

筑博设计（300564）

证券研究报告
2021 年 12 月 27 日

业务多元保障长期发展，低估设计龙头价值凸显

民营建筑设计龙头公司，业绩稳健中长期发展无虞

公司以住宅设计业务起家，逐步拓展公共建筑设计业务，并从深圳逐步向全国业务扩张。公司毛利率近 5 年维持在 35% 左右，净利率受政府补贴和投资收益影响，近 3 年略有上升，2020 年公司建筑设计业务占比 92%，主营业务占比较高。我们认为在城镇化率不断提高及公司所在地粤港澳建设提速，业务有望保持持续增长，同时公司在医疗养老领域深耕积累了大量经验及优秀案例，随着人口老龄化的不断加深，医疗康养领域的需求或逐步提升。公司账面持有较多现金资产及自有房产，亦存在较大投资价值。

城镇化率水平提高，推动建筑业良好发展

建筑业的发展是建筑设计行业市场需求的直接来源。2020 年我国城市化率 64%，预计到 2030 年达到 70% 左右（发达国家平均 80% 城镇率）。城镇化率的提升叠加庞大的人口基数，未来我国城市建设仍有较大发展空间。根据中商产业研究预测，2024 年我国建筑业总产值达 34 万亿，20-24 年 CAGR+6.53%，建筑业保持良好发展态势。

区域性建设提速+医疗康养领域深耕，业绩保障力度强

公司总部位于粤港澳大湾区的核心城市深圳，在华南地区的收入占比超过 50%。作为全国经济最发达的区域之一，华南地区的固定资产投资规模与城镇化建设都处于领先水平。在目前住宅类建筑、办公类建筑等传统建筑设计领域竞争较为充分的情况下，公司凭借较强的专业设计能力积极拓展专业细分领域，如医疗、养老、康复等特殊工程。在医疗及养老建筑设计方面拥有丰富的项目设计经验，积累了丰富的经验和良好的客户口碑。

民营建筑设计龙头，首次覆盖，给予“增持”评级

我们认为短期来看，公司或仍将以建筑设计作为主业，其中以房产设计为主要组成部分，中长期来看，受益于医疗康养等细分领域建设提速，同时公司资产质量良好，预计公司 21-23 年 EPS1.41/1.56/1.71 元，给予 2022 年 15 倍 PE，对应市值 24.02 亿；截至 21Q3，我们认为有 5.38 亿为公司可供自由支配现金（考虑最低货币资金/营业收入为 45% 左右，估算 2021 年运营所需资金为 4.52 亿）；综合计算，公司合理市值 29.40 亿（24.02+5.38），对应股价 28.57 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：房地产市场景气度不及预期；设计师人才流失、成本上升；跨区域分支机构管理、经营风险；公司自持房产价值存在下跌或处置流动性风险。

投资评级

行业	建筑装饰/房屋建设
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	21.62 元
目标价格	28.57 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	102.93
流通 A 股股本(百万股)	33.75
A 股总市值(百万元)	2,225.35
流通 A 股市值(百万元)	729.68
每股净资产(元)	11.46
资产负债率(%)	33.04
一年内最高/最低(元)	27.79/19.01

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

朱晓辰 联系人
zhuxiaochen@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	924.15	960.23	1,005.27	1,057.65	1,142.94
增长率(%)	9.81	3.90	4.69	5.21	8.06
EBITDA(百万元)	188.29	228.38	184.35	199.55	216.29
净利润(百万元)	142.64	138.41	145.58	160.16	176.15
增长率(%)	19.33	(2.97)	5.18	10.01	9.99
EPS(元/股)	1.39	1.34	1.41	1.56	1.71
市盈率(P/E)	16.37	16.87	16.04	14.58	13.25
市净率(P/B)	2.24	2.04	1.80	1.65	1.51
市销率(P/S)	2.53	2.43	2.32	2.21	2.04
EV/EBITDA	13.75	5.26	4.72	3.44	2.26

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司简介：民营建筑设计龙头，未来发展可期	4
1.1. 建筑设计业务为基，打造全国性综合服务公司	4
1.2. 聚焦核心业务，分业务利润率稳定	5
2. 行业分析：建筑业平稳发展，区域性及细分领域景气度较高	6
2.1. 城镇化率提高仍是带动建筑业发展的重要抓手	6
2.2. 行业细分领域，把握医疗卫生建设新机遇	8
3. 公司竞争力明显：业务多点开花，全国化布局战略清晰	10
3.1. 区域性建设提速+医疗康养领域深耕，业绩保障力度强	10
3.2. 全产业链业务布局+区域分公司模式，全国化拓展顺畅	11
3.3. BIM+装配式，BIM+VR/AR 具备高成长性，公司紧跟行业发展趋势	12
3.4. “人才+经验”立品牌护城河，保障下游客户稳定	14
3.5. 公司房地产账面与市场价值有较大差距	16
4. 财务分析：资产负债优质，整体费用利润率稳定	16
4.1. 盈利能力行业内优秀，现金充足几近无有息负债	16
4.2. 费用率整体较稳定，净利率上升受政府补助和投资收益增加所致	18
4.3. 流动资产周转承压，收现情况相对稳定	18
5. 盈利预测与估值探讨	19
风险提示	20

图表目录

图 1：历史沿革	4
图 2：公司股权结构（截至 2021 年三季报）	4
图 3：筑博设计营业收入及净利润	5
图 4：公司毛利率及净利率变化	5
图 5：2020 年筑博设计收入结构（按产品）	6
图 6：2020 年筑博设计收入结构（按产品）	6
图 7：2010-2020 年建筑业总产值变化	7
图 8：中国城镇化率变化	7
图 9：勘察设计行业历史总营收及同比增速	7
图 10：勘察设计行业历史工程设计收入及同比增速	7
图 11：21 年各省房地产开发投资规模（亿）	8
图 12：2010-2021 年房屋新开工面积及购置土地面积累积同比（月）	8
图 13：2010-2021M1-9 房屋、非房新开工面积占比	8
图 14：2010-2020 卫生固定资产投资（亿）	9
图 15：2015-2019 年全国医院数量及每万人口床位数	9

图 16: 2000-2020 年我国 65 岁以上人口数量及占比	9
图 17: 2016-2020 年康养地产规模 (亿)	10
图 18: 2016-2020 年养老床位数 (万张) 、康养服务规模 (亿)	10
图 19: 公司营收按区域拆分	10
图 20: 公司医疗项目代表作	11
图 21: 新建装配式建筑及面积	12
图 22: 新建装配式建筑面积占新建建筑面积的比例	12
图 23: 公司装配式建筑设计代表项目	13
图 24: 传统施工	14
图 25: onesightBIM+AR 系列工具	14
图 26: 可比公司平均 ROE (%)	17
图 27: 可比公司净利率 (%)	17
图 28: 可比公司资产负债率 (%)	17
图 29: 可比公司总资产周转率 (次)	17
图 30: 可比公司毛利率 (%)	18
图 31: 可比公司管理费用率 (%)	18
图 32: 可比公司销售费用率 (%)	18
图 33: 可比公司财务费用率 (%)	18
图 34: 可比公司流动资产周转率 (次)	19
图 35: 可比公司收现比 (%)	19
表 1: 公司股权激励	5
表 2: 筑博设计资质	5
表 3: 筑博设计主要产品及简介	6
表 4: 公司城市规划及设计咨询业务拓展	11
表 5: 装配式建筑设计市场空间	12
表 6: 公司建筑设计作品备受认可	14
表 7: 2017-2019 年公司前五大客户情况	15
表 8: 公司自有房产情况	16
表 9: 公司 2020 年简化资产负债表	17
表 10: 公司业务拆分及预测	19
表 11: 公司费用率预测	19
表 12: 可比公司估值表	20

1. 公司简介：民营建筑设计龙头，未来发展可期

1.1. 建筑设计业务为基，打造全国性综合服务公司

公司以建筑设计业务起家，逐步成长为全国性综合型建筑公司。公司前身为筑博有限，成立于1996年，主营住宅设计业务，服务于深圳区域。2002年开始，公司步入扩张阶段，拓展公共建筑设计业务，并从深圳逐步向全国扩张。2008年开始，公司进入快速发展时期，以传统建筑设计为依托，向城市规划、市政设计、风景园林设计、BIM技术、装配式建筑、建筑智能化等领域延伸，满足客户多方面需求，全面提高公司在建筑行业内的综合竞争能力。2011年，筑博有限以整体变更方式设立股份公司，并于2019年在创业板首发上市。经过多年深耕细作，公司长期位列国内民营建筑设计企业第一梯队。

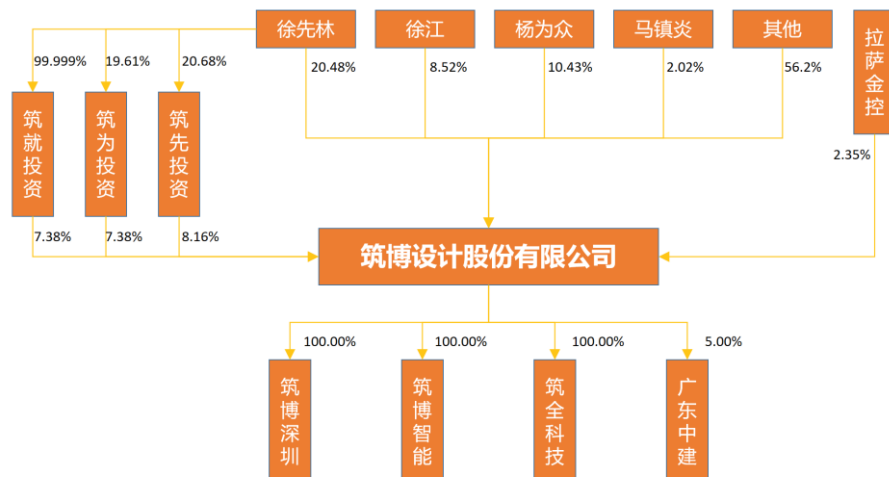
图 1：历史沿革



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

实际控制人合计持股 39.52%，股权结构稳定。公司实际控制人为徐先林、徐江，两人系兄弟关系，为一致行动人，截止2021年三季报，合计直接持有公司29%的股份。其中，徐先林为公司第一大股东、直接持有公司20.48%的股份，并通过员工持股平台（筑先投资、筑就投资、筑为投资）间接持有公司10.51%的股份，共持有公司31%的股份，徐江持有公司8.52%的股份，两人合计持有公司39.52%的股份，公司实控人持股比例较高。同时，公司推出了员工股票激励计划，对68名激励对象授予293万股限制性股票，价格为12.37元/股。

