

2024年07月04日  
地铁设计(003013.SZ)

SDIC

公司深度分析

证券研究报告

建筑设计及服务III

## 高壁垒城轨设计优质国企，稳健经营+ 新兴业务打造长期成长

■高壁垒城轨设计领域优质国企，经营战略稳健成长韧性超同行，高分红高 ROE 投资价值凸显。地铁设计为广州地铁集团控股的地方国企设计公司，实控人为广州国资委。公司核心主业为轨道交通领域勘察设计，全产业链布局，业务范围覆盖轨道交通、市政、建筑等领域的勘察设计、规划咨询、工程总承包等，为国内城市轨道交通设计领域中综合实力最强的企业之一，勘察设计资质水平行业领先，历史悠久项目经验丰富，为首家在 A 股上市的主营城轨设计的公司。公司经营战略稳健，营收和归母净利润在 2016-2023 年各年均实现正增长，期内营收和归母净利润 CAGR 分别为 12.76%、17.11%，2023 年营收和归母净利润分别为 25.73 亿元 (yoy+3.92%)、4.32 亿元 (yoy+8.01%)。2021 年起基建和地产投资均承压，公司营收和业绩增速表现高于板块水平，经营韧性十足，维持同比稳健增长态势。公司对未来发展具有较强信心，发布股权激励计划（草案），2024-2026 年扣非业绩考核目标维持 10%左右同比增速，各年 ROE 不低于 19%。2020 年上市以来平均分红率为 50.67%，长期投资回报优势明显。

■行业技术领先者人均产值亮眼，控股股东有效赋能项目资源。公司主营的城轨设计业务整体性和复杂性更强，公司技术实力强劲，30 年来承接 100 余条轨道交通线路项目的设计咨询、设计总体总包和设计总承包业务，率先掌握线网规划、客流仿真模拟、全生命周期建筑信息模型设计、绿色节能、装配式建筑及智慧地铁等轨交领域的先进技术。公司人均创收总体呈提升趋势，2016-2023 年间，由 98.2 万元/年提升至 123.07 万元/年，远高出规划设计、房建设计、交通设计和水利设计板块平均水平。公司控股股东广州地铁集团是广州市政府全资大型国有企业，主营轨交开发建设和运营业务，2020-2023 年各年完成投资额均在 780 亿元以上，2023 年为 860.98 亿元。地铁设计为集团旗下唯一的设计类上市主体，在项目订单承揽具备明显资源优势，2017-2023 年的客户结构，来自广州地铁集团的各年业务收入占公司当年总营收比重均在 20%以上，股东有效赋能项目资源。

■横向纵向多元拓展，新兴业务创造长期看点，省外和海外积极布局。公司围绕核心轨交设计主业，积极布局其他相关专业的的设计业务，如地铁上盖建筑、市政、景观等，并拓展产业链布局至智慧地铁运营、合同能源管理和数字化设计。在合同能源管理领域，公司自主研发的“城市轨道交通高效空调系统关键技术”达到国际领先水平并成功应用于既有地铁线路的节能改造，节能率可达到 40%以上，切入运营端市场，有望进一步改善公司现金流和盈利能力表现。在新兴领域，公司深入布局智慧轨交，其关键技术相关成果已经陆续在国内多个城市轨交线路建设中推广应用。在低空经济领域，公司积极进行人才和技术储备，持续打造

投资评级

买入-A  
首次评级

6 个月目标价

18.9 元

股价 (2024-07-03)

13.80 元

交易数据

总市值(百万元)

5,634.91

流通市值(百万元)

5,519.07

总股本(百万股)

408.33

流通股本(百万股)

399.93

12 个月价格区间

13.8/19.79 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.2	-6.3	-16.9
绝对收益	-11.7	-9.2	-27.9

董文静

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

相关报告

新的业务增长点，综合实力不断提升，业务承揽竞争力进一步加强，助力公司长期业绩成长。公司立足广州，省外和海外发展见成效，省外业务营收占比约 30%，海外业务稳步推进。

**目 城轨新建空间趋于稳健，重点区域建设需求向好，存量轨交市场创造更新/运营需求。**过去十年，我国城轨建设由快速发展步入稳健状态，2013-2023 年城市轨交运营里程 CAGR 达 15.12%，各年城轨投资规模在 2013-2020 年持续提升，2021-2023 年呈回落态势，2023 年全年城轨投资额为 5214.3 亿元。截至 2023 年底，在实施的建设规划线路总长 6118.62 公里，可统计的在实施建设规划可研批复总投资额合计为 4.08 万亿元，为未来几年城轨投资规模提供保障，重点区域如粤港澳、长三角等城市轨交建设规划明确，建设需求持续向好。截至 2023 年底，我国城市轨交运营线路 338 条，运营里程为 1.12 万公里，已开通 15 年以上的线路相关设施设备系统的设计使用寿命和服役年限已接近期限，10 年以上的线路也将陆续进入设备更新周期，叠加《交通运输大规模设备更新行动方案》政策驱动，有望创造大规模既有线路改造、能源管理和设备更新的存量端市场，并同步带动改造项目设计需求。

**目 投资建议：**公司为城市轨道交通设计领域的龙头企业，技术实力强劲，股东赋能充分，客户资源优势显著，业绩稳健增长，高壁垒业务竞争格局清晰，公司盈利能力和人均创收在设计板块位居前列，高 ROE 高分红凸显经营治理和股东回报优势。公司围绕城市轨道交通设计进行横向和纵向的业务拓展，探索新兴领域业务潜力，立足广州，辐射全国和海外。目前国内城市轨交建设规划稳步推进，海外发展中国家基建需求释放，公司作为优质城市轨交设计龙头，有望优先受益。我们看好公司稳健经营治理风格下的持续成长和股东回报，预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 28.52 亿元、31.26 亿元和 34.28 亿元，同比增长 10.8%、9.6%和 9.7%；归母净利润为 4.83 亿元、5.35 亿元和 5.79 亿元，同比增长 11.88%、10.74%和 8.21%；EPS 分别为 1.18、1.31、1.42 元，PE 分别为 11.7 倍、10.5 倍和 9.7 倍。和设计咨询可比企业相比，公司 PE 具备明显优势，给予公司“买入-A”评级，2024 年 PE 为 16 倍，对应 6 个月目标价为 18.9 元。

**目 风险提示：**宏观经济波动；地方财政恶化和回款风险；政策落地不及预期；新业务拓展不及预期；市场开拓不及预期；行业竞争加剧；盈利预测不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,476.3	2,573.3	2,851.5	3,126.3	3,428.3
净利润	399.8	431.9	483.1	535.0	579.0
每股收益(元)	0.98	1.06	1.18	1.31	1.42
每股净资产(元)	5.29	5.91	6.47	7.06	7.69

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
-------	-------	-------	-------	-------	-------

市盈率(倍)	14.1	13.0	11.7	10.5	9.7
市净率(倍)	2.6	2.3	2.1	2.0	1.8
净利润率	16.1%	16.8%	16.9%	17.1%	16.9%
净资产收益率	18.5%	17.9%	18.3%	18.6%	18.4%
股息收益率	3.2%	3.5%	4.6%	5.2%	5.8%
ROIC	118.4%	76.0%	45.5%	44.5%	56.5%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测



## 目 录

1. 高壁垒轨交设计优质国企，业绩增长稳健盈利能力突出	6
1.1. 历史悠久的高壁垒城轨设计龙头，行业资质等级高全产业链布局	6
1.2. 经营业绩：各年业绩同比正增长，经营韧性板块领先	7
1.3. 股权结构：实控人为广州国资委，大股东广州地铁充分赋能	7
1.4. 股权激励 ROE 目标亮眼，持续高分红增强股东回报	8
2. 公司成长驱动：横向纵向多元布局，控股股东充分赋能，新兴业务打造未来看点	8
2.1. 高壁垒领域的技术领先者，人均创收水平优于同行	8
2.2. 控股股东资源优势突出，持续赋能打造独特竞争力	11
2.3. 横向切入多行业设计业务，纵向拓展能源运营新模式，积极布局智慧轨交+低空经济	12
2.4. 立足粤港澳进军全国，海外市场布局初显成效	15
3. 行业部分：高壁垒轨交设计竞争格局清晰，轨交存量市场创造运维需求，可研批复投资规模庞大	15
3.1. 竞争格局：高壁垒领域竞争格局清晰，集中度超行业整体水平	15
3.2. 新建空间：新建城轨市场发展趋稳，粤港澳轨交建设需求向上	16
3.3. 存量空间：存量市场释放改造更新需求，智慧轨交运营大势所趋	19
4. 财务分析：盈利指标超出同行，轻资产模式现金流优异	20
4.1. 高水平盈利能力稳定，ROE 表现远超同行	20
4.2. 经营现金流为正，有息负债占比低	21
5. 盈利预测和投资建议：稳健成长的城轨设计优质标的，高壁垒高分红及产业链拓展打造长期看点	23
5.1. 营收业绩稳健增长，盈利水平总体稳定	23
5.2. 投资建议：城轨设计龙头经营韧性强劲，高 ROE 高分红投资价值凸显	24
6. 风险提示	24

## 目 录

图 1. 地铁设计发展历史	6
图 2. 公司主营业务范围	6
图 3. 公司 2023 年业务营收构成（亿元，%）	6
图 4. 公司 2015-2024Q1 营收及 yoy 变化（亿元，%）	7
图 5. 公司 2015-2024Q1 归母净利润及 yoy 变化（亿元，%）	7
图 6. 公司股权结构图	7
图 7. 公司 2020-2023 年各年现金分红额和分红比例（亿元，%）	8
图 8. 公司 2020-2024Q1 各期末货币资金及总资产比重（亿元，%）	8
图 9. 城市轨道交通项目规划设计流程	9
图 10. 公司科技创新成果	10
图 11. 公司 2016-2023 年各年人均产值变化（万元/年）	11
图 12. 公司与其他设计板块人均产值对比（万元/年）	11
图 13. 2018-2023 年广州地铁集团营收构成（亿元，%）	11
图 14. 广州地铁集团资产总额变化（亿元）	11
图 15. 2018-2023 年广州重点项目投资完成额（亿元）	12
图 16. 广州地铁占地铁设计营收贡献变化（亿元，%）	12
图 17. 广州十三号线观湖车辆段上盖项目	12
图 18. 广州六号线萝岗车辆段上盖项目	12



图 19. 公司合同能源管理项目商业模式	13
图 20. 公司智慧轨交产业化主体-广州穗腾各方赋能	14
图 21. 低空经济&建筑设计产业链	14
图 22. 公司业务版图	15
图 23. 公司营收区域分布 (亿元, %)	15
图 24. 我国勘察设计行业 TOP10、20、30、60 企业营业收入及集中度 (亿元, %)	16
图 25. 2022-2023 年我国城市轨交设计总包中标线路占比	16
图 26. 2013-2023 年我国城市轨交在运营里程数 (公里, %)	16
图 27. 2013-2023 年我国城市轨交运营条数 (条)	16
图 28. 2013-2023 年我国城市轨道交通投资完成额 (亿元, %)	17
图 29. 2013-2023 年我国轨交在建项目可研批复投资额 (亿元, %)	17
图 30. 2013-2023 年广东省轨交运营里程 (公里, %)	18
图 31. 2013-2023 年广东省轨交投资完成额 (亿元, %)	18
图 32. 2013-2023 年广州市城市轨交运营里程 (公里, %)	18
图 33. 2013-2022 年广州市城市轨交投资完成额 (亿元, %)	18
图 34. 粤港澳大湾区城际铁路建设规划示意图	19
图 35. 深圳市轨道交通第五期建设规划 (2023-2028 年) 示意图	19
图 36. 城市轨道交通既有线改造类型	19
图 37. 我国智慧城轨建设蓝图	20
图 38. 2019-2023 年公司和设计咨询板块毛利率 (%)	20
图 39. 2019-2023 年公司整体和各业务毛利率 (%)	20
图 40. 2019-2023 年公司费用率 (%)	21
图 41. 2019-2023 年公司和设计咨询板块信用减值占营收比重 (%)	21
图 42. 2019-2023 年公司净利率和设计板块净利率 (%)	21
图 43. 2019-2023 年公司和设计板块 ROE (平均) (%)	21
图 44. 2019-2023 年公司经营活动现金流 (亿元)	22
图 45. 2019-2023 年公司收现比和付现比 (%)	22
图 46. 2019-2023 年公司资产负债率变化 (%)	22
图 47. 2019-2023 年公司主要负债构成 (%)	22
表 1: 公司股权激励计划	8
表 2: 公司各类业务部分代表项目案例	9
表 3: 合同能源管理项目案例	13
表 4: 全国及部分重点区域轨交建设规划	17
表 5: 公司资产构成	22
表 6: 各业务板块营收预测 (亿元)	23
表 7: 可比公司估值对比表	24

## 1. 高壁垒轨交设计优质国企，业绩增长稳健盈利能力突出

### 1.1. 历史悠久的高壁垒城轨设计龙头，行业资质等级高全产业链布局

地铁设计（003013.SZ）全称为广州地铁设计研究院股份有限公司，为广州地铁集团控股子公司，业务范围覆盖括轨道交通、市政、建筑等领域的勘察设计、规划咨询、工程总承包等，核心主业为是轨道交通领域勘察设计，为国内城市轨道交通设计领域中综合设计实力最强的企业之一，已承接全国 111 条城市轨交线路总体总包设计项目、600 多座车站以及 500 多公里各类隧道设计项目，设计完成的城市轨交运营通车里程超 1000 公里。

公司前身为成立于 1993 年 6 月的广州地下铁道设计院，2018 年 8 月公司变更为股份有限公司，2019 年 2 月，广东省国资委同意公司国有股权管理方案，确认广州地铁集团、广东铁投、越秀集团、广州国发、广州金控所持有股份为国有法人股，2020 年 10 月公司于深交所上市，为第一家在 A 股上市的主营城市轨道交通设计业务的公司。

