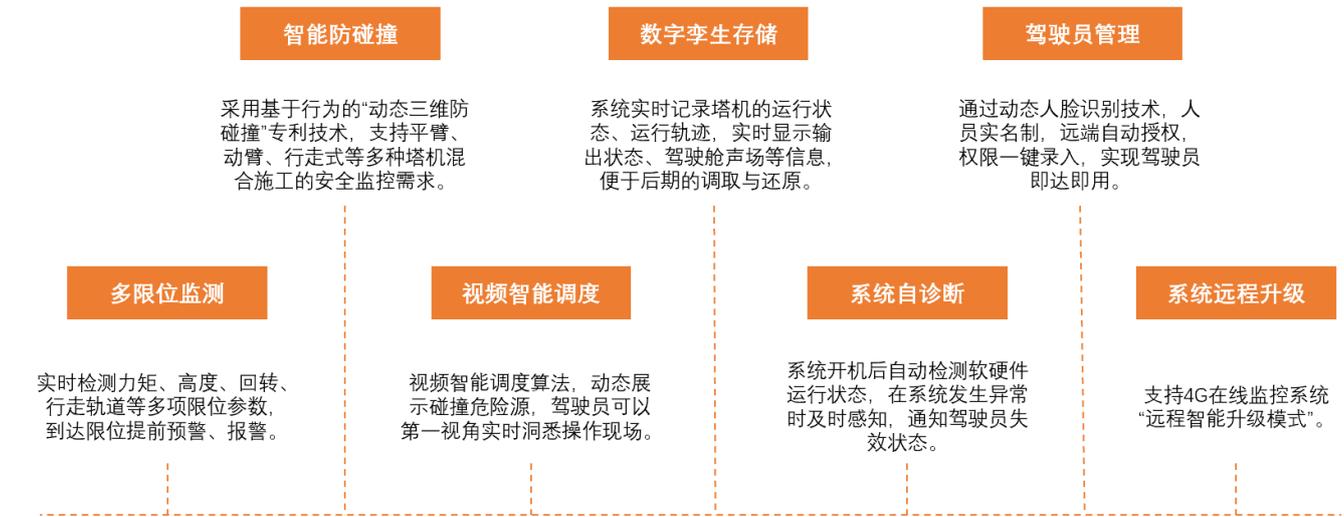


资料来源：招股书，天风证券研究所

组件类产品种类覆盖全面，塔吊安全监管系统行业领先。公司组件类产品既能独立解决各应用场景数字化任务，也作为平台类产品数据端实时上传运行数据。其中，塔吊安全监控系统是智慧工地岗位信息化产品的典型代表，公司对其拥有技术自主知识产权并具备硬件