图 2：公司股权结构（截至2021年三季报）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 1：公司股权激励

解除限售期	业绩考核目标（均以 2020 年为基数，满足以下两个条件之一）	解锁比例
第一个解除限售期	1、2021 年、2022 年净利润增长率分别不低于 5%、10%； 2、2021 年、2022 年营业收入增长率分别不低于 5%、10%。	30%
第二个解除限售期	1、2023 年净利润增长率不低于 18%； 2、2023 年营业收入增长率不低于 18%。	30%
第三个解除限售期	1、2024 年净利润增长率不低于 28%； 2、2024 年营业收入增长率不低于 28%。	40%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司设计细分行业资质齐全，逐步形成多业务经营模式。公司核心业务为建筑设计，拥有建筑行业（建筑工程）甲级资质，能够根据客户需要，提供从概念设计、规划方案设计、初步设计到施工图设计及后期施工配合等全过程设计服务或分阶段设计服务。公司围绕建筑设计核心业务，拓展城市规划以及与设计规划相关的咨询与技术业务，拥有城乡规划编制甲级资质、市政行业（给水工程、道路工程、桥梁工程）工程专业乙级资质、风景园林工程设计专项乙级资质，能够承担城市规划、市政设计及风景园林设计等相应的业务。

表 2：筑博设计资质

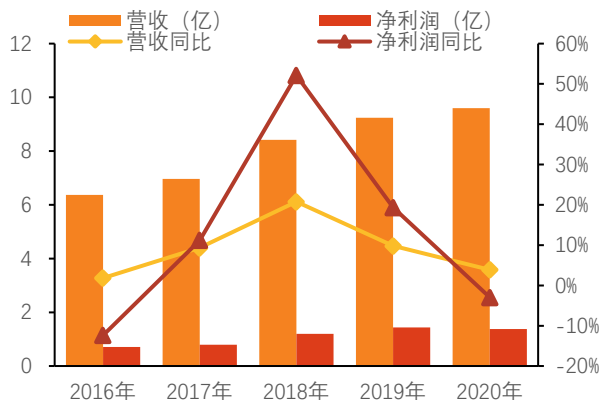
项目	级别
建筑行业（建筑工程）	甲级
城乡规划编制	甲级
市政行业（给水工程、道路工程、桥梁工程）工程专业	乙级
风景园林工程设计专项	乙级

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 聚焦核心业务，分业务利润率稳定

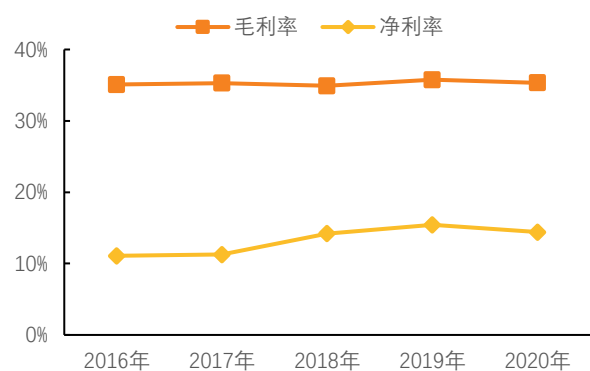
2016-2020 年，全国布局转型带动收入利润稳定提升。筑博设计 2020 年实现营业收入/净利润 9.6 亿/1.38 亿，同比增长 3.9%/-2.97%。2016-2020 年，公司的营业收入增长稳定，CAGR+10.8%，主要系城镇化进程的不断推进、公司全产业链业务拓展以及全国性市场布局所致。16-20 年，公司归母净利润 CAGR+18.1%，收入稳定增长的情况下，净利率逐步提升，使得利润增速高于收入增速。

图 3：筑博设计营业收入及净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

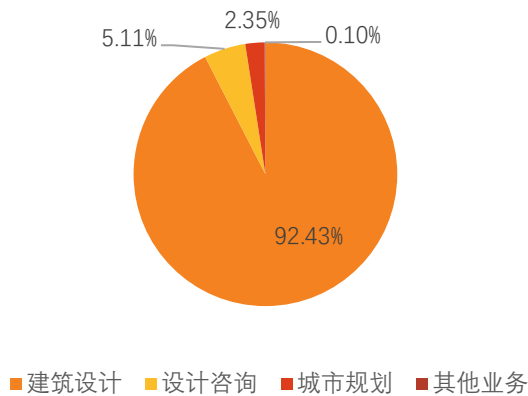
图 4：公司毛利率及净利率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

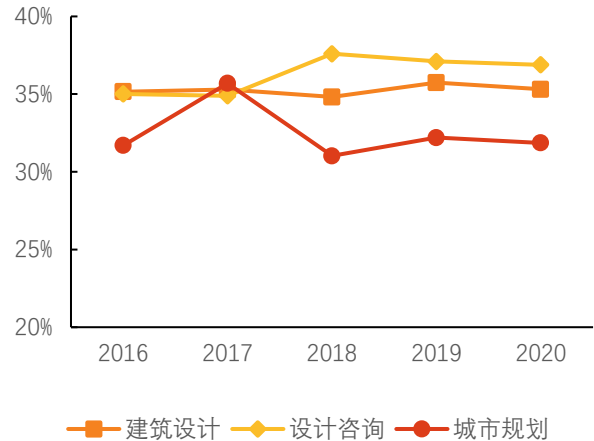
公司核心业务为建筑设计，三项主营业务均保持较高毛利率。业务占比方面，2020 年建筑设计占总营业收入的 92.43%，其次为设计咨询和城市规划业务，分别占比 5.11%和 2.35%。毛利率方面，建筑设计作为公司的核心业务，16-20 年稳定在 35%左右，城市规划业务毛利率也基本维持在 32%，设计咨询业务毛利率从 35%上升至 37%，三项业务毛利率整体来看较稳定。

图 5：2020 年筑博设计收入结构（按产品）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2020 年筑博设计毛利率（按产品）



资料来源：Wind，天风证券研究所

建筑设计业务是公司的核心业务。根据建筑类型划分，公司建筑设计业务主要包括居住建筑设计、公共建筑设计及商业建筑设计。居住建筑设计方面，公司与万科、保利地产、金地集团、中海地产等行业品牌开发商建立了长期稳定的合作关系。参与设计的居住类项目覆盖全国 30 个省级行政区 160 余个地级市；公共建筑设计方面，公司参与设计的公共建筑主要包括医疗建筑、办公建筑、文教体育建筑、产业园建筑、物流仓储建筑、观览建筑等，其中医疗及养老建筑属于特殊建筑的一种，需要具备专业性、多样性、复杂性等特征，公司多年来凭借较强的综合设计实力，承接了众多大型医院建设项目；商业建筑方面，以超高层、酒店、商业为代表的综合开发已经成为城市开发的主流，公司多年来凭借较强的综合设计实力及设计管理能力，承接了众多超大型城市综合体及超高层设计项目，为全国重点一、二线城市设计了大量优秀地标建筑。

公司主营业务还包括城市规划及设计咨询业务。城市规划业务主要包含城市设计与城市更新，公司参与设计的代表性项目包括：深圳前海中心区城市规划、深圳八卦岭城市更新统筹规划、金地工业区城市更新设计等。设计咨询业务主要包括装配式建筑、BIM 技术、绿色建筑、海绵城市、建筑智能化等设计以及相关的咨询服务。

表 3：筑博设计主要产品及简介

产品	简介
建筑设计	根据建筑类型划分，公司建筑设计业务涵盖居住建筑、医疗与养老建筑、商业综合体与超高层、酒店与度假物业、办公及产业园区建筑、学校及文体建筑、展示区及室内设计等建筑设计服务。
城市规划	公司的城市规划设计关注对城市空间品质管控体系的作用，同时充分利用自身建筑设计背景，围绕日常生活与个体经验进行城市设计，强调城市研究与城市设计的结合，重视多学科跨界融合、探索未来城市的新可能。
设计咨询	设计咨询业务主要包括装配式建筑、BIM 技术、绿色建筑、海绵城市、建筑智能化、光伏建筑一体化等设计以及相关的咨询服务。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

