

2025年04月10日

地铁设计 (003013.SZ)

——轨交设计国企典范，深耕广东+稳健经营推动持续发展

投资评级：买入（首次）

投资要点：

- 背靠广州地铁集团，深耕广东拓展全国。**公司是国内主要的城市轨道交通工程咨询企业之一，背靠控股股东广州地铁集团（持股76.2%），并依托广东/广州国资背景，股权结构集中。2016至2024年，公司营收从11.1亿元增长至27.5亿元，年均复合增长率达12%；归母净利润由1.4亿元提升至4.9亿元，年均复合增长率为16.7%。核心业务为轨道交通勘察设计，贡献超80%营收，毛利率稳定在35%左右。区域布局方面，2019年，广东省外业务营收首次超过省内，占比达52.2%。2020至2023年，省内营收复合增长率达23.7%。2024年，公司广东省内、外业务营收为18.6、8.9亿元，分别同比+1.35%、+20.32%，省外增速近5年首次超过省内，占比分别为67.7%和32.3%，显示出公司在深耕广东的同时逐步拓展全国市场。
- 城市轨道交通行业稳健增长，低空经济注入发展新动能。**2019–2024年，全国城市轨道交通总运营里程年均复合增长率（CAGR）达12.6%，其中新一线及二三线城市自2015年起总运营里程超越一线城市，成为轨道交通发展的新增长点。尽管地铁项目审批趋严，广东省2022–2024年轨道交通运营里程仍保持增长，截至24年底规模位居全国第一。与此同时，2024年以来，广州低空经济政策加速落地，广东省于2024年5月发布《广东省推动低空经济高质量发展行动方案》，提出通过投资基金等方式支持低空产业发展，引导资金流向低空经济重点领域。随着轨道交通与低空经济建设力度加大，广东有望打造空地一体的现代化交通网络。
- 经营稳健，优势显著。**公司在行业内的优势十分突出：1) 拥有工程设计综合甲级资质，截至24年1月底全国仅92家企业具备，行业地位突出。2) 灵活的激励机制：公司通过长短期激励相结合，构建了全面的激励体系。3) 重视研发与创新，持续加大投入，2024年新公开的专利数量为297个，同比增长3.48%，创下历史新高。4) 分红政策积极稳健，2020–2024年公司累计分红10亿元；截至24Q3上市以来累计分红率45.17%，远超行业平均水平。在国资高比例持股的背景下，未来分红政策预计将保持稳定并具备持续性。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司2025–2027年有望实现归母净利润分别为5.41、5.99、6.64亿元，增速分别为+10.04%、+10.58%、+10.96%。参考华设集团、苏交科、设计总院等可比公司2025年平均16.32倍的PE估值，结合公司在广东省内的市场地位及轨道交通领域的深厚积累，公司有望充分受益于大湾区城市轨道交通建设的高速发展。鉴于轨道交通设计行业壁垒较高、竞争格局良好，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示：地方财政恶化和回款风险；市场开拓不及预期；行业竞争加剧。**

证券分析师

王彬鹏

SAC: S1350524090001

wangbinpeng@huayuanstock.com

戴铭余

SAC: S1350524060003

daimingyu@huayuanstock.com

郇悦轩

SAC: S1350524080001

liyexuan@huayuanstock.com

联系人

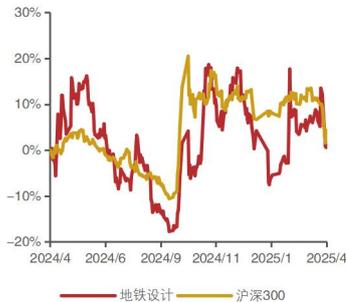
唐志玮

tangzhiwei@huayuanstock.com

林高凡

lingaofan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025年04月09日

收盘价(元)	14.76
一年内最高/最低(元)	18.30/11.68
总市值(百万元)	6,026.91
流通市值(百万元)	5,902.49
总股本(百万股)	408.33
资产负债率(%)	53.78
每股净资产(元/股)	6.74

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,573	2,748	3,020	3,339	3,707
同比增长率(%)	3.92%	6.79%	9.89%	10.57%	11.02%
归母净利润(百万元)	432	492	541	599	664
同比增长率(%)	8.01%	13.91%	10.04%	10.58%	10.96%
每股收益(元/股)	1.06	1.20	1.33	1.47	1.63
ROE(%)	17.90%	17.88%	17.71%	17.61%	17.55%
市盈率(P/E)	13.96	12.25	11.13	10.07	9.07

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年有望实现归母净利润分别为 5.41、5.99、6.64 亿元，增速分别为+10.04%、+10.58%、+10.96%。参考华设集团、苏交科、设计总院等可比公司 2025 年平均 16.32 倍的 PE 估值，结合公司在广东省内的市场地位及轨道交通领域的深厚积累，公司有望充分受益于大湾区城市轨道交通建设的高速发展。鉴于轨道交通设计行业壁垒较高、竞争格局良好，首次覆盖给予公司“买入”评级。

关键假设

2025–2027 年公司营收预计分别增长+9.89%、+10.57%和+11.02%，年均复合增速+10.79%。勘察设计业务作为核心收入来源，预计 2025–2027 年增速分别为+8.00%、+9.00%和+10.00%。规划咨询业务 2024 年受市场调整影响，收入出现明显回落，同比下降 30.98%。预计 2025–2027 年市场有望企稳回升，增速均为+5.00%。工程总承包业务受益于经济活动复苏及前端业务协同带动，预计 2025–2027 年增速分别为+30%、+25%和+20%。

投资逻辑要点

公司背靠广州地铁集团，深耕广东并拓展全国市场，长期稳居轨道交通勘察设计领域领先地位，具备稳健成长的特征。全国城市轨交行业稳健增长，广东省内市场仍具备较大拓展空间。2024 年以来，广州低空经济政策加速落地，广东省发布《广东省推动低空经济高质量发展行动方案》，轨道交通与低空经济的融合或将带来新的发展机遇。此外，公司在行业内优势突出，拥有工程设计综合甲级资质，行业竞争壁垒高，同时通过激励机制优化、持续加大研发投入、积极分红等策略，强化市场竞争力。整体来看，公司依托大湾区轨道交通建设与低空经济发展，具备长期增长潜力。

核心风险提示

地方财政恶化和回款风险；市场开拓不及预期；行业竞争加剧。

内容目录

1. 公司概况：背靠广州地铁集团，深耕广东拓展全国	6
1.1. 三十载积淀雄厚实力，立足于广州放眼全国	6
1.2. 业绩稳步增长，广东省内市场优势凸显	7
1.2.1. 勘察设计为核心主业，营收业绩稳健增长	7
1.2.2. 23年广东省营收占比&毛利率双升，省内优势进一步彰显	8
1.3. 公司项目承揽能力强，广州地铁集团大力度支持	9
2. 城市轨交行业稳健增长，低空经济注入发展新动能	10
2.1. 城市轨道行业近五年复合增速13%，地铁里程占比稳定	10
2.2. 广东轨交投资持续发力，低空经济注入全新发展动力	10
2.3. 城市轨交设计咨询进入壁垒高，设计费率高，回款有保证	12
3. 公司优势：经营稳健，分红积极，激励多元，重视研发	15
3.1. 三十余年积累储备，资质壁垒构成强大护城河	15
3.2. 激励机制多元化，薪酬极具竞争力，人均创利持续提升	15
3.2.1. 硕士及以上学历占比较高，人均创利持续提升	15
3.2.2. 多元化激励机制、极具竞争力的薪酬确保公司稳健发展	16
3.3. 专注信息智能化，研发投入加大，创新成果突出	18
3.4. 分红政策积极稳健，明显优于行业平均水平	18
3.5. 在手订单丰厚，未来业绩稳健可期	19
4. 财务分析：毛利率提升，费用率下降，ROE表现优异	21
4.1. ROE显著高于平均水平，主要源于毛利率提升、费用率下降	21
4.2. 应收账款结构优异，管控优于行业平均水平	22
5. 盈利预测与评级	25
5.1. 盈利预测	25
5.2. 投资建议	26
6. 风险提示	27

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	6
图表 2: 公司股权架构 (截至 2025 年 1 月 6 日)	7
图表 3: 公司历年营收与归母净利润情况	7
图表 4: 公司历年分业务营收及其增速	8
图表 5: 公司历年分业务毛利率对比	8
图表 6: 公司分业务营收占比	8
图表 7: 公司历年广东省内/省外营收	9
图表 8: 公司分地区毛利率 (%)	9
图表 9: 16-24 年公司营业收入中来自广州地铁集团及关联企业的比例	9
图表 10: 2017-2019 年公司招投标模式业务收入比例	9
图表 11: 中国历年城市轨交运营里程及新增运营城市	10
图表 12: 2024 年全国轨道交通制式运营里程格局	10
图表 13: 2023 年各省市一般公共预算收入及财政自给率	11
图表 14: 广东省历年运营线路及规划线路总长度	11
图表 15: 2024 年广东省城市轨道交通制式格局 (%)	11
图表 16: 近年部分涉及广东省交通建设的政策/会议	12
图表 17: 2017-2019 年公司设计费率	13
图表 18: 公司回款流程	13
图表 19: 2020-2024 年中国城市轨道总包市占率情况 (按中标项目数统计)	14
图表 20: 2020-2024 年中国城市轨道总包项目数及中标企业数 (单位: 个)	14
图表 21: 2020-2024 年中国城市轨道总包市占率情况 (按中标金额统计)	14
图表 22: 2020-2024 年广东省轨道总包市占率情况 (按中标金额统计)	14
图表 23: 公司部分主要资质	15
图表 24: 公司历年员工人数及增长率	16
图表 25: 公司历年人均创收与人均创利	16
图表 26: 公司限制性股票激励计划 (截至公告发布日 2024/5/30)	16
图表 27: 公司股票期权激励计划 (截至公告发布日 2024/5/30)	17
图表 28: 公司限制性股票&股权激励行权条件 (截至公告发布日 2024/5/30)	17
图表 29: 同业可比上市公司员工平均薪酬对比 (单位: 万元)	17
图表 30: 公司近五年新公开专利数及软件著作权数量	18

