



增持（维持）

所属行业：建筑装饰/工程咨询服务 II
当前价格(元)：37.63

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

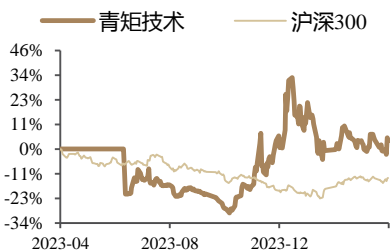
王逸枫

资格编号：S0120524010004

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.29	4.47	-14.02
相对涨幅(%)	1.23	-1.62	-23.03

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《青矩技术(836208.BJ)：23年业绩弹性有望释放，数字化转型蓄势中长期》，2023.10.28

青矩技术(836208.BJ)：23年业绩符合预期，工程管理科技服务提速，24Q1迎开门红

投资要点

● **事件**：2024年4月18日，公司发布2023年年度报告和24年一季度报告：

1) 全年来看：2023年公司实现营收约9.38亿元，同比+13.36%，实现归母净利润约2.02亿元，同比+25.36%，实现扣非归母净利润约1.71亿元，同比+13.21%。公司拟每10股派发现金红利16元、转增股本4股，合计派发现金红利1.08亿元，转增2697.57万股，现金分红率约51.78%。

2) 单季度来看：23Q4公司实现营收约3.83亿元，同比+7.70%（增速较23Q3收窄16.98pct），环比+75.35%，实现归母净利润约0.82亿元，同比+9.90%（增速较23Q3收窄77.67pct），环比+47.80%，实现扣非归母净利润约0.79亿元，同比+6.41%（增速较23Q3收窄12.73pct），环比+137.51%。24Q1公司实现营收约1.42亿元，同比+11.28%，实现归母净利润约0.18元，同比+23.72%，实现扣非归母净利润约0.14亿元，同比+7.21%。

● **23年收入稳定增长符合预期，工程管理科技服务提速**。23年公司收入同比+13.36%至9.38亿元，毛利率约45.52%，同比+0.39pct，23Q4为项目验收旺季，单季度收入占全年40.8%，23Q4毛利率约48.60%拉高全年盈利水平，我们认为或主要系项目集中结算有利于摊薄人力等主要成本。分业务来看：

1) **全过程工程咨询服务业务**：23年实现收入约9.09亿元，同比+12.20%，毛利率约45.82%，同比+0.54pct，23年新增订单6439个，新增订单金额约10.28亿元，同比-5.17%，当年确认收入约2.79亿元，占比27.14%。截至23年末公司全过程工程咨询业务累计在手订单数量16924个，合计未确认收入金额约27.58亿元，同比+8.63%，为后续公司核心业务收入提供有力支撑。

2) **工程管理科技服务业务**：23年实现收入约0.28亿元，同比大增71.77%，主要系23年公司收购译筑科技所致。23年毛利率约36.08%，同比-0.17pct，新增订单数量155个，新增订单金额约4571.87万元，同比+304.95%，当年确认收入约2183.68万元，占比47.76%。截至23年末公司工程管理科技服务业务累计在手订单数量174个，合计未确认收入金额约3618.80万元，同比+199.82%。

3) **全国区域布局均衡，海外业务毛利率修复**：工程造价行业存在一定的区域保护现象导致全国性布局公司较为稀缺，公司建立了43个分支机构覆盖全国所有省会城市及部分区域性中心城市，第一大优势区域华北23年收入占比仅24.25%，东北、西北23年区域市场规模逐步扩大、业务量上升，收入分别同比+46.87%、和+26.16%；此外，公司响应“一带一路”战略加速海外拓展，23年海外收入约0.14亿元，同比+7.33%，毛利率修复3.78pct至57.41%。