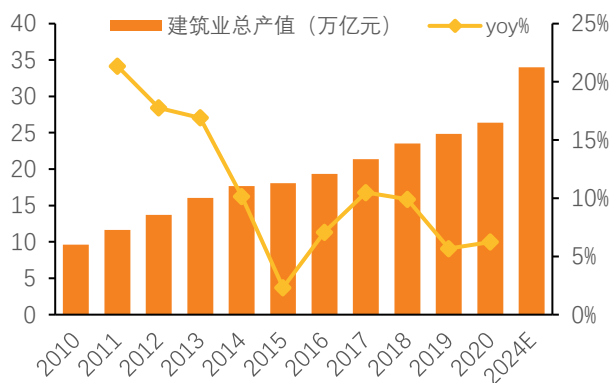
2. 行业分析：建筑业平稳发展，区域性及细分领域景气度较高

2.1. 城镇化率提高仍是带动建筑业发展的重要抓手

国民经济的稳定增长和城镇化率水平的提高，推动我国建筑业良好发展。建筑业的发展是建筑设计行业市场需求的直接来源。近年来，我国国民经济持续稳定增长、城镇化高速推进，为建筑业的发展提供了良好机遇。2010 年至 2020 年，我国建筑业总产值从 9.6 万亿增长到 26.39 万亿，CAGR+10.64%。我国城市化率已经从 2010 年的不足 50% 增长到 2020 年的 60% 以上，中国社会科学院指出，预计到 2030 年我国城镇化率达到 70% 左右，即便

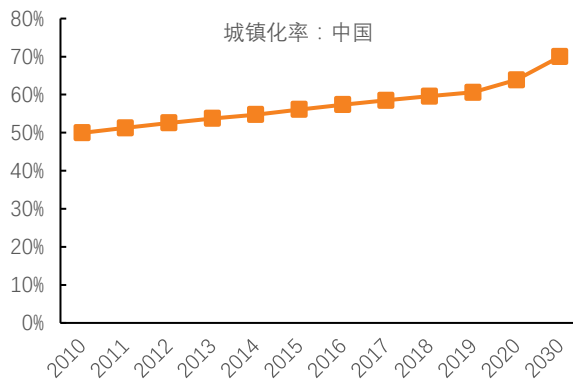
如此，与发达国家平均 80% 的城镇率水平相比还有较大差距。城镇化率的提升叠加庞大的人口基数，未来我国城市建设仍有较大发展空间，人口大规模向城市迁移，催生了旺盛的城市住房需求；同时，城市规划和建设、市政设施建设、旧城区更新改造及其他各种建筑需求也相应地大幅增长。根据中商产业研究预测，2024 年我国建筑业总产值达 34 万亿，20-24 年 CAGR+6.53%，建筑业保持良好发展态势。

图 7：2010-2020 年建筑业总产值变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

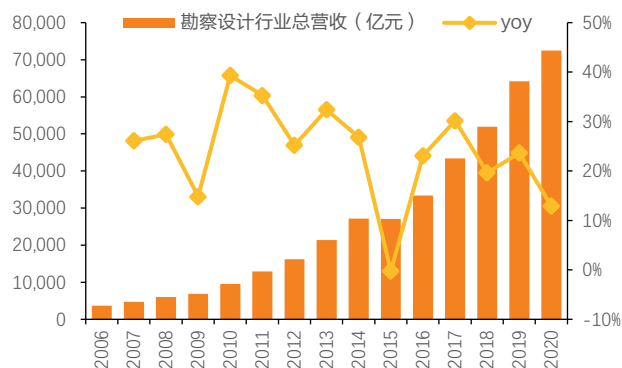
图 8：中国城镇化率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

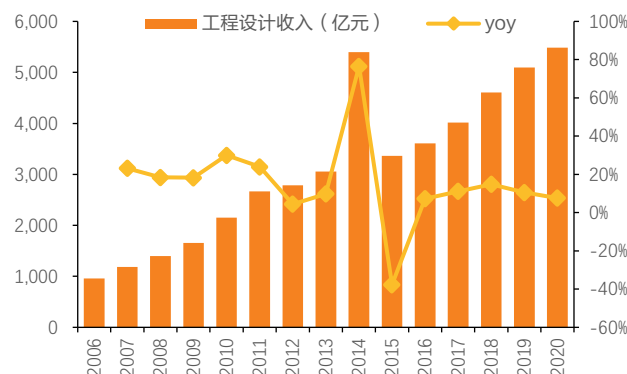
勘察设计行业整体市场稳定增长，2020 年房建设计行业新签合同额超 2300 亿。根据住建部的数据，2020 年勘察设计行业实现总营收 7.2 万亿，同比增长 12.9%，其中四大主营业务勘察/设计/技术服务/工程总承包分别实现营收 1026/5483/805/33057 亿，占勘察设计行业总营收比 1.4%/7.6%/1.1%/45.6%，同比增长 4%/7.6%/1.1%/-1.7%。工程设计 5 年复合增速达 10.25%，2020 年行业新签房建工程设计合同 2371.6 亿，同比下降 4.26%。

图 9：勘察设计行业历史总营收及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

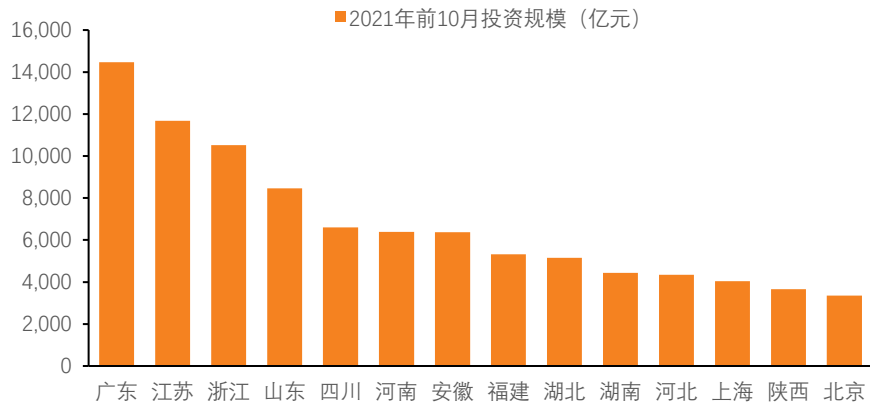
图 10：勘察设计行业历史工程设计收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

区域经济发展和建设规划带来新机遇。21 年前 10 月，广东、江苏、浙江三省份房地产开发投资分别达到 14468.42 亿、11678.12 亿、10517.71 亿，连续稳居全国前三。广东省推动“双区”建设和广州、深圳“双城联动”建设模式，充分发挥“双区”建设模式在区域经济发展中的重要作用，引领珠三角、带动全广东、辐射粤港澳，形成优势互补、高质量发展的区域经济布局。

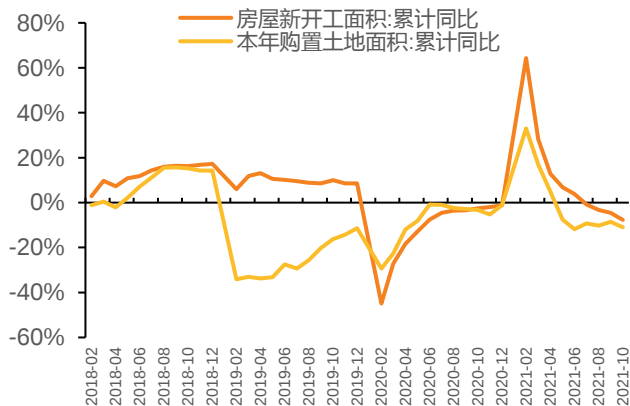
图 11：21 年各省房地产开发投资规模（亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

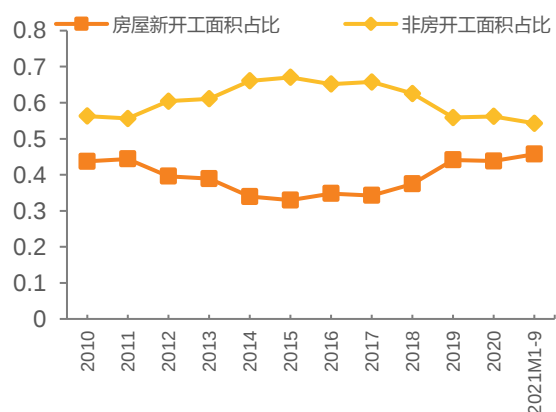
我们认为短周期下，地产新开工承压，而非房类（公共建筑等）或受重视，高景气度带动设计行业稳健增长。从新开工数据来看，今年以来，地产持续受到政策收紧影响，销售端明显降速，新开工持续下探。21M1-10 房地产拿地/新开工累计同比增速-11.0%/-7.7%，M10 单月同比-24.2%/-33.1%，我们预计房住不炒的政策基调和行业去杠杆的定力之下，短期内地产投资或延续承压下行趋势，地产新开工或仍处于底部阶段。从面积占比来看，20 年、21 年 1-9 月房地产新开工面积（含住宅、商业、办公）占建筑业新开工面积的比例为 43.8%、45.7%，非地产新开工面积占比 56.2%、54.3%，我们认为过去 10 年内是房地产发展黄金十年，新开工占比亦呈现提升趋势，展望未来，非房建设或受重视，景气度提升有望带动建筑行业继续实现稳健增长。

图 12：2010-2021 年房屋新开工面积及购置土地面积累积同比（月）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2010-2021M1-9 房屋、非房新开工面积占比