图1. 地铁设计发展历史



资料来源：招股说明书，国投证券研究中心

公司拥有勘察设计行业最高资质，包括城乡规划编制甲级和工程勘察设计综合双甲级资质。根据住建部数据，目前全国 2.5 万家工程设计单位中仅有 92 家设计单位具有**工程设计综合甲级资质**，可在住建部划分的全部 21 个行业及 8 个专项范围内开展工程设计咨询业务，且规模不受限制。在**工程勘察领域**，公司具有工程勘察综合甲级资质，能够在多个领域开展工程勘察业务。此外，公司还拥有**城乡规划编制甲级资质**，是行业内为数不多的同时拥有城乡规划甲级和勘察设计综合双甲级资质的设计类企业。

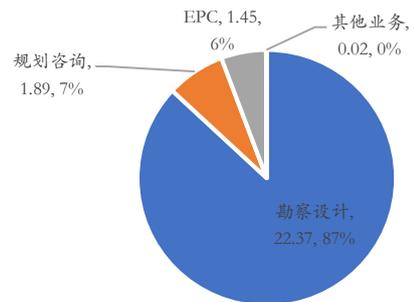
公司重点服务的行业为**交通领域中的城市轨道交通行业**，可提供整体交通规划、勘察设计、设计总承包（承担工程项目的**所有设计任务**，并对全部设计文件的质量、进度、深度及完整性等负责）、总体总包业务（为工程建设项目的决策和管理提供咨询服务，组织协调所有项目参与的单位按一定技术标准和**要求有序开展**工作）服务，其中设计类业务主要内容为城市轨道交通领域的制式规划、线路规划、区间、车辆段、车站、机电、通信、信号和控制系统等细分板块的设计。此外，公司设计业务范围逐步向**轨道交通行业外扩展**，如建筑类和市政类项目，围绕轨道交通线路承接周边的综合开发、市政设计、地铁上盖综合体设计、地下空间规划、交通整体规划等相关工作，并拓展产业链至数字化、智慧城市轨交、合同能源管理等业务领域。

图2. 公司主营业务范围



资料来源：公司招股说明书、公告，国投证券研究中心

图3. 公司 2023 年业务营收构成（亿元，%）

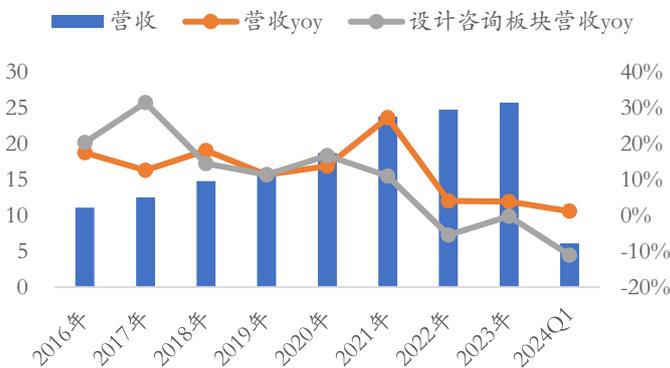


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

### 1.2. 经营业绩：各年业绩同比正增长，经营韧性板块领先

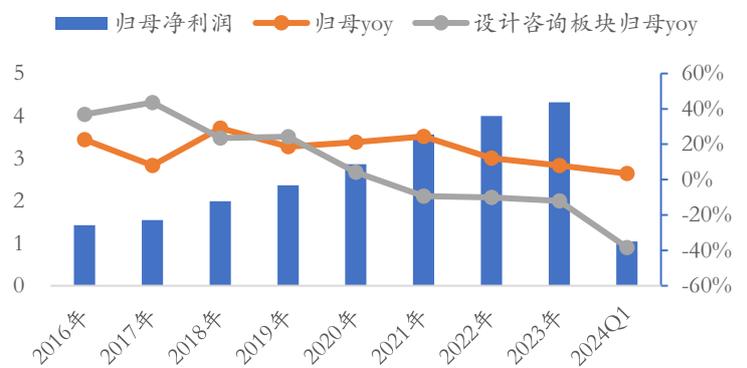
公司在营收和业绩端呈现稳健的经营特性，2016-2023年各年营收和归母净利润均实现同比正向增长，2016-2023年间，营收由11.10亿元增长至25.73亿元（yoy+3.92%），期内营收CAGR为12.76%，其中2016-2021年各年营收增速均在10%以上，2022-2023年维持个位数同比增速；归母净利润由1.43亿元增长至4.32亿元（yoy+8.01%），期内归母净利润CAGR为17.11%，公司归母业绩同比增速在多个年份高于营收增速水平，除2017年和2023年外，其他各年份均实现了双位数同比增长。若横向和我们选择的建筑行业设计咨询板块成长性进行对比，2016-2017年设计咨询板块整体营收和业绩增速高于地铁设计表现，或由于当时基建仍处于快速增长态势，带动上游设计公司业绩提速，2018-2020年间，基建投资增长趋于下行态势，设计咨询板块营收端增速放缓，业绩端呈下滑态势，期内地铁设计营收增速和设计咨询板块接近，但归母业绩同比增速保持在高位水平，业绩增速接近或超过20%，2021年起公司营收和业绩同比增速明显高于板块水平，设计咨询板块受地产和基建需求减弱的双重影响，基本面整体下滑，而公司经营韧性十足，维持同比稳健增长态势。

图4. 公司 2015-2024Q1 营收及 yoy 变化 (亿元, %)



资料来源：公司官网、公告，国投证券研究中心

图5. 公司 2015-2024Q1 归母净利润及 yoy 变化 (亿元, %)



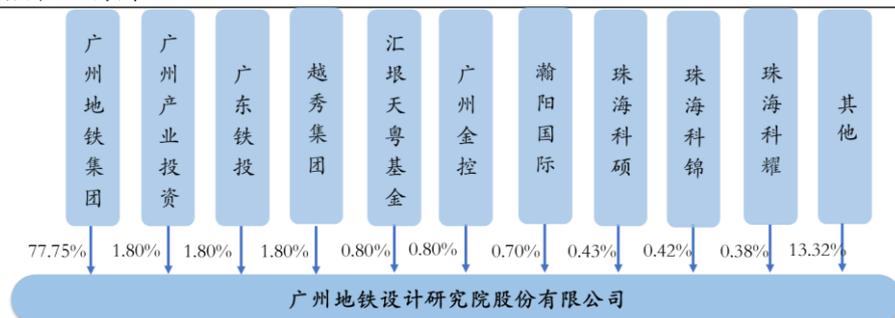
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

### 1.3. 股权结构：实控人为广州国资委，大股东广州地铁充分赋能

公司为国有控股型企业，由设计院变更为股份制有限公司后，2019年2月实施国有股权管理方案，确认广州地铁集团、广州铁路建设投资集团有限公司、广州越秀集团股份有限公司、广州国资发展控股有限公司、广州金融控股集团有限公司所持有股份性质为国有法人股。截至2024Q1末，公司控股股东为广州地铁集团有限公司（后称“广州地铁”），广州地铁是广州市政府全资大型国有企业，目前持有公司77.75%的股份。广州市人民政府持有广州地铁集团100%股权，广州市国资委代表广州市人民政府履行出资人职责，公司实控人为广州市国资委。地铁设计母公司广州地铁成立于1992年，其业务包括从地铁新线规划建设到铁路建设投融资的全过程，覆盖地铁线网到城际铁路、有轨电车全制式，控股股东业务布局与公司主营业务密切相关，有望持续为公司带来有效赋能。

广州国资委控股的广州越秀集团股份有限公司、广州金融控股集团有限公司、广州国资发展控股有限公司、广东省铁路建设投资集团有限公司分别持有公司1.80%的股份。公司前十大股东合计持有公司总股本的90.56%，其他股东持股占比合计为13.32%。

图6. 公司股权结构图



资料来源：WIND，国投证券研究中心

#### 1.4. 股权激励 ROE 目标亮眼，持续高分红增强股东回报

公司于 2023 年 11 月发布《2023 年限制性股票与股票期权激励计划（草案）》，2024 年 5 月或国资委同意批复，激励计划主要内容为：向不超过 358 名激励对象授予限制性股票 838.1872 万股，授予价格为 8.36 元/股，授予股票期权 359.2230 万份，行权价格为 15.60 元/股。2024-2026 年各年度解除限售/行权的业绩层面考核目标为：以 2022 年扣非归母净利润为基数，2024、2025、2026 年扣非归母净利润较 2022 年的增长比率分别不低于 21%、33%、46%，经计算 2024-2026 年各年扣非归母净利润的同比增速分别不低于 11.63%、9.92%、9.77%，对 ROE 的考核目标为各年 ROE 均不低于 19%，远高于行业整体水平。本次股权激励计划兼顾了业绩增长和经营质量的高水平，彰显了公司长期持续稳健发展的信心，有助于绑定公司核心员工利益，持续调动员工积极性。

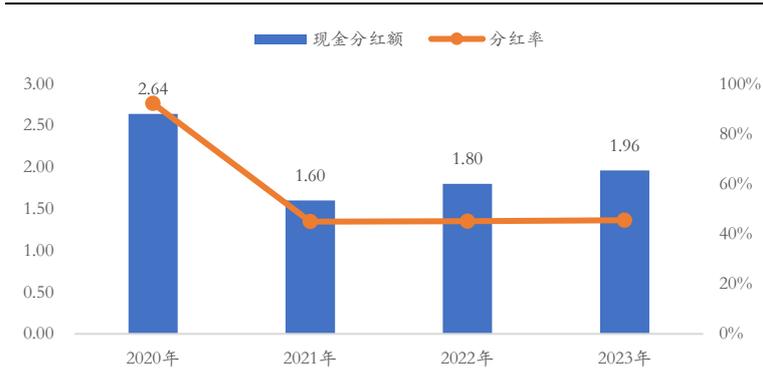
表1：公司股权激励计划

股权激励时间	授予/行权价格	授予对象	授予数量	占公告日 总股本比重	业绩及 ROE 考核目标
2024 年 5 月	8.36/15.60 元/股	不超过 358 人 包括公司董事、高级管理人员、对公司经营业绩和持续发展有直接影响的其他管理人员及核心技术（业务）骨干人员	限制性股票：838.1872 万份 股票期权：359.2230 万份	2.0954% 0.8980%	以 2022 年扣非归母净利润为基数，2024-2026 年各年增长率不低于 21%、33%、46% 各年 ROE 均不低于 19%

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

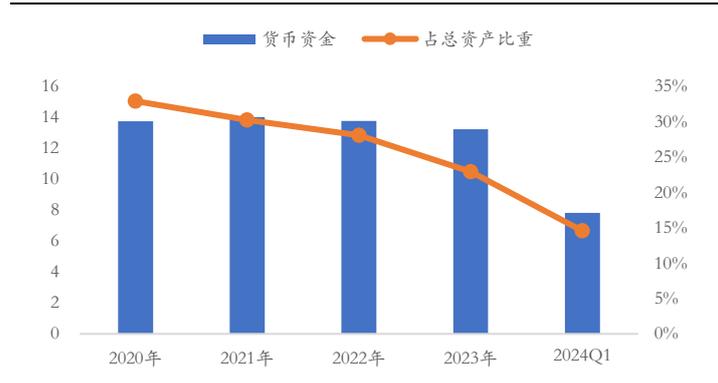
公司于 2020 年上市后，已实施 4 次现金分红，各年分红率均在 40% 以上，上市以来平均分红率为 50.67%。公司主营业务为轻资产模式，和传统工程承包企业相比，无垫资压力，在手现金相对充裕，2022-2023 各年末，货币资金占总资产比重均在 20% 以上，2023 年末和 2024Q1 末，公司货币资金分别为 13.24 亿元、7.83 亿元。2024 年 3 月，公司发布《未来三年（2024-2026 年）股东分红回报规划》，计划每年以现金方式分配的利润应不少于当年实现的可分配利润的 30%，根据历史年份分红数据，公司分红率维持在较高水平，长期投资回报优势明显。

图7. 公司 2020-2023 年各年现金分红额和分红比例（亿元，%）



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图8. 公司 2020-2024Q1 各期末货币资金及占总资产比重（亿元，%）

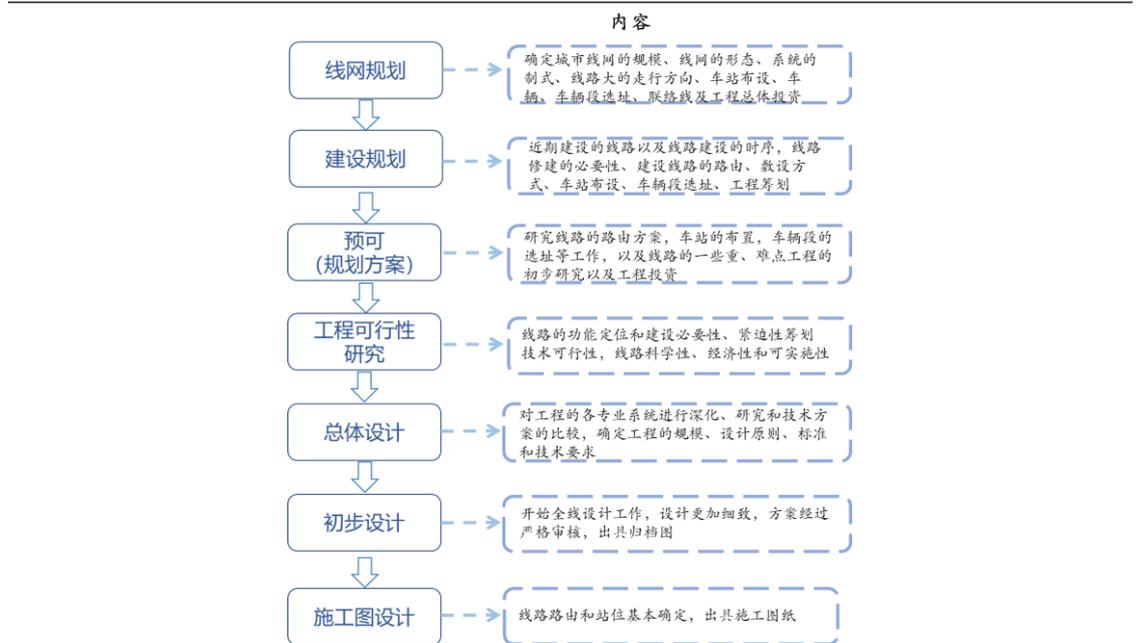


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

## 2. 公司成长驱动：横向纵向多元布局，控股股东充分赋能，新兴业务打造未来看点

### 2.1. 高壁垒领域的技术领先者，人均创收水平优于同行

城市轨道交通项目通常建设体量庞大且复杂性高，建设周期较长，相较于传统建筑和基建类项目设计，城市轨道交通项目的设计环节不仅仅指对单个项目体进行独立设计，还包括整体路网规划等，其设计的整体性、综合性更强，其中设计内容可细分为线网规划、建设规划、工程可行性研究、总体设计、初步设计和施工图设计阶段，涉及的专业覆盖交通、建筑、结构、机电、通信、防火、规划等多领域，在勘察设计领域存在较高的技术壁垒。