图表 31: 公司历年研发投入及其占营收比例	18
图表 32: 公司历年现金分红总额及分红率	19
图表 33: 公司分红率大幅领先行业可比公司 (截至 2024/9/30)	19
图表 34: 公司分红率显著优于同业可比上市公司 (截至 2024/9/30)	19
图表 35: 公司部分重要合同及中标项目	19
图表 36: 公司 ROE 水平显著高于业内平均水平 (单位: %)	21
图表 37: 公司 ROE、净利率、总资产周转率与权益乘数	21
图表 38: 公司与可比公司净利率 (单位: %)	22
图表 39: 公司毛利率修复至业内较高水平 (单位: %)	22
图表 40: 公司净利率, 毛利率, 期间费率对比 (单位: %)	22
图表 41: 公司历年细分期间费率变化情况	22
图表 42: 公司经营性现金流情况	23
图表 43: 各公司应收账款余额占营收比例	23
图表 44: 公司应收账款账龄结构及余额占比营收	24
图表 45: 2017-2019 年按账龄计提坏账准备对比	24
图表 46: 公司分业务营收预测 (单位: 百万元)	25
图表 47: 费用率预测	26
图表 48: 可比公司估值表	26

1. 公司概况：背靠广州地铁集团，深耕广东拓展全国

1.1. 三十载积淀雄厚实力，立足于广州放眼全国

城市轨道交通工程咨询领先企业，加速迈向一体化解决方案提供商。广州地铁设计研究院股份有限公司是国内城市轨道交通工程咨询领域的领先企业。公司前身为 1993 年由广州地铁总公司设计室与原城建科技开发中心设计室合并成立的地下铁道设计院，最初股权全部归属广州地铁总公司。2009 年，公司更名为“广州地铁设计研究院有限公司”并完成有限责任公司改制；2018 年，引入战略投资者并实施股权激励计划，整体变更为股份有限公司；2020 年 10 月，公司成功在深圳证券交易所上市，成为中国首家 A 股上市的轨道交通设计企业。上市以来，公司业绩稳步增长，营收与净利润持续提升。为进一步增强工程咨询能力，2025 年 1 月公司计划通过发行股份方式收购广州地铁工程咨询有限公司 100% 股权，整合资源，强化在城市轨道交通领域的综合服务能力，加速向一体化解决方案提供商迈进，巩固行业领先地位。

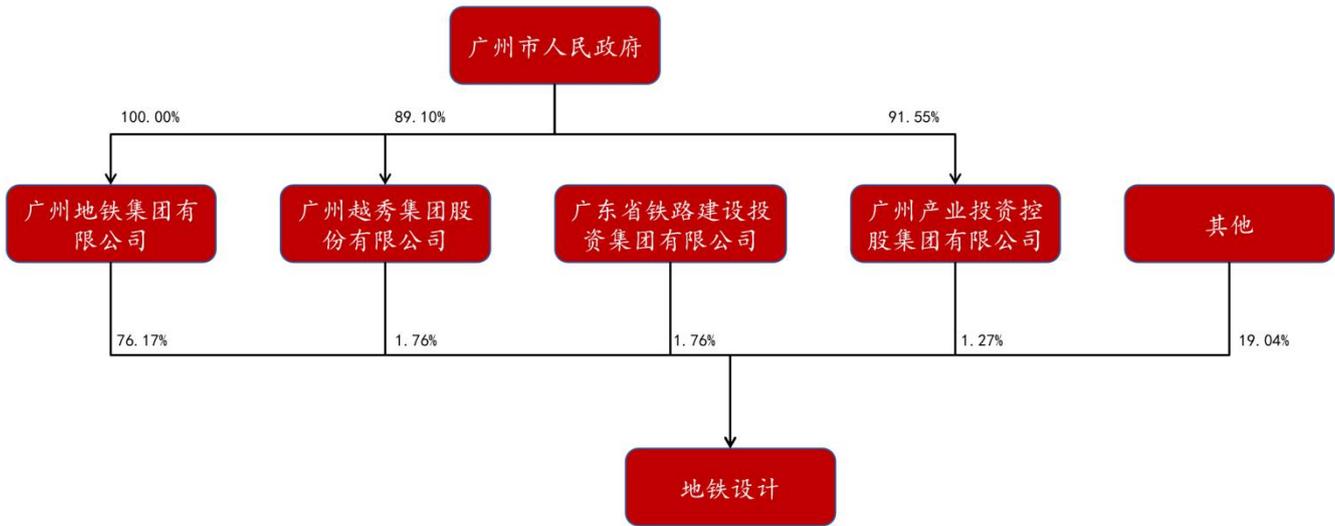
图表 1：公司历史沿革



资料来源：招股书，公司公告，RT 轨道交通公众号，华源证券研究所

公司股权结构高度集中，股东实力强大助推长期发展。从股权结构来看，公司的实际控制人为广州市人民政府，通过全资持有广州地铁集团间接控制公司。截至 2025 年 1 月 6 日，广州地铁集团作为公司的控股股东，持有公司 76.17% 的股份。公司的第 2 至第 4 大股东分别为广州越秀集团、广东省铁路建设投资集团和广州产业投资控股集团，持股比例分别为 1.76%、1.76% 和 1.27%。上述股东均于 2018 年 5 月通过增资扩股方式入股，公司股权穿透后均由广东省或广州市国有资本实际控制。

图表 2：公司股权架构（截至 2025 年 1 月 6 日）



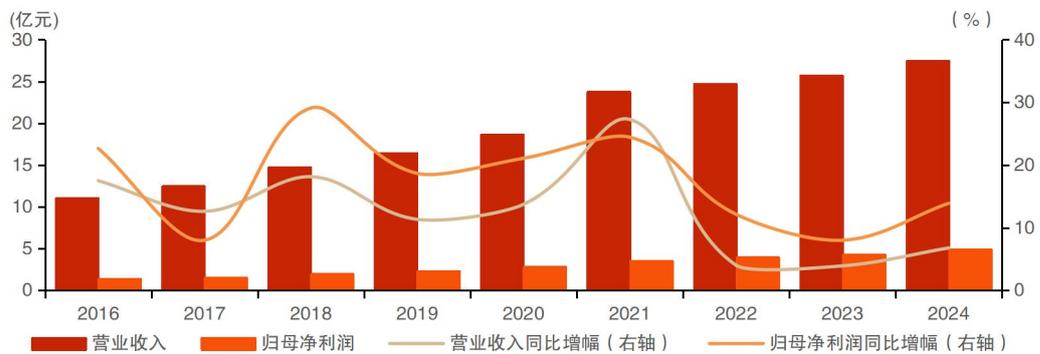
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

1.2. 业绩稳步增长, 广东省内市场优势凸显

1.2.1. 勘察设计为核心主业，营收业绩稳健增长

营收稳健扩张, 业绩持续提升。2016 至 2024 年, 公司营业收入由 11.10 亿元增长至 27.48 亿元, 年均复合增长率达 12%; 同期归母净利润由 1.43 亿元提升至 4.92 亿元, 年均复合增长率达 16.70%, 利润增速显著高于营收增速, 反映出公司盈利能力的持续增强。2024 年, 公司继续保持稳健增长, 实现营业收入 27.48 亿元, 同比增长 6.79%; 归母净利润 4.92 亿元, 同比增长 13.91%, 展现出良好的经营能力和发展韧性。

图表 3：公司历年营收与归母净利润情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

营收结构稳定，勘察设计稳居核心。公司主营业务涵盖勘察设计、规划咨询和工程总承包三大板块，其中勘察设计作为核心业务，始终发挥支柱作用。2016 至 2024 年，勘察设计

业务营业收入呈稳步上升趋势，年均复合增长率达 10.36%，占公司总营收比重始终保持在 80%以上，且毛利率稳定在 35%左右，展现出较强的盈利能力和业务稳定性。2024 年，勘察设计业务实现营业收入 23.61 亿元，占总营收的 85.93%；工程总承包板块表现亮眼，实现营业收入 2.55 亿元，同比增长 75.25%。毛利率方面，2024 年勘察设计业务毛利率为 39.91%，同比+1.04pct；规划咨询毛利率同比高增 10.3pct 至 43.99%；工程总承包毛利率为 21.37%，同比+5.24pct；各板块毛利率总体呈稳中有升趋势，体现出公司良好的成本控制与盈利能力。

图表 4：公司历年分业务营收及其增速



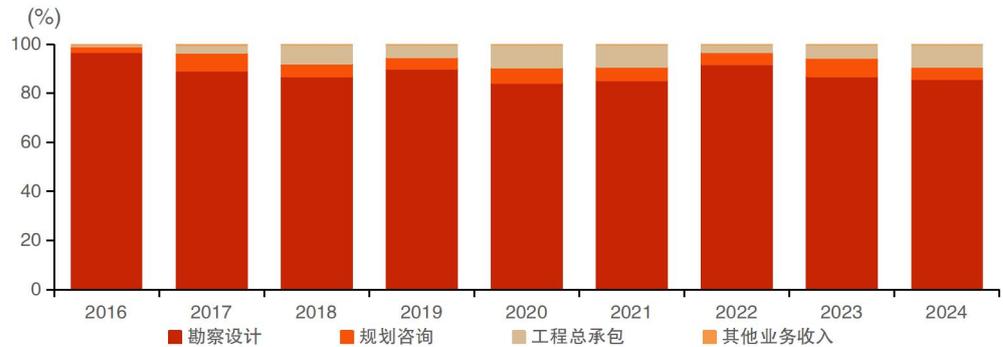
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：公司历年分业务毛利率对比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：公司分业务营收占比