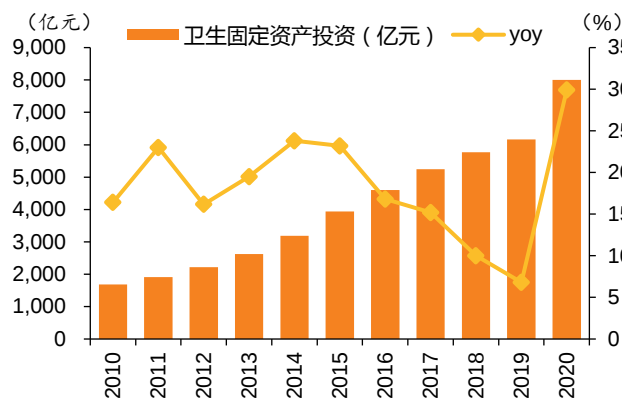


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 行业细分领域，把握医疗卫生建设新机遇

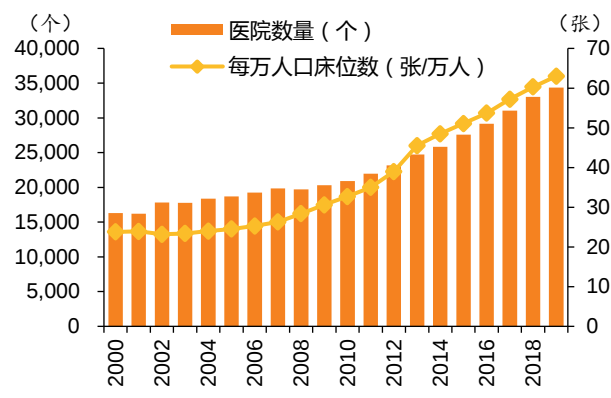
2020 年卫生类固定资产投资增速迈上新台阶，医院改扩建建设市场空间庞大。2015-2019 年全国医院数量稳定增长，每千人口床位数 2019 年达到 6.29 张，提前完成国务院办公厅提出的 2020 年每千人口床位数达到 6 张的目标。2010-2020 年，我国卫生固定资产投资从不到 1700 亿增至超 8000 亿，CAGR+16.9%，其中 2020 年疫情提升了政府对公共卫生投资的重视程度，当年卫生固定资产投资增速达到 29.9%，为 2010 年以来的最高值。2019 年全国医院机构数达到 3.44 万个，每万人床位数达到 63 张，相比 2000 年分别增长了 111%和 165%，但根据世界银行的数据，2018 年日本和韩国的每万人床位数已经达到 130/124 张，我国与人口同样较为稠密的邻国相比，医疗设施数量仍有较大的提升空间。我们认为疫情可能成为医疗基础设施投资的催化剂，后续卫生固定资产投资增速有望维持在稳定较高的水平。

图 14：2010-2020 卫生固定资产投资（亿）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 15：2015-2019 年全国医院数量及每万人口床位

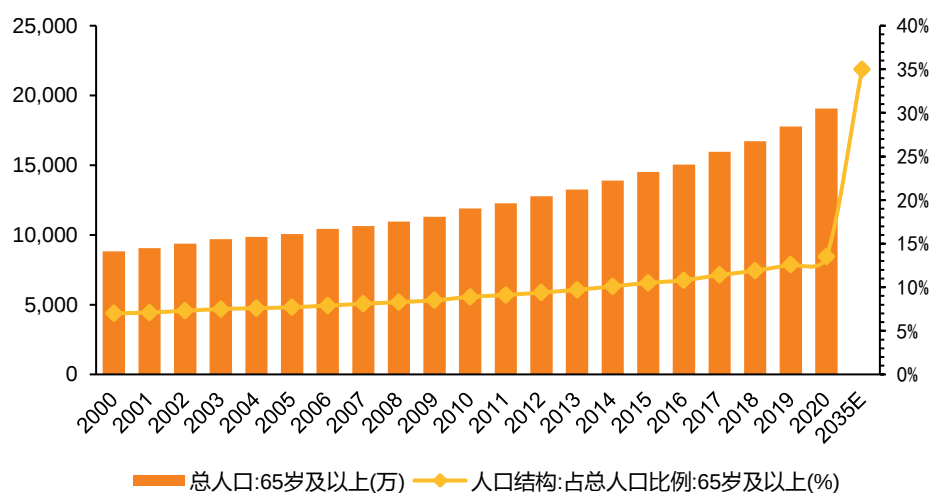


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

老龄化进程加快，催生康养产业需求。中国第七次人口普查显示，年龄 65 岁以上人口为 1.91 亿，占总人口的 13.5%。与 2010 年第六次人口普查相比，65 岁以上人口增加了 7170 万人，占比+4.6pct。根据世界银行预测，按照中性情景，中国将在 2035 年进入超老龄化社会，即 65 岁及以上老年人口占比超过 20%，2050 年这一比例将提高至 26%，随着人口老龄化逐渐加重，康养产业将得到快速发展。

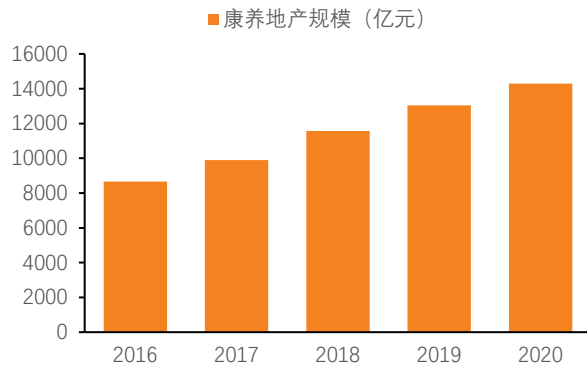
细分领域市场容量大，建设设计需求广阔。2020 年我国康养产业规模 86632 亿，其中康养地产占比约为 16.5%，康养服务占比约为 5.5%。康养地产方面，需求升级和政策红利驱动之下，康养地产市场容量迅速扩大，2016-2020 年，我国康养地产市场规模从 8653 亿增长至 14285 亿，CAGR 为 13.4%；康养服务方面，2016-2020 年，养老床铺从 730.2 万张增长至 821 万张，市场规模从 2940 亿增长至 4775 亿，CAGR 为 12.9%。在政府支持的背景下，康养产业正在成为我国又一个新兴的战略性支柱产业，空间广阔，康养地产及服务将推动相关建筑设计的需求。

图 16：2000-2020 年我国 65 岁以上人口数量及占比



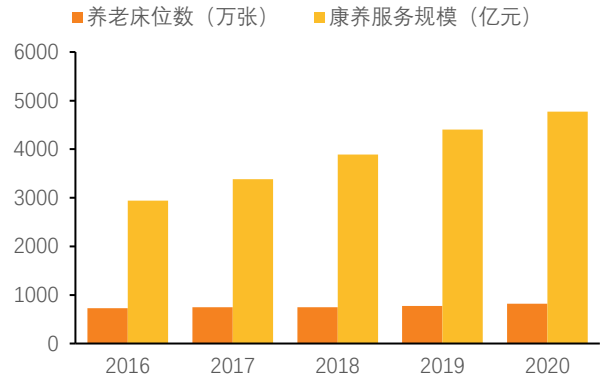
资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：2016-2020 年康养地产规模（亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2016-2020 年养老床位数（万张）、康养服务规模（亿）



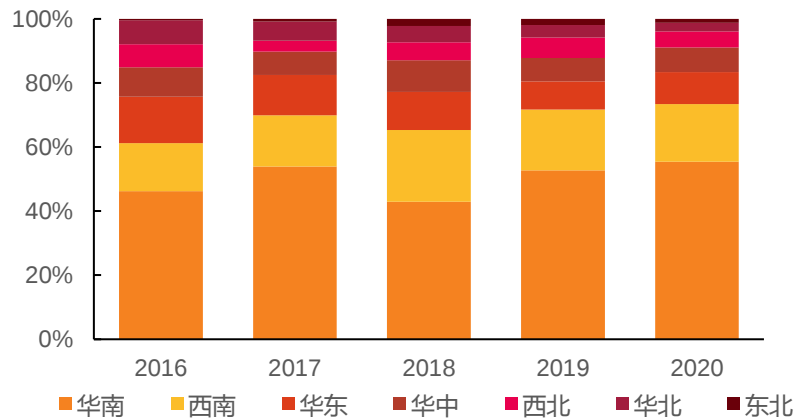
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 公司竞争力明显：业务多点开花，全国化布局战略清晰

3.1. 区域性建设提速+医疗康养领域深耕，业绩保障力度强

粤港澳大湾区建设或提升，公司深度受益。公司总部位于粤港澳大湾区的核心城市深圳，在华南地区的收入占比超过 50%。作为全国经济最发达的区域之一，华南地区的固定资产投资规模与城镇化建设都处于领先水平，2019 年 2 月，中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，提出粤港澳大湾区要建设成发展活力充沛、创新能力突出、产业结构优化、要素流动畅通、生态环境优美的国际一流湾区和世界级城市群。粤港澳大湾区发展规划的实施，将推动新一轮的投资建设高潮，为建筑设计、城市规划、市政工程等业务带来稳定的市场需求。

图 19：公司营收按区域拆分



资料来源：wind，天风证券研究所

公司医疗养老项目经验丰富。在目前住宅类建筑、办公类建筑等传统建筑设计领域竞争较为充分的情况下，公司凭借较强的专业设计能力积极拓展专业细分领域，如医疗、养老、康复等特殊工程。在医疗及养老建筑设计方面拥有丰富的项目设计经验，累积了较多有影响力的项目业绩和业界口碑，逐渐形成专业化的设计团队，重点布局在人口、经济增长强势的珠三角和长三角区域，设计作品在专项设计领域获得多个奖项，医疗建筑代表作包括中国科学院肿瘤医院深圳分院、香港中文大学深圳医院、上海国际医学中心、上海国家儿童医学中心等，康养建筑设计的代表性项目有广州保利和熹会。2021 年 1-6 月期间，公司医疗及养老建筑设计项目新签合同金额超过 1 亿，与去年同期相比实现大幅增长，其中重要的新签项目包括中山大学附属第七医院（深圳）二期项目、深圳市眼科医院二期项目等。

随着社会经济的新发展，各地对医疗资源的配置和布局均有较大且相对持续的优化需求；加上国务院、国家卫生健康委等先后发布了《关于推动公立医院高质量发展的意见》、《公立医院高质量发展促进行动（2021-2025 年）》，预计十四五为高水平医院建设发展的机遇期，