**图9. 城市轨道交通项目规划设计流程**


资料来源：江苏城市论坛、《城市轨道交通工程项目规范》，国投证券研究中心

城市轨道交通设计复杂性更高，要求设计单位需基于城市经济、人口、用地、环境等多个因素的现状及未来，进行线路和站点规划布局，在设计阶段需要多个专业的支撑和互相协调，同时城轨交通设计工作和施工工作存在交叉并行开展的特点，对设计公司的技术资质、人员配置等综合专业能力提出极高要求。公司勘察设计资质等级为行业最高水平，技术实力强劲，工程业绩丰富，公司30年来承接100余条轨道交通线路项目的设计咨询、设计总体总包和设计总承包业务，业务布局全国40多个城市和海外区域，为国内城市轨道交通设计行业的领先企业之一。同时公司以轨交设计为核心，推进交通枢纽站点布局、车站周边综合开发、景观设计、沿线土地整合利用等工作，具备将城市规划与轨道交通融合的一体化设计服务能力。

**表2：公司各类业务部分代表项目案例**

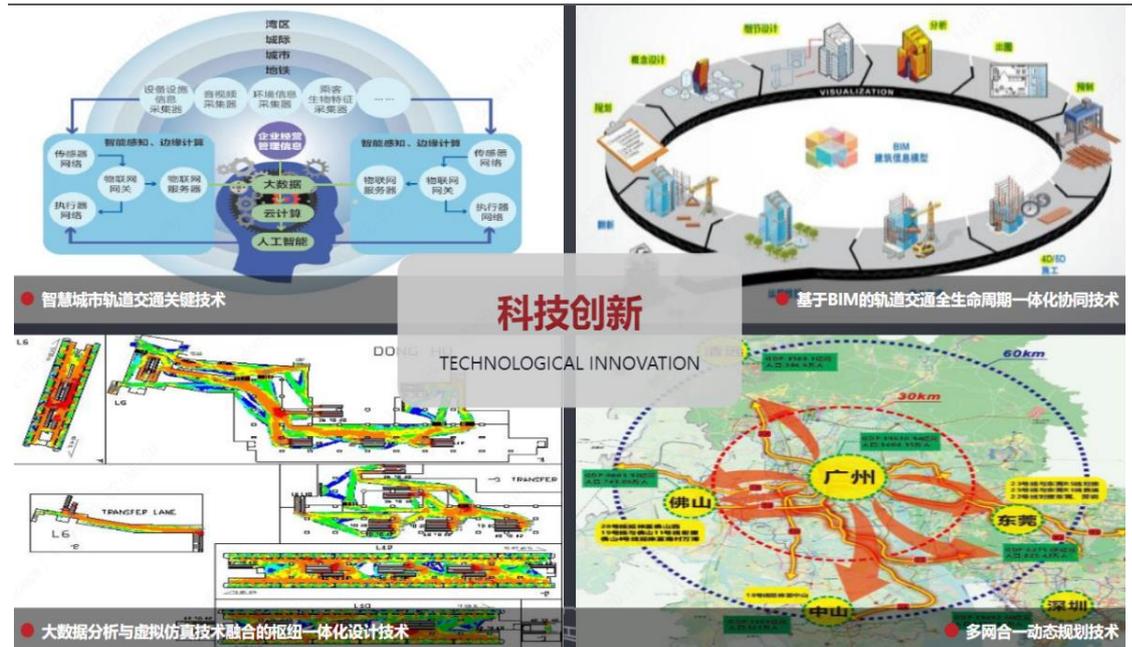
项目类型	项目名称	内容
前期研究	广州市城市轨道交通第三期建设规划	广州市城市轨道交通第三期建设规划(2017-2023年)，规划包括10条地铁新线路，总长度258.1公里
	苏州市轨道交通第三期线网规划	苏州市轨道交通第三期线网规划包含6号线、7号线、8号线、S1线，线路总里程达137.4公里，设置车站104座
	长沙市轨道交通8号线一期工程工可研究	长沙市轨道交通8号线线路全长50.8km，共设车站34座，设大圣庙车辆段1座、含浦停车场1座、周家铺停车场1座
车站	长沙市轨道交通4号线一期-桐梓坡路站	4号线与6号线的换乘站，采用明暗挖结合T字换乘车站
	西安地铁2号线-小寨站	为西安市地铁2号线与3号线同步实施换乘的枢纽站
	武汉轨道交通6号线-大智路站	换乘方案的设计考虑了6号线客流对1号线站台的冲击
总体总包	广州市轨道交通四号线工程	线路全长32km，共设24座车站，其中换乘站10座
	广州市轨道交通五号线工程	线路全长32km，共设24座车站，其中换乘站10座
	广州市轨道交通十四号线工程	线路全长54.4km，其中地下线长21.8km，地上线长32.6km
设计咨询	乌鲁木齐轨道3号线	线路全长33.6km，车站26座
	港珠澳大桥咨询	大桥全长约55公里，采用桥岛隧组合方案，是世界上最长的跨海大桥
工程总承包	深圳轨道交通九号线勘察设计总承包	线路全长约25.25km，设站22座，其中换乘站10座

<p><b>民生工程</b> 广州金融城站综合交通枢纽</p> <p>佛山市南海区地铁金融城</p> <p>广州市轨道交通线网运营管理指挥中心</p>	<p>天河区规划的唯一综合交通枢纽设施</p> <p>典型的地铁车站上盖物业，总建筑面积为 358669m<sup>2</sup>,总建筑高度 169.26m</p> <p>具有区域标志性的地铁上盖城市综合体建筑,项目占地面积约为 41228m<sup>2</sup>,计容面积约为 23 万 m<sup>2</sup></p>
---	--

资料来源：公司官网，国投证券研究中心

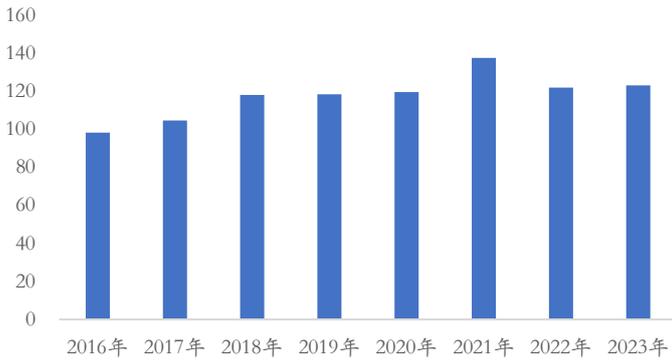
在技术创新研发上，公司具备轨交交通领域前沿技术且持续创新，率先掌握线网规划、客流仿真模拟、全生命周期建筑信息模型设计、绿色节能、装配式建筑及智慧地铁等轨交领域的先进技术。**在线网规划领域**，公司创新开展“四网合一”的轨交体系，在建设规划中将国铁网、城际网、市域铁路网和城市轨道交通网综合考虑，同时根据各类出行数据的分析结果，形成一体化轨交出行网络方案。在枢纽车站的设计上，公司可利用自身的大数据分析和计算机智能仿真技术对设计方案进行验证评估，保障枢纽站服务能力。**在 BIM 领域**，公司拥有行业领先的全生命周期一体化协同设计技术，创新构件一体化 BIM 数据协同管理平台，利用 BIM 平台串联设计过程各个环节，提升设计效率，且可在一体化设计平台基础上进一步延伸至建设和运营阶段的 BIM 数据模型。**在轨交项目的能源系统中**，公司以形成完整的节能控制、能源管理和综合节能系统体系，并将部分技术应用于既有地铁线路的节能改造中，助力车站能耗节省，绿色节能技术也为公司拓展合同能源管理业务奠定基础。

图10. 公司科技创新成果

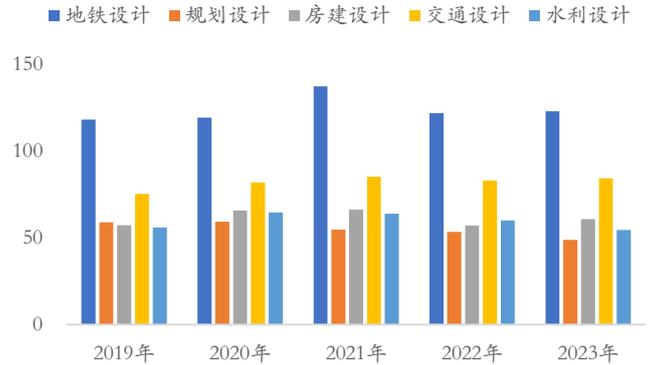


资料来源：公司官网，国投证券研究中心

由于轨道交通设计的高壁垒和复杂性，其设计费占项目投资比重（设计费率）高出常规基建和房建设计项目。根据我国勘察设计收费标准和项目造价概算统计，通常勘察费占项目总投资比例的平均水平约为 2%左右，而《城市轨道交通工程设计概算编制办法》（建标（2017）89 号）所列出的取费标准，轨道交通项目的勘察费通常为工程建设费用的 0.6-0.8%，设计费为工程建设费用的 3.5-4%。设计行业为人力密集型行业，体现各设计企业经营管理能力及创造价值水平的重要指标之一为人均产值，由于设计费率的差异，城市轨道交通设计单位所承接的单个设计项目合同体量相较于常规交通和房建设计项目更高，在人均产值上体现出显著差异。**在 A 股上市的设计咨询板块中，公司人均年产值高出同行。**2016-2023 年公司人均创收总体呈提升趋势，由 98.2 万元/年提升至 123.07 万元/年，远高出规划设计、房建设计、交通设计和水利设计板块平均水平，2023 年公司人均创收为 123.07 万元/年，为板块最高水平，其次为交通设计板块 84.53 万元/年，规划设计、房建设计和水利设计板块人均创收均值分别为 48.83 万元/年、60.92 万元/年和 54.55 万元/年。

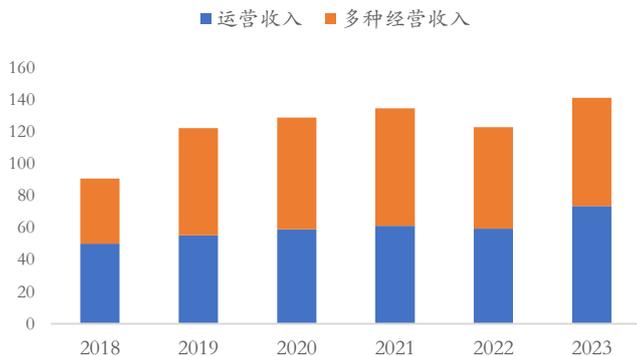
**图11. 公司 2016-2023 年各年人均产值变化 (万元/年)**


资料来源: wind, 国投证券研究中心

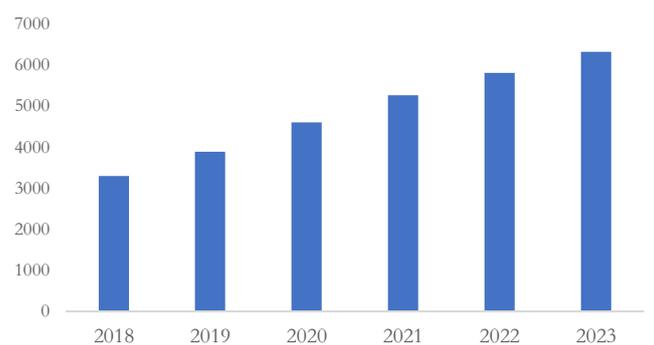
**图12. 公司与其他设计板块人均产值对比 (万元/年)**

 资料来源: wind, 国投证券研究中心  
 (注: 板块为国投证券建筑团队划分)

## 2.2. 控股股东资源优势突出, 持续赋能打造独特竞争力

目前公司控股股东为广州地铁集团, 目前持股比例为 76.17%, 广州地铁集团成立于 1992 年, 是广州市政府全资大型国有企业, 主营轨交开发建设和运营业务, 包括地铁新建规划建设和铁路建设投融资, 项目类型覆盖地铁线网、城际铁路、有轨电车等全制式, 2023 年集团发挥链条主产业牵引作用, 推动广州市轨道交通产业年度总产值突破 2500 亿元。在业务区域上逐步从广州扩展至粤港澳大湾区、国内主要城市, 在海外“一带一路”沿线重要节点也实现项目落地。目前, 广州地铁集团运营的轨道交通里程约 1139 公里, 其中, 本地地铁线网 652.7 公里、有轨电车 22.1 公里、城际铁路 318.6 公里, 运营广州省外的海内外项目 145.3 公里, 如巴基斯坦拉合尔橙线、江西南昌地铁三号线、重庆地铁四号线二期、长沙地铁六号线、海南三亚有轨电车、昆明长水国际机场旅客捷运系统等项目。同时, 集团正全面推进 23 条 654 公里轨道交通线路建设, 统筹负责 12 个国铁、综合交通枢纽、市政道路项目投资建设。在轨交运营业务之外, 广州地铁集团也开发了多个商业和住宅项目, 并结合地铁线网规划, 开展地铁沿线土地储备, 与多家标杆企业合作开展物业开发。2023 年, 广州地铁集团实现营收 141.24 亿元, 其中运营营收为 73.59 亿元, 占比 52.10%, 其他多种经营收入为 67.55 亿元, 占比 47.83%。