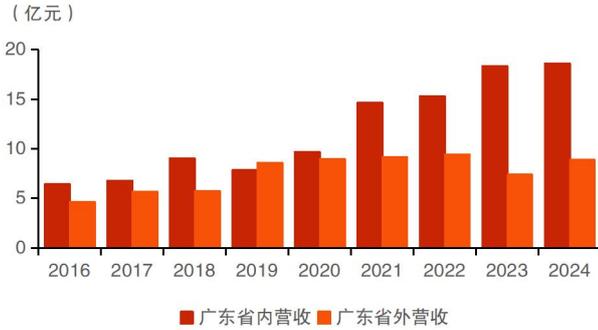
资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2.2. 23 年广东省营收占比&毛利率双升，省内优势进一步彰显

深耕广州市场，省内业务占比持续提升。公司成立于广州市，长期深耕本地市场，并自 2009 年起加快向外拓展。截至上市前，公司已在全国主要城市设立 16 家分支机构。2016 至 2018 年，公司广东省内业务营收占比均超过 50%。2019 年，广东省外业务营收首次超过省内，占比达 52.2%。然而，2020 至 2023 年，省外业务增速放缓，营收增长明显低于省内业务，其中省内营收复合增长率达 23.7%。2024 年，公司广东省内、外业务营收为 18.6、8.9

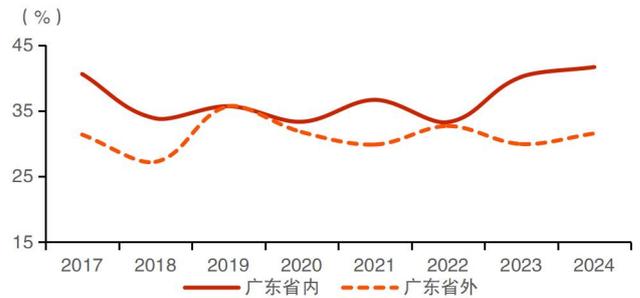
亿元，分别同比+1.35%、+20.32%，省外增速近5年首次超过省内，占比分别为67.7%和32.3%。此外，尽管省内外业务毛利率差距有所变化，但广东省内业务毛利率始终高于省外。2024年省内毛利率为41.66%，省外为31.55%，两者相差10.11个百分点。

图表 7：公司历年广东省内/省外营收



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 8：公司分地区毛利率 (%)

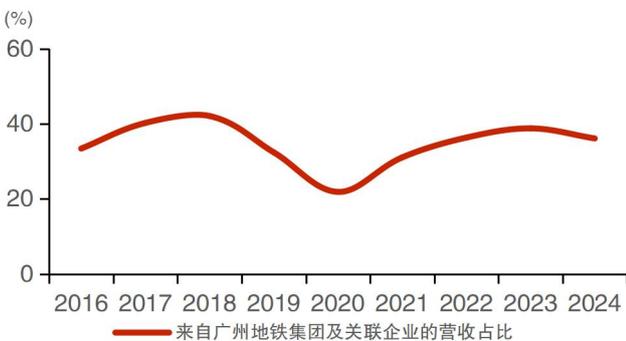


资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.3. 公司项目承揽能力强，广州地铁集团大力度支持

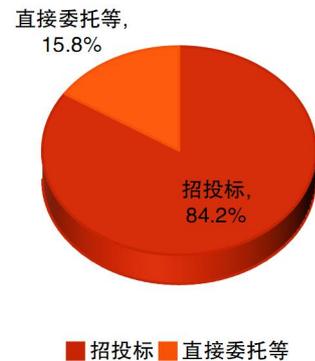
广州地铁集团大力支持，独立承揽能力突出。公司业务与广州地铁集团联系紧密，后者自2016至2024年始终为公司第一大客户，为公司业务发展提供了有力支持。公司已承担广州地区多条城市轨道交通线路的主要勘察设计和规划咨询工作，并有望在广州地铁集团的助力下，于“十四五”新格局中获得更强的业绩保障能力。在项目获取方面，公司主要通过招投标和业主直接委托两种方式承揽业务。尽管与广州地铁集团关系密切，但招投标仍是公司获取项目的绝对主要途径，体现了较强的市场竞争力和独立承揽能力。

图表 9：16-24 年公司营业收入中来自广州地铁集团及关联企业的比例



资料来源：招股书，公司公告，华源证券研究所
注：2016-2019 年为关联方销售额；2020-2024 年为前五名客户关联方销售额。

图表 10：2017-2019 年公司招投标模式业务收入比例



资料来源：招股书，华源证券研究所

2. 城市轨交行业稳健增长，低空经济注入发展新动能

2.1. 城市轨道行业近五年复合增速 13%，地铁里程占比稳定

城轨发展迅猛，非一线城市成新增长点。根据中国城市轨道交通协会统计，我国城市轨道交通总运营里程持续增长，由 2014 年的 3173 公里增至 2024 年的 12168.8 公里，提前突破《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》中 1 万公里的目标，19-24 年年均复合增长率达 12.58%。相比一线城市轨道交通的稳步扩张，新一线及二三线城市正成为行业新增长点，其总运营里程自 2015 年起已超过一线城市，并持续扩展。

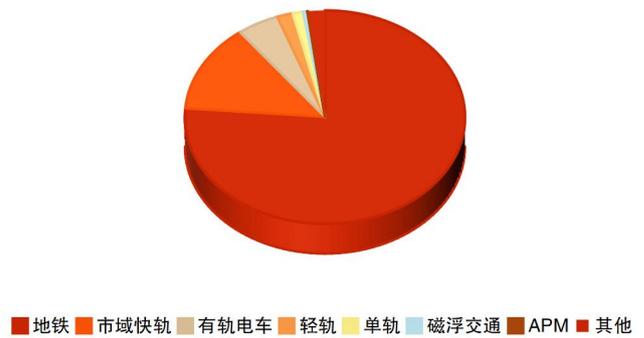
地铁制式占据主流，轨道制式格局稳定。我国城市轨道交通包括地铁、市域快速轨道、现代有轨电车、轻轨、单轨、磁浮交通及自动导向轨道（APM）七种制式，其中地铁最具代表性，长期占据主导地位。2024 年地铁总运营里程占城市轨道交通总运营里程的 76.3%，该比例长期维持在 75%左右。此外，2024 年全国铁路固定资产投资完成 8506 亿元，同比增长 11.3%，现代化铁路基础设施体系加快构建。

图表 11：中国历年城市轨交运营里程及新增运营城市



资料来源：中国城市轨道交通协会，华源证券研究所
注：一线城市为上海、北京、广州、深圳

图表 12：2024 年全国轨道交通制式运营里程格局



资料来源：中国城市轨道交通协会，华源证券研究所

2.2. 广东轨交投资持续发力，低空经济注入全新发展动力

财政实力雄厚，基建投资保障充足。广东省财力稳健，基建投资力度持续加大，资金保障性较高。截至 2023 年底，广东省一般公共预算收入达 13,851.3 亿元，位居全国第一，财政自给率达 74.8%，排名第三，政府项目回款保障较强。此外，广东省在政府投资方面表现突出，2024 年广东省专项债发行总量达 5085 亿元，规模居全国首位。依托稳健的财政实力与较强的基建投资意愿，广东省在轨道交通等基础设施建设方面具备良好的资金支持。公司立足广东省，或将充分受益于区域内的基建发展机遇，具备广阔的成长空间。

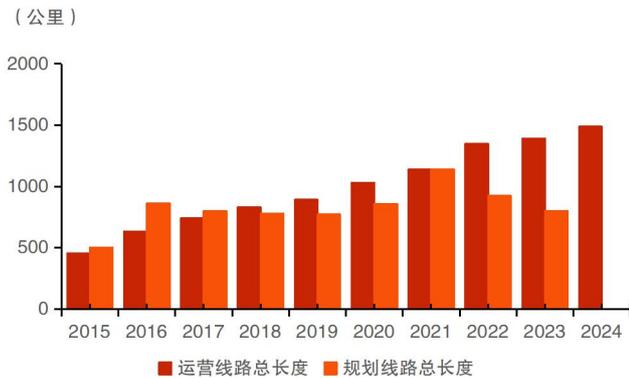
图表 13：2023 年各省市一般公共预算收入及财政自给率



资料来源：Wind，华源证券研究所

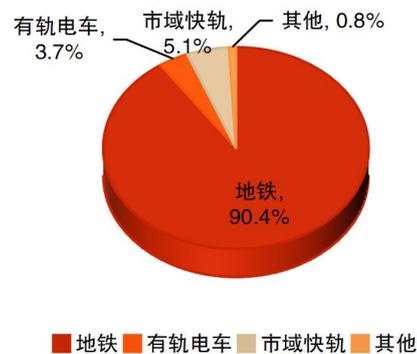
轨道交通发展领先，运营规模持续扩大。广东省城市轨道交通发展水平长期位居全国前列，自 2016 年起运营规模迎来快速增长，增速保持高位。截至 2024 年底，全省城市轨道交通总运营里程达 1487.91 公里，规模居全国第一。尽管地铁项目审批趋严，2022 至 2024 年广东省轨道交通运营里程仍分别同比增长 18.8%、3.0%和 7.0%，展现出较强的发展韧性。其中，2024 年广州市总运营里程达 707.14 公里，在全国各省市中排名第四。在制式方面，广东省轨道交通主要包括地铁、有轨电车和市域快轨三种制式，其中地铁长期占据主导地位。2024 年，广东省地铁总运营里程达 1344.39 公里，占比 90.35%；市域快轨运营里程 76.5 公里，占比 5.14%；有轨电车运营里程 54.62 公里，占比 3.67%。

图表 14：广东省历年运营线路及规划线路总长度



资料来源：Wind，中国城市轨道交通协会，华源证券研究所

图表 15：2024 年广东省城市轨道交通制式格局 (%)



