

乘科创东风，扬帆新征程

买入|首次推荐

报告要点:

● 聚焦“数字建造”，营业收入呈现持续高速增长态势

公司是聚焦于施工阶段的“数字建造”应用化技术及产品提供商，立足于建筑行业、面向“数字建造”的对象和过程，提供自施工准备阶段至竣工验收阶段的应用化技术、产品及解决方案。2016-2020年，公司营业收入CAGR达40.34%，扣非归母净利润CAGR达32.84%，销售毛利率始终维持在80%以上。2020年，公司营业收入达3.80亿元，同比增长34.30%；扣非归母净利润达8,313万元，同比增长29.83%；研发投入达8,013万元。

● 千亿级建筑信息化市场，持续成长空间广阔

目前，国内建筑行业信息化投入较低，根据公司招股说明书，我国建筑施工企业信息化投入仅占总产值约0.08%，而发达国家则为1%，仅为发达国家建筑信息化投入水平的十分之一，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%，建筑信息化行业规模将高达1,298.85亿元。我国建筑信息化低渗透率叠加新科技浪潮驱动产业深度变革，信息化市场前景较为广阔，有望培育出多家龙头厂商。

● 智慧工地融合先进IT技术与现场施工管理，助力管理模式转型升级

智慧工地将传感技术、移动互联网、大数据、云计算、人工智能、BIM等先进技术与现场施工管理进行深度融合，形成互通互联、信息共享、智能化管理的项目管理体系。公司智慧工地产品采用“平台+组件”的业务形态，形成了安全、质量、进度、人员、机械、绿色施工六大解决方案。根据中研普华产业研究院的数据，2019年，中国智慧工地市场规模为120.9亿元，同比增长22.00%。2020年，公司智慧工地业务实现营业收入1.64亿元，同比增长30.42%，占总营收的43.26%，毛利率为60.96%。

● 投资建议与盈利预测

公司聚焦施工阶段的“数字建造”应用化技术及产品，通过加大研发投入，持续开拓蓝海市场，成长空间较大。预测公司2021-2023年营业收入为5.17、6.93、9.21亿元，归母净利润为1.35、1.78、2.33亿元，EPS为2.47、3.27、4.29元/股，PE为30.42、22.99、17.55倍。目前，计算机（申万）指数PE TTM为55.3倍，公司近期登陆科创板，PE主要运行在40-50倍之间，预期未来三年归母净利润CAGR为33.67%，给予公司2021年50倍的目标PE，目标价为123.50元。首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；下游受房地产行业政策和景气度影响较大；销售区域集中；部分软件产品的研发依赖于Autodesk提供的基础软件开发环境等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	282.87	379.89	516.74	692.74	920.79
收入同比(%)	27.69	34.30	36.02	34.06	32.92
归母净利润(百万元)	74.29	97.64	134.56	177.99	233.22
归母净利润同比(%)	33.09	31.43	37.80	32.28	31.04
ROE(%)	36.83	34.95	12.69	14.37	15.85
每股收益(元)	1.37	1.80	2.47	3.27	4.29
市盈率(P/E)	55.09	41.92	30.42	22.99	17.55

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：75.27元/123.50元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：89.5 / 73.4

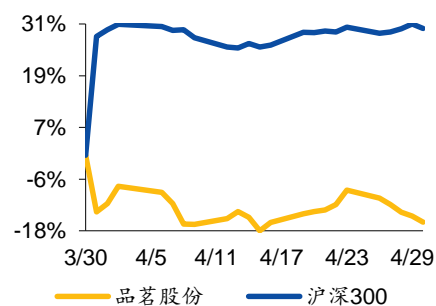
A股流通股(百万股)：12.38

A股总股本(百万股)：54.37

流通市值(百万元)：931.50

总市值(百万元)：4092.73

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

目 录

1. 聚焦数字建造，全产业链布局	4
1.1 “软件+智慧工地”双轮驱动，业绩保持较快增长	4
1.2 加大研发投入，竞争力持续提升	6
1.3 建筑业信息化程度较低，新兴技术助力效率提升	7
1.4 股权结构清晰，员工持股共享未来	10
2. 软件 BIM 化升级，持续快速成长	12
2.1 聚焦 BIM 技术，开拓全新蓝海	12
2.2 软件覆盖面广，产品优势明显	18
3. 聚力智慧工地，打开成长空间	21
3.1 受益政策驱动，掘金千亿市场	21
3.2 打造拳头产品，市场竞争力强	23
4. 盈利预测与投资建议	27
5. 风险提示	29

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司营业收入情况	5
图 3：公司毛利率情况	5
图 4：公司归母净利润情况	5
图 5：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比	5
图 6：公司产品架构及应用领域	6
图 7：公司营收构成	6
图 8：公司毛利构成	6
图 9：公司研发投入情况	7
图 10：2020 年底公司人员结构（单位：人）	7
图 11：中国建筑行业总产值情况	8
图 12：2019 年建筑业与其他制造行业利润率对比	8
图 13：中国建筑行业产值利润率情况	8
图 14：中国 15-59 岁劳动年龄人口数量情况	9
图 15：全球各行业信息化水平统计图	9
图 16：中国物联网行业市场规模趋势及预测（单位：亿元）	10
图 17：中国行业大数据市场规模预测（单位：亿元）	10
图 18：公司股权结构	10
图 19：建筑信息化软件业务财务状况	12
图 20：BIM 是什么	13
图 21：BIM 技术使用优势	13
图 22：建筑信息化行业机遇	14
图 23：BIM 发展阶段	14

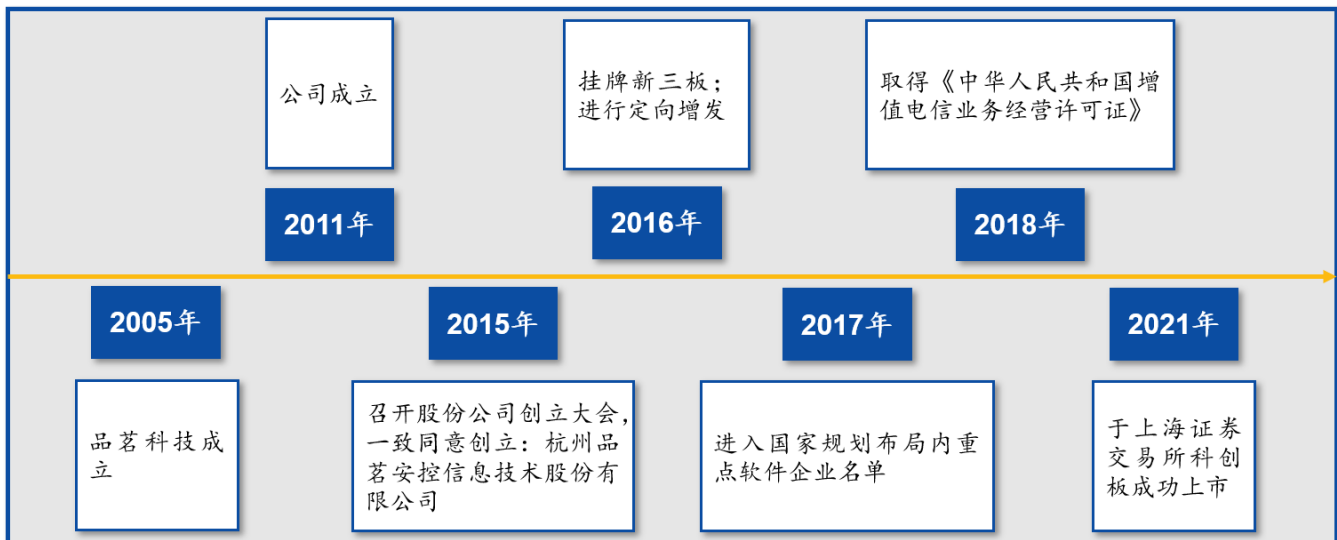
图 24: 中国 BIM 相关市场规模情况	15
图 25: 中国市场 BIM 服务面积 (单位: 亿平方米)	15
图 26: 2019 年中国建筑业企业 BIM 技术应用规划的制定情况	15
图 27: 公司 BIM 项目应用生态	17
图 28: 品茗 HiBIM 软件界面及功能	18
图 29: 品茗土建钢筋算量软件功能界面	20
图 30: 智慧工地业务财务状况	21
图 31: 智慧工地发展历程	22
图 32: 中国智慧工地市场规模情况	22
图 33: 公司智慧工地系列产品应用场景	24
图 34: 品茗塔机安全监控系统解决方案示意图	25
图 35: 公司工地大脑产品情况	26
图 36: 智慧工地解决方案案例——北京大兴国际机场	26
图 37: 品茗股份上市以来 PE-Band	28
表 1: IPO 募集资金用途	7
表 2: BIM 相关政策梳理	16
表 3: 建筑信息化软件部分产品概况	19
表 4: 建筑信息化软件主要产品单价情况	20
表 5: 智慧工地相关政策梳理	23
表 6: 智慧工地主要产品单价情况	24
表 7: 公司业务拆分 (单位: 百万元)	27
表 8: 可比公司估值情况	28

1. 聚焦数字建造，全产业链布局

杭州品茗安控信息技术股份有限公司成立于2011年，于2021年3月30日在上海证券交易所科创板成功上市，股票代码为688109.SH。公司是聚焦于施工阶段的“数字建造”应用化技术及产品提供商，公司立足于建筑行业、面向“数字建造”的对象和过程，提供自施工准备阶段至竣工验收阶段的应用化技术、产品及解决方案，满足各方在成本、安全、质量、进度、信息管控等方面的信息化需求。目前，公司业务涵盖工程造价、施工软件、BIM软件、智慧工地、高等院校、行业监管、基础设施等。经过多年的发展，公司积累了丰富的高质量客户，典型客户包括：中国建筑股份有限公司、中国冶金科工股份有限公司、陕西建设机械股份有限公司、上海建工集团股份有限公司等。

公司自成立以来一直专注于自主研发和创新，掌握了跨建筑行业及信息技术行业的众多核心技术。截至2020年底，公司已取得19项专利权、150项软件著作权。公司先后被认定为软件企业、高新技术企业，2017年起进入国家规划布局内重点软件企业名单，并在随后的年度持续被认定。截至2020年底，公司拥有员工1,071人，其中研发人员达到438人，占公司总人数的比例为40.90%，在杭州国家级软件产业研发基地及西安高新技术园区分别设有研发中心。

图 1：公司发展历程

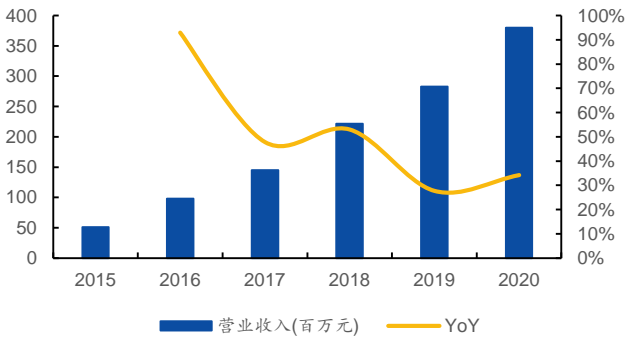


资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

1.1 “软件+智慧工地”双轮驱动，业绩保持较快增长

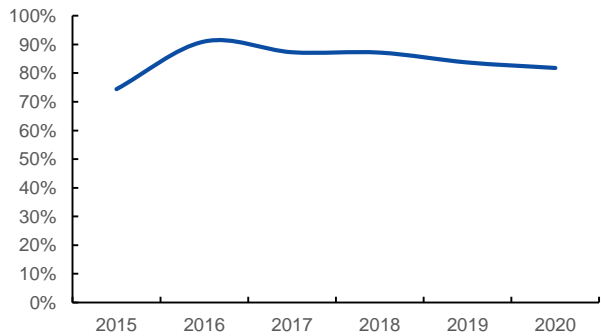
2015-2020年，公司营业收入呈现快速增长态势，CAGR 高达 49.56%。近三年，营业收入 CAGR 为 37.92%。2020年，公司营业收入为 3.80 亿元，同比增长 34.30%。过去五年，公司毛利率保持在较高水平，一直高于 80%，由于智慧工地业务占比的提升，呈现小幅下滑的趋势。2020年，公司毛利率为 81.79%。

图 2：公司营业收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：公司毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