**图13. 2018-2023 年广州地铁集团营收构成 (亿元, %)**


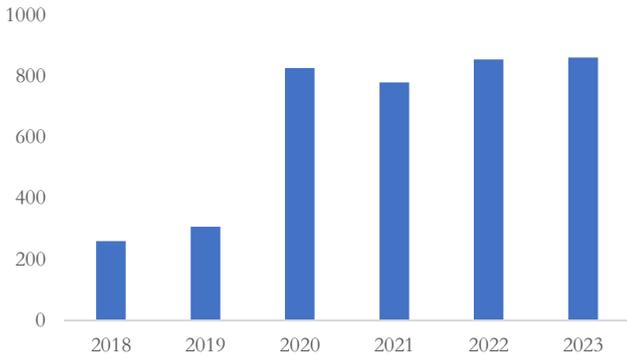
资料来源: 广州地铁集团官网, 国投证券研究中心

**图14. 广州地铁集团资产总额变化 (亿元)**


资料来源: 广州地铁集团官网, 国投证券研究中心

若观察广州地铁集团各年重点项目投资完成规模, 2020-2023 年各年完成投资额均在 780 亿元以上, 2023 年为 860.98 亿元, 投建项目覆盖国铁、城际铁路、地铁、交通枢纽及综合开发以及市政道路。集团实施多元拓展, 积极探索轨交+土地整备+物业开发+城市运营+产业导入的一体化发展模式, 广州地铁为广州市城市轨道交通建设和运营主体, 未来建设投资规模有望持续扩大, 地铁设计作为集团旗下唯一的设计类上市主体, 在项目订单承揽具备明显资源优势。根据地铁设计 2017-2023 年的客户结构, 来自广州地铁集团的各年业务收入占公司当年总营收比重均在 20% 以上, 2018 年高达 40%, 为近几年峰值水平, 2023 年广州地铁集团贡献营收 7.58 亿元, 营收贡献率达 29.46%。

图15. 2018-2023年广州重点项目投资完成额（亿元）



资料来源：广州地铁集团官网，国投证券研究中心  
注 2018-2019 年数据仅为轨交项目投资完成额

图16. 广州地铁占地铁设计营收贡献变化（亿元，%）



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

### 2.3. 横向切入多行业设计业务，纵向拓展能源运营新模式，积极布局智慧轨交+低空经济

公司核心主营业务为轨道交通设计咨询，同时积极布局其他相关专业的的设计业务，并拓展产业链布局至智慧地铁运营、能源管理和数字化设计，在新兴低空经济领域进行人才和技术储备，持续打造新的业务增长点，综合实力不断提升，业务承揽竞争力进一步加强，助力公司长期业绩成长。

1) 切入 TOD 地铁上盖业务，横向扩展业务领域。目前 TOD 模式（以公共交通为导向的开发）在国内的发展逐渐加快，TOD 是以地铁站点为中心，以 400-800 米为半径，建立新的城市中心，集工作、商业、文化、教育、居住等业态于一体。TOD 开发项目设计涉及到城市规划、地下空间规划、轨交设计、建筑设计、市政设计、景观设计等多个领域的配合，TOD 项目通常投资体量相对庞大，综合性要求较高，和轨交系统设计密切相关，公司由轨交设计延伸至 TOD 设计具备先发切入优势。

公司具备全专业设计能力，积极围绕轨道交通设计，横向拓展业务维度，积极参与以轨道交通站点为核心的综合体开发项目，如交通枢纽上盖建筑的设计业务和车站周边的综合开发等，目前已参与广州十三号线观湖车辆段上盖项目、广州萝岗、岐山、赤沙、官湖、南昌蛟桥、苏州太平等车辆段/停车场的上盖物业开发项目，并对上盖平台等结构进行了各项专题研究。

图17. 广州十三号线观湖车辆段上盖项目



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

图18. 广州六号线萝岗车辆段上盖项目



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

2) 顺利开展合同能源管理业务，打造稳定现金流商业模式。在城市轨道交通运营中，能耗主要包括电能消耗和水能消耗，其中电力消耗占总能耗比重过半，主要用于车辆牵引、照明、空调、电梯等，在我国碳达峰碳中和目标背景下，交通领域也对清洁低碳转型提出要求，在能耗系统上，2022 年 9 月，国管局 国家发展改革委 财政部关于印发《关于鼓励和支持公共机构采用能源费用托管服务的意见》，提出鼓励和支持公共机构采用能源费用托管服务。能源费用托管是合同能源管理的一种形式，是指用能单位委托能够提供用能状况诊断、改造、运行管理等服务的专业化公司（以下称节能服务公司），进行电、气、煤、油、市政热力、水等能源资源系统的运行、管理、维护和改造，用能单位将根据能源基准确定的费用支付给节能

服务公司作为托管费用，节能服务公司通过科学的管理运行和节能技术的应用达到节约能源资源、减少费用支出等目的，获取合理的利润。

**在合同能源管理领域，公司技术端优势突出**，在智能高效通风空调节能技术、行车组织节能优化、列车牵引能馈技术、光伏发电、智能照明等方面开展大量领先行业的技术研究，形成一套完整的节能控制、能源管理、综合节能系统体系，尤其自主研发的“城市轨道交通高效空调系统关键技术”已通过住建部节能协会专题评估，达到国际领先水平并成功应用于既有地铁线路的节能改造，节能率可达到40%以上。根据公司公告，2022年12月公司中标广州三、五号线环控系统试点应用合同能源管理模式项目，是国内轨道交通行业既有运营线路首次全线按能源费用托管型合同能源管理方式提供全过程的空调系统集成服务项目，在行业内具有领先的示范作用，2023年11月中标深圳轨道交通4号线一期工程4个车站的空调系统能源托管服务，为公司在广州地区外实现此技术应用的突破，成功在产业链上实现由设计至运营的延伸拓展，上述项目运营期内合同额预计超过13亿元。为进一步实现节能环保技术的产业推广，公司新设立广州科慧能源有限公司，助力公司持续拓展合同能源管理等新能源业务，培育新的利润增长点。

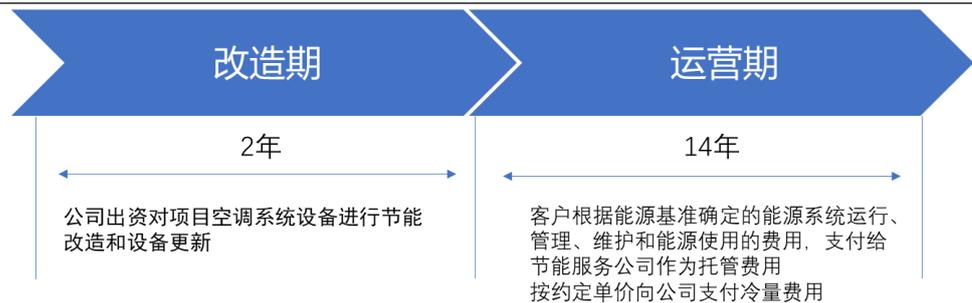
**表3：合同能源管理项目案例**

中标/合同时间	项目名称	业主方	项目内容	中标总价(亿元)
2022年12月	广州市三、五号线环控系统试点应用合同能源管理模式项目	广州地铁集团	空调系统的改造设计、采购、安装、调试、水电费、运维服务(含废旧设备搬运及处理)，甲方按照合同约定的冷量采购单价支付托管费	12.50
2023年11月	深圳4号线一期车站空调系统能源管理项目	港铁轨道交通(深圳)有限公司	空调系统能源托管服务：改造前诊断服务、改造后诊断服务、改造设计服务、采购及安装服务、调试服务、运维管理服务	1.00

资料来源：公司官网，国投证券研究中心

根据公司已中标合同能源管理项目的商业模式，项目流程为前期由公司出资对项目空调系统设备进行节能改造和运维管理等，改造期结束后运营期间，业主方按约定单价向公司支付冷量费用，公司中标的广州三、五号线合同能源管理项目改造期预计2年，运营期预计14年，深圳4号线一期合同能源管理项目供冷服务合作期为17个自然年，和传统设计和承包业务比其商业模式在运营期各年均产生持续稳定的收入和现金流，有望对公司财务指标带来改善。

**图19. 公司合同能源管理项目商业模式**

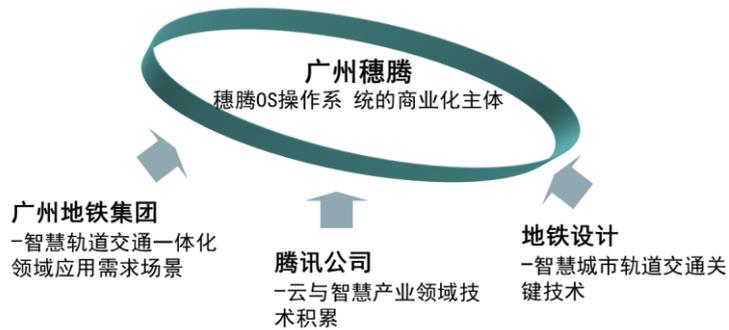


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

3) **深入布局智慧轨交产业，积极储备低空经济技术资源**。公司在智慧轨交领域已经拥有业界领先的关键技术，创新性地提出以工业互联网和物联网为基础，以应用驱动的人工智能技术为核心，以乘客和设备为对象，搭建数据驱动的交通信息集成系统架构体系，将多种数字化和人工智能技术集成，实现贯穿项目全生命周期的信息化和智能化，相关成果已经陆续在国内多个城市新一轮的轨道交通线路建设中得到推广应用，研究成果进一步转化后，可以为智慧城市轨道交通提供完整的成套技术解决方案。具体到智慧地铁业务板块，公司以乘客和设备为对象，搭建数据驱动的交通信息集成系统架构体系，实现贯穿用户需求、设计建设、运营维护全生命周期的信息化和智能化，相关成果已经陆续在国内多个城市轨交线路建设中推广应用。

2023年公司与广州地铁集团、腾讯云计算（北京）有限责任公司等共同设立广州穗腾数字科技有限公司（后称“广州穗腾”），主要负责新一代智慧轨道交通操作系统——穗腾OS的研发、运营及维护，并面向客户提供智慧轨交一体化解决方案，旨在采用“平台+生态”的业务发展模式，以穗腾OS为支撑，聚合产业链上下游各类供货商与业务服务方，打造端到端一站式智慧城轨服务。本次合作有望有效发挥三方主体的优势，广州地铁集团在智慧轨道交通一体化领域拥有的需求场景，腾讯公司在云与智慧产业领域多年的技术积累，结合公司拥有的领先业界的智慧城市轨道交通关键技术，实现合作各方的优势互补和资源共享，助力公司在智慧轨道交通领域进行深入布局，加快推进智慧地铁产业化，培育新的利润增长点。

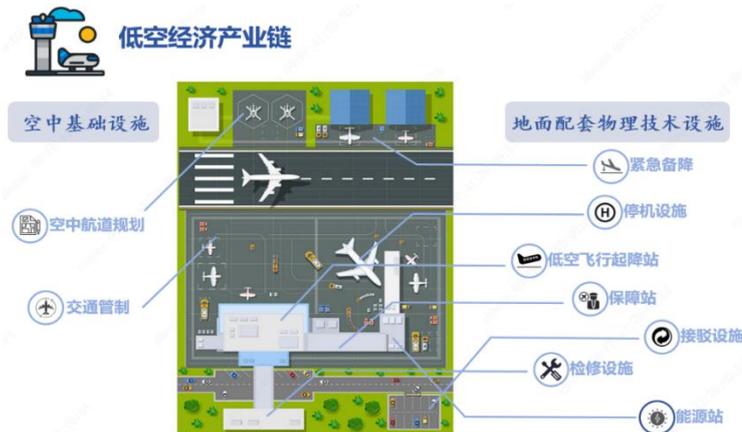
图20. 公司智慧轨交产业化主体-广州穗腾各方赋能



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

今年初以来低空经济相关政策密集发布，低空经济首次写入今年的政府工作报告，工业和信息化部、科学技术部、财政部、中国民用航空局印发《通用航空装备创新应用实施方案（2024—2030年）》（以下简称《方案》），提出到2030年，推动低空经济形成万亿级市场规模低空经济和建筑行业相关的部分为基础设施设计、建设环节以及后续的交通运营环节。低空经济基础设施按照场景包括空中基础设施（如空中航道规划、交通管制等）和地面配套物理基础设施（低空飞行起降站、接驳设施、能源站、紧急备降、停机设施、检修设施、保障站等为低空系统服务的地面场所）。工程设计业务包括交通规划设计、工业工程、交通工程、市政、和专项设计等多个子板块，未来若低空经济政策落地性较好，相关基础设施项目有望优选推进，前端设计咨询环节将率先启动，在实际相关设计咨询业务中，具备民航设计相关经验的设计企业更具优势。地面配套物理技术设施，更多和地面交通规划、房屋建筑设计、市政、电力等专业相关，可参与项目设计的企业更加多样，覆盖房建、交通等多类设计企业。同时在低空经济产业设计前期，更多需要规划咨询服务，具备交通规划设计或空间规划设计资质及项目经验的设计企业受益潜在的前端规划咨询需求释放。地铁设计属于工程设计资质等级最高的企业梯队，主营业务也包括城乡规划和交通规划等，拥有丰富的线网规划经验、掌握轨道交通“四网融合”等先进技术，在低空经济基础设施建设等领域具有技术资质、项目规划经验和项目资源优势，根据公司公告，公司将积极推进低空经济人才和技术储备，紧抓低空经济发展的政策机会，拓展新的利润增长点。