公司凭着自身的专业细分和经验累积,将有利于在专项领域的业务增长和加大地域辐射的影响力,并在十四五的发展机遇期中深度受益。

图 20: 公司医疗项目代表作



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

3.2. 全产业链业务布局+区域分公司模式, 全国化拓展顺畅

公司全产业链布局, 推动业务平稳增长。近几年, 国家和行业主管部门积极推动设计产业链上下游整合, 在此背景下, 公司致力于打造规划设计行业多维度设计平台。在产业链横向扩张方面, 公司在夯实建筑设计业务的基础上, 积极开拓城市规划、市政设计、风景园林设计、工程咨询等领域的业务, 为客户提供一体化的服务; 在产业链纵向延伸方面, 公司以传统建筑设计为基础, 以自主研究开发 BIM 建筑设计技术为手段, 为客户提供 BIM 技术协同设计、装配式建筑设计、绿色建筑设计、海绵城市、建筑智能化、光伏建筑一体化等专业方面的服务。通过全产业链的布局, 扩大服务领域和业务规模, 从而不断提高公司盈利能力, 同时能适应行业发展趋势的需求, 应对行业未来可能发生的不利变化, 保持业务的平稳增长。

表 4: 公司城市规划及设计咨询业务拓展

项目分类	代表作
城市规划建设	深圳前海中心区城市规划、深圳八卦岭城市更新统筹规划、金地工业区城市更新设计、车公庙第一更新单元城市设计等
设计咨询	
装配式建筑	深圳中海鹿丹名苑为国家第一个超高层装配式建筑, 东莞常平万科为东莞第一个装配式高层住宅, 福州万科金域蓝湾为福州第一个装配式高层住宅。
BIM 技术	西安华润置地万象城、深圳职工继续教育学院、深圳档案中心、深业泰然大厦、前海世茂金融中心、北京亚林东项目、达实大厦、深圳创业投资大厦等。
海绵城市	联想泰伦广场、前海中粮总部大楼、金地中心等
绿色建筑	汉京金融中心、成都保利国际广场、南宁城市规划展览馆、深圳光明高新区公共服务平台、无锡宝能国际会议中心、汉京半山公馆等。
建筑智能化	恒丰碧桂园贵阳中心、前海世茂金融中心、北京银行深圳总部大厦、招商局前海自由贸易中心一期、中国医学科学院肿瘤医院深圳分院、西乡超材料产业聚集区(中国天谷)等

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

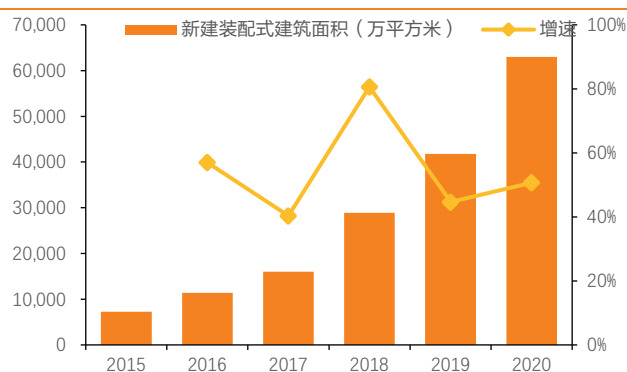
“总部+区域公司+分公司”模式, 实现跨区域发展。公司业务规模位列民营建筑设计企业第一梯队, 已经建立“总部+区域公司+分公司”一体化的经营模式, 在北京、上海、重庆、

成都、西安、武汉、佛山等地设立分支机构，形成辐射全国的市场格局。总部负责推动核心业务的升级和客户资源的输出，加强与各区域的内外联动；区域公司及分公司作为当地的业务运营机构，提升公司与当地客户的沟通、配合效率，同时还可以作为在当地的业务宣传窗口，在当地及周边区域开展业务承揽。在保证华南区域业务稳步增长的同时，公司努力实现全国业务的均衡发展。在国家“一带一路”、“粤港澳大湾区建设”等政策指引下，华东、西南区域业务成为新的增长点，公司将继续在北京、上海、深圳三个城市周边的二三线城市新设分公司。公司目前参与设计的居住类项目覆盖全国 30 个省级行政区 160 余个地级市，已具备良好的区域业务渗透能力。

3.3. BIM+装配式，BIM+VR/AR 具备高成长性，公司紧跟行业发展趋势

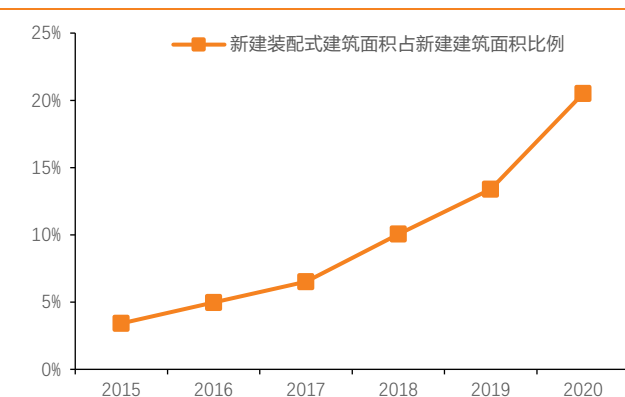
“十四五”阶段，我们认为装配式和信息化是建筑设计行业两大发展趋势，有望革新传统建筑行业的生产方式。国内连续出台多项重要政策，推进装配式建筑和 BIM 技术发展。近年来，国家陆续释放充分的政策红利，促进建筑设计行业的转型升级。国办发《关于促进建筑业持续健康发展的意见》中要求：“到 2025 年装配式建筑占比要达到 30%”。根据住建部数据，2020 年我国装配式建筑面积约 6.3 亿平方米，yoy+50%，新建装配式建筑面积占比约 20.5%，完成了十三五规划要求的“装配式建筑占新建建筑比例达到 15%”的目标，我们预计 2025 年占比可能比 30%的目标更高。

图 21：新建装配式建筑及面积



资料来源：住建部，天风证券研究所

图 22：新建装配式建筑面积占新建建筑面积的比例



资料来源：住建部，天风证券研究所

我们预计 2025 年装配式建筑设计市场容量有望超过 440 亿，20-25 年 CAGR+12.19%。我们按照（单位面积设计费*新建装配式建筑面积占比*新建建筑面积）来预测装配式建筑设计市场空间。假定新建建筑面积 2020-2025 年维持 2%的增速，新建装配式建筑面积占比每年增加 2.5pct，至 2025 年将增加至 33%，与住建部 2025 年 30%的目标基本一致。根据行业经验，传统建筑设计的单平米收费在 30-40 元（对应建筑单平造价的 1%-2%），而装配式建筑额外增加的深化设计和精细化设计部分可增加每平米设计费约 10 元，我们假设装配式建筑每平米的设计费用合计为 40 元，则至 2025 年装配式建筑设计对应的市场空间有望达到 447.9 亿，20-25 年市场空间年复合增长率达 12.9%。

表 5：装配式建筑设计市场空间

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新建建筑面积（亿平方米）	22.94	24.54	28.76	31.19	30.73	31.35	31.97	32.61	33.26	33.93
新建装配式建筑面积占比（%）	4.97%	6.52%	10.05%	13.40%	20.50%	23.00%	25.50%	28.00%	30.50%	33.00%
新建装配式建筑面积（亿平方米）	1.14	1.60	2.89	4.18	6.30	7.21	8.15	9.13	10.15	11.20
单位面积设计费（元/平方米）	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
新建装配式建筑设计费（亿）	45.6	64.0	115.6	167.2	252.0	288.4	326.1	365.3	405.8	447.9
装配式建筑设计市场空间同比增速	57.02%	40.35%	80.63%	44.64%	50.72%	14.44%	13.09%	12.00%	11.11%	10.36%

资料来源：住建部，天风证券研究所

公司切入装配式建筑同时开展 BIM 研究，紧跟行业发展趋势。装配式建筑设计方面，公司早在 2010 开始装配式建筑的专项研究，于 2017 年获批成为首批“国家装配式建筑产业基地”，拥有多名资深装配式建筑设计专家，多年来积极参与各地方规范、图集的编制和修订工作，代表项目有深圳中海鹿丹名苑为国家第一个超高层装配式建筑，东莞常平万科城为东莞第一个装配式高层住宅，福州万科金域蓝湾为福州第一个装配式高层住宅；BIM 方面，公司是最早启动 BIM 专项研究的建筑设计企业之一，经过近十年的发展，实现了建筑的全生命周期 BIM 应用，代表项目有西安华润置地万象城、深圳档案中心、前海世茂金融中心等，使整个建筑工程项目在建造、设计、运营等各个阶段动态可视，提高工作效率。装配式建筑与 BIM 业务市场潜力巨大，且因其技术门槛较高，市场竞争较小，行业利润率处于较高水平，率先掌握核心技术的公司将会在激烈的市场竞争中掌握主动权，享受行业高速发展的成果。发展装配式建筑与 BIM 业务，有望成为公司未来利润增长的重要来源，是公司保持竞争优势，赢得未来的关键。