同时，公司归母净利润也实现快速增长，近三年 CAGR 为 43.00%。2020 年，公司归母净利润为 9,764 万元，同比增长 31.43%。

从经营性现金流量净额来看，过去四年一直为正，且与扣非归母净利润的比值一直维持在 0.7 以上，体现了较好的经营质量。

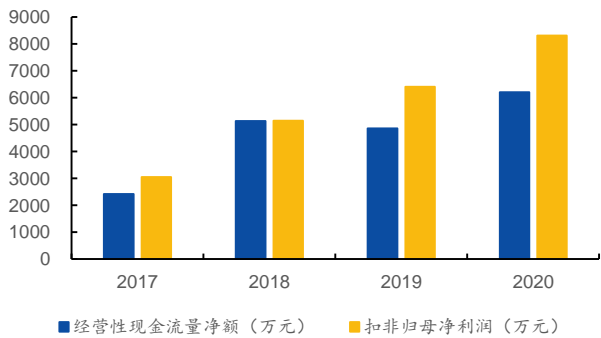
2021 年第一季度，公司实现营业收入 7,315.80 万元，同比增长 94.14%，实现归母净利润 1,338.82 万元，同比增长 369.86%，全年持续高成长可期。

图 4：公司归母净利润情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

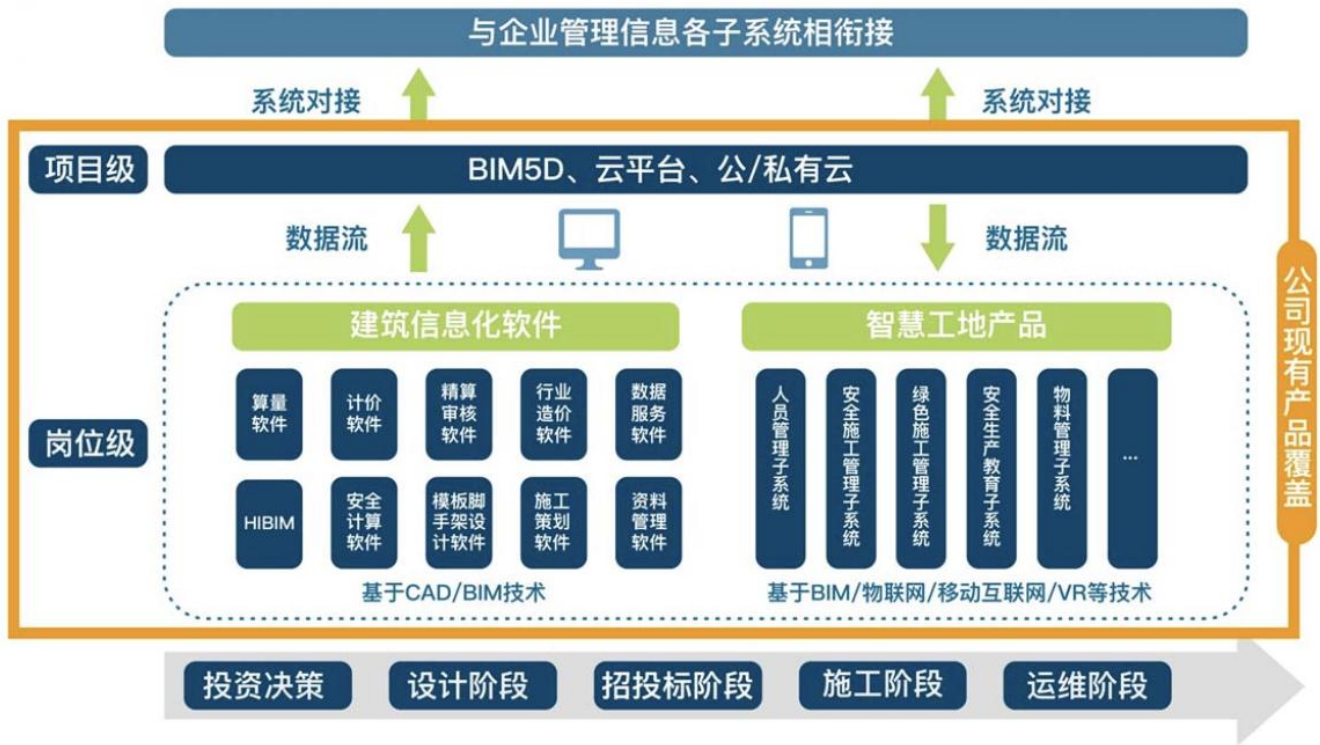
图 5：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

公司产品可以分为建筑信息化软件产品和智慧工地产品两大类，即“软件+智慧工地”。产品的应用场景覆盖工程项目生命周期中的投资决策、深化设计、招投标、施工管理、运营维护等各阶段。公司在图纸识别、BIM 图形引擎、3D 布尔运算、三维模型轻量化、基于行为的空间算法等关键技术上获得突破，并实现了技术的商业化运用。同时，公司致力于将 BIM 技术作为建筑信息化的数据载体，开拓数据服务产品、基于物联网产品的研发和应用，推动建筑信息化产品场景化应用的落地，推动建筑行业向数字化、智能化方向发展。

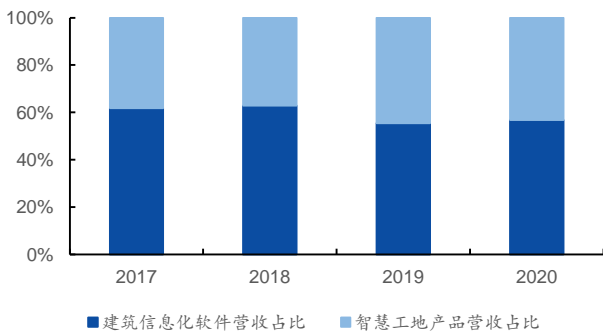
图 6：公司产品架构及应用领域



资料来源：公司公告，国元证券研究所

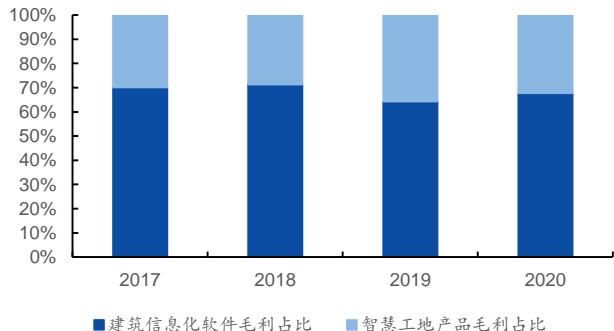
目前，公司业务呈现“建筑信息化软件+智慧工地”双轮驱动的架构。过去四年，建筑信息化软件业务在公司营收中始终保持高于 55% 的占比，受益于该业务保持在 95% 以上的高毛利率，其占公司毛利中的占比始终保持在 60% 以上。2020 年，建筑信息化软件业务营业收入达 2.16 亿元，占公司营收 56.74%；其毛利达 2.11 亿元，占公司毛利的 67.76%。

图 7：公司营收构成



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：公司毛利构成



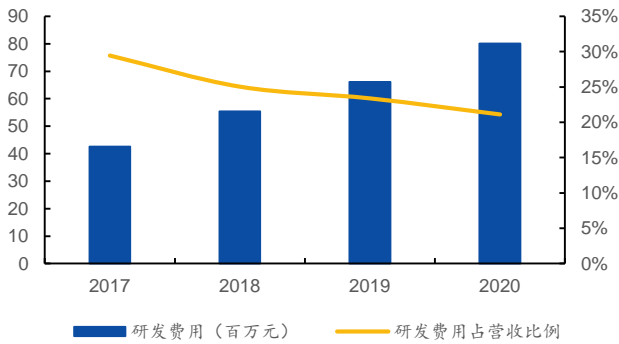
资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 加大研发投入，竞争力持续提升

公司持续打造“专业的品茗，技术的品茗”，作为知识和技术密集型的高科技企业，大部分产品为自主研发，主营产品科技含量高，在核心技术上拥有自主知识产权。

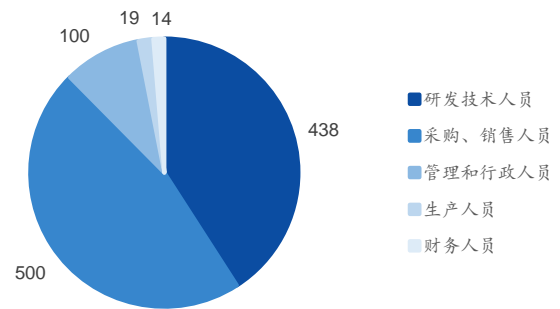
因此，公司研发费用逐年增长，2017-2020年，研发费用的CAGR为23.43%。2020年，公司研发费用达8,012.58万元，同比增长21.24%，占总营收的比重为21.09%。2020年底，公司共有研发技术人员438名，占员工总数的40.90%。公司以技术起家，技术研发人员是公司的核心竞争力，虽然公司已具备一定数量的研发人才，但随着公司业务量的迅速增加，公司有望进一步扩充研发人员队伍以满足发展所需。

图 9：公司研发投入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：2020 年底公司人员结构（单位：人）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司现已掌握了跨建筑行业及软件行业的众多核心技术，截至 2020 年底，公司已取得发明专利 8 项、实用新型专利 11 项和计算机软件著作权 150 项。公司在 BIM 算法引擎技术、AI 分析调度引擎、塔机安全辅助技术、数字建造中台体系关键技术上均取得突破，构建产品核心竞争力；取得智能型临时支撑体系设计优化与过程监测技术等多项科技成果；获得国际检测机构南德意志集团认证、CMMI3 软件成熟度认证；主编、参编《施工升降机安全使用规程》、《智慧工地技术规程》、《塔式起重机防碰撞装置》等 10 多项国家、行业、地方和团体标准。

根据公司招股说明书，本次上市募集资金用途也将主要投入研发，可以期待公司今后继续在相关技术领域取得持续性突破。

表 1：IPO 募集资金用途

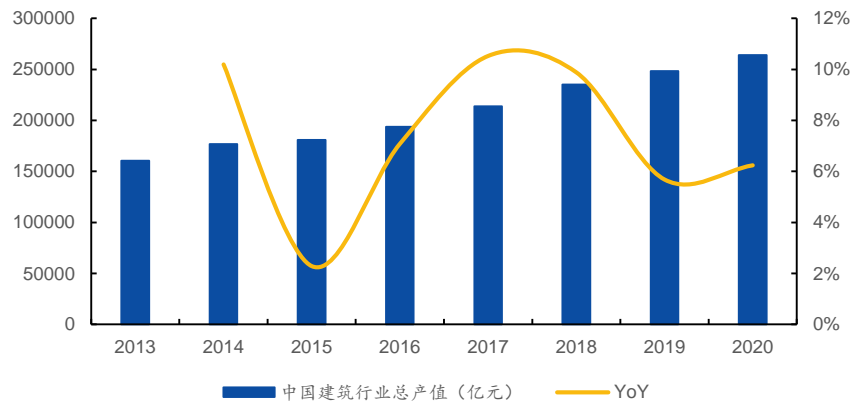
项目名称	投资总额 (万元)	拟用募集资金金额 (万元)
AIoT 技术在建筑施工领域的场景化应用研发项目	16,638.03	16,638.03
智慧工地整体解决方案研发项目	15,299.51	15,299.51
软件升级改造项目	14,728.86	14,728.86
营销服务平台建设项目	6,422.92	6,422.92
补充流动资金	6,000.00	6,000.00
合计	59,089.32	59,089.32

资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.3 建筑业信息化程度较低，新兴技术助力效率提升

公司所处行业的下游为建筑行业。根据国家统计局的数据，2020 年，中国建筑行业总产值达 26.39 万亿元，同比增长 6.24%，占 GDP 的 25.98%，对国民整体经济影响重大，是我国的支柱行业之一。“十二五”以来，建筑行业总产值虽然呈现增长态势，但近年来增速正逐渐放缓。

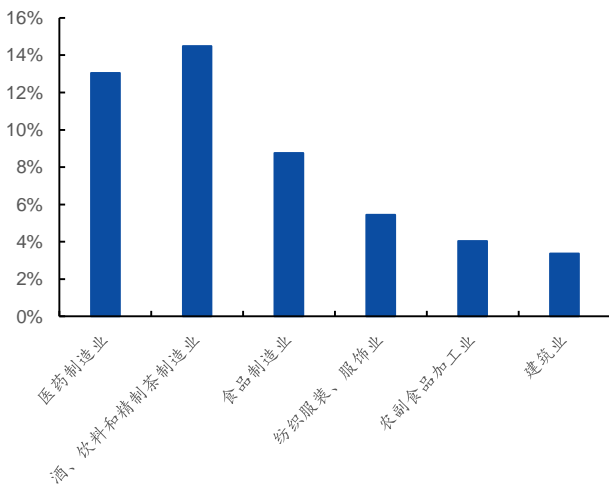
图 11：中国建筑行业总产值情况



资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，国元证券研究所

建筑行业企业的业绩增长很大一部分来自于国家宏观政策和固定资产投资的拉动，发展方式呈现出依靠人力资源、生产资源不断投入的规模扩张模式。大部分建筑行业企业呈现出劳动密集型、科技含量低、发展粗放的特点。产值高、盈利能力弱、运营效率低一直是建筑企业的普遍问题。过去七年，中国建筑行业产值利润率一直保持在 3-4% 之间，且自 2016 年起呈现持续下滑的态势，2020 年仅为 3.15%，显著低于医药制造业等行业。