图21. 低空经济&建筑设计产业链

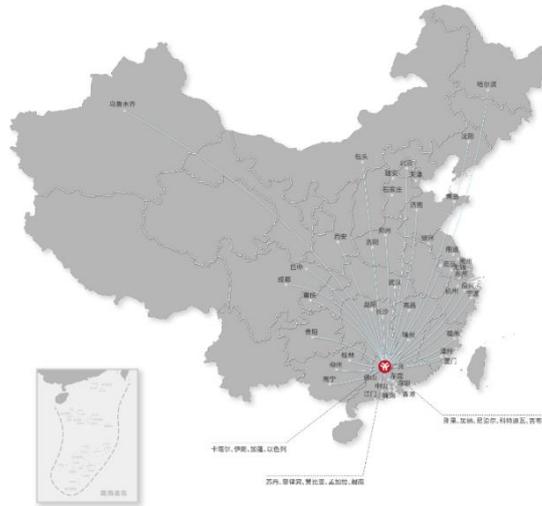


资料来源：众图网，国投证券研究中心

## 2.4. 立足粤港澳进军全国，海外市场布局初显成效

公司成立之初立足广州，在广州市城市轨交设计领域占据较大的市场份额，随全国轨交市场的快速发展，公司积极推进省外业务布局，在华东、华中、西南、华北等地均设立分院。在省外承接项目包括福州二号线/四号线、南宁三号线、长沙四号线/六号线以及西安四号线的总体总包设计，乌鲁木齐三号线/四号线设计咨询项目、苏州市轨道交通2号线北延线、4号线延伸线、7号线北段延伸线及支线工程总体总包服务项目、苏州市城市轨道交通建设规划（2015-2020年）、南宁市轨道交通线网规划的前期研究工作。

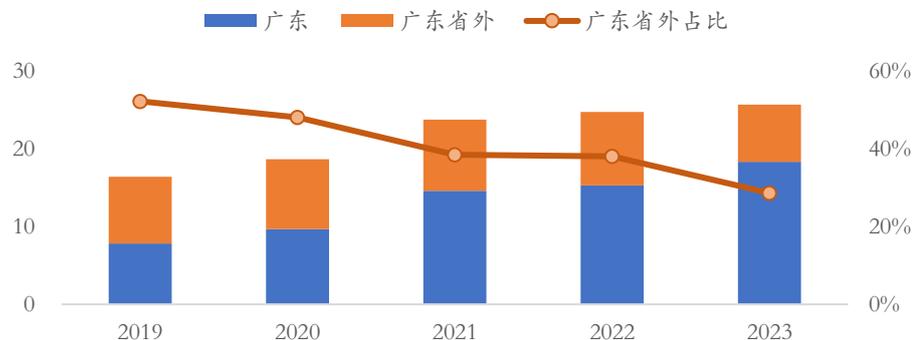
图22. 公司业务版图



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

2019-2023年，公司广东省外营收规模占比呈现较大变化，由2019年的52.31%降至28.68%，主要由于近几年粤港澳大湾区发展迅速，轨道交通建设需求强劲，包括地铁、城际铁路等，控股股东广州地铁集团承接了粤港澳地区主要城际铁路的投建业务，对公司省内业务量提升有明显助力，根据公司计划，未来公司将充分利用属地化分支机构，持续开拓省外市场，提高省外业务占比。在海外公司业务拓展稳步推进，2023年公司通过自身品牌知名度、集团赋能以及央企和行业协会合作等方式，参与澳门东线全过程咨询项目的设计咨询与管理工、埃及亚历山大大有轨电车改造以及哥伦比亚波哥大地铁二号线项目设计顾问工作，并专门成立海外项目组重点跟进海外项目经营拓展，目前跟进项目包括刚果金沙萨机场快线前期研究、阿联酋阿布扎比智轨一、二期以及越南胡志明市轨道交通等相关项目。

图23. 公司营收区域分布（亿元，%）



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

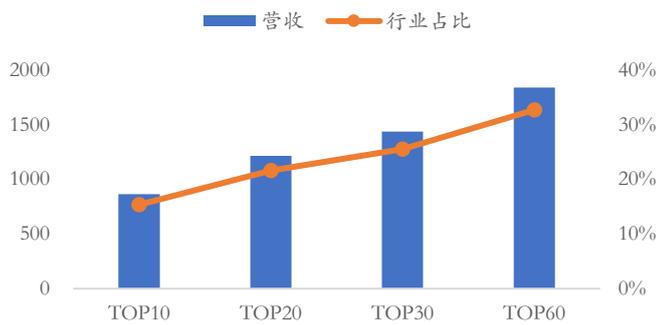
## 3. 行业部分：高壁垒轨交设计竞争格局清晰，轨交存量市场创造运维需求，可研批复投资规模庞大

### 3.1. 竞争格局：高壁垒领域竞争格局清晰，集中度超行业整体水平

城市轨道交通设计囊括的设计内容较多，国家对城市轨道交通工程咨询企业实行严格的资质审查和准入制度，具有较高的资质和项目经验，和常规工程设计领域相比，参与主体较为集

中，目前主要参与主体为大型央企和地方国企性质的设计单位，如铁一院、铁二院、铁四院、中国铁设、北京城建设计、上海隧道院等，上述设计单位资质等级和技术水平较高，相较于勘察设计行业总体分散的竞争格局，城市轨道交通设计细分领域集中度远高出勘察设计行业整体集中度水平。根据 2022-2023 年中国城市轨道交通设计总包排行榜，各年中标线路数 TOP3 企业中中标线路数占当年项目招标线路比重均在 40%以上，TOP5 中标线路数占比超过 60%。2022 年和 2023 年，开展招标的新建城轨线路设计总体总包数量分别为 37 条和 33 条，获得城市轨道交通线路设计总体总包项目的设计企业分别为 10 家和 14 家。城市轨道交通勘察设计领域呈现高集中度竞争格局，行业进入壁垒较高，参与主体相对较为稳定，公司在技术水平、人才配备、项目经验等多方面均具有极强的先发优势。

图24. 我国勘察设计行业 TOP10、20、30、60 企业营业收入及集中度 (亿元, %)



资料来源：中国勘察设计杂志，国投证券研究中心

图25. 2022-2023 年我国城市轨交设计总包中标线路占比

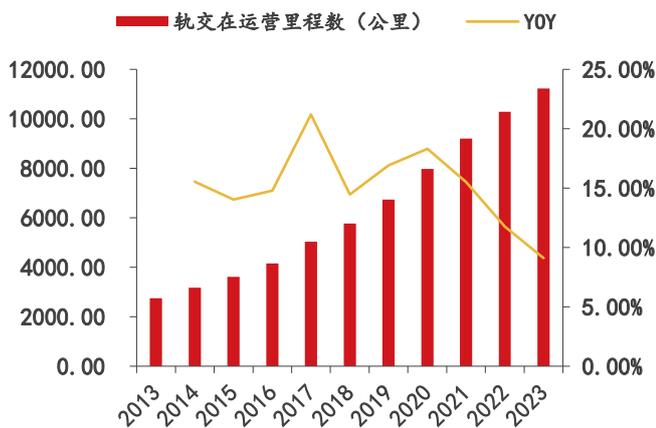


资料来源：中国城市轨道交通协会，国投证券研究中心

### 3.2. 新建空间：新建城轨市场发展趋稳，粤港澳轨交建设需求向上

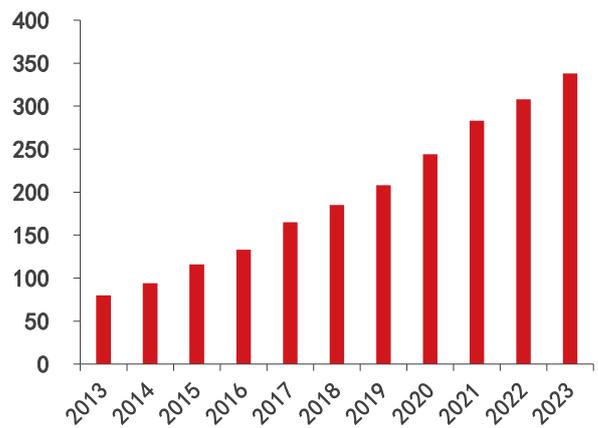
我国城市轨道交通伴随城镇化建设的推进快速发展，作为新型基建类型，运营里程持续增长，根据中国城市轨道交通协会数据，截至 2023 年底，全国（不含港澳台）共有 59 个城市开通运营城市轨道交通线路 338 条，运营里程达 1.12 万公里，其中地铁运营线路 8543.11 公里，占比 76.11%，当年运营线路长度净增长 866.65 公里。2013-2023 年，我国城市轨交运营里程由 2746 公里大幅增长至 2023 年的 1.12 万公里，CAGR 达 15.12%。

图26. 2013-2023 年我国城市轨交在运营里程数 (公里, %)



资料来源：城市轨道交通各年度统计和分析报告，国投证券研究中心

图27. 2013-2023 年我国城市轨交运营条数 (条)

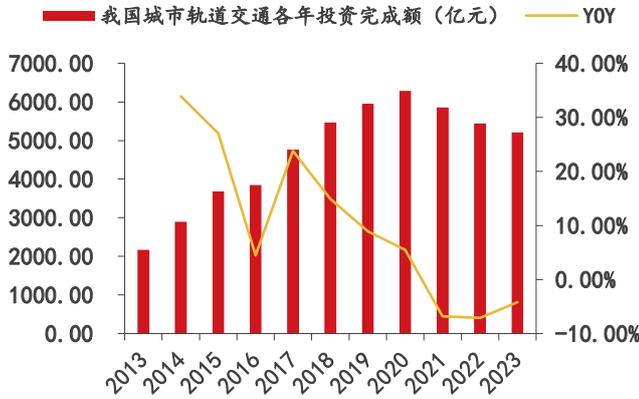


资料来源：城市轨道交通各年度统计和分析报告，国投证券研究中心

从我国城市轨交各年在建项目和投资规模来看，2023 年在建线路 5671.65 公里，全年共完成投资 5214.03 亿元，同比减少 4.22%，若观察过去十年我国城市轨道交通投资额，2013-2020 年呈持续增长态势，2020 年达到近十年投资规模峰值 6286.00 亿元，2021-2023 年连续回落。从可研批复投资规模看，截至 2023 年底，城轨交通线网建设规划在实施的城市共 46

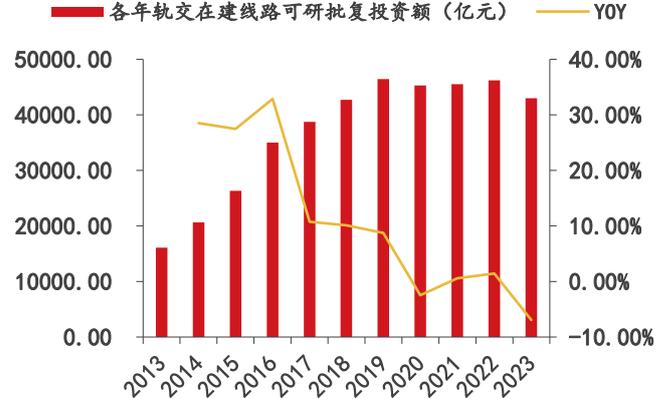
个，在实施的建设规划线路总长 6118.62 公里，可统计的在实施建设规划可研批复总投资额合计为 4.08 万亿元，为未来几年城轨投资规模提供保障。

图28. 2013-2023 年我国城市轨道交通投资完成额 (亿元, %)



资料来源：城市轨道交通各年度统计和分析报告，国投证券研究中心

图29. 2013-2023 年我国轨交在建项目可研批复投资额 (亿元, %)



资料来源：城市轨道交通各年度统计和分析报告，国投证券研究中心

若观察全国的城市轨道交通建设规划，2022 年 7 月，住房和城乡建设部、国家发展改革委印发《“十四五”全国城市基础设施建设规划》，提出以京津冀、长三角、粤港澳大湾区等地区为重点，科学有序发展城际铁路，构建城市群轨道交通网络；统筹考虑重点都市圈轨道交通网络布局，构建以轨道交通为骨干的 1 小时通勤圈；统筹做好城市轨道交通与干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路等多种轨道交通制式及地面公交、城市慢行交通系统的衔接融合，探索都市圈中心城市轨道交通以合理制式适当向周边城市（镇）延伸；优化超大、特大城市轨道交通功能层次，合理布局城市轨道交通快线，统筹建设市域（郊）铁路；根据城市规模分类推进城市轨道交通建设，新增城市轨道交通建成通车里程 0.3 万公里。2021-2023 年，全国获批的城轨交通建设方案的新增计划投资额分别为 2233.54 亿元、2600 亿元和 4500 亿元。其中，2023 年共有 5 个城市的城轨交通建设规划或建设规划调整方案获批，获批方案涉及新增线路长度 550 公里，新增计划投资额约 4500 亿元，同比增长超 30%。

表4：全国及部分重点区域轨交建设规划

时间	部门	各地城市轨交建设规划内容
2022 年 7 月	国家发改委	<b>“十四五”全国城市基础设施建设规划</b> 以京津冀、长三角、粤港澳大湾区等地区为重点，科学有序发展城际铁路，构建城市群轨道交通网络，新增城市轨道交通建成通车里程 0.3 万公里
2021 年 7 月	国家发改委	<b>长江三角洲区域一体化发展规划纲要</b> 以都市圈同城化通勤为目标，加快推进城际铁路网建设，推动市域铁路向周边中小城市延伸，率先在都市圈实现公交化客运服务
2021 年 6 月	国家发改委	<b>长三角多层次轨道交通规划</b> 到 2025 年，轨道交通总里程达到 2.2 万公里以上，新增里程超过 8000 公里，城市轨道交通运营里程约 3000 公里，上海、南京、杭州、合肥、宁波等城市轨道交通成网运行 到 2035 年，建成高质量现代化轨道上的长三角，实现干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通设施布局一张网、
2020 年 8 月	国家发改委	<b>粤港澳大湾区城际铁路建设规划</b> 进一步加大城际铁路建设力度，近期到 2025 年，大湾区铁路网络运营及在建里程达到 4700 公里，全面覆盖大湾区中心城市、节点城市和广州、深圳等重点都市圈；远期到 2035 年，大湾区铁路网络运营及在建里程达到 5700 公里，覆盖 100% 县级以上城市