资料来源：中国城市轨道交通协会，华源证券研究所

轨道交通迎发展新机遇，低空经济赋能产业升级。广东省轨道交通建设加速推进，政策密集出台为行业发展注入新动力。“十四五”规划及粤港澳大湾区建设为市域铁路发展提供重要契机，同时，低空经济正加速赋能交通基础设施升级。2024 年 5 月，广州市发布《广州市综合立体交通网规划（2023 - 2035 年）》，规划建设五个通用机场，并谋划超大城市间高速磁悬浮通道。同期，广东省发布《广东省推动低空经济高质量发展行动方案（2024—2026 年）》，提出支持低空产业发展，引导社会资本投向重点领域。随着轨道交通与低空经济加

速融合，广东有望打造空地一体化的现代交通网络。公司积极布局低空经济，与轨道交通融合发展，筹划并中标部分项目，并与通号城市轨道交通技术有限公司签署战略合作协议，探索低空智能管控技术等领域业务合作。与此同时，公司正推进“四网合一”综合规划，构建“一张网、多模式、全覆盖”的高效轨道交通体系，助力行业高质量发展。

图表 16：近年部分涉及广东省交通建设的政策/会议

时间	政策/会议名称	主要内容
2020.03	广东省 2020 年重点建设项目计划	2020 年广东共安排省重点项目 1230 个，总投资 5.9 万亿元。其中在城市轨道交通方面，广东将推进广州市轨道交通十一号线工程、广州市轨道交通五号线东延段工程等 21 个项目建设。
2020.08	国家发展改革委关于粤港澳大湾区城际铁路建设规划的批复	规划建设包括 13 个城际铁路和 5 个枢纽工程项目的“轨道上的大湾区”，总里程约 775 公里。近期到 2025 年，大湾区铁路网络运营及在建里程计划达到 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计划达到 5700 公里，覆盖 100% 县级以上城市。
2020.12	国家发展改革委召开的城际和市域（郊）铁路建设专题会议	拟将京津冀、长三角、粤港澳三大区域城际和市域（郊）铁路作为重大工程纳入“十四五”规划，三大区域“十四五”期间计划新开工城际和市域（郊）铁路共 1 万公里左右。根据近三年滚动项目清单，粤港澳新开工项目总里程约 1000 公里。
2021.9	《广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划》	到 2025 年，高速铁路和高速公路里程分别达 3600 公里、12500 公里，民用机场旅客年吞吐能力达 2.5 亿人次，港口货物通过能力达 21 亿吨，“十四五”全省共安排交通重大项目投资约 2 万亿元
2024.5	《广州市综合立体交通网规划（2023-2035 年）》	《规划》梳理未来形势及运输需求，明确发展目标，并提出综合立体交通布局、综合门户枢纽、城市交通网络、交通融合及高质量发展等重点任务。《规划》提出，广州将在番禺、增城、南沙、从化、黄埔等地规划建设 5 个通用机场。同时，谋划与其他超大城市间高速磁悬浮通道布局及实验线建设。
2024.5	《广东省推动低空经济高质量发展行动方案（2024—2026 年）》	方案提到，通过政府投资基金等方式支持低空产业发展，探索通过市场化方式组建专项基金，引导更多资金投向低空经济重点领域。支持头部企业以市场化方式实施并购重组，推进行业整合升级。积极争取国家相关资金支持，多渠道助力企业和项目创新发展。

资料来源：发改委，广州市人民政府官网等，华源证券研究所

2.3. 城市轨交设计咨询进入壁垒高，设计费率高，回款有保证

行业壁垒高筑，国企优势突出。城市轨道交通工程咨询行业具有较高的进入壁垒，资质要求复杂，涉及多个技术学科，对企业的专业能力和人才储备提出了严格要求。此外，由于城市轨道交通项目投资规模大、涉及公共安全，下游客户更倾向于选择具有丰富本地化经验的企业。同时，项目回款周期较长，对企业的资金管理和经营能力也构成挑战，因此项目经验和企业规模成为该行业的重要竞争门槛。城市轨道交通项目长期由政府主导，工程咨询行业中的国有企业凭借先发优势，在资质、技术、人才和项目经验积累方面占据明显优势。尽管市场化趋势逐步增强，但行业领先企业已掌握核心资源，形成“强者愈强”的市场格局，其市场地位长期稳固。

设计费率高于勘察设计行业平均水平。城市轨道交通项目因地制宜，设计费率存在地区差异。根据公司招股书披露的 2017-2019 年前十大城市合同数据测算，公司设计费率主要分布在 3%-4% 之间，远高于勘察设计行业平均费率 1.10%（根据 2019 年全国固定资产总投

资额（不含农户）551478 亿元与全国勘察设计企业勘察收入 6081.8 亿元测算得出），体现了该领域的高技术含量及附加价值。

图表 17：2017-2019 年公司设计费率

城市	合同设计费率	费率中位数
广州	3.20%—4.40%	3.66%
南宁	3.80%—4.27%	4.27%
佛山	2.19%—4.14%	4.00%
福州	3.50%—3.80%	3.80%
深圳	3.00%—3.42%	3.38%
苏州	3.80%—3.90%	3.83%
长沙	3.60%	3.60%
西安	3.20%—3.80%	3.50%
无锡	4.13%—4.40%	4.13%
成都	2.20%—3.44%	2.82%

资料来源：招股书，华源证券研究所

下游客户回款具有保障，最快三年内回款比例可超七成。城市轨道交通工程咨询业务的回款按照进度节点的工作量占比确认。以公司设计业务为例，单个项目在完成初步设计与招标后，最快可在 10 个月内回款 30%（最慢为 30 个月）。随后进入施工图设计与施工配合阶段，两者部分重叠，最快在施工阶段启动后 42 个月内，可进一步回款 60%（最慢 54 个月）。整体来看，公司在项目启动后，最快可于 52 个月（约 4.33 年）内回款约 90%，最迟不超过 84 个月（约 7 年），回款流程合理且周期可控。此外，由于城市轨道交通行业以政府投资为主，下游客户主要为信用良好、还款能力强的地方政府或城市轨道交通投资建设主体，未来回款保障性有望进一步提升。

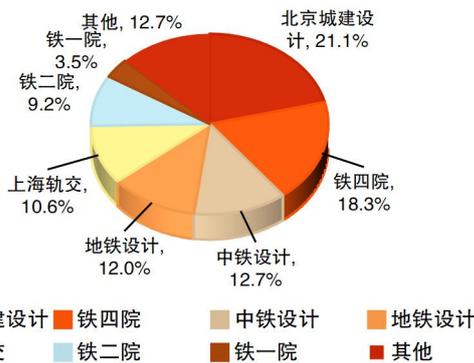
图表 18：公司回款流程



资料来源：招股书，华源证券研究所

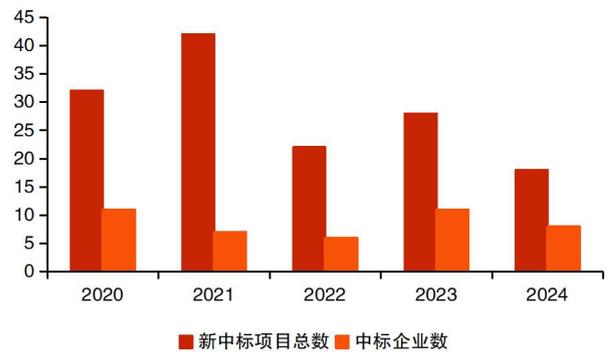
行业项目数量有限，集中度高。城市轨道交通工程咨询行业项目总量较少，市场参与者稀缺。根据 RT 轨道交通公众号发布的《中国城市轨道交通设计总体总包排行榜》统计，2020-2024 年间，全国仅有 142 个设计总体总包项目中标，涉及企业仅 18 家。行业整体市场集中度较高，头部企业间竞争激烈。相较于一般建筑设计行业的低集中度特征，城市轨道交通工程咨询行业呈现高度集中的竞争格局。其中，前十名中标企业合计中标 134 条线路，市场占有率达 94.37%；前五名企业市占率约 74.65%，行业主要份额由领先企业占据。

图表 19：2020-2024 年中国城市轨道总包市占率情况（按中标项目数统计）



资料来源：RT 轨道交通公众号，华源证券研究所

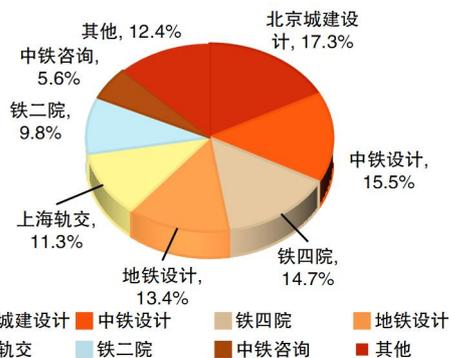
图表 20：2020-2024 年中国城市轨道总包项目数及中标企业数（单位：个）



资料来源：RT 轨道交通公众号，华源证券研究所

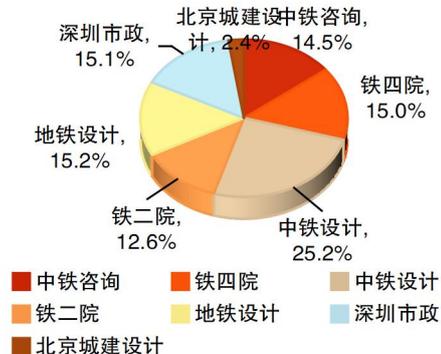
行业强势领先企业，省内领先优势显著。公司在行业内具备较强竞争力，2020-2024 年共中标 17 个设计总体总包项目，按中标金额计算市场占有率达 13.4%，排名行业第四。从中标金额来看，行业前四名企业市占率差距较小，竞争格局相对均衡。在广东省内，公司稳居上市企业头部地位。2020-2024 年，全省 21 个城市轨道交通工程咨询项目中，公司按中标金额计算的市场占有率达 15.2%，位列省内企业第二。