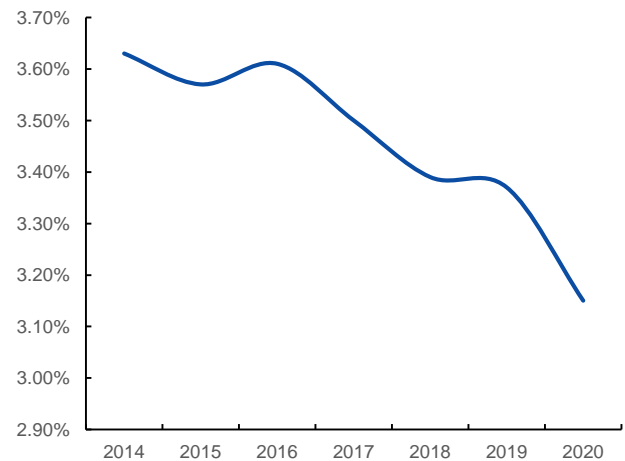
图 12：2019 年建筑业与其他制造行业利润率对比



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

注：除建筑业采用建筑业产值利润率指标外，其他行业均采用销售利润率指标。

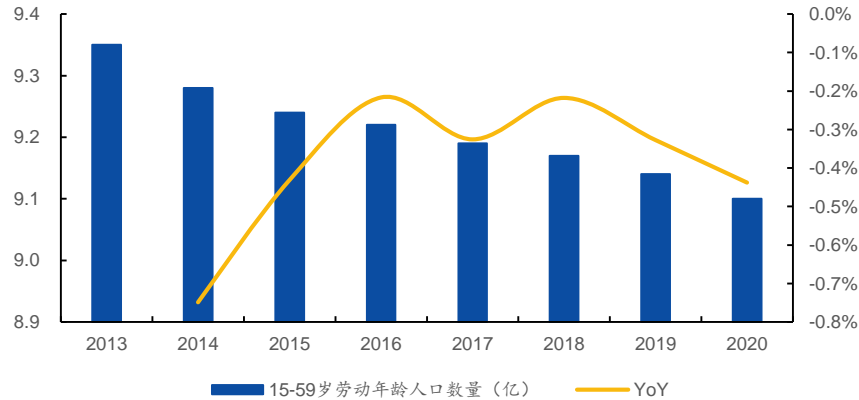
图 13：中国建筑行业产值利润率情况



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

随着中国人口结构的改变，老龄化问题已经开始凸显，人口红利正在消失。15-59 岁人口是中国目前及未来十年潜在劳动力的主要群体，根据国家统计局的数据，近 8 年来该年龄段人口数量持续出现负增长。人口红利消失直接导致依赖人力资源投入的建筑行业出现用人紧缺、劳动力成本逐年增长。

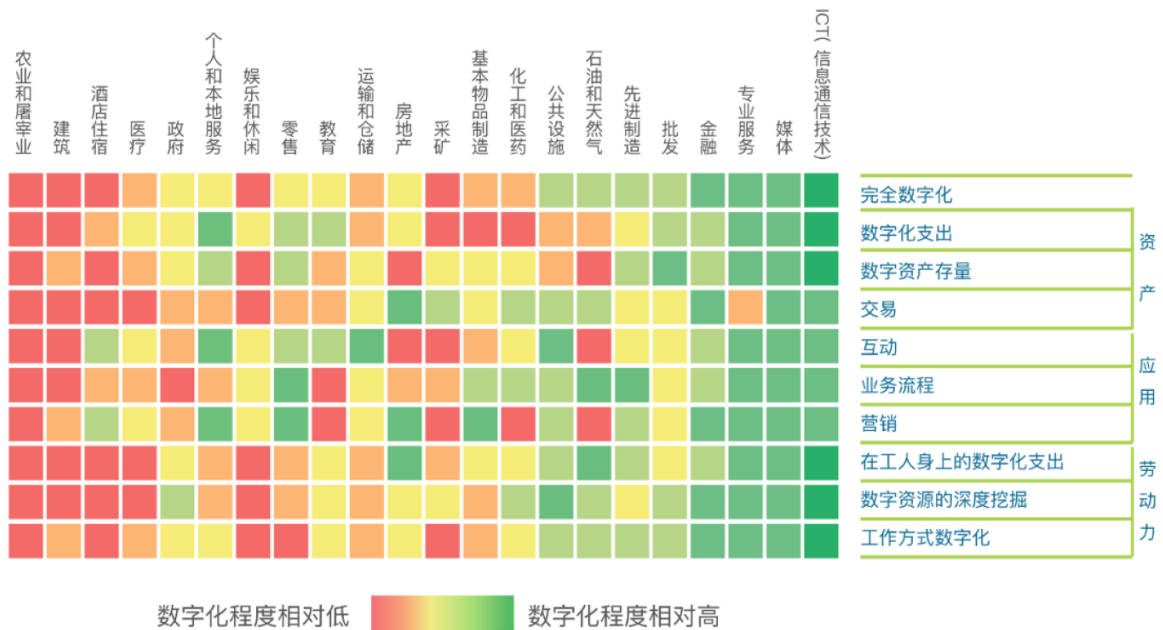
图 14：中国 15-59 岁劳动年龄人口数量情况



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

根据麦肯锡 2016 年发布的《Imagining construction's digital future》研究报告显示，从全球各行业对比来看，建筑行业信息化投入非常低，仅高于农业，在所有行业中排名倒数第二。可见即使发达国家十倍于中国的建筑行业信息化投入的水平仍然处于较低水平，全球建筑行业信息化均存在较大成长空间。

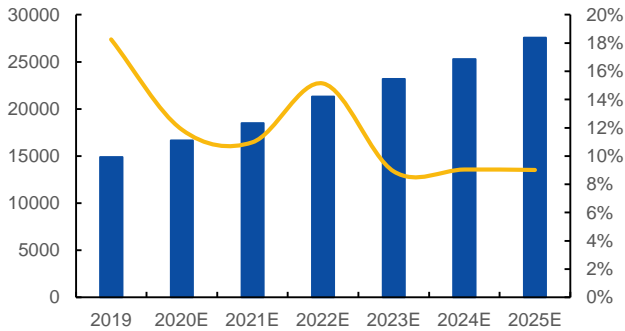
图 15：全球各行业信息化水平统计图



资料来源：公司公告，McKinsey & Company，国元证券研究所

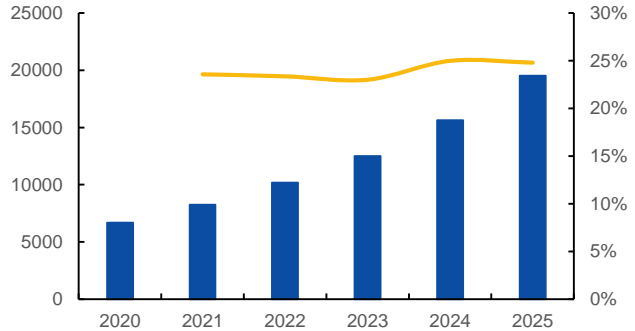
从信息技术的变革角度来看，人工智能、云计算、物联网、大数据等技术兴起和跨行业应用，对各行各业都将产生较大的影响。据 GSMA 统计与预测，中国物联网市场 2019-2025 年 CAGR 为 10.81%，预计到 2025 年，中国物联网行业规模将达到 2.76 万亿元。据前瞻产业研究院的预测，2025 年，中国行业大数据市场规模将达到 19508 亿元，同比增长 24.80%。

图 16: 中国物联网行业市场规模趋势及预测 (单位: 亿元)



资料来源: GSMA, 前瞻产业研究院, 国元证券研究所

图 17: 中国行业大数据市场规模预测 (单位: 亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国元证券研究所

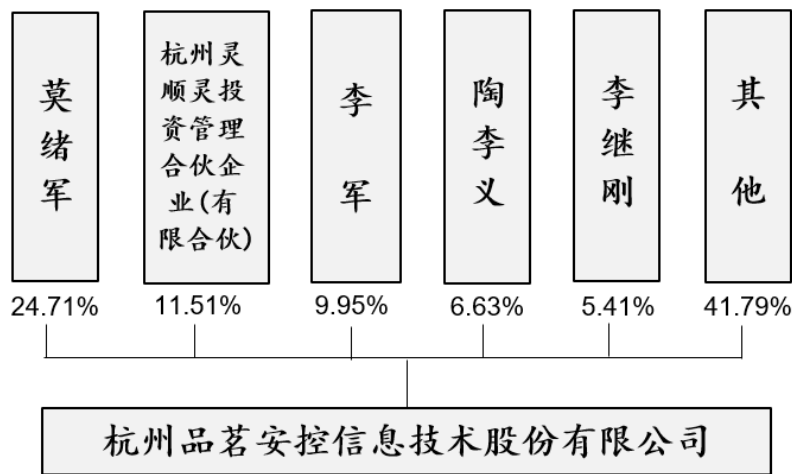
目前, 各类新技术与建筑行业不同环节业务的结合已经越来越多, 对相关技术和流程的补充或再造也已经陆续体现, 比如物联网设备及移动互联网数据传输技术在施工现场的监控、信息实时回传与反馈的应用等。

综上, 从行业内部驱动因素来看, 建筑行业总产值增速下滑, 人员使用成本增长, 表明建筑行业增长放缓和经营效率降低; 从行业外部驱动因素来看, 人工智能、物联网、大数据等新技术与市场发展迅速, 将为建筑行业带来深刻改革。因此, 建筑行业原本粗放式发展模式难以为继, 未来将步入精细化管理新阶段, 而此时, 公司将通过新技术和新产品来把握行业提效降费的需求。

1.4 股权结构清晰, 员工持股共享未来

目前, 公司实际控制人莫绪军先生直接持有 13,437,508 股, 占公司股份总数的 24.71%。为增强骨干员工对公司的归属感, 实现骨干人员与公司未来利益的一致性, 公司分别于 2015 年和 2017 年建立了灵顺灵、重仕投资两个员工持股平台, 公司骨干员工通过持有合伙企业合伙份额间接持有公司股份。目前, 灵顺灵持有 6,259,586 股, 占公司股份总数的 11.51%。重仕投资持有 790,000 股, 占公司股份总数的 1.45%。

图 18: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

目前，公司主要的子公司为西安丰树电子科技发展有限公司。塔机监控、升降机监控、吊钩监控等设备以该子公司生产为主，在西安拥有生产装配基地，承担主要生产任务，生产过程主要包括软件烧录、装配和测试三大部分。

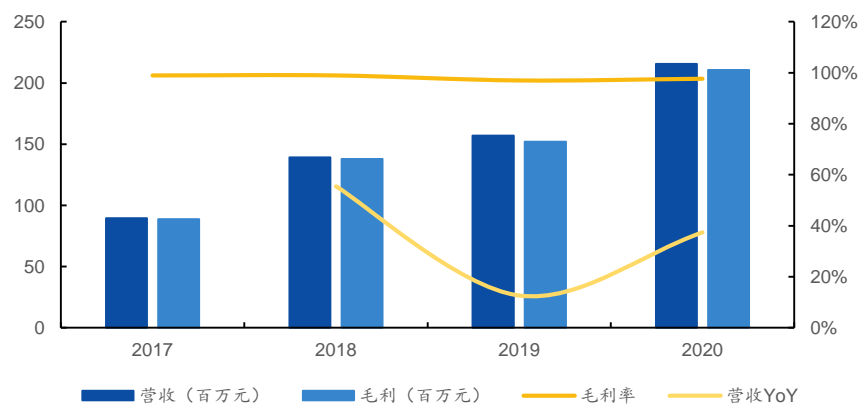
2. 软件 BIM 化升级，持续快速成长

我国建筑信息化起步较晚，以应用为起步，在基础软件方面基础相对薄弱，主要依赖于国外厂商的基础软件研发环境。

软件产品按功能差异可以分为基础软件、应用软件和管理平台软件三大类。基础软件是指可被多个应用软件所用的基础建模软件，包括图形平台软件、建筑设计软件、结构设计软件、设备设计软件等，该领域主要被国外软件厂商所垄断，如 Autodesk 的 AutoCAD、Revit 产品，Bentley 的基础设施设计软件、Graphisoft 的 ArchiCAD 等，近年来国内厂商如中望软件、盈建科等也陆续研发出具备自主知识产权的产品。应用软件是指利用基础软件所提供的模型数据，开展各种应用型工作的软件，包括土建算量、安装算量、安全计算软件、能耗分析软件、碰撞测试软件、施工进度策划等，这一类软件通常是基于某一类型基础软件的应用化开发，国内外均有大量产品的研发与应用，国内企业的主要竞争位于该领域，主要厂家有广联达、品茗股份、鸿业科技、斯维尔等。管理平台软件是指能对各类基础软件、应用软件数据及施工项目进行有效管理，用以支持建筑全生命周期数据的共享应用的软件，通常呈现为项目级、企业级管理平台，如 BIM 5D、智慧工地云平台等，国内主要厂家有广联达、品茗股份等。