生产能力，该产品在同类型组件产品行业地位领先。

图 25：公司塔吊监控系统功能强大

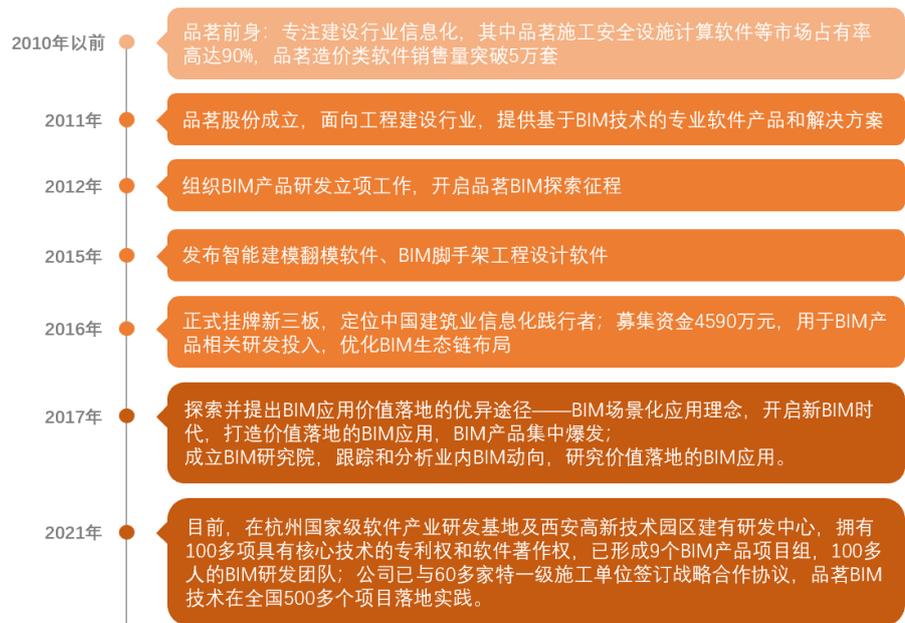


资料来源：官网，天风证券研究所

3.3. BIM 业务行业领先，场景化应用未来可期

BIM 研发投入多年，先发优势明显。公司是施工软件领域最早进入相关细分市场的企业之一，长期致力于提供基于 BIM 技术的专业软件产品和解决方案，拥有 130 多项具有核心技术的专利权及软件著作权。我们认为从长时间维度看 BIM 是建筑信息化行业的未来，公司在 BIM 领域的研发投入较早，具有先发优势，随着公司产品的不断落地，以及市场接受程度的提升，相关业务有望快速发展。

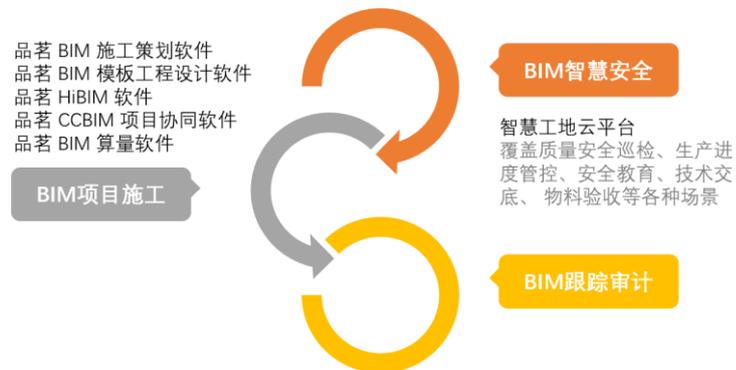
图 26：公司 BIM 业务发展历程



资料来源：官网，天风证券研究所

BIM 产品研发基于应用场景，场景化应用实现价值落地。公司率先提出 BIM 场景化应用概念，针对施工环节重点总结出 BIM 项目施工、BIM 智慧安全和 BIM 跟踪审计三大应用场景，合理化工程建设主体产品选择。**我们认为场景化应用是对 BIM 进行轻量化，有助于 BIM 平台的业务逻辑与真实的项目管理流程紧密结合，加速实现 BIM 技术的落地。**

图 27：施工阶段 BIM 三大应用场景



资料来源：招股书，天风证券研究所

公司 BIM 产品体系覆盖数字建造全业务场景。公司 BIM 产品针对设计、招投标、施工、竣工 4 大阶段，覆盖建筑工程项目生命周期。同时本次募集资金将投入软件升级改造项目，以 BIM 技术为主线，研发和升级 13 款建筑数字化软件产品，细化施工阶段产品和解决方案布局，强化主营业务优势。

图 28：公司 BIM 产品覆盖面广泛



资料来源：官网，天风证券研究所

BIM 产品布局具备优势，经验积累塑造高实用性。在 BIM 产品链的功能设计布局上，公司产品与行业龙头广联达对标产品有较大一致性，且与其他同行业可比公司相比，公司产品在应用深度和功能覆盖广度上具有优势；在施工专项方案方面，公司方案产品专业性能更具优势，在功能层面和功能组合层面与龙头公司形成有一定的差异，亦与行业内其他可比公司拉开距离。

4. 盈利预测

核心假设:

- 1) 目前建筑信息化市场整体渗透率较低, 根据智研咨询的测算随着渗透率的提升, 2025年, 我国建筑行业总产值将达 25.98 万亿元, 而建筑信息化行业规模将高达 1298.85 亿元, 市场空间宽广。
- 2) 随着老龄化问题以及用工成本的不断上升, 我们认为建筑行业粗放型发展的模式难以维系, 市场将加速认识到信息化作为提升公司经营效率以及净利率手段的重要性。
- 3) 当前施工行业信息化渗透率较低, 我们认为当前整个行业仍处于发展初期, 供给端竞争不够激烈, 竞争格局有利于强者恒强。
- 4) 我们预计公司研发投入不断加大, 产品竞争力持续提升, 同时通过销售网络不断布局, 渠道将逐步完善, 公司收入有望借助渠道的完善持续增长。