图表 21：2020-2024 年中国城市轨道总包市占率情况（按中标金额统计）



资料来源：RT 轨道交通公众号，华源证券研究所

图表 22：2020-2024 年广东省轨道总包市占率情况（按中标金额统计）



资料来源：RT 轨道交通公众号，华源证券研究所
注：部分项目联合中标，无细分金额，故统计时按中标企业数平均分配。

3. 公司优势：经营稳健，分红积极，激励多元，重视研发

3.1. 三十余年积累储备，资质壁垒构成强大护城河

资质构筑行业壁垒，奠定持续发展护城河。资质要求构成城市轨道交通工程咨询行业的重要壁垒，公司凭借全面且高质量的资质体系，奠定了业务可持续发展的坚实基础。作为国内首家以城市轨道交通工程咨询为主业的 A 股上市公司，公司经过三十余年的积累与沉淀，已获得国家工程设计综合甲级、工程勘察综合甲级、城乡规划编制甲级、甲级测绘等行业最高等级资质，以及工程咨询甲级资信评价等认证，综合设计实力位居行业前列。其中，公司持有的工程设计综合甲级资质，可在规模不受限制的条件下承担全部 21 个行业的建设工程设计等业务，彰显其行业领先地位。根据工程壹家微信公众号，截至 2024 年 1 月底，全国仅有 92 家勘察设计公司获此资质，公司凭借卓越的资质优势，在行业内具备明显竞争力。

图表 23：公司部分主要资质

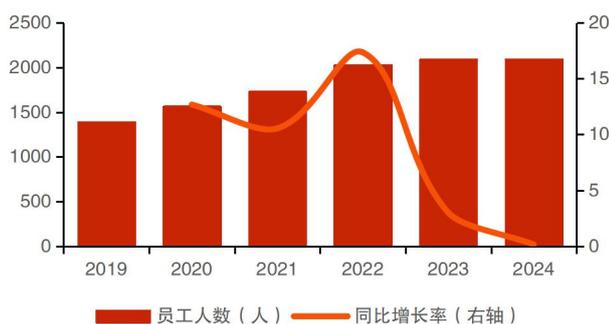
序号	资质主体	证照名称	备注
1	地铁设计院	工程设计资质证书	资质等级：工程设计综合资质甲级 可承接各行业、各等级的建设工程设计业务。可从事资质证书许可范围内相应的建设工程总承包业务以及项目管理和相关的技术与管理服务
2	地铁设计院	工程勘察资质证书	资质等级：工程勘察综合资质甲级 可承担各类建设工程项目的岩土工程、水文地质勘察、工程测量业务(海洋工程勘察除外)，其规模不受限制(岩土工程勘察丙级项目除外)
3	地铁设计院	城乡规划编制资质证书	资质等级：甲级 承担业务范围：业务不受限制
4	地铁设计院	工程咨询单位资信证书	资信等级：专业甲级 业务：铁路、城市轨道交通，建筑，市政公用工程
5	地铁设计院	测绘资质证书	资质等级：甲级

资料来源：公司官网，公司公告，中国政府网官网等，华源证券研究所

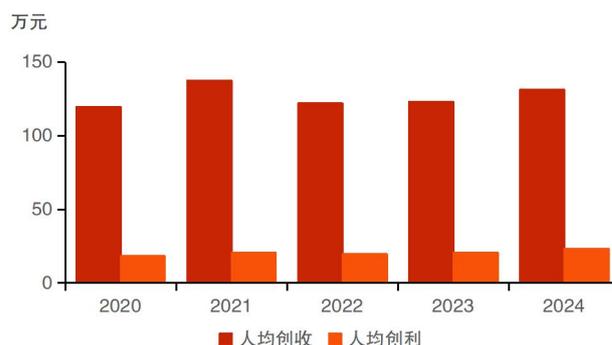
3.2. 激励机制多元化，薪酬极具竞争力，人均创利持续提升

3.2.1. 硕士及以上学历占比较高，人均创利持续提升

人才队伍稳定，高素质团队支撑业绩增长。公司员工规模长期保持稳定扩张，截至 2024 年底，公司共有员工 2094 人，其中生产及技术人员 1853 人，占比 88.5%，人才结构稳定且专业素养突出，拥有硕士及以上学历员工占比 46.5%，本科及以上学历员工占比 95.3%。城市轨道交通设计行业涉及数十余个学科，要求高度专业化，为确保统筹协作与技术水准，公司配备 579 名研发人员，其中硕士及以上学历占比 61.0%，设计研发团队整体实力雄厚。高水平人才建设直接支撑公司人均创收与人均创利的亮眼表现。2020-2024 年，公司人均创收由 119.5 万元增至 131.2 万元，年复合增长率 2.37%。同期，公司人均创利由 18.3 万元增至 23.5 万元，四年复合增长率 6.43%，充分体现高效的人才管理与业务运营能力。

图表 24：公司历年员工人数及增长率


资料来源：Wind，招股书，华源证券研究所

图表 25：公司历年人均创收与人均创利


资料来源：Wind，招股书，华源证券研究所

3.2.2. 多元化激励机制、极具竞争力的薪酬确保公司稳健发展

股权激励机制完善，彰显公司发展信心。公司依托持股平台实施股权激励，强化高管及核心技术人才的长期激励机制。早在 2018 年 5 月公司改制为股份制企业期间，便引入珠海科锦、珠海科耀、珠海科硕作为员工持股平台，对经营管理及技术人员实施股权激励。2024 年 5 月，公司推出限制性股票与股票期权激励计划，向不超过 358 名高层管理和核心技术人员（占总员工的 17.1%）授予不超过 838.19 万股限制性股票以及不超过 359.22 万份股票期权，业绩考核以 2022 年扣除非经常性损益后的净利润为基数，要求 2024-2026 年扣非净利润较 2022 年分别增长不低于 21%、33%、46%，且年度净资产收益率和营业利润率分别不低于 19%和 17%。同时，2024-2026 年研发投入占营业收入的比例分别不低于 4.6%、4.8%、5.0%。整体来看，本次激励方案不仅覆盖范围广、激励力度大，且行权条件较高，充分彰显了公司对未来发展的坚定信心。

图表 26：公司限制性股票激励计划（截至公告发布日 2024/5/30）

类别	姓名	职务	获授限制性股票数量 (股)	占授予限制性股票总量的比例	占总股本的比例
核心 高管	农兴中	党委书记、董事长	99,062	1.18%	0.025%
	王迪军	党委副书记、董事、总经理	88,954	1.06%	0.022%
	廖景	党委副书记、职工董事、工会主席	79,250	0.95%	0.020%
	孟雪艳	纪委书记	79,250	0.95%	0.020%
	雷振宇	副总经理、总法律顾问	71,163	0.85%	0.018%
	贺利工	副总经理	71,163	0.85%	0.018%
	刘健美	副总经理	71,163	0.85%	0.018%
	马明	副总经理	71,163	0.85%	0.018%
	温路平	财务总监	63,400	0.76%	0.016%
	许维	董事会秘书	63,400	0.76%	0.016%
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（348 人）			7,623,904	90.96%	1.906%
合计（358 人）			8,381,872	100.00%	2.095%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 27：公司股票期权激励计划（截至公告发布日 2024/5/30）

类别	姓名	职务	获授股票期权数量（股）	占授予股票期权总量的比例	占总股本的比例
核心 高管	农兴中	党委书记、董事长	42,455	1.18%	0.011%
	王迪军	党委副书记、董事、总经理	38,123	1.06%	0.010%
	廖景	党委副书记、职工董事、工会主席	33,964	0.95%	0.009%
	孟雪艳	纪委书记	33,964	0.95%	0.009%
	雷振宇	副总经理、总法律顾问	30,499	0.85%	0.008%
	贺利工	副总经理	30,499	0.85%	0.008%
	刘健美	副总经理	30,499	0.85%	0.008%
	马明	副总经理	30,499	0.85%	0.008%
	温路平	财务总监	27,171	0.76%	0.007%
	许维	董事会秘书	27,171	0.76%	0.007%
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（348人）			3,267,386	90.96%	0.817%
合计（358人）			3,592,230	100.00%	0.898%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 28：公司限制性股票&股权激励行权条件（截至公告发布日 2024/5/30）

解除限售期/行权期	业绩考核目标
第一个解除限售期/行权期	（1）2024 年净资产收益率 $\geq 19\%$ ；（2）以 2022 年净利润为基数，2024 年净利润较 2022 年净利润的增长比率 $\geq 21\%$ ；（3）2024 年营业利润率 $\geq 17\%$ ；上述三项指标不低于同行业对标企业 75 分位值；（4）2024 年研发投入占营业收入比例 $\geq 4.6\%$ 。
第二个解除限售期/行权期	（1）2025 年净资产收益率 $\geq 19\%$ ；（2）以 2022 年净利润为基数，2025 年净利润较 2022 年净利润的增长比率 $\geq 33\%$ ；（3）2025 年营业利润率 $\geq 17\%$ ；上述三项指标不低于同行业对标企业 75 分位值；（4）2025 年研发投入占营业收入比例 $\geq 4.8\%$ 。
第三个解除限售期/行权期	（1）2026 年净资产收益率 $\geq 19\%$ ；（2）以 2022 年净利润为基数，2026 年净利润较 2022 年净利润的增长比率 $\geq 46\%$ ；（3）2026 年营业利润率 $\geq 17\%$ ；上述三项指标不低于同行业对标企业 75 分位值；（4）2026 年研发投入占营业收入比例 $\geq 5.0\%$ 。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

注：以上“净利润”是指归属上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润；“净资产收益率”是指归属上市公司股东扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率

薪酬竞争力强，激励机制完善。公司为普通员工提供极具竞争力的薪酬体系。由于城市轨道交通勘察设计行业从业人员整体素质较高，加之公司人均创收与人均创利均高于同业可比上市公司，公司薪酬水平始终保持行业领先。23 年地铁设计人均薪酬为 59.88 万元，显著高于同业平均值 27.57 万元。