公司建筑信息化软件业务主要覆盖应用软件和管理平台软件。2017-2020 年，该业务营业收入 CAGR 为 34.02%，毛利 CAGR 为 33.44%，毛利率始终维持在 96% 以上。2020 年该业务营业收入达 2.16 亿元，同比增长 37.42%。

图 19：建筑信息化软件业务财务状况

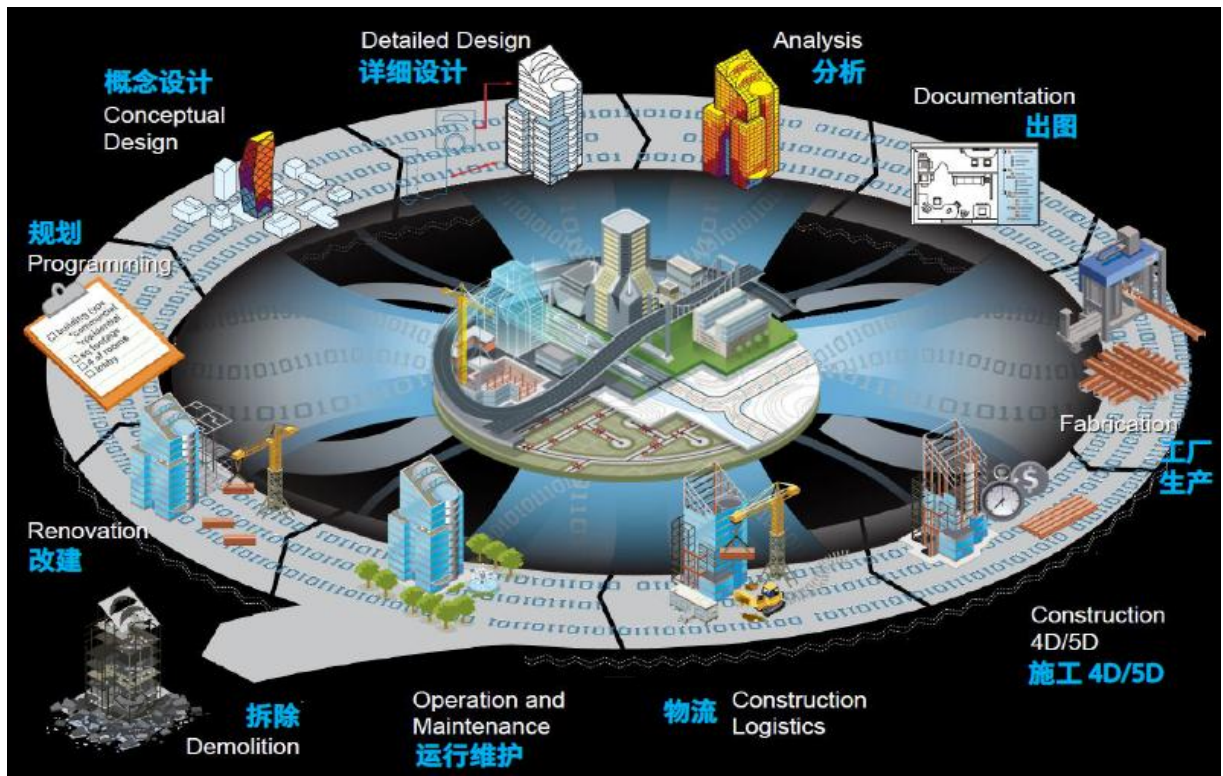


资料来源：Wind，国元证券研究所

2.1 聚焦 BIM 技术，开拓全新蓝海

BIM(Building Information Modeling)技术是一种应用于工程设计、建造、管理的数据化工具，通过对建筑的信息化模型整合，在项目策划、运行和维护的全生命周期过程中进行共享和传递，使工程技术人员对各种建筑信息做出正确理解和高效应对，为设计团队以及包括建筑、运营单位在内的各方建设主体提供协同工作的基础，在提高生产效率、节约成本和缩短工期方面发挥重要作用。

图 20: BIM 是什么



资料来源：广联达公司公告，国元证券研究所

BIM 的使用优势集中在四个方面：成本、进度、品质、安全。成本上可通过 BIM 整合减少重置施工与失败成本；进度上增进施工效率，降低施工停滞；品质上实现高质量和短周期低成本；安全上做到未施工前模拟预防。

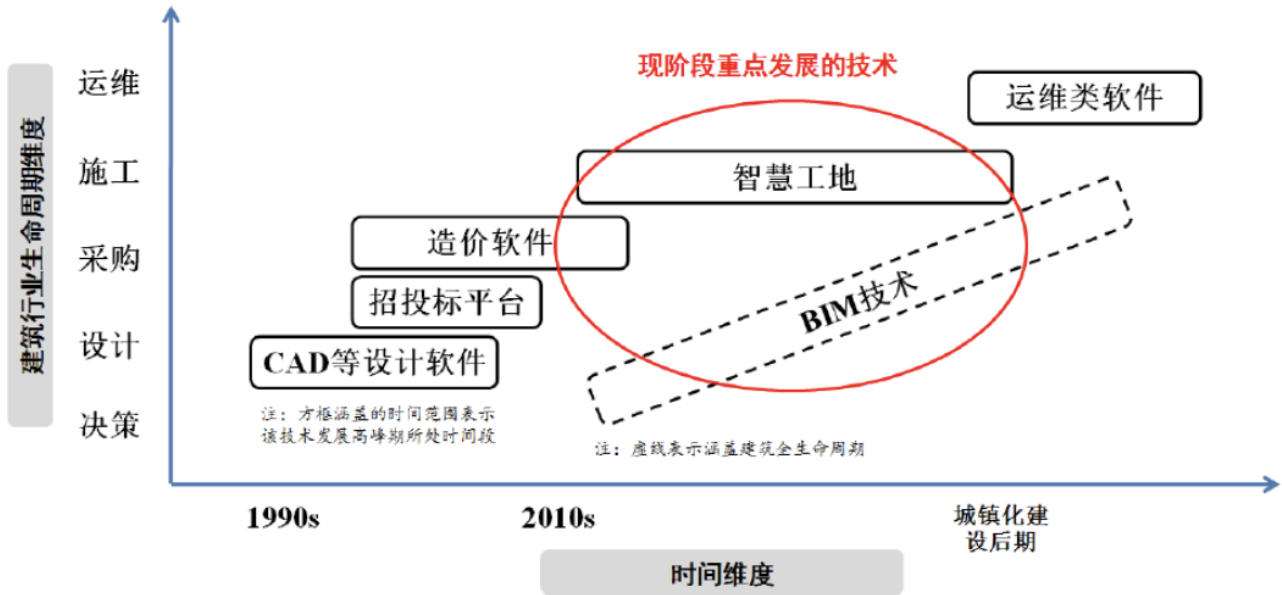
图 21: BIM 技术使用优势

施工成本	减少重置施工	节省工期	减少工序错误	
	减少失败成本	施工流程模拟		
施工进度	减少施工停滞	提升沟通效率	可视化展示	估算材料数量
	提升施工效率	方便验收	掌握施工进度	
施工品质	3D坐标放样	节省放样时间	低成本、短周期	快速设计变更
	提升工程精确度	预检工程接口	低设计错误率	
施工安全	未施工前做防护	模拟机具吊装		
	预检钢构安全性			

资料来源：Glendale，国元证券研究所

中国建筑行业的信息化经过二十多年的发展，虽然信息化程度仍然较低，但是在设计、招投标环节已初步完成了信息化普及。而现阶段，施工环节信息化正处快速发展期。而这正是 BIM 技术的用武之地，BIM 技术将为建筑信息化行业提供新赛道，也将成为新的蓝海。

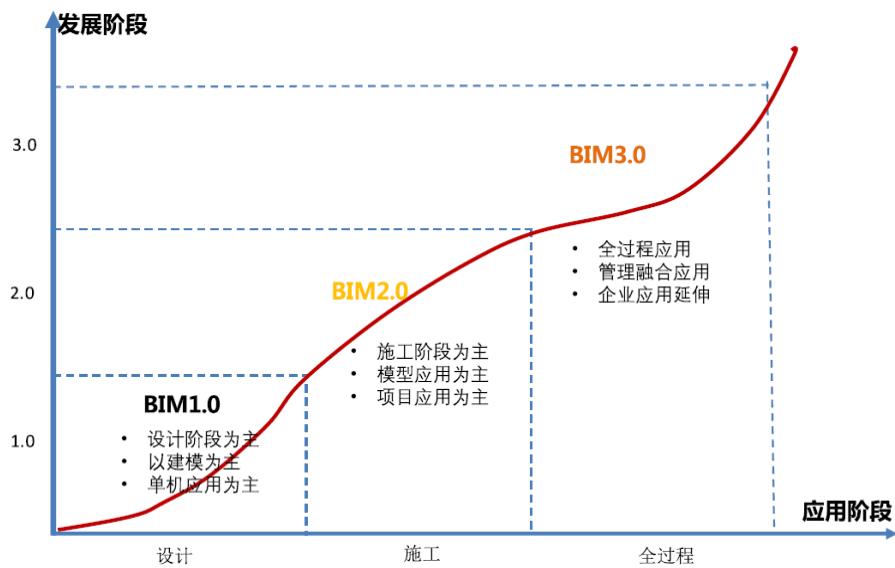
图 22：建筑信息化行业机遇



资料来源：公司公告，国元证券研究所

根据美国联合市场研究（Allied Market Research）发布的《全球 BIM 市场》报告，预计到 2022 年，全球 BIM 市场收益将达到 117 亿美元，2016-2022 年复合增长率将达到 21.6%，预计亚太地区的需求将大幅增长。

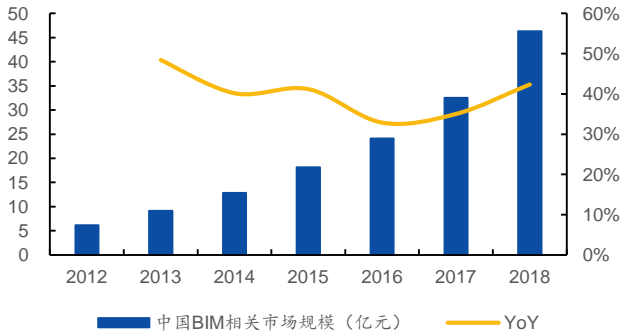
图 23：BIM 发展阶段



资料来源：广联达公司公告，国元证券研究所

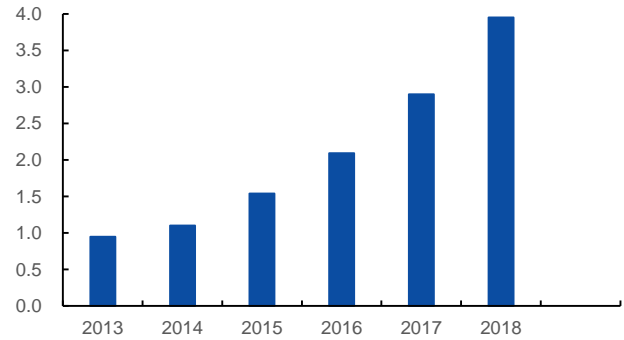
中国 BIM 相关市场仍然处于起步阶段,渗透率较低,规模较小,但是增长速度较快。据锐观咨询统计,2012 年至 2018 年,中国 BIM 相关市场规模的 CAGR 为 39.93%。2018 年,中国 BIM 相关市场规模达 46.31 亿元,同比增长 42.36%; BIM 服务面积 3.95 亿平方米,同比增长 32.61%。