图 23：公司装配式建筑设计代表项目



资料来源：公司公告，天风证券研究所

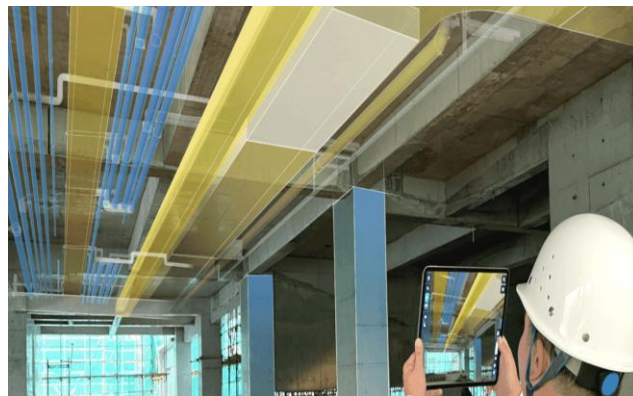
BIM+VR/AR 技术，或是 BIM 又一发展趋势。BIM+VR/AR 技术主要是通过计算机数据、图元互导技术，由于数据本身可以通过转换格式的联动，又可以通过编程技术实现相互之间的提取与调用，以达到建筑设计过程和成果输出的最优化。VR/AR 沉浸式体验，加强了具象性及交互功能，提升 BIM 应用效果，从而推动其在建筑业的推广和应用。BIM+VR/AR 除了能解决建筑行业最大的痛点“所见非所得”和“工程控制难”外，系统化的 BIM 平台还能将建筑设计过程信息化、三维化，同时加强建筑施工过程的项目管理能力。公司目前掌握通过 BIM 模型的深化处理，在 VR 引擎创建一个可视化、可交互、脚本驱动的虚拟现实环境技术，可用于方案汇报展示、房地产营销宣传等。

图 24：传统施工



资料来源：onesight，天风证券研究所

图 25：onesightBIM+AR 系列工具



资料来源：onesight，天风证券研究所

3.4. “人才+经验”立品牌护城河，保障下游客户稳定

公司人才储备足，高端作品树行业知名度。建筑设计行业是典型的知识密集型服务行业，设计团队的创新和设计能力决定了设计企业的技术水平和行业竞争实力，公司拥有超 1900 名专业技术及管理人才，其中高级工程师 150 余人，硕士、博士 200 多人。多年来，公司凭借在人才团队、技术研发、服务网络及项目经验等方面的核心优势，完成了包括多个国内一、二线城市地标性建筑、核心商业区综合体、医疗养老建筑以及中高端酒店等一系列代表性作品，在建筑设计行业内树立起良好的品牌知名度。

表 6：公司建筑设计作品备受认可

项目分类	部分代表作	精品项目展示
住宅项目	北京保利捱园荣获 2020 年意大利 THEPLANAWARDS 设计大奖、2020 年美国砖建筑奖金奖	高端居住建筑 High-End Residential
商业综合体及超高层项目	汉京金融中心、前海世贸大厦荣获世界高层建筑与都市人居学会颁发的 2021 年全球最佳高层建筑奖、最佳高层办公建筑奖	商业综合体与超高层建筑 Mix-Use / Tall Building

学校及文体建筑
佛山三水文化中心和华中师范大学附属龙园学校分别斩获 A' DESIGNAWARD 国际金奖和国际银奖，新疆艺术中心荣获 2020-2021 年度第一批中国建设工程鲁班奖



医疗及养老建筑
深圳吉华医院、深圳市第二儿童医院均荣获中国十佳医院建筑设计方案奖



资料来源：公司公告，天风证券研究所

大客户多年合作稳定。良好的品牌形象形成公司的核心竞争力，获得保利集团、万科、中海地产、绿地控股、金地集团、金海地产等长期战略客户，同时公司也是深圳市建筑工务署、南山区人民政府、坪山区人民政府等政府部门的合作单位，保障公司房建外的设计业务。根据公司招股书披露，公司 16-19 年前 5 大客户占比在 34%-40%之间，主要由知名房企和政府部门构成，其中，保利和万科为公司前两大房企客户，合作稳定，保利作为公司第一大客户，收入占比稳定在 17%-20%之间，在房地产行业集中度持续提升的背景下，预计该等客户的业务规模也将持续提升，进而带动公司与之业务的稳定发展。

表 7：2017-2019 年公司前五大客户情况

	序号	客户名称	占公司营收比例
2019M1-6	1	保利地产	17.24%
	2	万科	8%
	3	蓝光投资控股集团有限公司	4.90%
	4	拉萨城投	4.90%
	5	绿地控股集团股份有限公司	4.17%
	合计		39.21%
2018 年	1	保利地产	16.21%
	2	万科	8.96%
	3	金地集团	3.94%
	4	蓝光投资控股集团有限公司	2.76%
	5	星河控股集团有限公司	2.23%
	合计		34.11%
2017 年	1	保利地产	15.61%
	2	万科	8.64%
	3	金地集团	4.39%
	4	深圳市新建市属医院筹备办公室	3.41%
	5	星河控股集团有限公司	2.45%
	合计		34.50%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.5. 公司房地产账面与市场价格有较大差距

公司自持房产较多，账面与市场价格有较大差距。2020 年末公司披露房产账面价值 2.27 亿，按房屋用途来看，根据我们整理（武汉办公楼未披露位置，无法获得目前对应市场价格，以账面价值计算），办公、工业厂房、住宅面积分别为 11121 m²、2134 m²、5172 m²，占比分别为 60%、12%、28%；分地区来看，公司自有房产主要集中在深圳、北京、上海等一线城市，其中深圳房产面积共有 8021 m²，占比为 44%。我们根据房屋所处位置，结合附近房产的参考价格，得到公司自有房产目前市场价值（注：价格参考第三方数据，可能和实际市场价值存在差异），根据测算，目前公司所持房产资产市场价值约为 4.75 亿，较账面价值 2.27 亿，有 2.48 亿的差距。

表 8：公司自有房产情况

房屋名称	位置	用途	面积 (m ²)	参考价格 (元/平方米)	资产市场价值 (万元)	2020 年末账面价值 (万元)
深业泰然雪松大厦	深圳市福田区泰然工业区	工业厂房	3465.08	28000	9702	
市政设计大厦综合楼 10 层	深圳市福田区笋岗西路	办公	811.68	60000	4870	
深圳泰然大厦	深圳市福田区车公庙泰然工业区	工业厂房	1706.88	28000	4779	
红树福苑 6 栋 B 座 704 房	深圳市福田区保税区桂花路平冠道红树福苑 6 栋	住宅	253.65	64029	1624	
平湖坤宜福苑 3 栋 2901-2910	深圳市龙岗区平湖街道凤凰大道南侧平湖坤宜福苑 3 栋	住宅	1783.94	18801	3354	
北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼	北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼	办公	2761.46	28000	7732	19507
金开协信中心（暂定名）2 幢 8-1	重庆市北部新区金开大道 68 号 2 幢 8-1	办公	1992.52	12000	2391	
嘉利商业广场 11 号 16-1901	上海市俞泾港路 11 号 16 层	办公	2286.65	25000	5717	
海荣名城 46 幢 1 单元 12 层	西安市经济技术开发区凤城九路 46 幢 1 单元	办公	1170.43	11890	1392	
万科汇智中心 3 栋 28 层 2803 号	成都市武侯区长华路 19 号 3 栋 28 层 2803 号	办公	1995.25	12499	2494	
当代滨江苑 1 栋 1502 号房	长沙市岳麓区含光路 125 号当代滨江苑 1 栋 1502	住宅	96.18	13707	132	
茶子山东路 166 号第 2 栋 7 层 722	长沙市岳麓区茶子山东路 166 号第 2 栋 7 层 722	办公	103.49	8644	89	
武汉办公楼	武汉				3226	3226
合计					47502	22733

资料来源：招股说明书，公司公告，安居客，天风证券研究所

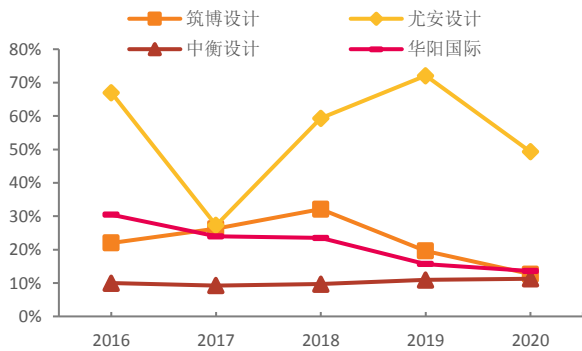
4. 财务分析：资产负债优质，整体费用利润率稳定

4.1. 盈利能力行业内优秀，现金充足几近无有息负债

公司 ROE 处于行业水平优秀水平。横向看，19 年前，ROE 提升得益于公司净利率和总资产周转率的稳步提升，公司净资产收益率呈上升趋势，18 年高达 30%以上，体现出公司强劲的盈利能力，19 年 ROE 的下行主要受公司上市后所有者权益增加摊薄 ROE 所致，并导致总

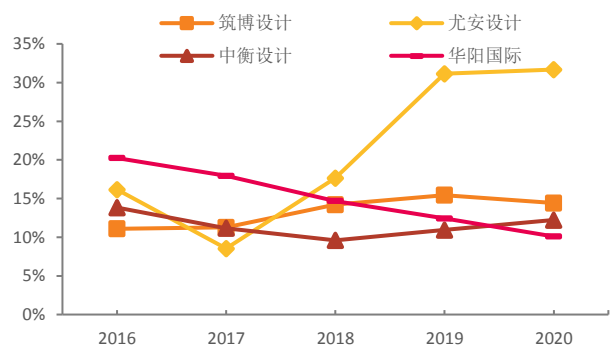
资产周转率减弱；纵向比，上市前公司保持 ROE 行业优秀水平，主要系公司净利率和总资产周转率处于行业较高水平，尤安设计 ROE 较高主要系公司 20 年仍未上市，所有者权益基数不高。

图 26：可比公司平均 ROE (%)