表 3: 公司业绩拆分

品茗股份	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
建筑信息化软件 (造价软件+施工软件)							
收入(亿)	0.90	1.39	1.57	2.03	2.44	2.88	3.31
增速	27.91%	55.49%	12.66%	29.50%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率(%)	98.96%	98.96%	96.99%	97.00%	97.00%	97.00%	97.00%
智慧工地							
收入(亿)	0.5525	0.82	1.26	1.76	2.65	3.97	6.03
增速	97.32%	48.94%	53.13%	40.00%	50.00%	50.00%	52.00%
毛利率(%)	68.32%	67.15%	67.16%	64.39%	66.00%	67.00%	68.00%
总收入合计(亿)							
收入(亿)	1.4479	2.22	2.83	3.80	5.08	6.85	9.34
增速	47.74%	52.99%	27.69%	34.20%	33.93%	34.66%	36.45%
毛利率	87.71%	87.13%	83.78%	81.83%	80.86%	79.61%	78.27%

资料来源: wind, 天风证券研究所

品茗股份作为国内领先的建筑信息化公司, 在施工领域覆盖面广泛, 产品力强。在施工信息化当前低渗透率的背景下, 公司具有先发优势。随着公司上市, 研发以及渠道能力将大幅提升, 业务有望快速发展。我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润为 1.31、1.76、2.37 亿元。

国内上市公司同属于建筑信息化的公司是广联达和盈建科, 对标公司虽然同属于相同行业, 由于商业模式以及产品形式不完全相同, 不完全可比。我们选取计算机板块应用软件行业作为基准, 由于施工行业信息化渗透率低, 长期市场空间宽广, 行业赛道较好, 公司产品优势显著。我们给予公司 21 年 PE 估值 55-60 倍, 略高于软件行业 PE 作为基准, 对应市值 72-78.55 亿元, 公司新股发行后股本为 54.37 百万股, 对应股价 132.43-144.47 元。

表 4: 可比公司及行业市盈率

市盈率 PE (选取可比公司)	20E	21E	22E
广联达	282.57	111.95	77.02
盈建科	84.92	68.41	54.73
软件行业平均市盈率	56.32	55.08	-

资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

销售渠道开拓不及预期：公司大部分产品销售根据行业特性采取直销模式，辅以少部分经销商买断式销售。若经销商优势下降或营销渠道开拓进展不及预期，可能会导致市场份额下降，公司存在销售收入下滑风险。