图 24: 中国 BIM 相关市场规模情况



资料来源: 锐观咨询, 国元证券研究所

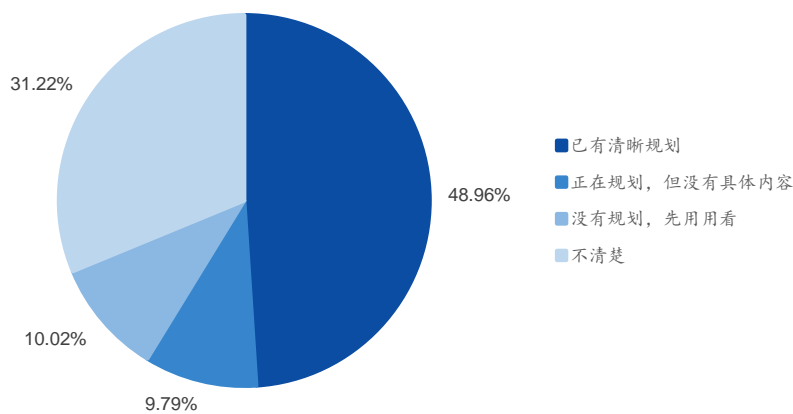
图 25: 中国市场 BIM 服务面积 (单位: 亿平方米)



资料来源: 锐观咨询, 国元证券研究所

根据中国建筑业协会与广联达联合发布的《中国建筑业企业 BIM 应用分析报告 (2019)》，在受调研的 868 家企业中，已经清晰地规划出近两年或更长时间 BIM 应用目标的企业占比最高，为 48.96%，较两年前提升 20.66 个百分点；正在规划但还没形成具体内容的企业占 9.79%；在 BIM 应用上没有具体规划，就是在几个项目上用着看的企业占比 10.02%。可以看出中国建筑业企业对于 BIM 技术的接受程度在不断增长，BIM 技术将进入越来越多的公司的规划中。

图 26: 2019 年中国建筑业企业 BIM 技术应用规划的制定情况



资料来源: 中国建筑业协会, 广联达, 国元证券研究所

此外,为了更好地实现建筑业的数字化转型升级,近些年政府以及行业管理机构一直高度重视我国软件和信息技术服务行业的发展,对 BIM 技术发展的重视力度持续加强,相继出台一系列鼓励、支持软件和信息技术服务行业发展的政策法规,从制度层面提供了保障行业蓬勃发展的良好环境。

表 2: BIM 相关政策梳理

时间	文件名称	发文单位	主要内容
2020 年 12 月	《建设项目工程总承包合同(示范文本)》	住建部、国家市场监督管理总局	将 BIM 技术纳入《建设项目工程总承包合同》，明确合同双方将 BIM 技术纳入项目的约定细则。
2020 年 04 月	《住房和城乡建设部工程质量安全监管司 2020 年工作要点》	住建部	推广施工图数字化审查，试点推进 BIM 审图模式，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。
2020 年 02 月	《民用运输机场建筑信息模型应用统一标准》	中国民用航空局	推动 BIM 技术在民用运输机场工程建设中的应用，全面提高民用运输机场工程建设、设计、施工、运维等单位的 BIM 应用能力，规范 BIM 应用环境，充分发挥 BIM 在“四型机场”建设中的应用价值。
2019 年 03 月	《装配式内装修技术标准(征求意见稿)》	住建部	装配式内装修工程宜依托 BIM 技术，实现全过程的信息化管理和专业协同，保证工程信息传递的准确性与质量可追溯性。
2019 年 03 月	《关于推进全过程工程咨询服务发展的指导意见》	国家发改委、住建部	大力开发和利用 BIM 技术、大数据、物联网等现代信息技术和资源，努力提高信息化管理与应用水平，为开展全过程工程咨询业务提供保障。
2019 年 02 月	《住房和城乡建设部工程质量安全监管司 2019 年工作要点》	住建部工程质量安全监管司	稳步推进城市轨道交通工程 BIM 应用指南实施，加强全过程信息化建设；支持推动 BIM 自主知识产权底层平台软件的研发，组织开展 BIM 工程应用评价指标体系和评价方法研究，进一步推进 BIM 技术在设计、施工和运营维护全过程的集成应用。
2018 年 05 月	《城市轨道交通工程 BIM 应用指南》	住建部办公厅	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，逐步普及推广，推动各参建方共享多维 BIM 信息、实施工程管理。
2017 年 12 月	《关于推进公路水运工程 BIM 技术应用的指导意见》	交通运输部办公厅	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。
2017 年 04 月	《建筑业发展“十三五”规划》	住建部	加快推进 BIM 技术在规划、工程勘察设计、施工和运营维护全过程的集成应用，支持基于具有自主知识产权三维图形平台的国产 BIM 软件的研发和推广使用。
2017 年 02 月	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	国务院办公厅	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，实现建设工程项目全生命周期数据共享和信息化管理。
2016 年 12 月	《建筑信息模型应用统一标准》	住建部	我国第一部建筑信息模型应用的工程建设标准，提出了建筑信息模型应用的基本要求，可作为我国建筑信息模型应用及相关标准研究和编制的依据。
2016 年 09 月	《关于进一步加强上海市建筑信息模型技术应用推广的通知》	上海市住房和城乡建设管理委员会	在设计、施工阶段应用 BIM 技术的，每平方米补贴 20 元，最高不超过 300 万元；在设计、施工、运营阶段全部应用 BIM 技术的，每平方米补贴 30 元，最高不超过 500 万元。
2016 年 08 月	《2016-2020 年建筑业信息化发展纲要》	住建部	普及项目管理信息系统，开展施工阶段的 BIM 基础应用。有条件的企业应研究 BIM 应用条件下的施工管理模式和协同工作机制，建立基于 BIM 的项目管理信息系统。
2015 年 06 月	《关于推进建筑信息模型应用的指导意见》	住建部	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。
2011 年 05 月	《2011-2015 年建筑业信息化发展纲要》	住建部	十二五期间，基本实现建筑企业信息系统的普及应用，加快 BIM、基于网络的协同工作等新技术在工程中的应用。

资料来源：国元证券研究所整理

公司长久以来致力于对于 BIM 技术的研发，并提供了大量基于 BIM 技术的软件产品，如品茗施工策划软件、品茗 BIM 模板/脚手架工程设计软件等。公司成立初便进入相关细分市场进行开拓，具有先发优势，且在相关细分市场具有相当高的行业

地位。

依靠技术与经验积累，公司面向工程项目不同阶段的各应用领域或面向不同的使用对象，逐步研发、丰富产品链，形成了覆盖施工全阶段、各人员的 BIM 应用生态。公司软件产品基于 BIM 提供土建、安装工程结合之后的碰撞检查、净高分析功能，对开洞套管、结构洞口、支吊架等模块提供快捷、智能化解决方案，并合并各项常用功能于同一个软件，提高了软件的附加值和客户使用的便利性。

图 27：公司 BIM 项目应用生态

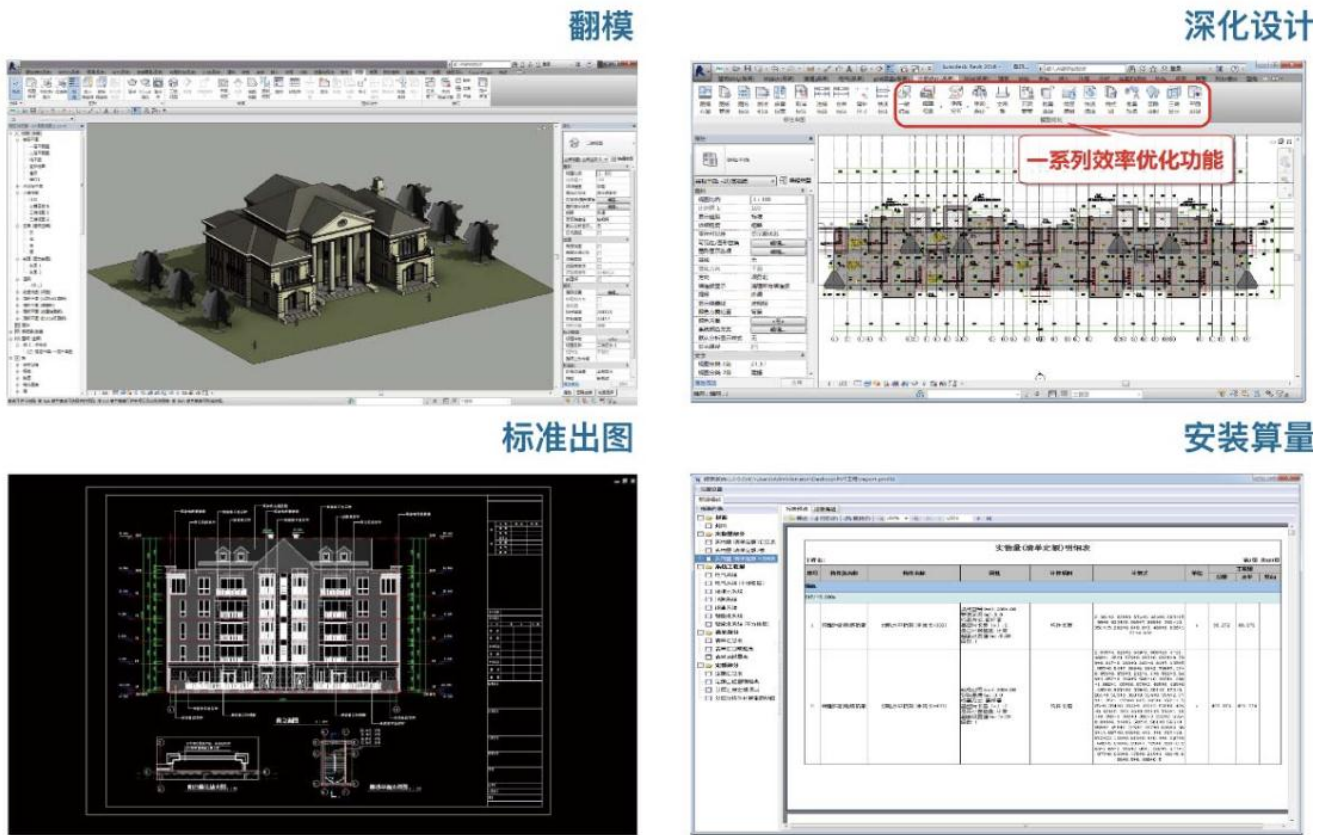


资料来源：公司公告，国元证券研究所

伴随 BIM 技术在建筑信息化领域的重要性提升，公司不仅陆续进行了原有软件的 BIM 化改造，还基于国内用户使用习惯研发了 BIM 应用的入口级产品——品茗 HiBIM。该产品是公司自主研发的基于 Revit 平台的一款 BIM 应用软件，可实现设计阶段建模翻模、设计优化、工程算量等核心功能。

该软件具有以下三个主要优势。一是其采用 CAD 植入方式，可在 Revit 平台上对 CAD 图纸进行识别和校对，将国内用户习惯使用的软件、数据形式与公司研发的 BIM 软件进行无缝连接，从而实现快速翻模，提高了用户建模的效率。二是其可以对设计原图不合理的部分进行查找并提供深化设计解决方案，并将结果导出成各种形式的文档。三是其结合了国内各地的清单及定额的计算规则，能快速、准确地算出各种工程量。总体来说，品茗 HiBIM 是基于国内用户使用习惯研发的 BIM 应用的入口级产品。

图 28：品茗 HIBIM 软件界面及功能



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.2 软件覆盖面广，产品优势明显

公司建筑信息化软件产品覆盖面极广，贯通建筑产业链的各个环节。其主要分为两个系列——造价软件系列和施工软件系列。造价软件系列面向建设项目全生命周期，可提供贯穿立项决策、设计、招投标、施工及竣工结算的全过程工程造价管理及控制。而施工软件系列则面向施工策划、施工过程管理中的各类应用需要，可帮助建设、施工、监理企业和项目现场管理人员快速、准确、高效地完成施工方案策划、专项技术方案编审、质量验收管理、安全管控等工作。同时受益于公司对物联网、RFID、GIS、GPS、云存储、云计算等前沿技术的研究，公司的软件产品大多具备智能化、个性化功能，形成独特的产品优势。