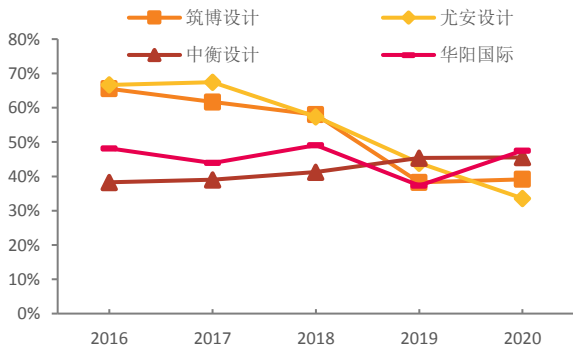
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：可比公司净利率 (%)



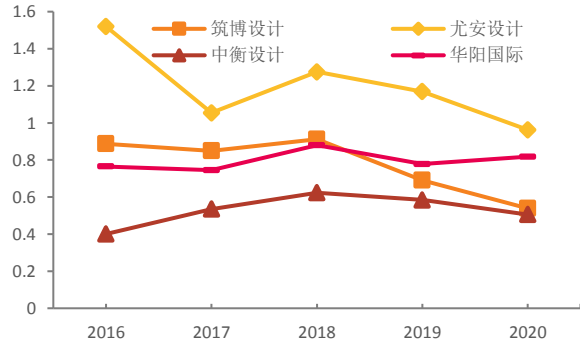
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：可比公司资产负债率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：可比公司总资产周转率 (次)



资料来源：Wind，天风证券研究所

资产端现金充裕，负债端几近无有息负债。资产端拆解来看，2020 年公司流动资产/非流动资产占比 85%/15%，非流动资产端主要是固定资产，2020 年为 2.4 亿，占非流动资产的比例为 88%；流动资产端，2020 年货币资金及交易性金融资产为 12.27 亿，占流动资产的比例为 77%，公司账面持有大量现金及交易性金融资产，具有良好变现价值，资产质量优质。负债端拆解来看，2020 年公司流动负债占比近 100%，其中合同负债/应付职工薪酬占负债比例 45%/42%，合计 87%，公司几近无有息负债，负债端质量同样优质。

表 9：公司 2020 年简化资产负债表

项目	金额 (亿)	项目	金额 (亿)
资产合计	18.79	负债合计	7.36
货币资金	6.37	合同负债	3.29
交易性金融资产	5.90	应付职工薪酬	3.12
应收票据及应收账款	1.82	其他	0.92
合同资产	1.81	流动负债合计	7.33
其他	0.15	递延收益-非流动负债	0.03
流动资产合计	16.05	非流动负债合计	0.03
固定资产(合计)	2.40		
其他	0.34	所有者权益合计	11.44
非流动资产合计	2.74		

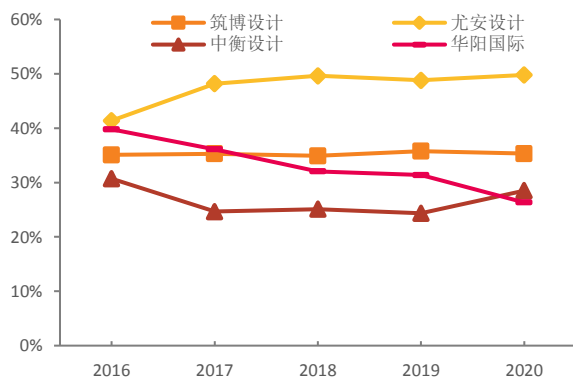
资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 费用率整体较稳定，净利率上升受政府补助和投资收益增加所致

费用率方面，2020 年公司销售/管理/财务费用率为 3.61%/13.75%/0.31%，管理/销售费用自 18 年以来逐年增加，管理费用上升主要系公司业绩持续增长，管理层完成绩效较好，工资奖金以及差旅费增加所致，销售费用上升主要系公司加大市场开拓力度，增加的人工和营销费用所致。财务费用方面，公司近年财务费用主要为公司采取保理形式的收款，而近年来小幅下降主要系公司利息收入增加。

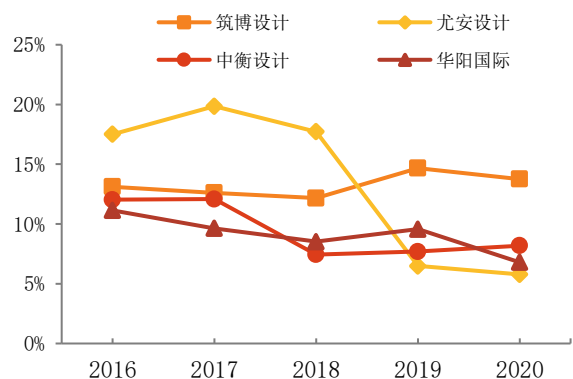
利润率方面，公司 16-20 年毛利率较稳定，净利率的上升主要是政府补助和投资收益增加所致。2020 年公司毛利率/净利率为 35.33%/14.41%，2020 年其他收益、投资收益分别为 0.45 亿、0.22 亿，占利润总额 43.79%，是在费用率上升背景下，公司净利率上升的主要原因。纵向来看，公司毛利率处于可比公司中等偏上水平，仅低于尤安设计，这主要是因为筑博是全过程设计公司，同时兼顾方案设计与施工图设计，而尤安聚焦于方案设计，相较于施工图设计，方案设计阶段为高附加值阶段，毛利率相对较高。

图 30：可比公司毛利率（%）



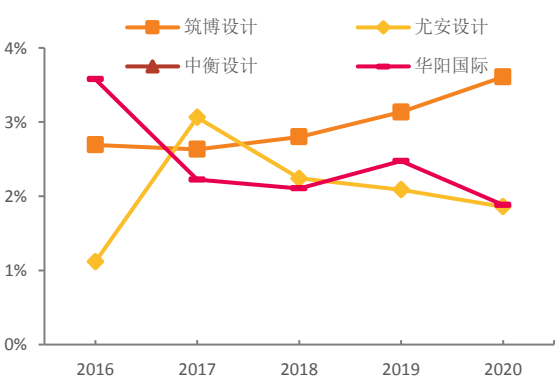
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：可比公司管理费用率（%）



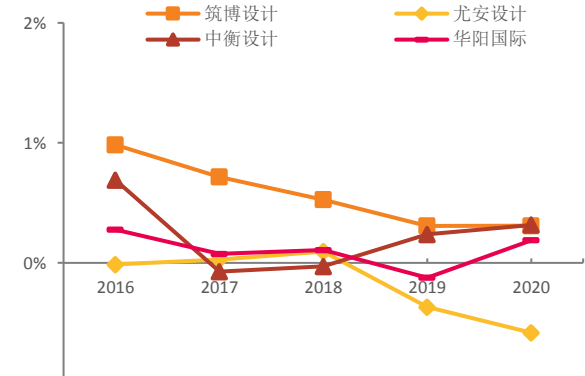
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：可比公司销售费用率（%）



资料来源：Wind,天风证券研究所

图 33：可比公司财务费用率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

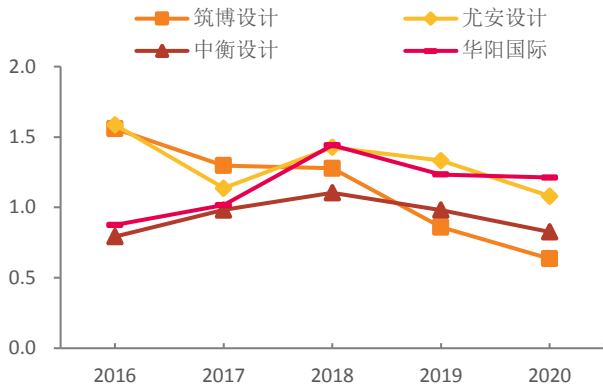
4.3. 流动资产周转承压，收现情况相对稳定

16-20 年公司流动资产周转率不断下滑，20 年处于可比公司最低水平，主要由于公司 19 年上市后募集资金到位以及购买保本理财产品，导致流动资产增加所致，货币资金+交易性流动资产从 2.98 亿增长至 12.27 亿，增长大幅高于收入增速。

现金流方面，公司 20FY 经营净现金 1.76 亿，同比小幅增加，主要系收现比提升导致。收款方面，公司收现比总体处于行业领先水平，20 年为 101.67%，我们预计公司后续收现比有望

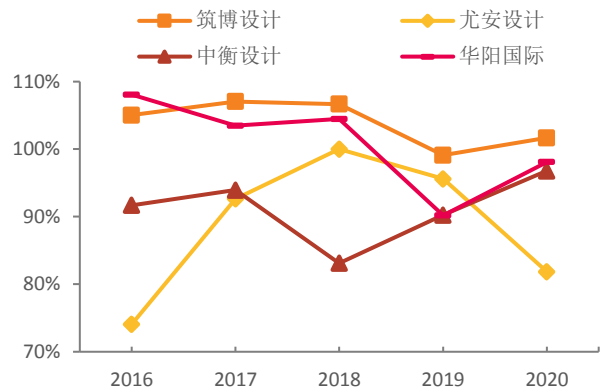
相对稳定，而收款情况较好的公建业务若收入占比提升，对公司整体现金流有望产生积极影响。

图 34：可比公司流动资产周转率（次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：可比公司收现比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值探讨

收入增速及毛利率方面，建筑设计类业务占比较高，作为建筑设计类民营公司，下游客户较稳定，在房住不炒的背景下，我们认为下游房地产业务或保持平稳发展，考虑到公建部分领域仍然维持较高景气度，我们认为公司有望凭借自身经验技术积累从中受益，并参考公司股权激励情况，我们预计 21/22/23 年建筑设计业务收入增速为 5%/5%/8%，毛利率 35.3%/35.4%/35.3%。设计咨询及城市规划业务保持平稳增长。