● **费用率较为稳定，投资收益增厚业绩表现**。23年公司费用率约18.67%，同比+0.35pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为5.52%/9.84%/3.39%/-0.09%，分别+0.69/-0.03/+0.18/-0.49pct，财务费用率有所下降主要系归还借款及收到募集资金银行利息增加所致。23年7月公司以1400元对价受让上海雯筑持有译筑科技8.28%的股份，收购后持有译筑科技53.65%的股份，成为控股股东且并表，产生投资收益约2175万元，增厚公司业绩。扣除后公司扣非归母净利润约1.71亿元，同比+13.21%。

- 客户结构优化、行业持续深耕、科技业务蓄势。**
 - 1) 公司客户结构持续优化：**央企客户为公司核心基本盘，23 年央企客户贡献收入占比超 60%，截至 23 年末全国 98 家央企集团中，公司已成功入围、合作的达到 80 家，覆盖率超 80%。同时公司加强与优质民企合作，23 年承接小米新能源汽车智慧工厂全过程造价咨询服务、美团上海科技中心全过程跟踪审计等项目。
 - 2) 精细化深耕，对单一行业依赖度较小：**公司行业事业部下设能源化工、电网与通信、基础设施、国防建设、农林水利、房地产等诸多专业事业部，通过精细化服务提高项目获取概率，23 年公司在清洁能源、高端制造、数据中心、民用航空等国家战略投资建设领域加大开拓力度，成功承接华能石岛湾高温气冷堆核电站、三峡白鹤滩水电站等项目。
 - 3) 科技服务等新业务有望成为第二增长曲线：**23 年公司收购译筑科技补强科技能力，新增订单及在手订单显著增长，公司项目管理数字平台、投资建设大数据平台、BIM 咨询、IT 监理等服务成功在郑州高新区政府投资项目、山东黄金三山岛金矿工程项目、北京大兴机场项目等标杆性项目中落地。此外，公司还开发为地方政府提供投融资综合咨询跟踪的新咨询服务，已由张家口市扩展至中西部地区 10 余个省的 30 多个市县。
- 24 年一季度迎开门红。**23 年疫情过峰，公司 23 年一季度在结算淡季依然实现收入 1.28 亿元，同比+20.64%，实现归母净利润约 0.15 亿元，同比 61.25%。而 24Q1 公司在较高基数下实现收入约 1.42 亿元，同比+11.28%，实现归母净利润约 0.18 元，同比+23.72%。公司收入确认与项目工程节点挂钩，存在一定季节性因素，公司 21-23 年上、下半年确认收入均占全年比例分别为 36%：64%。我们认为，24Q1 公司在高基数下实现双位数增长，为公司 24 年全年业绩稳健增长打下较好基础。
- 投资建议：**公司是国内建设工程投资管控领域龙头，我国工程咨询行业市场空间达千亿，但行业竞争格局分散。公司有望通过：1) 融合工程造价咨询业务与其他如工程设计、招标代理、工程监理等业务，提供全过程工程咨询服务；2) 持续行业深耕与市场下沉，获取更多细分行业和二三线市场份额；3) 持续数字化转型提高服务质量和效率，以此巩固公司龙头地位，持续提高市占率。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 2.38、2.79 和 3.27 亿元，现价对应 PE 分别为 10.85、9.26 和 7.91 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动导致固定资产投资下降；市场竞争加剧导致公司竞争优势消失；应收款项减值风险；股权结构分散导致决策效率低；研发进程不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	
总股本(百万股):	68.62						
流通 A 股(百万股):	12.22						
52 周内股价区间(元):	25.55-48.29						
总市值(百万元):	2,582.27						
总资产(百万元):	1,330.55						
每股净资产(元):	13.43						
资料来源: 公司公告							
营业收入(百万元)		828	938	1,081	1,247	1,437	
(+/-)YOY(%)		3.0%	13.4%	15.2%	15.4%	15.2%	
净利润(百万元)		161	202	238	279	327	
(+/-)YOY(%)		3.9%	25.4%	17.7%	17.2%	17.1%	
全面摊薄 EPS(元)		2.71	3.09	3.47	4.06	4.76	
毛利率(%)		45.1%	45.5%	45.3%	44.9%	44.6%	
净资产收益率(%)		28.9%	22.4%	23.0%	23.6%	24.1%	
资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所							
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润							