建筑信息化渗透率提升不及预期：建筑信息化渗透率影响建筑信息化市场规模。若建筑信息化渗透率提升不及预期，公司业务拓展可能受阻，市场竞争压力加剧。

疫情增加经济不确定性，下游客户订单可能受到影响：建筑信息化软件主要面对建筑设计院、施工单位等。若受疫情影响资金预算、现场施工，公司可能削减或推迟相关预算。

软件开发环境不稳定的风险：目前公司基础图形平台的建模能力依赖美国供应商 Autodesk 的产品，存在无法取得后续开发授权的风险。

市场竞争风险：随着 BIM 软件市场规模的扩大，越来越多的企业开始进入这一行业，行业竞争必将进一步加剧。若公司不能适应市场竞争状况的变化，并及时把握市场动态，以提供符合客户需求的 BIM 软件产品和服务，公司将存在丧失竞争优势的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	158.59	137.97	238.98	284.48	443.09	营业收入	282.87	379.60	508.38	684.57	934.12
应收票据及应收账款	72.82	80.23	92.77	124.99	172.15	营业成本	46.10	68.89	97.28	139.62	202.99
预付账款	3.01	5.65	7.06	10.37	15.42	营业税金及附加	3.60	4.72	6.46	8.64	11.68
存货	14.92	18.44	37.98	39.69	77.07	营业费用	84.32	111.20	134.72	181.41	242.87
其他	6.84	116.57	84.34	93.40	102.60	管理费用	33.31	42.56	45.75	54.77	70.99
流动资产合计	256.17	358.86	461.12	552.93	810.33	研发费用	66.09	80.13	94.05	124.59	166.27
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	0.14	0.05	0.10	0.10	0.10
固定资产	3.59	4.02	26.64	69.34	111.09	资产减值损失	0.00	(1.42)	(0.16)	(0.53)	(0.50)
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	0.04	(0.04)	0.00	0.01
无形资产	0.14	0.40	0.20	0.00	0.00	投资净收益	2.70	2.99	3.50	3.50	3.50
其他	6.92	7.63	5.75	4.69	3.48	其他	(28.71)	(29.85)	(6.91)	(7.00)	(7.03)
非流动资产合计	10.65	12.05	68.59	143.64	186.34	营业利润	75.32	100.29	133.63	179.47	243.23
资产总计	266.82	370.91	529.71	696.57	996.66	营业外收入	2.53	3.81	2.77	3.50	3.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.08	0.14	0.08	0.10	0.11
应付票据及应付账款	7.67	11.33	13.06	23.17	30.02	利润总额	77.77	103.96	136.32	182.87	246.62
其他	57.45	79.91	92.52	73.72	130.21	所得税	3.48	6.02	5.45	7.31	9.86
流动负债合计	65.12	91.24	105.58	96.89	160.23	净利润	74.29	97.95	130.87	175.55	236.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	74.29	97.95	130.87	175.55	236.76
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.37	1.80	2.41	3.23	4.35
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	65.12	91.24	105.58	96.89	160.23						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	40.77	40.77	54.37	54.37	54.37	成长能力					
资本公积	14.99	14.99	14.99	14.99	14.99	营业收入	27.69%	34.20%	33.93%	34.66%	36.45%
留存收益	160.93	238.89	369.76	545.31	782.06	营业利润	30.98%	33.17%	33.24%	34.30%	35.53%
其他	(14.99)	(14.99)	(14.99)	(14.99)	(14.99)	归属于母公司净利润	33.09%	31.84%	33.61%	34.15%	34.86%
股东权益合计	201.70	279.67	424.13	599.68	836.43	获利能力					
负债和股东权益总计	266.82	370.91	529.71	696.57	996.66	毛利率	83.70%	81.85%	80.86%	79.61%	78.27%
						净利率	26.26%	25.80%	25.74%	25.64%	25.35%
						ROE	36.83%	35.02%	30.86%	29.27%	28.31%
						ROIC	734.41%	250.14%	169.74%	142.46%	92.66%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	24.41%	24.60%	19.93%	13.91%	16.08%
净利润	74.29	97.95	130.87	175.55	236.76	净负债率	-78.63%	-49.33%	-56.34%	-47.44%	-52.97%
折旧摊销	2.92	3.09	1.58	3.90	6.09	流动比率	3.93	3.93	4.37	5.71	5.06
财务费用	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	速动比率	3.70	3.73	4.01	5.30	4.58
投资损失	(2.70)	(2.99)	(3.50)	(3.50)	(3.50)	营运能力					
营运资金变动	(21.78)	(54.53)	14.92	(53.94)	(34.22)	应收账款周转率	5.30	4.96	5.88	6.29	6.29
其它	(4.18)	18.58	(0.04)	0.00	0.01	存货周转率	20.30	22.76	18.02	17.63	16.00
经营活动现金流	48.57	62.10	143.93	122.10	205.24	总资产周转率	1.21	1.19	1.13	1.12	1.10
资本支出	0.39	2.53	60.00	80.00	50.00	每股指标(元)					
长期投资	(1.11)	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.37	1.80	2.41	3.23	4.35
其他	1.93	(63.97)	(116.41)	(156.50)	(96.53)	每股经营现金流	0.89	1.14	2.65	2.25	3.77
投资活动现金流	1.21	(61.43)	(56.41)	(76.50)	(46.53)	每股净资产	3.71	5.14	7.80	11.03	15.38
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	(0.14)	(0.05)	13.50	(0.10)	(0.10)	市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(28.28)	(21.24)	0.00	0.00	0.00	市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(28.43)	(21.29)	13.50	(0.10)	(0.10)	EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	21.35	(20.62)	101.01	45.50	158.61						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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