表 3：建筑信息化软件部分产品概况

产品系列	产品名称	应用场景	产品优势
造价软件系列	品茗土建钢筋算量软件（二合一）	应用于在招投标过程中的算量、过程提量和结算阶段土建工程量计算、钢筋工程量计算等问题。	独有的 RCAD 识别技术，快速准确的识别 CAD 电子文档，图形、文字、表格；内置全国各地的清单定额库、计算规则和钢筋平法；三维立体漫游可视化。
	品茗胜算造价计控软件	应用于为全过程跟踪审计提供准确的工程造价。	支持清单计价和定额计价两种模式；产品覆盖全国多个省市的定额，并可以支持不同时期、不同专业的定额库；以计价软件的数据文件为核心，能与各类软件、系统做无缝对接。
	品茗安装算量软件	应用于给排水、通风空调、电气、采暖等专业安装工程量计算需求。	独创 RCAD 技术，图纸识别率业内领先；内置开放的本地化计算规则模板，可根据实际需要调整管线、附件的计算方法；一键碰撞检测，虚拟模型指导施工。
	我材助手	应用于生成电子材价数据，与计价软件无缝对接，批量智能载价。	售价独创扫描功能，把价格信息的纸质书装进电脑，所见即所得；结合大数据，利用智能算法，根据用户行为习惯智能载价。
施工软件系列	品茗建筑安全计算软件	应用于脚手架工程、模板工程、临时工程、土石方工程、塔吊计算等 17 大计算模块，300 余个计算单元。	在专项方案的基础上，智能生成施工技术交底，包含大量施工节点现场图片与设计图纸；通过安全检查表法和工作任务分析法智能识别与控制危险源。
	品茗施工资料管理软件	应用于资料部门、监理员和资料外包专员的施工资料编写管理。	软件涵盖施工资料管理所需 12 个模块，不同地区模块数量不等；软件研发依据最新标准，编制过审一气呵成。
	品茗建设工程质量管理系统	应用于高效解决施工现场安全管理焦点难点问题，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。	统一验收标准，规范资料在线归档；实现关键部位隐蔽工程图像、影像资料实时上传，实现异地远程验收；实现检验批、分项、子分部、分部、单位工程质量逐级验收跟踪，系统资料自动对比，方便计划与实际对比，并实时展示形象进度。
	品茗智绘进度计划软件	应用于时空进度图的进度计划绘制与管理。	智能计算时间参数、智能检查逻辑；支持项目进度计划动态管控；企业云端&手机端集中掌控多个项目进度。

资料来源：公司官网，国元证券研究所

根据公司招股说明书，上述建筑信息化软件中，胜算造价计控软件、安装算量软件、土建钢筋算量软件、施工资料软件和建筑安全计算软件销量占比最高。总体来看，随着产品版本升级、功能完善丰富、性能提升，各功能模块的销售平均价格整体呈上升趋势，但波动较小。对于采购量大的客户、经销商客户，公司也会给予一定的数量折扣，使得个别产品、个别功能模块的销售价格出现不同订单间的差异。

表 4：建筑信息化软件主要产品单价情况

产品名称	2019		2018		2017
	价格 (元)	价格波动	价格 (元)	价格波动	价格 (元)
工程计价软件 (胜算四合一)	6,800	3.03%	6,600	13.79%	5,800
安装算量 (单模块)	6,800	-	6,800	-	6,800
土建钢筋算量 (二合一)	12,800	8.47%	11,800	-	11,800
资料管理软件	1,280	-	1,280	-	1,280
安全计算软件 (单模块)	3,200	-	3,200	-	3,200

资料来源：公司公告，国元证券研究所

其中，单价最高的土建钢筋算量软件作为新一代工程计量软件，通过自动识别设计院电子文档和手动三维建模两种方式，把设计蓝图转化为面向工程量及套价计算的图形构件对象，并整体考虑各类构件之间的扣减关系，非常直观地解决了工程造价人员在招投标过程中的算量、过程提量和结算阶段土建工程量计算、钢筋工程量计算中的各类问题。软件底层采用国际通用的 CAD 平台，通过自主研发的导入技术，让工程模块化快速导入，并利用识别技术，通过数据库进行大数据类比分析，以达到图纸识别的全面性与准确性。

图 29：品茗土建钢筋算量软件功能界面



资料来源：公司官网，国元证券研究所

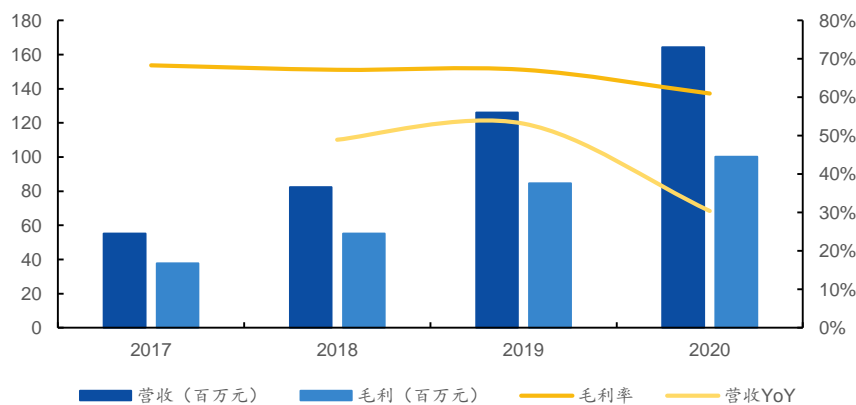
3. 聚力智慧工地，打开成长空间

智慧工地是一种崭新的项目管理理念，它将传感技术、移动互联网、大数据、云计算、人工智能、BIM 等先进技术与现场施工管理进行深度融合，将高科技技术植入到项目建造的各种元素之中，从而形成互通互联、信息共享、智能化管理的项目管理体系。智慧工地各子系统的深入发展，可以更好地实现施工现场人、机、料、法、环的整合与控制，有利于成本管控，可实现原本工地上粗放式管理模式往数字化、精细化、智能化的管理模式转变，达到高效管理和有效监控的效果。智慧工地子系统至少可以涵盖劳务管理、安全施工、绿色施工、材料管理等方面，相应产品如人员管理系统、危重设备实时监控、噪声扬尘实施监测、污水排放自动监测、区域安防监测、生活用电自动监测、临边周界随时防护、高大模板变形监测、物料管理等。

公司智慧工地产品系协助客户在施工现场实体建筑建造过程中，围绕现场施工中的生产要素、管理要素、环境要素，降低施工现场的安全风险、提高工作效率、确保工程质量、合理控制成本为目标的产品及解决方案。进一步借助云平台技术与产品，可以消除项目、企业与政府监管部门三方内部及相互之间的信息孤岛，为使用方加强项目管控、优化建造过程提供数据支撑，提高决策有效性。

2017-2020 年，智慧工地业务营业收入 CAGR 为 43.81%，毛利 CAGR 为 38.45%，毛利率始终维持在 60% 以上。2020 年，该业务营业收入达 1.64 亿元，同比增长 30.42%。

图 30：智慧工地业务财务状况

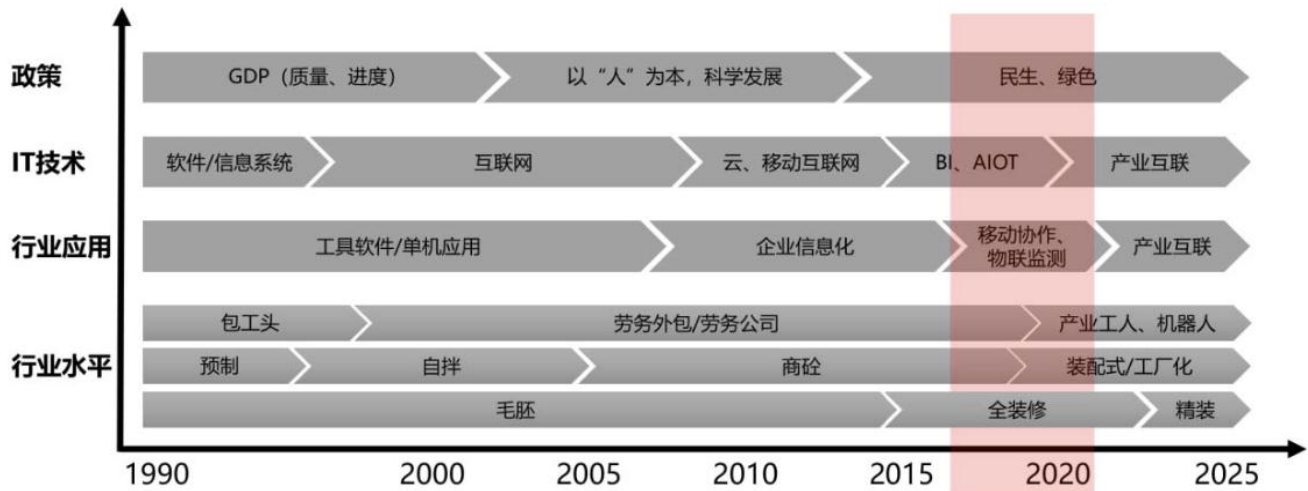


资料来源：Wind，国元证券研究所

3.1 受益政策驱动，掘金千亿市场

从行业发展历程来看，自上世纪 90 年代起，智慧工地业务经历了一个较长期的发展历程，行业内不断有新需求涌现出来。目前，智慧工地技术层面已经发展到 BI、AIoT 等阶段；行业应用层面强调移动协作、物联检测；政策层面则提出了民生、绿色等新要求。

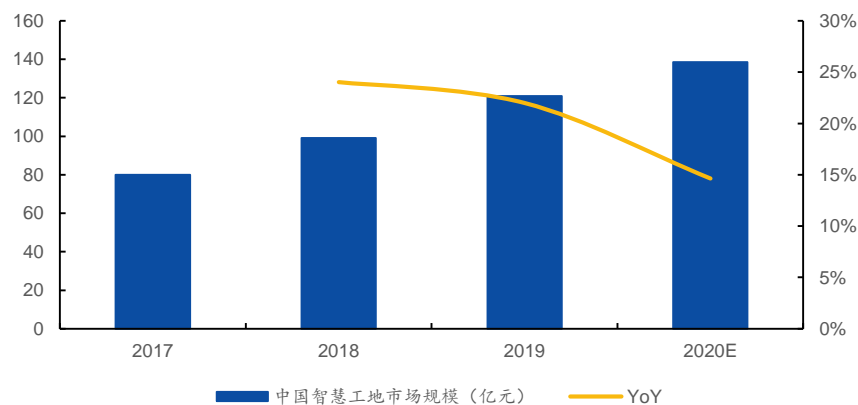
图 31：智慧工地发展历程



资料来源：公司公告，国元证券研究所

根据中研普华产业研究院的统计，2012年至2018年，中国智慧工地市场规模始终保持20%以上的增速。2019年，市场规模达120.9亿元，同比增长22%。在5G新技术加持下，智慧工地市场有望迎来新一轮增长。

图 32：中国智慧工地市场规模情况



资料来源：中研普华产业研究院，国元证券研究所

根据住房和城乡建设部的统计，近几年我国建筑业每年新开工项目在60万个左右。根据广联达披露的《2019年6月6日投资者关系活动记录表》，如果按每年50万个新开工项目，每个项目的数字化投入按20万计算，整个施工业务的市场空间高达千亿元。

如今运用科技手段促进建筑产业发展已是大势所趋。在此背景下，国家也不断出台文件，大力推进智慧工地建设，助力建筑业高质量发展。

表 5：智慧工地相关政策梳理

时间	文件名称	发文单位	主要内容
2020年09月	《住房和城乡建设部等部门关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	住建部	加快信息技术融合发展，大力推广建筑 BIM 技术，加快应用大数据技术，推动传感器网络、低功耗广域网、5G、边缘计算、射频识别及二维码识别等物联网技术在智慧工地的集成应用。
2019年03月	《建筑工人实名制管理办法（试行）》	住建部、人社部	建筑企业应配备实现建筑工人实名制管理所必须的硬件设施设备，施工现场原则上实施封闭式管理，设立进出场门禁系统，采用人脸、指纹、虹膜等生物识别技术进行电子打卡；不具备封闭式管理条件的工程项目，应采用移动定位、电子围栏等技术实施考勤管理。
2018年12月	《中华人民共和国大气污染防治法（2018修正）》	全国人大常委会	建设单位应当将防治扬尘污染的费用列入工程造价，并在施工承包合同中明确施工单位扬尘污染防治责任。施工单位应当制定具体的施工扬尘污染防治实施方案。
2017年07月	《治欠保支三年行动计划（2017-2019）》	人社部	2017年底前，实名制管理覆盖40%以上在建工程项目，2018年底前覆盖率达到70%，到2019年底基本实现全覆盖。
2017年02月	《安全生产“十三五”规划》	国务院办公厅	建设安全生产主题公园、主题街道、安全体验馆和安全教育基地。
2016年09月	《智能硬件产业创新发展专项行动（2016-2018年）》	工信部	加快虚拟现实设备的研发及产业化，加强虚拟现实、增强现实的核心关键技术创新。
2015年04月	《关于做好2015年大型起重机械安全监控管理系统推广应用与试点工作的通知》	国家质检总局、 国家安监总局	2015年将扩大智慧工地试点产品范围。
2014年12月	《关于推行环境污染第三方治理的意见》	国务院办公厅	在工业园区等工业集聚区，引入环境服务公司，对园区企业污染进行集中式、专业化治理，开展环境诊断、生态设计、清洁生产审核和技术改造等。
2014年11月	《关于加强环境监管执法的通知》	国务院办公厅	强化自动监控、卫星遥感、无人机等技术监控手段运用。
2011年03月	《大型起重机械安装安全监控系统实施方案》	国家质检总局、 国家安监总局	从2014年开始，在所有在用的大型起重机械上全部安装安全监控系统。2015年底，尚未安装安全监控系统的大型起重机械，将不予使用。
2010年07月	《关于进一步加强企业安全生产工作的通知》	国务院	强制推行先进适用的技术装备，大型起重机械要安装安全监控系统。