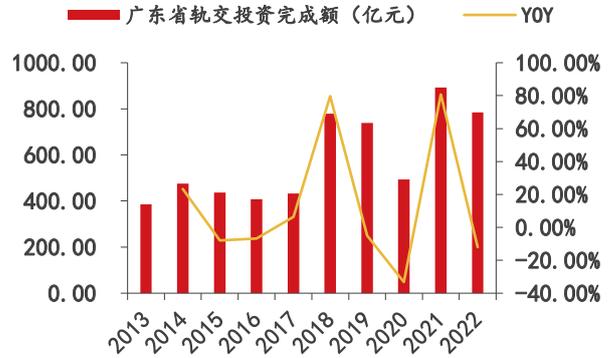
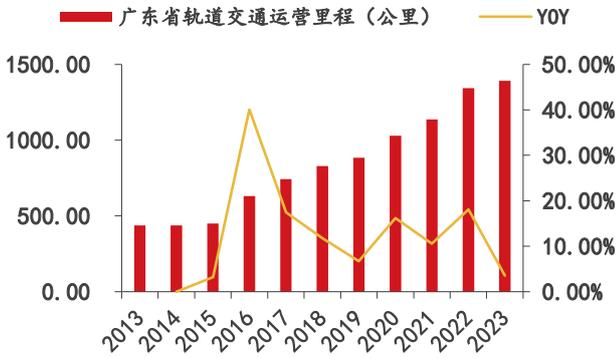
资料来源：RT 轨道交通网，国投证券研究中心

公司地处广东省，2023 年来自广东省的营业收入超过总营收的 70%，广东省城镇化率和经济水平在全国位居前列，目前基本形成深圳、广州双中心的结构，非中心城市人口增长速度加快，中心集聚城市区域交通疏解需求和各区域间的连通需求强劲，全省城市轨道交通建设运

营规模快速增加，截至 2023 年末，广东省城市轨道交通运营总里程达 1390.95 公里，2013-2023 年 CAGR 为 12.27%。全省城市轨道交通年投资额从 2013 年的 385.30 亿元快速增长至 2021 年的 892.29 亿元，2022 年为 784.65 亿元，截至 2023 年底在城市轨交在建和在实施城市数为 4 个，在建线路长度 602.86 公里，规划在实施线路长度 801.12 公里。

图30. 2013-2023 年广东省轨交运营里程（公里，%）

图31. 2013-2023 年广东省轨交投资完成额（亿元，%）



资料来源：WIND，国投证券研究中心

资料来源：WIND，国投证券研究中心

公司总部所在地广州市城市轨道交通运营里程由 2013 年的 260 公里增长至 2023 年的 643 公里，期间 CAGR 为 10.58%，各年城市轨交投资完成额自 2013 年起总体呈上行态势，2013-2022 年投资完成额 CAGR 为 8.42%，2022 年完成城市轨交投资额 367.35 亿元。《广州市轨道交通线网规划(2018-2035 年)》已于 2022 年 9 月完成技术审查和备案，共规划轨道交通线路 53 条、2029 公里，与上一轮规划相比，新增 30 条、1004 公里线路，广州市城市轨道交通第三期建设规划调整于 2023 年底获得批复，进一步优化广州轨交网络建设。2024 年 3 月广州市人民政府发布《广州市综合交通体系规划(2022-2035 年)》，规划布局 15 条城际铁路线路，实现广州与佛山、东莞中心城区 30 分钟互达，周边城市 1 小时互达，提出要建设轨道上的广州都市圈，总体规模约 2000 公里，形成“环+放射”网络结构，建成 6 条轨道快线 A，12 条轨道快线 B，37 条轨道普线。

根据南方网介绍，广州正推进多条城际、地铁及一批综合交通枢纽建设，预计到“十四五”末，广州市轨道交通建设总投资将达到 5000 亿元，到 2035 年有望超万亿元，将为轨道交通产业发展带来巨大空间。

图32. 2013-2023 年广州市城市轨道交通运营里程（公里，%）

图33. 2013-2022 年广州市城市轨道交通投资完成额（亿元，%）



资料来源：城市轨道交通协会，国投证券研究中心

资料来源：城市轨道交通协会，国投证券研究中心

粤港澳大湾区以及广东省其他主要城市城轨建设规划方案也陆续通过批复或技术审查，区域轨交相关建设需求持续。2020 年 7 月，国家发改委批复同意《粤港澳大湾区城际铁路建设规划》，规划建设 13 个城际铁路和 5 个枢纽工程项目，总里程约 775 公里，近期建设项目总投资约 4741 亿元，目标为近期到 2025 年，大湾区铁路网络运营及在建里程达到 4700 公里，全面覆盖大湾区中心城市、节点城市和广州、深圳等重点都市圈；远期到 2035 年，大湾区铁路网络运营及在建里程达到 5700 公里，覆盖 100% 县级以上城市。2023 年 1 月，广东省住建厅对《深圳市轨道交通第五期建设规划(2023-2028 年)》进行技术审查，明确本次第五期建设的必要性，根据规划，本期轨交建设规划包含 13 个建设项目，规模约 226.8 公里。2024 年 6 月，东莞市轨道交通局发布了《地铁二期建设规划调整方案》，根据最新规划，东莞将有 14 条轨道交通线路，长 476 公里，6 条延伸线与广深衔接。2021 年 1 月，国家发展改革委批复

通过佛山市城市轨道交通第二期建设规划(2021-2026年),根据批复,本期建设2号线二期、4号线一期、11号线3条线路,总长度115.8公里,设车站61座,总投资772.13亿元。

图34. 粤港澳大湾区城际铁路建设规划示意图



资料来源: 国家发改委, 国投证券研究中心

图35. 深圳市轨道交通第五期建设规划(2023-2028年)示意图

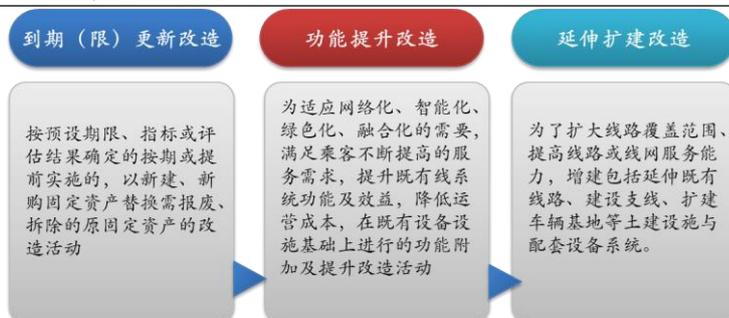


资料来源: 深圳之窗, 国投证券研究中心

### 3.3. 存量空间: 存量市场释放改造更新需求, 智慧轨交运营大势所趋

我国在运营城市轨道交通线路体量庞大,截至2023年底,我国城市轨道交通运营线路338条,运营里程为1.12万公里,其中运营15年以上的运营线路共31条,开通运营10年-15年(不含)的线路共有50条,已开通15年以上的线路相关设施设备系统的设计使用寿命和服役年限已接近期限,10年以上的线路也将陆续进入设备更新周期。我国城市轨道交通在此前高速发展的部分时期呈现出重建设、轻运营、重线路、轻网络的现象,在进入网格化运营阶段后,线网在结构、功能和服务等多方面显现出待改进问题,更新改造需求较为迫切。城市轨道交通设备系统包括车辆段、通信系统、空调能源系统、控制系统等多类设施,在设备更新改造时涉及设计、安装等流程,2024年6月19日,中国城市轨道交通协会发布《中国城市轨道交通既有线路改造指导意见》,指出更新改造过程具有动态性、复杂性和受限性特点,预计对改造项目的设计水平提出一定要求。今年以来设备更新相关政策密集发布,2024年3月,国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》(以下简称《行动方案》),明确推进重点行业设备更新改造,加快建筑和市政基础设施领域设备更新,支持交通运输设备和老旧农业机械更新。2024年5月,交通运输部等十三部门发布《交通运输大规模设备更新行动方案》,提出推动新一轮交通运输设备更新换代,到2028年交通运输行业碳排放强度和污染物排放强度不断降低,污染物排放总量进一步下降。政策驱动叠加我国城市轨道交通运营现状和体量规模,有望创造大规模既有线路改造、能源管理和设备更新的存量端市场,并同步带动改造项目设计需求。

图36. 城市轨道交通既有线路改造类型

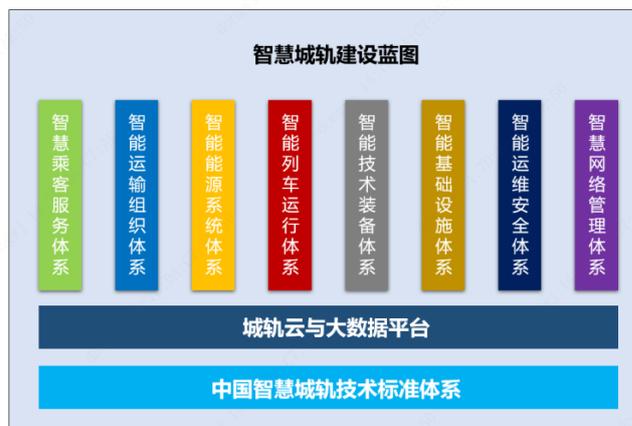


资料来源: 中国城市轨道交通协会, 国投证券研究中心

在运营端,我国智慧城市轨道交通运营目标明确,智慧交通是智慧城市的重要组成部分,且起主导作用,主要指应用云计算、大数据、物联网、人工智能、5G、卫星通信、区块链等新兴信息技术,全面感知、深度互联和智能融合乘客、设施、设备、环境等实体信息,经自主进化,创新服务、运营、建设管理模式,通过建设多个成体系的智能系统,最终构成智慧城轨。2020年3月,中国城市轨道交通发展协会发布智慧轨交建设的顶层设计文件《中国城市

轨道交通智慧城轨发展纲要》，提出 2025 年实现我国城轨行业的信息化、智能化和智慧化水平进入世界先进行列，重点智能化关键技术得到应用，智能化产业初具规模；到 2035 年，实现中国城轨行业的智能化水平世界领先。在广州地区，2019 年，广州地铁集团已经和腾讯展开合作，基于工业互联网和物联网，研发了新一代城市轨道交通操作系统——穗腾 OS，该系统使广州地铁内多个子系统和设备实现“互联”，即将车站设备以及车辆、信号、通信、供电等所有系统设备的状态和数据连接起来，实现互联互通，避免出现‘数字孤岛’，为全线智慧运行维护提供数据基础。具备 2019 年 9 月，穗腾 OS1.0 版本智慧地铁示范车站在广州地铁 APM 线广州塔站上线。2021 年 9 月 23 日，广州地铁与腾讯又联合发布了穗腾 OS2.0 版本，进一步强化了物联能力和一体化数据处理能力。智慧城轨建设囊括多个系统，链涉及设计和运营的结合，具备数字化、智能化设计技术的城轨设计企业在智慧城轨建设中有望发挥前端设计引领作用并推广智能技术应用场景。

图37. 我国智慧城轨建设蓝图



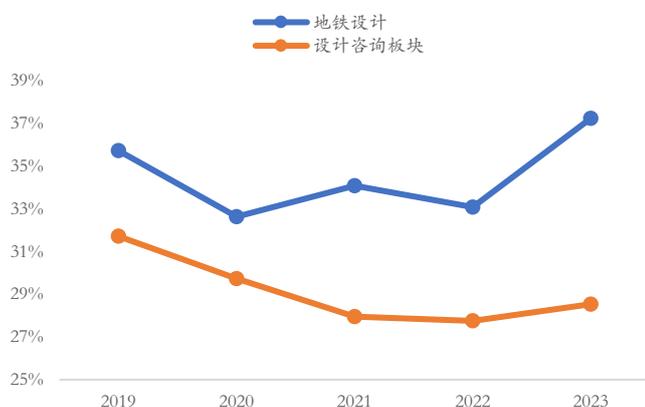
资料来源：中国城市轨道交通协会，国投证券研究中心

## 4. 财务分析：盈利指标超出同行，轻资产模式现金流优异

### 4.1. 高水平盈利能力稳定，ROE 表现远超同行

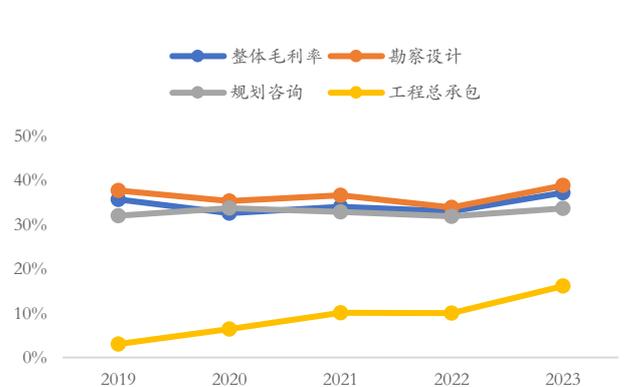
2019-2023 年公司毛利率水平平均维持在 32% 以上，在 32%-38% 之间波动，高出设计咨询板块整体毛利率水平，主要由于城轨设计的高收费水平和高壁垒属性。2023 年达到自 2019 年的最高水平 37.23%，同比提升 4.16 个 pct，主要由于当年广东省内业务占比提升，省内业务毛利率更高，同时降本提效举措见成效。2020 年为毛利率最低值 32.63%，主要由于公司当年勘察设计业务毛利率下滑，同时低毛利的工程总承包业务占比提升。分业务类型看，2019-2023 年间，除 2022 年外，其他各年份，公司勘察设计业务毛利率水平平均维持在 35% 以上，2023 为峰值水平 38.87%。2022 年勘察设计业务毛利率有所滑落，为 33.92%，同比-2.75 个 pct，或受个别设计项目毛利率水平以及疫情带来的成本提升影响。

图38. 2019-2023 年公司和设计咨询板块毛利率 (%)