图表 29：同业可比上市公司员工平均薪酬对比（单位：万元）

公司	2020	2021	2022	2023
----	------	------	------	------

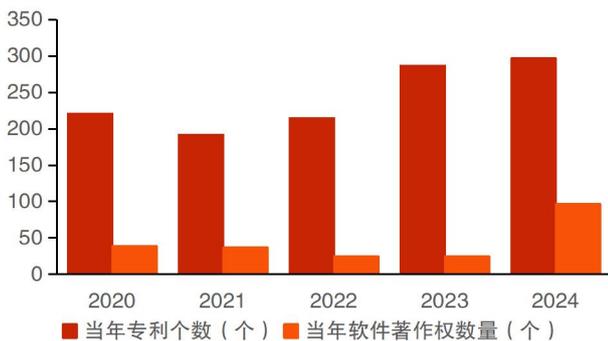
苏交科	20.54	19.61	20.11	21.20
华设集团	29.67	29.46	33.80	29.97
中设股份	17.16	19.63	19.62	20.86
设计总院	25.06	30.70	33.23	35.66
勘设股份	16.10	18.18	17.82	16.11
设研院	23.65	21.38	22.63	15.66
中交设计	14.61	15.68	16.86	47.60
深城交	32.51	34.22	33.54	33.49
平均值	22.41	23.61	24.70	27.57
地铁设计	58.06	68.28	65.08	59.88

资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

3.3. 专注信息智能化，研发投入加大，创新成果突出

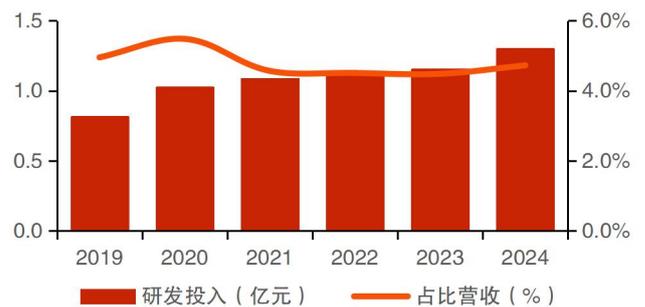
科研体系完善，技术创新成果显著。公司建立了完善的科研体系，在智慧城市轨道交通领域取得多项关键技术突破。公司创新性地提出基于工业互联网和物联网的智慧轨道交通架构体系，集成多层域感知、数字通信、信息融合、计算机视觉等前沿技术，实现轨道交通全生命周期的信息化与智能化，并已在国内多个城市推广应用。依托多个国家级、省市级工程实验室及科技研发平台，公司具备科研成果转化的独特优势，每年研发投入不低于营业收入的3%，2024年研发投入达1.30亿元，占营收的4.7%。截至2024年底，公司拥有579名研发人员，占总员工数的27.7%。截至24年末，累计公开1603项专利（发明专利971项），并掌握六大国内领先、部分全球领先的核心技术，包括多网合一规划、大数据分析虚拟仿真技术融合的枢纽一体化设计、基于BIM的轨道交通全生命周期一体化协同、绿色节能技术、装配式关键技术及智慧城市轨道交通关键技术，持续推动行业向更高水平发展。

图表 30：公司近五年新公开专利数及软件著作权数量



资料来源：企查查，华源证券研究所

图表 31：公司历年研发投入及其占营收比例



资料来源：Wind，华源证券研究所

3.4. 分红政策积极稳健，明显优于行业平均水平

分红政策稳健，股东回报领先行业。公司自上市以来保持积极的分红政策，2020-2024年分红率分别为92.1%、44.9%、45.0%、45.4%、39.8%，累计分红金额达10亿元；截至

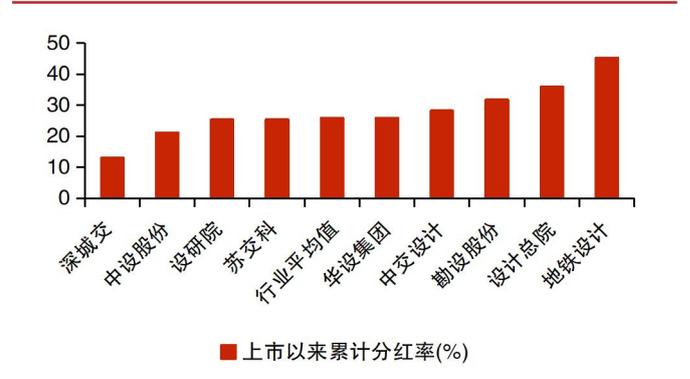
24Q3，上市以来累计分红率 45.17%，远超行业可比公司。同时，考虑到公司国资持股比例较高，预计未来仍将维持积极的分红态度，持续向股东提供稳定的投资回报。

图表 32：公司历年现金分红总额及分红率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 33：公司分红率大幅领先行业可比公司（截至 2024/9/30）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 34：公司分红率显著优于同业可比上市公司（截至 2024/9/30）

公司	三年累计分红占比 (%)	2023 的分红率 (%)	上市以来的累计分红率 (%)
苏交科	101.3	44.1	25.4
华设集团	84.8	30.1	25.9
中设股份	72.9	23.7	21.1
设计总院	149.9	40.2	35.9
勘设股份	92.6	30.3	31.7
设研院	96.1	53.9	25.3
中交设计	95.6	30	28.2
深城交	43.7	6	13
平均值	92.1	32.3	25.8
地铁设计	135.33	45.4	45.2

资料来源：Wind，华源证券研究所

3.5. 在手订单丰厚，未来业绩稳健可期

订单储备充足，业绩增长可期。根据公司公告（不完全统计），截至 2024 年底，公司在手重大合同（单个项目金额超 1 亿元）总额为 127.91 亿元，其中待履行金额约 68.86 亿元，为未来业绩提供有力支撑。其中，大湾区城际铁路相关项目为公司带来显著的业绩增长空间。公司订单储备充足，未来业绩增长具备较强保障。

图表 35：公司部分重要合同及中标项目

合同标的	项目金额 (亿元)	待履行金 (亿元)
------	-----------	-----------

广州市轨道交通十八号线和二十二号线及同步实施场站综合体设计施工总承包项目详勘、施工图设计分包合同	8.52	2.17
广州市城市轨道交通近期建设规划（2016-2022年）线路设计等前期研究十八号线工程设计、设计总体（含勘察总体）和总包管理初步设计总承包合同	7.26	3.20
佛山市城市轨道交通四号线一期工程勘察设计总承包项目合同	8.32	5.03
广州市十二五轨道交通线网前期深化研究（总体总包、勘察）合同	8.27	1.11
深圳市地铁9号线工程勘察设计总承包项目合同	6.74	2.06
福州至长乐机场轨道交通工程（设计）建设工程设计合同	3.58	0.91
广州市城市轨道交通近期建设规划（2016-2022年）线路设计等前期研究二十二号线工程设计、设计总体（含勘察总体）和总包管理初步设计总承包合同	3.43	1.71
深圳市城市轨道交通20号线工程勘察设计总承包合同	2.76	0.30
佛山市城市轨道交通三号线工程施工图设计总承包项目合同	3.01	0.38
福州市轨道交通4号线一期工程（勘察、设计）合同	3.98	0.60
广州市十二五轨道交通线网前期深化研究广州市轨道交通十一号线工程设计总体和总包管理（19标）合同	3.47	0.48
粤港澳大湾区城际线路（广州东至花都天贵、芳村至白云机场）工程勘察设计总承包项目合同补充协议（芳村至白云机场城际）	9.56	5.34
粤港澳大湾区城际线路（广州东至花都天贵、芳村至白云机场）工程勘察设计总承包项目合同补充协议（广州东至花都天贵城际）	8.06	4.02
广州市城市轨道交通第三期建设规划调整线路（8号线北延段拆解线（广州北~纪念堂）中的江府~纪念堂段、秀全公园站、雅源站）设计总体总包管理项目合同	2.81	1.66
广州市城市轨道交通第三期建设规划调整线路（8号线东延段（万胜围~莲花））设计总体和总包管理项目合同	1.66	1.14
深大城际铁路勘察设计监理及全过程投资控制造价咨询项目合同	1.81	1.00
南沙至珠海（中山）城际前期深化研究项目合同	2.68	1.66
三号线环控系统试点应用合同能源管理模式项目合同	5.57	5.41
五号线环控系统试点应用合同能源管理模式项目合同	6.93	6.74
佛山经广州至东莞城际设计总体和总包管理项目合同	11.53	11.23
佛山经广州至东莞城际土建设计项目四标合同	1.29	1.29
南沙至珠海（中山）城际（万顷沙~兴中段）勘察设计总承包项目合同文件	6.65	3.16
佛山经广州至东莞城际土建设计项目一标	1.64	1.60
深圳市城市轨道交通20号线二期工程勘察设计总承包合同	5.68	3.99
港铁（深圳）4号线一期车站空调系统能源管理项目合同	1.01	0.97
关中城市群富平（阎良）至咸阳机场铁路设计总承包项目	1.70	1.70
合计	127.91	68.86

资料来源：公司公告，华源证券研究所

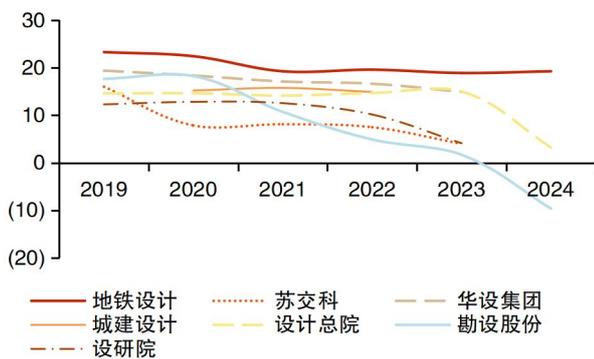
4. 财务分析：毛利率提升，费用率下降，ROE 表现优异

4.1. ROE 显著高于平均水平，主要源于毛利率提升、费用率下降

ROE 保持高位，显著高于行业平均水平。与同业可比上市公司相比，公司 ROE 显著高于行业平均水平。2019 至 2020 年，公司 ROE 保持在约 23% 的水平。尽管近年来受宏观经济增速放缓影响，勘察设计行业整体 ROE 呈下降趋势，公司在 2021 至 2024 年底仍展现出良好的稳定性，分别为 19.3%、19.6%、18.9%、19.3%，不仅未明显回落，反而进一步拉大了与行业平均水平的差距，彰显出突出的盈利能力和抗周期性。