资料来源：国元证券研究所整理

3.2 打造拳头产品，市场竞争力强

公司依靠在建筑行业信息化领域长期耕耘和积累的优势，形成了以“智慧安全”为特色的，围绕“人、机、料、法、环”生产要素，从方案设计到执行反馈全生产过程的智慧工地业务整体解决方案。公司产品从项目管理和工程监管的信息化需求出发，除了融合新技术为建筑施工提质增效、节能减排外，还打通项目端至企业管理决策层、项目端至政府监管层的信息联系，提高数据资源利用水平和信息服务能力。

公司智慧工地产品主要包括智慧工地云平台系统、建筑起重机械智能监控系统（塔机安全监控系统、塔机防碰撞设备、吊钩视频监控系统、施工升降机安全监控系统等）、施工现场 VR 安全教育系统、工地视频智能监管系统、绿色施工智能环境监测系统和人员安全管理系统等。

图 33：公司智慧工地系列产品应用场景



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司智慧工地产品种类较为丰富，应用于施工项目现场时尺寸规格、产品组合各有不同，价格差异较大，其中销售占比较大的主要有塔机安全监测系统和升降机安全监测系统。

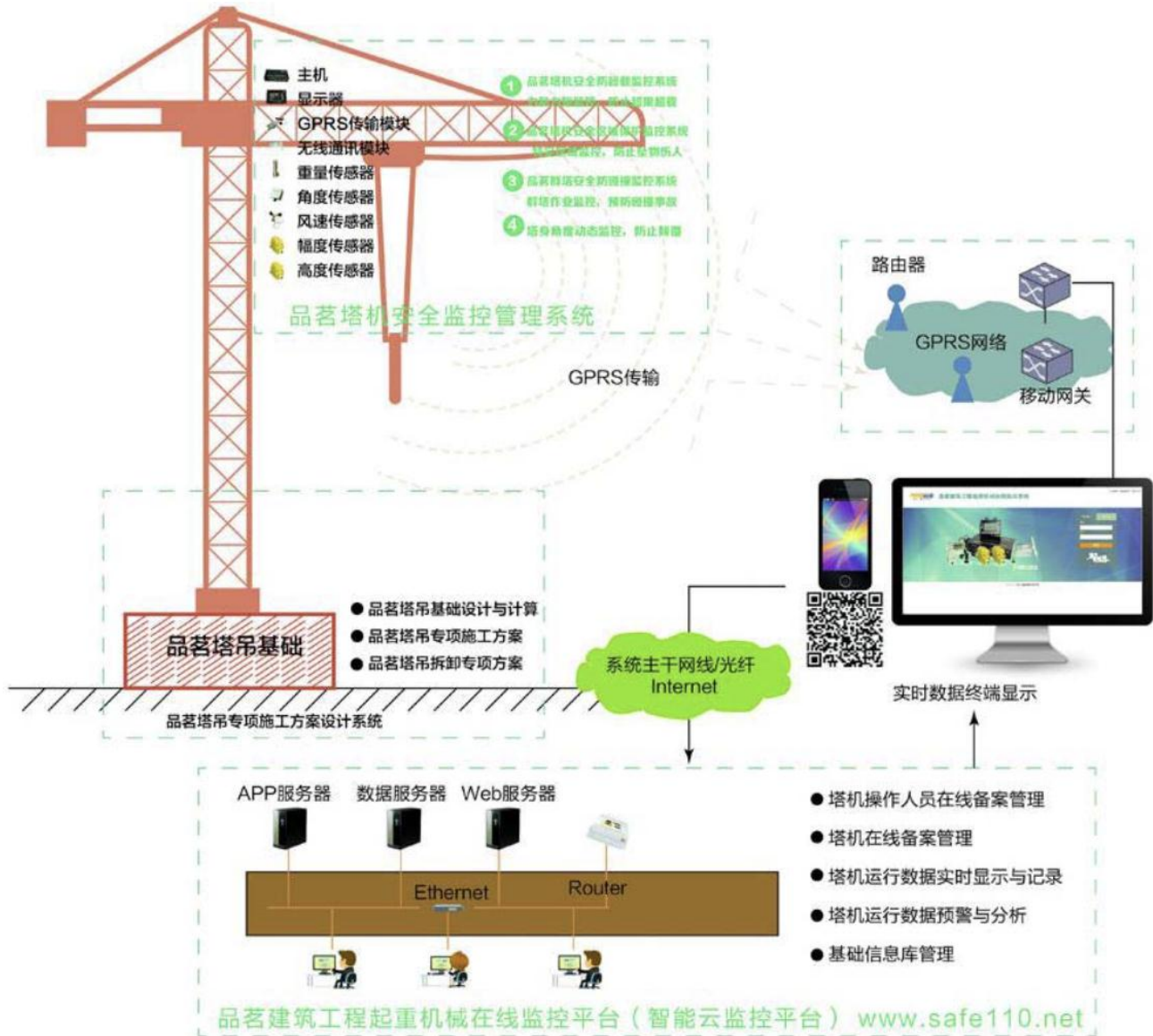
表 6：智慧工地主要产品单价情况

产品名称	2019		2018		2017
	价格（元）	价格波动	价格（元）	价格波动	价格（元）
塔机安全监测子系统	12,000	-	12,000	-7.69%	13,000
升降机监测子系统	4,000	-	4,000	-	4,000

资料来源：公司公告，国元证券研究所

其中，品茗塔机安全监测系统，以品茗建筑起重机械在线监控系统平台为支撑，通过高度、角度、回转、吊重、风速等传感采集设备，结合无线通讯技术，实时将塔机运行全过程数据留存并传输至塔吊黑匣子上，可以有效预防塔式起重机超重超载、碰撞、倾覆等安全事故隐患，做到事故可留痕、可追溯，控防“物的不安全状态”，还可扩展人脸识别模块，利用生物人脸识别技术，实现特种设备操作人员的规范管理，杜绝“人的不安全行为”。系统主机自带存储功能，可将相关运行数据存储至主机内，还可通过无线网络传输至远程监控云平台，实现远端云存储，便于后期事故追溯。

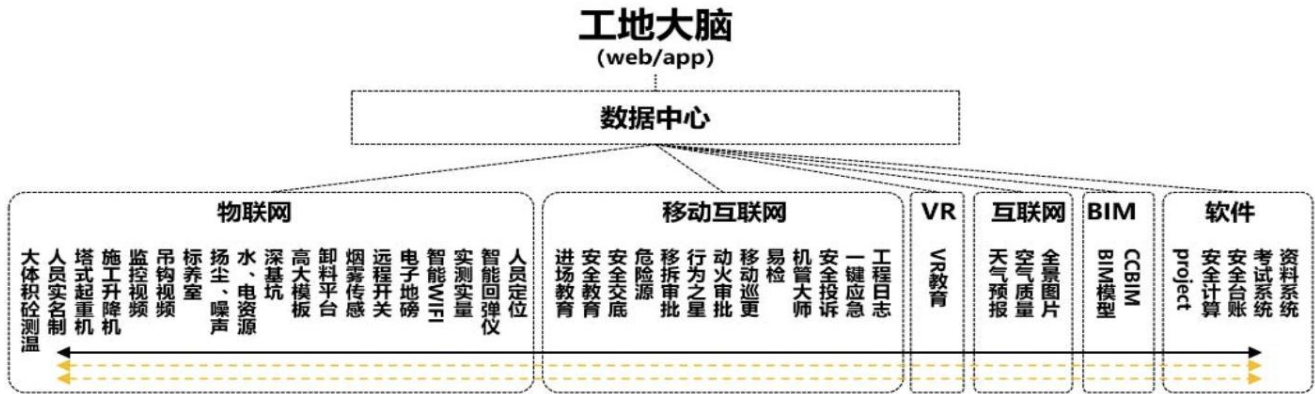
图 34：品茗塔机安全监控系统解决方案示意图



资料来源：公司公告，国元证券研究所

此外，公司以 BIM 三维可视化为基础，以互联网、物联网、大数据、云计算为支撑，整合工地现场的碎片化应用，构建了名为“工地大脑”的管理云平台。工地大脑产品除支持人员管理系统、工程进度、现场环境监控、物料进出场等系统的数据实时传输外，还支持塔机监控、升降机监控、基坑监控、高支模监控等基于 BIM 模型的施工现场数据采集、可视化展现、预警反馈和政府监管平台的数据监控，数字化赋能施工现场管理，该产品目前已经在国内众多施工现场得以实施应用。

图 35：公司工地大脑产品情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司通过嵌入式产品子系统、工业级无线网关以及云平台三方衔接，打造了智慧工地产品的生态闭环。其中，公司通过嵌入式物联网监控系统（包括塔机安全监控系统、施工升降机安全监控系统、卸料平台监控以及临边防护监控等）实现施工现场数据采集与控制；通过自定义通讯协议结合嵌入式技术，设计了具有数据采集以及通讯功能的无线网关，架构了智慧工地数据传输的一种新模式；通过云平台产品如工地大脑，进行数据挖掘与展示。

图 36：智慧工地解决方案案例——北京大兴国际机场



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司智慧工地系列产品与服务并行，满足多方主体的立体化需求，提供优质解决方案。如北京大兴国际机场作为世界施工技术难度最高的航站楼，屋盖钢架结构的投影面积达到 18 万平米，相当于 25 个标准足球场，施工机械远远超过常规数量。该项目采用公司塔机安全监控管理系统，突破性采用多频通讯技术，实现多个塔机群无缝组网，降低时延，充分满足项目方群塔作业防碰撞的需求。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是聚焦于施工阶段的“数字建造”应用化技术及产品提供商，立足于建筑行业、面向“数字建造”的对象和过程，提供自施工准备阶段至竣工验收阶段的应用化技术、产品及解决方案，满足各方在成本、安全、质量、进度、信息管控等方面的信息化需求。未来公司将继续加大在云计算、大数据等新兴技术领域的投入，不断实现现有产品的升级换代和推出新产品。目前，公司的营收主要由两大部分构成：建筑信息化软件业务和智慧工地业务，我们按照这两个维度来预测公司未来的收入和毛利率情况。

1. **建筑信息化软件：**该业务目前是公司最主要的收入来源，主要包括施工系列软件和造价系列软件，产品适用范围较为广泛，系基于二维或三维的建筑信息在深化设计、施工技术、工程造价等专业领域开展方案优化、施工模拟、成本管控的一系列专业工具软件。2019-2020 年，该业务营业收入增速为 12.66%、37.42%，预测 2021-2023 年营业收入增速为 20.93%、17.68%、15.82%。2019-2020 年，该业务毛利率为 96.99%、97.67%，预测未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 97-98% 的区间。
2. **智慧工地：**公司智慧工地产品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）和环境要素展开，解决施工现场管理的难点、痛点。伴随着快速成长，该业务在公司营收中扮演的角色越发重要。2019-2020 年，该业务营业收入增速为 53.12%、30.42%，预测 2021-2023 年营业收入增速为 55.82%、50.73%、46.51%。2019-2020 年，该业务毛利率为 67.16%、60.96%，预测未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 61-62% 的区间。