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	3.09	3.47	4.06	4.76
每股净资产	13.17	15.04	17.22	19.75
每股经营现金流	1.73	3.29	3.70	4.32
每股股利	1.60	1.73	2.03	2.38
价值评估(倍)				
P/E	15.47	10.85	9.26	7.91
P/B	3.63	2.50	2.18	1.91
P/S	2.75	2.39	2.07	1.80
EV/EBITDA	10.71	7.75	6.25	4.97
股息率%	3.3%	4.6%	5.4%	6.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	45.5%	45.3%	44.9%	44.6%
净利润率	21.5%	22.0%	22.4%	22.7%
净资产收益率	22.4%	23.0%	23.6%	24.1%
资产回报率	14.2%	14.5%	14.9%	15.3%
投资回报率	20.4%	21.7%	22.4%	23.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.4%	15.2%	15.4%	15.2%
EBIT 增长率	13.3%	15.6%	17.3%	17.0%
净利润增长率	25.4%	17.7%	17.2%	17.1%
偿债能力指标				
资产负债率	35.7%	36.3%	36.2%	36.1%
流动比率	2.5	2.5	2.5	2.6
速动比率	1.8	1.8	1.8	1.9
现金比率	0.9	0.8	0.9	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	80.8	80.8	80.8	80.8
存货周转天数	6.3	6.3	6.3	6.3
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	41.9	40.3	44.0	48.3

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	202	238	279	327
少数股东损益	-2	-2	-2	-3
非现金支出	52	21	21	22
非经营收益	-26	-9	-11	-12
营运资金变动	-108	-23	-33	-36
经营活动现金流	119	226	254	297
资产	-11	-6	-3	-3
投资	-59	-80	-2	-2
其他	3	12	12	14
投资活动现金流	-67	-74	8	9
债权募资	-21	17	0	0
股权募资	297	0	0	0
其他	-175	-120	-141	-165
融资活动现金流	100	-103	-141	-165
现金净流量	152	49	120	141

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 18 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	938	1,081	1,247	1,437
营业成本	511	592	687	795
毛利率%	45.5%	45.3%	44.9%	44.6%
营业税金及附加	6	9	10	11
营业税金率%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	52	65	75	86
营业费用率%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	92	108	118	129
管理费用率%	9.8%	10.0%	9.5%	9.0%
研发费用	32	32	37	43
研发费用率%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT	241	279	327	383
财务费用	-1	-1	-1	-1
财务费用率%	-0.1%	-0.1%	-0.0%	-0.1%
资产减值损失	-15	-10	-10	-10
投资收益	23	11	12	14
营业利润	250	278	325	381
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	250	278	325	381
EBITDA	271	280	329	384
所得税	49	42	49	57
有效所得税率%	19.7%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-2	-2	-2	-3
归属母公司所有者净利润	202	238	279	327

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	413	462	582	723
应收账款及应收票据	230	255	296	342
存货	9	10	12	14
其它流动资产	558	693	755	826
流动资产合计	1,210	1,420	1,645	1,905
长期股权投资	21	23	25	27
固定资产	22	27	28	30
在建工程	0	1	1	1
无形资产	22	21	21	21
非流动资产合计	213	220	223	227
资产总计	1,424	1,640	1,868	2,131
短期借款	4	20	20	20
应付票据及应付账款	73	84	97	113
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	405	464	532	609
流动负债合计	482	568	649	742
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	26	28	28	28
非流动负债合计	26	28	28	28
负债总计	509	596	677	770
实收资本	69	69	69	69
普通股股东权益	903	1,032	1,182	1,355
少数股东权益	12	10	7	5
负债和所有者权益合计	1,424	1,638	1,866	2,130

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。