表 10：公司业务拆分及预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
建筑设计（亿）	7.65	8.52	8.88	9.31	9.77	10.55
同比		11%	4%	5%	5%	8%
毛利率	34.8%	35.7%	35.3%	35.3%	35.4%	35.3%
设计咨询（亿）	0.56	0.53	0.49	0.49	0.51	0.55
同比		-5%	-8%	0%	5%	7%
毛利率	37.6%	37.1%	36.9%	36.6%	36.3%	36.0%
城市规划（亿）	0.2	0.19	0.23	0.26	0.30	0.33
同比		-5%	21%	15%	13%	12%
毛利率	31.0%	32.2%	31.9%	31.9%	31.9%	31.9%

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

费用率方面，我们认为在整体下游景气度不高的情况下，控本增效或是公司主要战略，基于此背景下我们认为 21/22/23 年公司销售费用率为 3.58%/3.28%/2.98%，管理费用率 12.95%/12.50%/12.05%，研发费用率方面，考虑到 20 年投入较大，21 年在下游需求不佳的背景下或有所减弱，但考虑到“创意设计+科技创新”发展模式仍将持续，22-23 年仍将保持较高投入强度，21/22/23 年研发费用率为 4.78%/4.81%/4.85%；财务费用率方面，仍然考虑到下游景气度不佳，公司或战略性保持稳健，减少资本性开支，货币资金带来利息收入，从而减少财务费用，21/22/23 年财务费用率 0.19%/0.10%/0.02%。

表 11：公司费用率预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.13%	3.61%	3.58%	3.28%	2.98%
管理费用率	14.67%	13.75%	12.95%	12.50%	12.05%
研发费用率	4.34%	5.08%	4.78%	4.81%	4.85%
财务费用率	0.31%	0.31%	0.19%	0.10%	0.02%

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据上述假设,我们预计公司 21-23 年归母净利润 1.46/1.60/1.76 亿,对应 EPS1.41/1.56/1.71 元。当前可比公司 2022 年 Wind 一致预期 PE 均值为 11.01 倍,我们认为,公司作为民营设计院,经验技术储备较好,且或受益于粤港澳及公建等领域建设提速带来的业务增长,给予 2022 年 15 倍 PE,对应市值 24.02 亿;公司在手现金有较高价值:截至 21Q3,公司在手现金及交易性金融资产 9.9 亿,我们认为有 5.38 亿为公司可供自由支配现金(考虑公司上市前货币资金/营业收入为 45%左右,估算 2021 年最低货币资金为 4.52 亿);综合计算,公司合理市值 29.40 亿(24.02+5.38),对应股价 28.57 元,首次覆盖,给予“增持”评级。

表 12: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
300284.SZ	苏交科	82.08	6.50	0.31	0.40	0.49	0.58	21.14	16.07	13.20	11.28
603017.SH	中衡设计	28.88	10.37	0.78	0.96	1.15		13.24	10.80	9.02	
002949.SZ	华阳国际	30.97	15.80	0.88	1.14	1.46	1.87	17.88	13.90	10.82	8.43
平均									13.59	11.01	9.86
300564.SZ	筑博设计	23.34	22.68	1.34	1.41	1.56	1.71	16.87	16.04	14.58	13.25

注: 股价时间 2021/12/23; 除筑博设计外, 其他业绩预测源自 Wind 一致预期;

资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

风险提示

房地产市场不及预期: 政府陆续出台信贷调控、限购、提高首付比例等一系列政策措施, 以遏制房价过快上涨, 政策措施在一定程度上抑制房地产投资需求, 影响房地产开发规模和进度, 进而影响建筑设计企业的设计周期和收入规模。

设计师人才流失、成本上升: 建筑设计行业发展较快, 公司业务扩张和新兴技术的应用, 需要不断引进优秀人才, 而高端技术和设计人员相对稀缺, 人才竞争加剧。公司设计人员薪酬占主营业务成本的比重超 70%, 如果未来人员增加, 或者工资水平上涨, 以及相应的社会保障标准提高, 而营业收入不能相应增加, 将对公司的经营业绩造成不利影响。

跨区域分支机构管理、经营风险: 公司的业务遍布全国多个地区和城市。未来三年内, 公司仍将根据业务需要, 在其他重点地区设立分支机构, 使公司的业务能够覆盖更多的区域。分支机构建设的推进, 有助于实现公司业务的扩张, 同时也会带来经营和管理风险。

公司自持房产价值存在下跌或处置流动性风险: 公司持有房产, 部分价格参考第三方数据, 可能和实际价值存在差异; 若进行卖出处理时, 亦或出现折价情况; 且房地产若出现价格下跌, 市场价值亦小于测算。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	419.86	636.94	849.98	1,027.47	1,231.01
应收票据及应收账款	312.89	181.80	264.99	293.21	273.46
预付账款	1.14	1.91	1.48	1.94	1.79
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	681.06	784.69	731.31	706.76	741.13
流动资产合计	1,414.95	1,605.33	1,847.76	2,029.38	2,247.39
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	218.43	239.73	220.93	202.14	183.35
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	8.35	8.92	5.92	2.92	0.00
其他	43.28	25.08	25.08	29.97	25.02
非流动资产合计	270.06	273.73	251.94	235.02	208.37
资产总计	1,685.02	1,879.06	2,099.69	2,264.41	2,455.75
短期借款	0.00	2.29	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	42.20	51.08	28.46	77.84	27.69
其他	598.91	679.41	769.24	767.87	882.25
流动负债合计	641.12	732.78	797.71	845.71	909.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.75	2.72	3.63	3.37	3.24
非流动负债合计	3.75	2.72	3.63	3.37	3.24
负债合计	644.87	735.51	801.33	849.07	913.18
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	100.00	100.00	102.93	102.93	102.93
资本公积	585.44	585.44	621.17	621.17	621.17
留存收益	940.15	1,043.55	1,195.43	1,312.41	1,439.64
其他	(585.44)	(585.44)	(621.17)	(621.17)	(621.17)
股东权益合计	1,040.15	1,143.55	1,298.36	1,415.34	1,542.57
负债和股东权益总计	1,685.02	1,879.06	2,099.69	2,264.41	2,455.75

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	142.64	138.41	145.58	160.16	176.15
折旧摊销	22.97	23.29	21.79	21.79	21.71
财务费用	0.48	0.00	1.91	1.06	0.23
投资损失	(9.12)	(21.51)	(20.00)	(20.60)	(21.22)
营运资金变动	215.15	233.49	38.73	38.72	54.59
其它	(214.89)	(197.92)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	157.23	175.75	188.01	201.13	231.46
资本支出	9.12	45.50	(0.90)	0.26	0.13
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(499.17)	31.99	20.90	20.34	21.09
投资活动现金流	(490.05)	77.50	20.00	20.60	21.22
债权融资	0.00	2.29	0.00	0.00	0.00
股权融资	508.74	(2.97)	36.75	(1.06)	(0.23)
其他	(56.36)	(32.53)	(31.73)	(43.18)	(48.92)
筹资活动现金流	452.38	(33.21)	5.02	(44.24)	(49.14)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	119.56	220.04	213.04	177.49	203.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	924.15	960.23	1,005.27	1,057.65	1,142.94
营业成本	593.60	620.98	650.78	683.38	739.74
营业税金及附加	8.47	8.66	9.65	9.79	10.62
营业费用	28.97	34.65	35.97	34.67	34.04
管理费用	135.57	132.08	130.23	132.25	137.78
研发费用	40.13	48.81	48.09	50.86	55.40
财务费用	2.84	2.97	1.91	1.06	0.23
资产减值损失	0.00	(19.42)	(12.00)	(10.47)	(8.00)
公允价值变动收益	0.11	0.96	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.12	21.51	20.00	20.60	21.22
其他	(53.43)	(43.70)	(40.00)	(41.20)	(42.44)
营业利润	158.77	152.73	160.64	176.70	194.35
营业外收入	2.21	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.19	0.04	0.02	0.00	0.00
利润总额	158.79	152.71	160.62	176.70	194.35
所得税	16.15	14.30	15.04	16.55	18.20
净利润	142.64	138.41	145.58	160.16	176.15
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	142.64	138.41	145.58	160.16	176.15
每股收益（元）	1.39	1.34	1.41	1.56	1.71

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	9.81%	3.90%	4.69%	5.21%	8.06%
营业利润	19.36%	-3.80%	5.18%	10.00%	9.99%
归属于母公司净利润	19.33%	-2.97%	5.18%	10.01%	9.99%
获利能力					
毛利率	35.77%	35.33%	35.26%	35.39%	35.28%
净利率	15.43%	14.41%	14.48%	15.14%	15.41%
ROE	13.71%	12.10%	11.21%	11.32%	11.42%
ROIC	109.28%	-151.77%	-138.77%	-96.65%	-75.98%
偿债能力					
资产负债率	38.27%	39.14%	38.16%	37.50%	37.19%
净负债率	-40.37%	-55.50%	-65.47%	-72.60%	-79.80%
流动比率	2.21	2.19	2.32	2.40	2.47
速动比率	2.21	2.19	2.32	2.40	2.47
营运能力					
应收账款周转率	3.49	3.88	4.50	3.79	4.03
存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
总资产周转率	0.69	0.54	0.51	0.48	0.48
每股指标（元）					
每股收益	1.39	1.34	1.41	1.56	1.71
每股经营现金流	1.53	1.71	1.83	1.95	2.25
每股净资产	10.11	11.11	12.61	13.75	14.99
估值比率					
市盈率	16.37	16.87	16.04	14.58	13.25
市净率	2.24	2.04	1.80	1.65	1.51
EV/EBITDA	13.75	5.26	4.72	3.44	2.26
EV/EBIT	15.52	5.83	5.35	3.86	2.51

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com