表 7：公司业务拆分（单位：百万元）

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
建筑信息化软件					
收入	156.86	215.55	260.67	306.75	355.28
增长率	12.66%	37.42%	20.93%	17.68%	15.82%
毛利率	96.99%	97.67%	97.68%	97.69%	97.70%
智慧工地					
收入	126.01	164.34	256.08	385.98	565.51
增长率	53.12%	30.42%	55.82%	50.73%	46.51%
毛利率	67.16%	60.96%	61.23%	61.62%	61.97%
合计					
收入	282.87	379.89	516.74	692.74	920.79
增长率	27.69%	34.30%	36.02%	34.06%	32.92%
毛利率	83.70%	81.79%	79.62%	77.59%	75.76%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值:

在国内上市公司中，广联达、盈建科与公司都为建筑行业提供相关的软硬件产品与解决方案，因此选择这两家公司作为可比公司。从 PE 估值水平来看，公司 PE 低于这两家公司的平均水平。伴随着公司业务的持续成长，营业收入有望实现较快增长，且毛利率有望维持在较高水平，公司估值水平有望提升。因此，我们认为公司目前 PE 估值水平偏低，具备较好的长期投资价值。

表 8: 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值(亿元)	EPS				PE			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
002410.SZ	广联达	73.07	867.35	0.28	0.55	0.79	1.05	262.52	133.93	92.18	69.30
300935.SZ	盈建科	69.20	39.10	0.98	1.36	1.73	2.10	70.54	50.78	39.90	33.00
平均		-	-	-	-	-	-	166.53	92.355	66.04	51.15
688109.SH	品茗股份	75.27	40.93	2.39	2.47	3.27	4.29	41.92	30.42	22.99	17.55

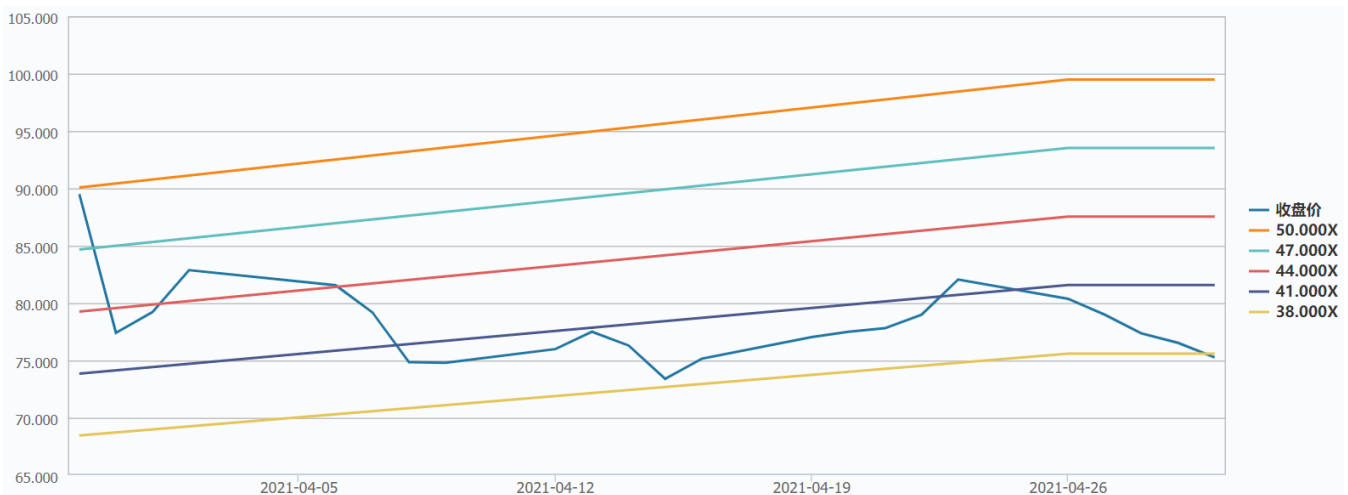
资料来源: Wind, 国元证券研究所

注: 可比公司均采用 Wind 一致预期, 收盘价的日期为 2021 年 4 月 30 日

投资建议:

公司聚焦施工阶段的“数字建造”应用化技术及产品，通过加大研发投入，持续开拓蓝海市场，未来成长空间较为广阔。预测公司 2021-2023 年营业收入为 5.17、6.93、9.21 亿元，归母净利润为 1.35、1.78、2.33 亿元，EPS 为 2.47、3.27、4.29 元/股，对应 PE 为 30.42、22.99、17.55 倍。目前，计算机（申万）指数 PE TTM 为 55.3 倍，公司近期刚刚登陆科创板，PE 主要运行在 40-50 倍之间，预期未来三年归母净利润 CAGR 为 33.67%，因此，给予公司 2021 年 50 倍的目标 PE，对应目标价为 123.50 元。首次推荐，给予“买入”评级。

图 37: 品茗股份上市以来 PE-Band



资料来源: Wind, 国元证券研究所

5. 风险提示

- 1. 新冠肺炎疫情反复：**从 2020 年年初的情况来看，公司所面向的建筑行业受疫情影响较为明显，出现了施工项目大面积停工，拟建设项目推迟审批开工等情况。如果疫情出现反复，建筑行业对数字建造产品的采购将受到影响，对公司经营带来不利影响。
- 2. 下游受房地产行业政策和景气度影响较大：**公司所处行业的下游为建筑行业，下游客户主要为工程建设领域的业主、设计、咨询、施工、监理、审计、行业监管机构等工程建设各方主体。上述客户购买公司产品直接应用于各施工项目，项目类型较多，但以住宅、商场及办公楼等房地产项目为主。因此，公司业务受房地产行业政策和景气度的影响较大。虽然目前房地产行业处于平稳发展状态，但如果国家对下游行业的政策改变或者房地产行业的发展受到限制，将直接影响本行业下游的需求，进而影响公司业务。
- 3. 销售区域集中：**公司在发展过程中呈现出销售区域集中的情形。2017 年度、2018 年度、2019 年度和 2020 年 1-6 月，公司来源于浙江省内的收入占比分别为 52.22%、53.81%、46.51%和 59.01%，存在一定的销售区域集中风险。近年来，公司虽然在努力拓展浙江省外的市场，但由于市场开拓是一个长期过程，一段时期内公司的业务收入还将主要来源于浙江地区，若浙江地区市场环境发生重大不利变化，将对公司业绩带来不利影响。
- 4. 税收优惠政策可能发生变化：**作为主营施工阶段“数字建造”应用化技术及产品的科技型企业，公司及子公司近年来享受了多种所得税、增值税税收优惠政策。如果未来国家及地方政府税收优惠政策出现不可预测调整，公司经营情况发生变化导致不再符合重软标准，或者由于其他原因导致公司不能继续享受上述税收优惠，公司整体税负水平将提高，对公司的盈利能力和经营情况造成一定的不利影响。
- 5. 部分软件产品的研发依赖于 Autodesk 公司提供的基础软件开发环境：**公司建筑信息化软件中的算量软件、模架设计软件、施工策划软件以及实现综合应用的 HiBIM 软件是基于二维、三维图形基础软件的应用化产品，其研发所使用的图形平台均来源于美国 Autodesk 公司，对该公司的 AutoCAD、Revit 两款产品的建模功能存在依赖。若未来国际贸易政策、国际关系等发生不利变化，导致该产品或该公司产品进入管制清单，公司未来可能无法取得研发授权，将无法对基于 Autodesk 平台的产品进行持续研发，可能造成 HiBIM 产品的研发停滞、可能形成使用 Autodesk 平台客户的流失，对经营造成不利影响。

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	256.17	357.94	1,157.27	1,351.92	1,606.36	
现金	158.59	137.97	883.68	1,011.74	1,181.97	
应收账款	70.16	76.50	103.24	137.56	181.42	
其他应收款	3.23	4.86	6.51	8.59	11.23	
预付账款	3.01	5.65	8.52	12.45	17.70	
存货	14.92	18.44	27.71	40.46	57.97	
其他流动资产	6.27	114.53	127.61	141.12	156.06	
非流动资产	10.65	12.04	12.17	12.42	13.11	
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	3.59	4.02	4.47	4.80	5.37	
无形资产	0.14	0.40	0.52	0.66	0.82	
其他非流动资产	6.92	7.62	7.19	6.97	6.93	
资产总计	266.82	369.99	1,169.44	1,364.34	1,619.47	
流动负债	65.12	90.62	108.88	125.79	147.70	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	7.67	11.33	17.19	25.29	36.21	
其他流动负债	57.45	79.29	91.69	100.50	111.49	
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
负债合计	65.12	90.62	108.88	125.79	147.70	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
股本	40.77	40.77	54.37	54.37	54.37	
资本公积	14.99	14.99	648.03	648.03	648.03	
留存收益	145.94	223.60	358.16	536.14	769.37	
归属母公司股东权益	201.70	279.36	1,060.56	1,238.55	1,471.77	
负债和股东权益	266.82	369.99	1,169.44	1,364.34	1,619.47	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	48.57	62.10	97.19	123.48	164.19	
净利润	74.29	97.64	134.56	177.99	233.22	
折旧摊销	2.92	3.09	3.50	4.75	4.68	
财务费用	0.14	0.05	-5.11	-9.48	-10.97	
投资损失	-2.70	-2.99	-3.02	-3.26	-3.49	
营运资金变动	-28.69	-40.04	-28.04	-42.19	-55.51	
其他经营现金流	2.59	4.35	-4.70	-4.33	-3.75	
投资活动现金流	1.21	-61.43	-3.17	-4.82	-4.86	
资本支出	2.69	4.51	2.51	3.58	3.67	
长期投资	-1.11	60.00	0.00	0.00	0.00	
其他投资现金流	2.79	3.08	-0.66	-1.24	-1.19	
筹资活动现金流	-28.43	-21.29	651.69	9.40	10.90	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	0.00	0.00	13.60	0.00	0.00	
资本公积增加	0.00	0.00	633.05	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-28.43	-21.29	5.05	9.40	10.90	
现金净增加额	21.35	-20.62	745.72	128.06	170.22	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
营业收入	282.87	379.89	516.74	692.74	920.79	
营业成本	46.10	69.18	105.32	155.24	223.24	
营业税金及附加	3.60	4.72	6.36	8.45	11.14	
营业费用	84.32	111.25	149.91	199.23	261.96	
管理费用	33.31	42.87	58.19	77.79	102.85	
研发费用	66.09	80.13	93.28	110.27	126.45	
财务费用	0.14	0.05	-5.11	-9.48	-10.97	
资产减值损失	0.00	-1.42	-1.38	-1.35	-1.31	
公允价值变动收益	0.00	0.04	0.05	0.07	0.09	
投资净收益	2.70	2.99	3.02	3.26	3.49	
营业利润	75.32	99.98	139.12	185.06	243.45	
营业外收入	2.53	3.81	4.01	4.36	4.65	
营业外支出	0.08	0.14	0.35	0.62	0.78	
利润总额	77.77	103.65	142.78	188.80	247.32	
所得税	3.48	6.01	8.22	10.82	14.10	
净利润	74.29	97.64	134.56	177.99	233.22	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司净利润	74.29	97.64	134.56	177.99	233.22	
EBITDA	78.38	103.12	137.51	180.34	237.16	
EPS (元)	1.82	2.39	2.47	3.27	4.29	

主要财务比率						
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
成长能力						
营业收入(%)	27.69	34.30	36.02	34.06	32.92	
营业利润(%)	30.98	32.75	39.15	33.03	31.55	
归属母公司净利润(%)	33.09	31.43	37.80	32.28	31.04	
获利能力						
毛利率(%)	83.70	81.79	79.62	77.59	75.76	
净利率(%)	26.26	25.70	26.04	25.69	25.33	
ROE(%)	36.83	34.95	12.69	14.37	15.85	
ROIC(%)	155.89	177.00	159.80	140.07	128.76	
偿债能力						
资产负债率(%)	24.41	24.49	9.31	9.22	9.12	
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
流动比率	3.93	3.95	10.63	10.75	10.88	
速动比率	3.70	3.75	10.37	10.43	10.48	
营运能力						
总资产周转率	1.21	1.19	0.67	0.55	0.62	
应收账款周转率	5.27	4.80	5.29	5.30	5.32	
应付账款周转率	7.94	7.28	7.39	7.31	7.26	
每股指标(元)						
每股收益(最新摊薄)	1.37	1.80	2.47	3.27	4.29	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	1.14	1.79	2.27	3.02	
每股净资产(最新摊薄)	3.71	5.14	19.50	22.78	27.07	
估值比率						
P/E	55.09	41.92	30.42	22.99	17.55	
P/B	20.29	14.65	3.86	3.30	2.78	
EV/EBITDA	49.68	37.77	28.32	21.59	16.42	

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188