资料来源：wind，国投证券研究中心

图39. 2019-2023 年公司整体和各业务毛利率 (%)

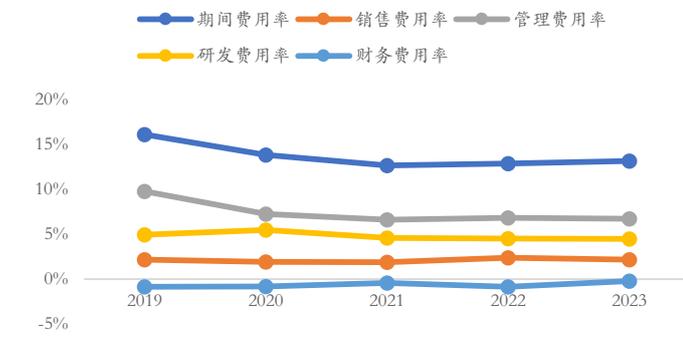


资料来源：wind，国投证券研究中心

公司期间费用率较为稳定，整体在 13% 左右波动，2023 年费用率为 13.15%，其中管理费用率和研发费用率较高，2023 年分别为 6.71%、4.49%，公司管理费用率在 2019-2023 年整体呈下

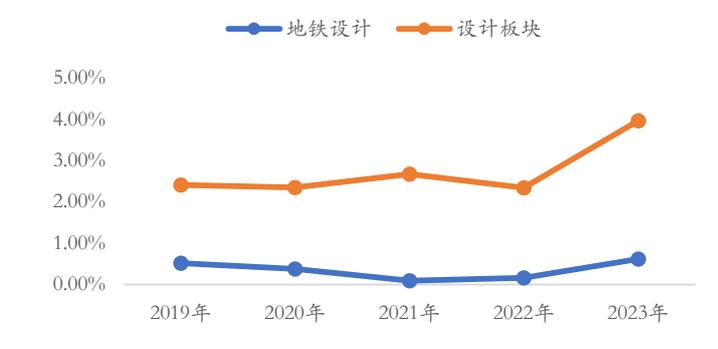
滑态势，由 9.78% 降至 6.71%，研发费用率各年在 4.5% 左右，销售费用率总体在 2% 上下，在财务费用端，或由于公司所承接的设计业务无需垫资，对资金占用和融资需求不高，各年财务费用率均为负。在信用减值水平上，公司各年信用减值规模占营收比重均在 1% 以下，远低于设计板块整体水平，2023 年公司信用减值占营收比重为 0.62%，板块整体占比水平为 3.96%。

图40. 2019-2023 年公司费用率 (%)



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图41. 2019-2023 年公司和设计咨询板块信用减值占营收比重 (%)

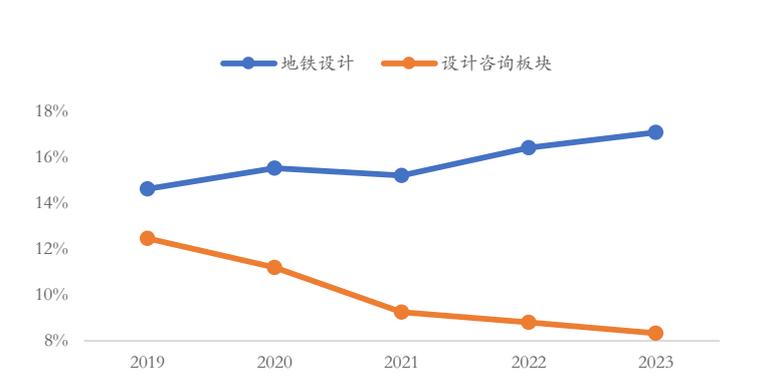


资料来源: wind, 国投证券研究中心

注: 信用减值在利润表中为负值, 此比例计算=信用减值绝对值/营收

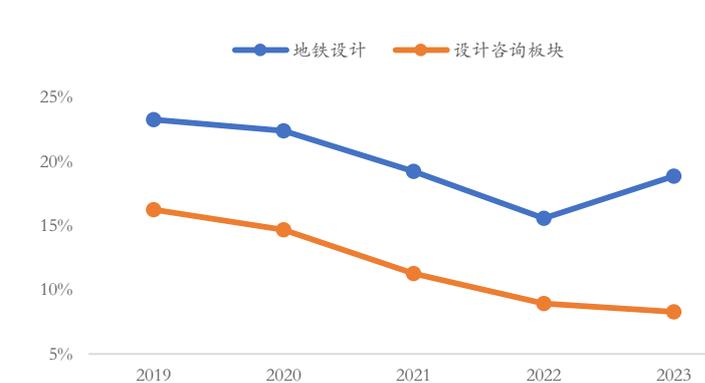
2019-2023 年公司净利率水平整体呈提升态势, 由 14.62% 提升至 17.08%, 和毛利率变化趋势较为接近, 而设计板块整体净利率水平持续下行, 或由于设计板块房建设计和基建设计板块等竞争格局相对分散, 需求放缓, 同时回款存在一定压力, 项目利润率承压。公司净利率高出设计板块整体净利率水平, 且差距逐渐加大, 2023 年公司净利率为 17.08%, 设计板块整体净利率为 8.33%。在 ROE 水平上, 公司 2019-2023 年各年 ROE 均自 15% 以上, 若观察上市后各年份表现, 也均高出设计板块整体 ROE 表现, 2023 年公司 ROE 为 18.89%, 同比提升 3.3 个 pct, 或主要由于净利率提升, 而设计板块整体 ROE 水平持续下行, 2023 年降至 8.29%。

图42. 2019-2023 年公司净利率和设计板块净利率 (%)



资料来源: wind, 国投证券研究中心

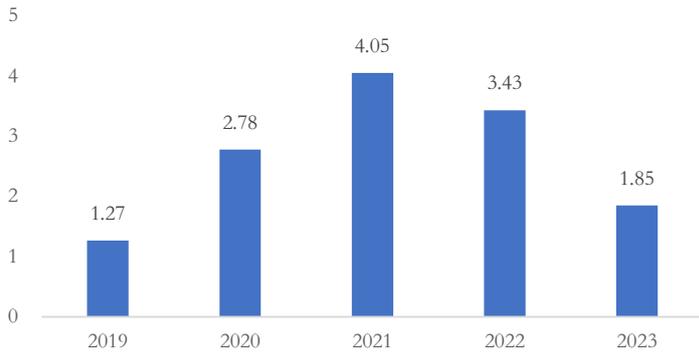
图43. 2019-2023 年公司和设计板块 ROE (平均) (%)



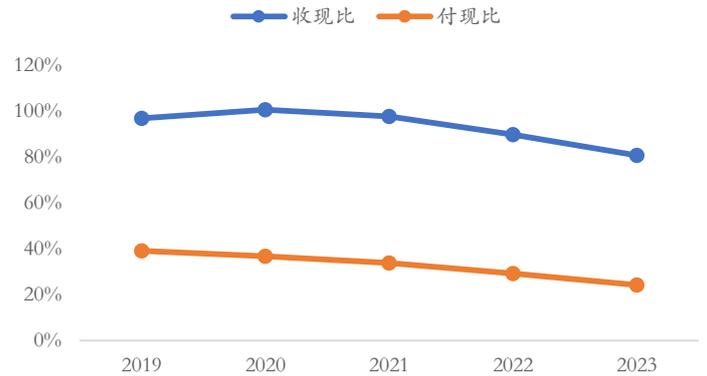
资料来源: wind, 国投证券研究中心

#### 4.2. 经营现金流为正, 有息负债占比低

公司经营性现金流在 2019-2023 年各年均均为净流入, 但是流入规模波动较大, 和收现比呈现相同变化趋势。2021 年公司经营性净现金流高达 4.05 亿元, 为近 5 年峰值, 此后逐年减少, 2023 年为 1.85 亿元。公司所承接的轨交设计项目周期总体在 5-8 年, 经营业绩和回款上更多受项目实际进度影响, 季度间变化无明显规律, 不同项目之间以及同一项目不同时期的业绩和回款均存在波动, 对现金流会造成一定影响。

**图44. 2019-2023 年公司经营活动现金流 (亿元)**


资料来源: wind, 国投证券研究中心

**图45. 2019-2023 年公司收现比和付现比 (%)**


资料来源: wind, 国投证券研究中心

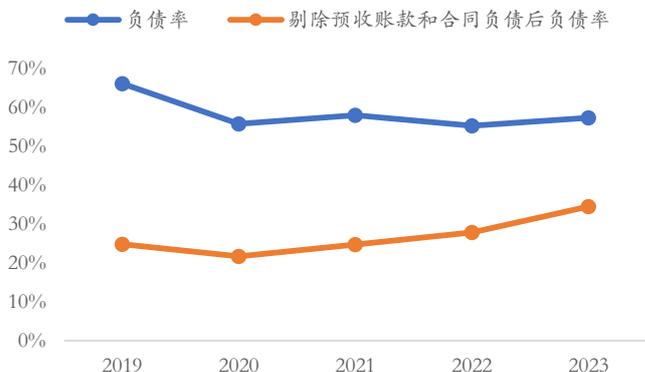
资产方面, 公司主要资产为货币资金和应收账款及合同资产, 三者合计占资产总额的比例超过 50%。2019-2023 年末公司货币资金总体在 13-14 亿元, 占总资产比例一直维持在 20% 以上, 2023 年末占比为 22.95%。公司应收账款和合同资产占总资产比重有所提升, 2022 年起总体高于货币资金占比, 2023 年末占比达 33.53%。公司存货占资产总额比重在 10% 左右, 2023 年占比为 9.73%, 固定资产占比在 5% 以内, 2023 年末为 2.76%。

**表5: 公司资产构成**

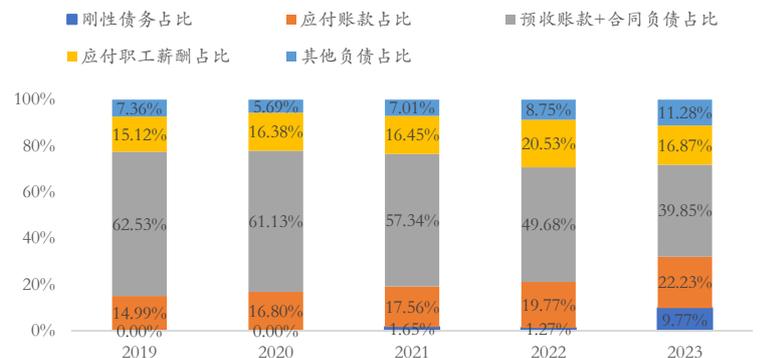
	货币资金 (A)	存货 (B)	应收账款+合同资产 (C)	固定资产 (D)	资产总额 (E)	A/E	B/E	C/E	D/E	(A+C)/E
2019	13.28	2.91	9.72	1.40	32.57	40.77%	8.95%	29.84%	4.29%	70.60%
2020	13.76	3.99	10.14	1.57	41.77	32.93%	9.54%	24.28%	3.77%	57.21%
2021	14.01	4.81	12.97	1.58	46.27	30.28%	10.39%	28.02%	3.40%	58.30%
2022	13.77	4.79	14.25	1.70	49.03	28.09%	9.76%	29.06%	3.46%	57.15%
2023	13.24	5.61	19.33	1.59	57.67	22.95%	9.73%	33.53%	2.76%	56.48%

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

公司资产负债率整体呈现下降趋势, 2019-2023 年间, 由 66.18% 降至 57.44%。在负债结构上, 公司无刚性负债, 负债主要由预收账款、合同负债、应付账款、应付职工薪酬组成, 合计占负债比重超过 70%, 2019-2020 年四者合计占比超 90%, 2023 年降至 73.52%。其中, 预收账款和合同负债占比在 40% 左右, 2023 年末达 39.85%, 剔除预收账款和合同负债后, 公司资产负债率在 35% 以内, 2020 年末仅为 21.73%, 2023 年提升至 34.55%。公司应付账款和刚性负债占负债比重呈提升趋势, 应付账款占比由 2019 年的 14.99% 提升至 2023 年末的 22.23%; 公司在 2021 年前刚性有息负债接近 0, 2021 年起短期刚性负债有所增长, 因此刚性负债占总负债比重由过去的 0% 提升至 2023 年的 9.77%。

**图46. 2019-2023 年公司资产负债率变化 (%)**


资料来源: wind, 国投证券研究中心

**图47. 2019-2023 年公司主要负债构成 (%)**


资料来源: wind, 国投证券研究中心

## 5. 盈利预测和投资建议：稳健成长的城轨设计优质标的，高壁垒高分红及产业链拓展打造长期看点

### 5.1. 营收业绩稳健增长，盈利水平总体稳定

我们根据公司在手订单、项目开展周期和行业未来需求变化等，对公司未来营收业绩进行测算。公司为高壁垒城轨设计领域优质国企，横向布局多行业，纵向沿产业链探索运营端，2024-2026 年公司营收业绩有望持续实现稳健增长，预计公司 2024-2026 年营业收入为 28.52 亿元、31.26 亿元和 34.28 亿元，同比增长 10.8%、9.6%和 9.7%；归母净利润为 4.83 亿元、5.35 亿元和 5.79 亿元，同比增长 11.88%、10.74%和 8.21%；整体毛利率分别为 35.83%、35.42%和 35.14%。

**1) 勘察设计业务：**公司深耕广东市场，竞争实力突出，粤港澳大湾区城轨建设规划明确，有望为公司城轨设计主业持续增长，同时公司积极拓展多行业设计业务，进军全国且布局海外，主营勘察设计业务有望保持稳健增长，假设 2024-2026 年勘察设计业务营收分别同比增长 12.00%、10.00%、10.00%，分别实现营业收入 25.05 亿元、27.56 亿元和 30.32 亿元。2023 年受省内业务占比提升、个别项目和降本效果驱动，毛利率同比大幅提升，未来毛利率会趋于常规水平，假设勘察设计板块 2024-2026 年毛利率分别为 37.50%、37.00%和 36.60%。