净利率上升缓解 ROE 下行压力。在细分指标方面，权益乘数由 2019 年的 2.96 下降至 2024 年的 2.16，总资产周转率由 0.55 次下降至 0.46 次。与此同时，公司净利率从 14.6% 提升至 18.2%，减缓了 ROE 的降幅。

图表 36：公司 ROE 水平显著高于业内平均水平（单位：%）



资料来源：Wind，华源证券研究所

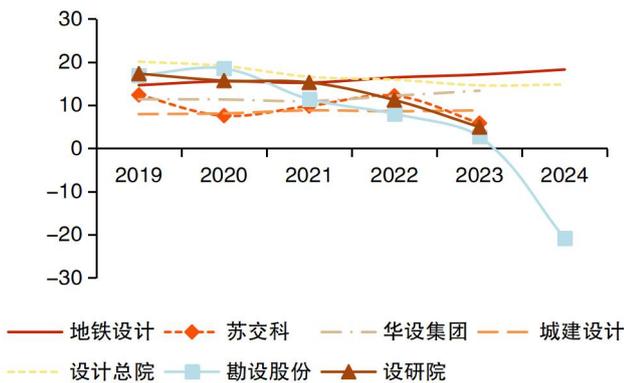
图表 37：公司 ROE、净利率、总资产周转率与权益乘数



资料来源：Wind，华源证券研究所

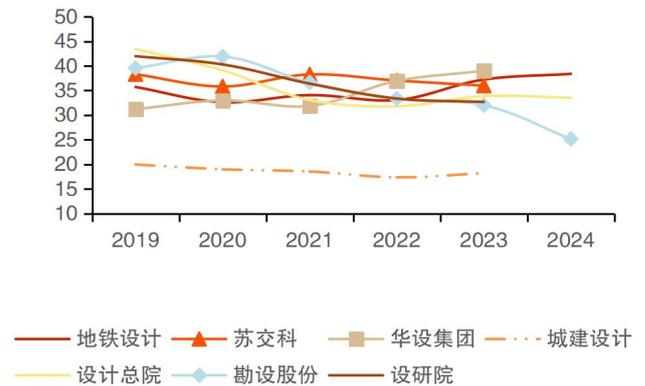
公司盈利能力持续增强，毛利率的提升有效带动净利率上行。2019 年至 2024 年，公司毛利率由 35.7% 波动上升至 38.4%。尽管 2020 年曾一度降至 32.6%，但随后稳步回升，并于 2024 年达到阶段高点。同期，公司净利率由 14.6% 提升至 18.2%，显著高于行业平均水平，显示出较强的盈利能力。与可比上市公司相比，公司毛利率已由行业平均水平跃升至较高区间，进一步凸显了其竞争优势。

图表 38：公司与可比公司净利率（单位：%）



资料来源：Wind, 华源证券研究所

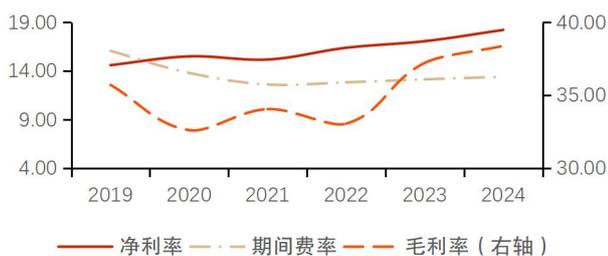
图表 39：公司毛利率修复至业内较高水平（单位：%）



资料来源：Wind, 华源证券研究所

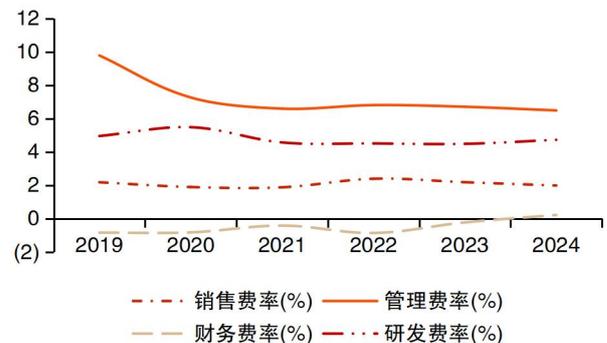
期间费率下降助力净利率提升。2019 至 2024 年，公司期间费率由 16.1% 降至 13.4%，体现出显著的成本控制成效和运营效率提升。在期间费率持续优化的带动下，公司净利率呈现上行趋势。作为人才和技术密集型行业，勘察设计行业对管理能力要求较高，公司始终保持稳健的费用管控水平，2019 至 2023 年管理费用率维持在约 6.7%，2024 年管理费用率同比 -0.22pct 至 6.49%。依托稳定的国资背景，公司销售费用率始终处于低位，2024 年为 2.0%，同比下降 0.2 个百分点。与此同时，公司财务费用管控得当，2019 至 2023 年财务费用率由 -0.84% 逐步回升至 0.22%，整体维持在较为健康的水平。

图表 40：公司净利率，毛利率，期间费率对比（单位：%）



资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 41：公司历年细分期间费率变化情况

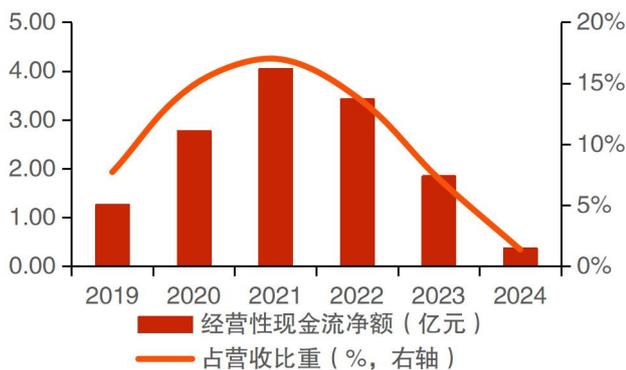


资料来源：Wind, 华源证券研究所

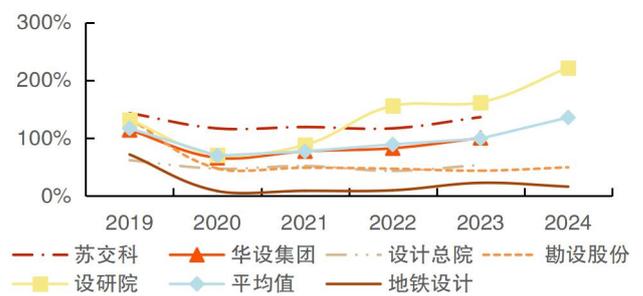
4.2. 应收账款结构优异，管控优于行业平均水平

现金流波动性表现突出，整体稳健。2019 至 2024 年，公司经营性现金流经历了波动性变化。2019 年，经营性现金流净额为 1.3 亿元，占营收比重为 7.7%。此后，公司的现金流逐步上升，2021 年达到近五年的峰值，经营性现金流净额为 4.1 亿元，占营收比重为 17.0%。到 2024 年，公司经营性现金流净额回落至 0.4 亿元，占营收比重为 1.4%。尽管短期波动存在，但整体现金流管理仍较为稳健，为公司持续运营提供了有力支撑。

应收账款余额占营收比例整体维持较低水平，管控能力显著优于同行。2019年至2024年，公司应收账款余额占营收比重整体呈下降趋势。2019年应收账款余额为11.8亿元，占营收比重达71.8%；2020年降至1.6亿元，占比仅为8.7%，为近五年最低水平。此后，应收账款余额有所回升，但整体仍保持在较低水平。2024年，公司应收账款余额为4.5亿元，同比减少1.4亿元。尽管城市轨道交通工程咨询行业普遍存在回款周期长的情况，公司在应收账款管理方面表现突出。2023年，行业应收账款余额占营收比重的平均值高达99.2%，而公司同期仅为22.9%，显示出显著的差距与明显的管理优势。

图表 42：公司经营性现金流情况


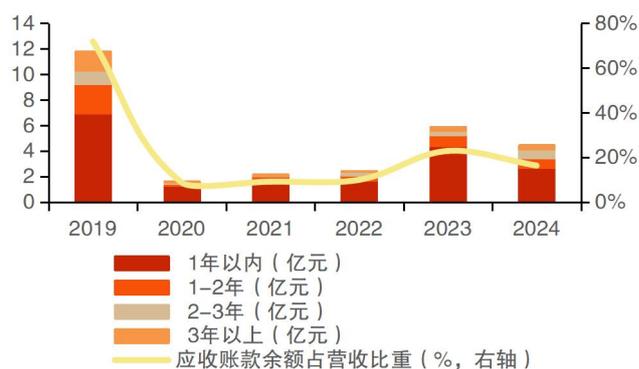
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 43：各公司应收账款余额占营收比例


资料来源：Wind，华源证券研究所

公司应收账款账龄结构持续优化，风险控制能力较强。2024年，公司一年以内的应收账款占比达到60.4%，账龄结构较为健康，反映出较强的资金回收能力。公司在应收账款管理方面表现优异，主要得益于以下三方面因素：（1）管控能力强：自2020年以来，3年以上应收账款占比始终维持在较低水平，2024年该比例仅为7.7%。公司催收效果显著，长期应收账款管理能力突出。（2）坏账准备充分：公司在账龄基础上计提坏账准备方面较行业更为审慎，计提标准充分，有效控制潜在信用风险。（3）客户回款保障强：公司主要客户为地方政府及信用评级较高的城市轨道交通投资主体，虽然回款节奏可能受制于内部审批及预算拨付流程，但整体回款保障能力较强，信用风险较低。