**2) 规划咨询业务：**公司规划咨询业务和城市建设、交通建设需求均密切相关，规划咨询为工程设计业务的前端，各地交通建设计划的推进助力规划咨询需求需求释放，假设 2024-2026 年公司规划咨询业务营收增速分别为 5.00%、8.00%和 8.00%，营业收入分别为 1.98 亿元、2.14 亿元和 2.31 亿元，假设毛利率维持历史平均水平，分别为 33.5%、33.00%、33.00%。

**3) 工程总承包业务：**公司在工程总承包领域不涉及施工，更多偏向于项目管理业务范围，为低毛利业务，2023 年公司工程总承包业务同比高速增长 81.25%，未来此部分营收增速或有放缓，假设 2024-2026 年公司工程总承包营收增速分别为 0.00%、5.00%和 5.00%，营业收入分别为 1.31 亿元、1.37 亿元和 1.44 亿元，假设毛利率维持历史平均水平，分别为 10.00%、10.00%、10.00%。

表6：各业务板块营收预测（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入（亿元）</b>	16.44	18.70	23.81	24.76	25.73	28.51	31.26	34.28
<b>yoy（%）</b>		13.75%	27.33%	3.99%	3.92%	10.81%	9.64%	9.66%
<b>营业成本（亿元）</b>	10.57	12.60	15.70	16.57	16.15	18.29	20.19	22.23
<b>毛利率（%）</b>	35.71%	32.62%	34.06%	33.08%	37.23%	35.83%	35.42%	35.14%
<b>勘察设计</b>								
<b>营业收入（亿元）</b>	14.80	15.75	20.32	22.71	22.37	25.05	27.56	30.32
<b>yoy（%）</b>		6.42%	29.02%	11.76%	-1.50%	12.00%	10.00%	10.00%
<b>营业成本（亿元）</b>	9.22	10.18	12.87	15.01	13.67	15.66	17.36	19.22
<b>毛利率（%）</b>	37.72%	35.38%	36.67%	33.92%	38.87%	37.50%	37.00%	36.60%
<b>规划咨询</b>								
<b>营业收入（亿元）</b>	0.77	1.18	1.29	1.23	1.89	1.98	2.14	2.31
<b>yoy（%）</b>		53.25%	9.32%	-4.65%	53.66%	5.00%	8.00%	8.00%
<b>营业成本（亿元）</b>	0.52	0.78	0.87	0.84	1.25	1.32	1.44	1.55
<b>毛利率（%）</b>	32.47%	33.90%	32.56%	31.71%	33.86%	33.50%	33.00%	33.00%
<b>工程总承包</b>								

营业收入 (亿元)	0.84	1.74	2.17	0.80	1.45	1.45	1.52	1.60
yoy (%)		107.14%	24.71%	-63.13%	81.25%	0.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (亿元)	0.81	1.63	1.95	0.72	1.22	1.31	1.37	1.44
毛利率 (%)	3.57%	6.32%	10.14%	10.00%	15.86%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>其他业务</b>								
营业收入 (亿元)	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.05
yoy (%)		0.00%	-33.33%	0.00%	0.00%	10.00%	50.00%	50.00%
营业成本 (亿元)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
毛利率 (%)	66.67%	66.67%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: wind, 国投证券研究中心预测

## 5.2. 投资建议: 城轨设计龙头经营韧性强劲, 高 ROE 高分红投资价值凸显

公司为城市轨道交通设计领域的龙头企业, 技术实力强劲, 股东赋能充分, 客户资源优势显著, 业绩稳健增长, 高壁垒业务竞争格局清晰, 公司盈利能力和人均创收在设计板块位居前列, 高 ROE 高分红凸显经营治理和股东回报优势。公司围绕城市轨道交通设计进行横向和纵向的业务拓展, 探索新兴领域业务潜力, 立足广州, 辐射全国和海外。目前国内城市轨交建设规划稳步推进, 海外发展中国家基建需求释放, 公司作为优质城市轨交设计龙头, 有望优先受益。我们看好公司稳健经营治理风格下的持续成长和股东回报, 预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 28.52 亿元、31.26 亿元和 34.28 亿元, 同比增长 10.8%、9.6%和 9.7%; 归母净利润为 4.83 亿元、5.35 亿元和 5.79 亿元, 同比增长 11.88%、10.74%和 8.21%; EPS 分别为 1.18、1.31、1.42 元, PE 分别为 11.7 倍、10.5 倍和 9.7 倍。和设计咨询可比企业相比, 公司 PE 具备明显优势, 给予公司“买入-A”评级, 2024 年 PE 为 16 倍, 对应 6 个月目标价为 18.9 元。

表7: 可比公司估值对比表

	归母净利润 (亿元)			归母净利润 CAGR	分红率 (%)		PE			EPS		
	2023	2024E	2025E	2019-2023 年	2022 年	2023 年	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
地铁设计	2.37	4.83	5.35	16.23%	45.02%	45.39%	13.1	11.7	10.5	1.08	1.18	1.30
规划设计板块												
苏州规划	0.78	/	/	11.19%	/	45.10%	29.1	/	/	1.04	/	/
新城市	-0.52	/	/	/	30.54%	72.88%	(38.5)	/	/	-0.28	/	/
蕾奥规划	0.44	0.56	0.63	-9.94%	17.70%	18.47%	45.0	45.5	40.9	0.27	0.27	0.30
交通设计板块												
中交设计	17.66	18.62	19.82	9.37%	36.87%	30.00%	6.8	9.9	9.3	1.31	0.90	0.96
设计总院	4.88	5.60	6.37	10.73%	55.90%	40.20%	10.2	9.2	8.1	0.90	1.00	1.14
勘设股份	0.57	/	/	-39.78%	31.55%	30.26%	29.6	/	/	0.18	/	/
华设集团	6.98	7.50	8.09	7.74%	25.87%	30.13%	8.8	8.1	7.5	1.01	1.10	1.18
设研院	1.37	/	/	-15.68%	39.20%	47.51%	19.5	/	/	0.42	/	/
苏交科	3.30	4.72	5.54	-17.85%	29.79%	44.06%	29.8	20.8	17.7	0.26	0.37	0.44
中设股份	0.43	/	/	-10.01%	24.17%	23.73%	33.1	/	/	0.27	/	/
板块均值							16.9	17.6	15.7			

资料来源: WIND, 国投证券研究中心

(注: 预测日期截至 2024 年 7 月 3 日, 地铁设计业绩预期为国投证券研究中心预测, 其他均为 wind 一致预期)

## 6. 风险提示

宏观经济波动: 若宏观经济下行, 影响基建及房建项目开工, 从而影响公司下游需求;

地方财政恶化和回款风险：公司所从事大部分业务为城市轨交设计，其投资力度和项目回款和地方财政相关，若地方财政情况恶化，项目投资和回款进度存在不及预期风险；

政策落地不及预期：若交通建设规划政策落地不及预期，下游需求未按时释放，或影响公司业务增长；

新业务拓展不及预期：若公司能源合同管理、TOD、智慧轨交业务拓展进度不及预期，或将影响公司整体增长；

市场开拓不及预期：公司省外或海外业务拓展存在受阻风险，从而影响公司未来增长；

行业竞争加剧：若行业竞争加剧，公司项目报价下行，降影响公司盈利水平；

盈利预测不及预期：若政策落地、新业务拓展、市场开拓等不及预期，均影响公司盈利预测。

设计咨询板块标的划分如下：

**规划设计板块：**苏州规划、新城市、蕾奥规划

**房建设计板块：**汉嘉设计、启迪设计、华建集团、尤安设计、霍普股份、建研设计、华阳国际、建科院、中衡设计、筑博设计、华蓝集团、上海建科

**交通设计板块：**中交设计、设计总院、勘设股份、华设集团、设研院、苏交科、中设股份

**水利设计板块：**甘咨询：深水规院

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,476.3	2,573.3	2,851.5	3,126.3	3,428.3	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,657.4	1,615.3	1,829.7	2,018.8	2,223.8	营业收入增长率	4.0%	3.9%	10.8%	9.6%	9.7%
营业税费	9.6	15.2	16.1	17.5	19.2	营业利润增长率	10.1%	9.1%	11.5%	10.3%	8.3%
销售费用	59.3	56.2	59.9	66.3	72.0	净利润增长率	12.1%	8.0%	11.9%	10.7%	8.2%
管理费用	168.6	172.6	189.1	206.6	225.2	EBITDA 增长率	8.2%	15.2%	13.2%	10.0%	8.5%
研发费用	111.7	115.4	127.6	141.6	154.2	EBIT 增长率	7.7%	13.7%	13.0%	8.7%	7.8%
财务费用	-21.3	-5.8	-8.5	-18.2	-22.8	NOPLAT 增长率	9.8%	12.1%	11.3%	9.2%	7.7%
加:资产/信用减值损失	-47.0	-125.8	-87.9	-86.9	-100.2	投资资本增长率	74.6%	85.8%	11.8%	-15.3%	-7.1%
公允价值变动收益	-	-0.2	-	-	-	净资产增长率	12.8%	12.1%	9.7%	9.3%	9.0%
投资和汇兑收益	5.6	14.7	9.2	9.8	11.2						
营业利润	459.5	501.3	558.9	616.5	667.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-0.5	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	毛利率	33.1%	37.2%	35.8%	35.4%	35.1%
利润总额	459.0	501.0	558.7	616.2	667.5	营业利润率	18.6%	19.5%	19.6%	19.7%	19.5%
减:所得税	52.9	61.6	67.9	72.4	78.9	净利润率	16.1%	16.8%	16.9%	17.1%	16.9%
净利润	399.8	431.9	483.1	535.0	579.0	EBITDA/营业收入	18.6%	20.6%	21.0%	21.1%	20.9%
						EBIT/营业收入	17.3%	18.9%	19.3%	19.1%	18.8%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	24	23	22	26	29
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-81	-54	-28	-28	-32
货币资金	1,377.3	1,323.5	1,242.2	1,656.1	1,974.1	流动资产周转天数	502	526	482	458	466
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	33	52	43	42	41
应收账款	231.3	517.5	159.0	568.2	214.3	存货周转天数	70	73	76	73	67
应收票据	29.2	31.4	30.6	34.2	41.3	总资产周转天数	693	746	700	652	638
预付账款	156.9	124.6	278.0	142.9	303.9	投资资本周转天数	65	114	142	126	102
存货	478.7	561.3	634.9	627.8	655.1						
其他流动资产	1,230.2	1,457.8	1,267.2	1,318.4	1,347.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	18.5%	17.9%	18.3%	18.6%	18.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.3%	7.6%	9.2%	9.1%	9.6%
长期股权投资	106.3	112.9	112.9	112.9	112.9	ROIC	118.4%	76.0%	45.5%	44.5%	56.5%
投资性房地产	20.0	19.4	19.4	19.4	19.4	<b>费用率</b>					
固定资产	169.6	159.1	190.7	256.5	292.0	销售费用率	2.4%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
在建工程	223.0	478.2	520.4	416.3	333.1	管理费用率	6.8%	6.7%	6.6%	6.6%	6.6%
无形资产	627.0	611.2	587.7	564.2	540.7	研发费用率	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
其他非流动资产	253.9	369.7	277.4	291.1	308.1	财务费用率	-0.9%	-0.2%	-0.3%	-0.6%	-0.7%
资产总额	4,903.5	5,766.5	5,320.4	6,008.1	6,142.6	四费/营业收入	12.8%	13.2%	12.9%	12.7%	12.5%
短期债务	-	296.2	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付账款	573.2	834.5	463.3	903.7	766.9	资产负债率	55.3%	57.4%	49.4%	51.0%	47.8%
应付票据	1.5	2.9	1.1	2.1	2.0	负债权益比	123.9%	135.0%	97.6%	104.2%	91.6%
其他流动负债	2,094.2	2,141.2	2,126.2	2,120.5	2,129.3	流动比率	1.31	1.23	1.39	1.44	1.57
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.13	1.05	1.15	1.23	1.34
其他非流动负债	44.5	37.4	37.3	39.7	38.1	利息保障倍数	-20.11	-84.47	-64.90	-32.92	-28.33
负债总额	2,713.4	3,312.2	2,627.9	3,066.1	2,936.3	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	29.2	41.7	49.3	58.1	67.7	DPS(元)	0.44	0.48	0.64	0.72	0.79
股本	400.0	400.0	408.3	408.3	408.3	分红比率	45.0%	45.4%	54.0%	55.0%	56.0%
留存收益	1,760.8	2,012.6	2,234.8	2,475.6	2,730.4	股息收益率	3.2%	3.5%	4.6%	5.2%	5.8%
股东权益	2,190.1	2,454.3	2,692.5	2,942.0	3,206.3						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.98	1.06	1.18	1.31	1.42
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	5.29	5.91	6.47	7.06	7.69
净利润	406.1	439.4	483.1	535.0	579.0	PE(X)	14.1	13.0	11.7	10.5	9.7
加:折旧和摊销	38.8	49.4	49.7	61.7	71.3	PB(X)	2.6	2.3	2.1	2.0	1.8
资产减值准备	30.6	63.4	-	-	-	P/FCF	39.1	24.6	79.0	7.9	8.7
公允价值变动损失	-	0.2	-	-	-	P/S	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6
财务费用	2.8	7.6	-8.5	-18.2	-22.8	EV/EBITDA	10.0	9.8	7.0	5.7	4.8
投资收益	-5.6	-14.7	-9.2	-9.8	-11.2	CAGR(%)	10.2%	10.2%	10.7%	10.2%	10.2%
少数股东损益	6.2	7.6	7.7	8.7	9.6	PEG	1.4	1.3	1.1	1.0	1.0
营运资金的变动	-332.3	-721.9	17.6	106.2	-16.9	ROIC/WACC	11.3	7.3	4.3	4.2	5.4
经营活动产生现金流量	342.8	184.9	540.5	683.6	609.0	REP	0.7	0.7	0.8	0.9	0.7
投资活动产生现金流量	-154.2	-311.9	-90.8	9.8	11.2						
融资活动产生现金流量	-210.8	73.8	-530.9	-279.6	-302.3						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034