图表 44：公司应收账款账龄结构及余额占比营收



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 45：2017-2019 年按账龄计提坏账准备对比

应收账款账龄	苏交科	设计总院	中设股份	勘设股份	设研院	地铁设计
1 年以内 (含 1 年)	5%	5%	5%	5%	5%	5%
1-2 年	10%	10%	10%	10%	10%	10%
2-3 年	20%	30%	15%	20%	15%	30%
3-4 年	30%	50%	25%	50%	25%	50%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

5.1. 盈利预测

作为国内领先的城市轨道交通工程咨询企业，地铁设计专注于为城市提供“规划咨询、勘察设计、工程总承包”等全产业链服务，核心业务稳健，创新技术成果显著。依托广州地铁集团的强大背景，公司在广东省内市场地位稳固，并积极拓展全国市场。随着低空经济等新兴业务的开拓，公司未来增长空间广阔。我们看好公司在轨道交通设计领域的技术优势及中长期发展潜力。

收入预测方面，我们预计 2025–2027 年公司营收增速分别为 +9.89%、+10.57% 和 +11.02%。2024 年公司总营收为 27.48 亿元，同比+6.79%。**勘察设计业务**是公司最重要的收入来源，贡献超 80% 营收。2018–2022 年受益于国内轨道交通网的大规模建设，该业务实现快速增长；但 2023 年，受部分项目建设工期延长影响，增速有所放缓。2024 年实现恢复性增长，收入同比增长 5.57%。展望未来，广东地区作为“十四五”轨道交通规划的重点区域，有望释放更多轨交建设项目，基础设施投资复苏或将带动勘察设计需求回暖。同时，公司在手订单充足，凭借专业优势为业绩增长奠定坚实基础。预计 2025–2027 年该业务增速分别为 +8.00%、+9.00% 和 +10.00%。**规划咨询业务**主要提供轨道交通建设相关的建议书、可研报告及专题研究服务，24 年营收占比约 4.8%。2023 年该业务同比大幅增长 53.88%，但 2024 年受市场调整影响，收入出现明显回落，同比下降 30.98%。预计 2025–2027 年市场有望企稳回升，增速均为 +5.00%。**工程总承包业务** 24 年延续快速增长态势，营收同比 +75.25% 至 2.55 亿元。随着经济活动复苏，项目进度有望加快，同时，公司勘察设计及规划咨询业务的稳步增长或将对工程总承包业务形成协同带动作用，预计 2025–2027 年该业务增速分别为 +30%、+25% 和 +20%。

毛利率预测，我们预计公司 2025–2027 年综合毛利率分别为 38.43%、38.58% 和 38.71%。其中，**勘察设计业务** 2024 年毛利率达 39.91%，同比+1.04pct，受项目建设进度恢复及行业竞争格局趋稳影响，成本有望下降，预计 2025–2027 年毛利率将达到 40.21%、40.66% 和 40.86%。**规划咨询业务** 2024 年毛利率为 43.99%，同比+10.30pct，预计 2025–2027 年将进一步增长至 44.73%、44.80% 和 45.21%。**工程总承包业务** 2024 年毛利率为 21.37%，同比+5.24pct，受益于营收增长带来的规模效应，预计 2025–2027 年将提升至 22.00%、22.33% 和 23.40%。整体来看，公司各项业务毛利率均有望稳步提升，盈利能力有望进一步增强。

图表 46：公司分业务营收预测（单位：百万元）

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	合计	2476.26	2573.34	2747.97	3019.83	3339.01	3706.98
	YOY	4.02%	3.92%	6.79%	9.89%	10.57%	11.02%
	毛利率	33.07%	37.23%	38.40%	38.43%	38.58%	38.71%
勘察设计	收入	2270.93	2236.66	2361.20	2550.10	2779.61	3057.57
	YOY	11.75%	-1.51%	5.57%	8.00%	9.00%	10.00%
	毛利率	33.92%	38.87%	39.91%	40.21%	40.66%	40.86%
规划咨询	收入	122.93	189.17	130.57	137.10	143.95	151.15
	YOY	-4.95%	53.88%	-30.98%	5.00%	5.00%	5.00%

	毛利率	31.92%	33.69%	43.99%	44.73%	44.80%	45.21%
工程总承包	收入	80.39	145.23	254.53	330.89	413.61	496.33
	YOY	-62.93%	80.66%	75.25%	30.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	10.04%	16.13%	21.37%	22.00%	22.33%	23.40%
其他业务收入	收入	2.00	2.27	1.66	1.75	1.84	1.93
	YOY	-12.12%	13.25%	-26.66%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	60.95%	64.67%	56.30%	60.64%	60.69%	61.21%

资料来源：I find，华源证券研究所

费用率预测，随着公司积极推进降本增效，构建“设计+数字科技”战略模式，公司整体费用率水平预计将呈下降趋势。2024年，公司销售、管理及研发费用率分别为1.99%、6.49%和4.73%，同比-0.20pct、-0.22pct和+0.24pct。展望2025-2027年，我们预计公司销售费用率分别为1.99%、1.98%和1.98%；管理费用率预计为6.49%、6.48%和6.48%。公司或将保持对研发的持续投入，预计研发费用率将分别提升至4.75%、4.77%和4.79%。随着数字化转型的深入推进，公司的成本控制和运营效率有望进一步提升。

图表 47：费用率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.39%	2.18%	1.99%	1.99%	1.98%	1.98%
管理费用率	6.81%	6.71%	6.49%	6.49%	6.48%	6.48%
研发费用率	4.51%	4.49%	4.73%	4.75%	4.77%	4.79%

资料来源：I find，华源证券研究所

5.2. 投资建议

基于以上假设，我们预计公司2025-2027年有望实现归母净利润分别为5.41、5.99、6.64亿元，增速分别为+10.04%、+10.58%、+10.96%。参考华设集团、苏交科、设计总院等可比公司2025年平均16.32倍的PE估值，结合公司在广东省内的市场地位及轨道交通领域的深厚积累，公司有望充分受益于大湾区城市轨道交通建设的高速发展。鉴于轨道交通设计行业壁垒较高、竞争格局良好，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 48：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2023	2024A /E	2025E	2026E	2023	2024A /E	2025E	2026E
603018	华设集团	50.87	7.44	1.02	0.77	0.82	0.88	7.29	9.66	9.10	8.49
300284	苏交科	108.86	8.62	0.26	0.22	0.23	0.26	33.03	39.18	37.89	33.80
603357	设计总院	51.48	9.18	0.87	0.91	0.95	1.02	10.54	10.03	9.66	8.98
002949	华阳国际	27.31	13.93	0.82	0.81	0.93	1.04	16.93	17.20	14.98	13.34
600720	中交设计	184.71	8.05	0.77	0.76	0.81	0.85	10.46	10.55	9.97	9.42
	平均							15.65	17.32	16.32	14.81
003013	地铁设计	60.27	14.76	1.06	1.20	1.33	1.47	13.96	12.25	11.13	10.07

资料来源：I find，华源证券研究所

注：时间截至于2025/4/9；除地铁设计外，其余盈利预测来源于I find一致预期。

6. 风险提示

地方财政恶化和回款风险：地铁项目通常依赖地方政府财政支持，若地方财政状况恶化，可能导致项目资金短缺或回款延迟。当前部分地区财政资源配置压力较大，在资金统筹和项目拨款节奏方面可能存在一定不确定性，可能影响其对地铁项目的资金拨付能力，进而对设计企业的现金流和财务状况造成不利影响。此外，地铁项目周期长、投资规模大，若回款周期延长，将增加企业的资金周转压力。

市场开拓不及预期：尽管公司在全国范围内积极拓展业务，但不同地区的市场需求、竞争环境和文化差异可能对市场开拓形成阻力。若公司在省外市场的品牌影响力和资源投入不足，可能导致市场开拓进度缓慢，难以实现预期目标。

行业竞争加剧：随着城市轨道交通行业的快速发展，行业竞争日趋激烈。若公司未能持续提升技术实力和服务质量，可能面临市场份额被挤压的风险。此外，价格竞争可能压缩利润空间，对公司的盈利能力造成不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	931	906	1,002	1,112
应收票据及账款	2,228	2,572	3,010	3,676
预付账款	98	108	119	132
其他应收款	29	32	35	39
存货	645	708	781	865
其他流动资产	53	52	52	53
流动资产总计	3,984	4,377	4,999	5,877
长期股权投资	153	165	176	187
固定资产	921	935	997	1,094
在建工程	89	192	216	160
无形资产	594	577	563	552
长期待摊费用	27	22	16	8
其他非流动资产	368	301	338	338
非流动资产合计	2,152	2,191	2,306	2,339
资产总计	6,136	6,568	7,305	8,216
短期借款	320	361	550	807
应付票据及账款	1,029	609	602	682
其他流动负债	1,901	2,406	2,615	2,802
流动负债合计	3,250	3,376	3,767	4,291
长期借款	46	37	30	21
其他非流动负债	3	3	4	3
非流动负债合计	49	41	34	24
负债合计	3,300	3,417	3,800	4,315
股本	408	408	408	408
资本公积	961	961	961	961
留存收益	1,381	1,688	2,030	2,415
归属母公司权益	2,751	3,057	3,399	3,784
少数股东权益	85	94	105	117
股东权益合计	2,836	3,152	3,504	3,901
负债和股东权益合计	6,136	6,568	7,305	8,216

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	501	533	593	660
折旧与摊销	83	115	129	147
财务费用	6	14	18	27
投资损失	-14	-13	-12	-12
营运资金变动	-640	-333	-325	-500
其他经营现金流	101	21	18	18
经营性现金净流量	38	336	422	340
投资性现金净流量	-371	-144	-234	-171
筹资性现金净流量	-83	-217	-93	-59
现金流量净额	-416	-25	96	110

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,748	3,020	3,339	3,707
营业成本	1,693	1,859	2,051	2,272
税金及附加	8	13	15	18
销售费用	55	60	66	74
管理费用	178	196	216	240
研发费用	130	144	159	178
财务费用	6	14	18	27
资产减值损失	-120	-101	-105	-109
信用减值损失	-6	-28	-32	-36
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	14	13	12	12
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	6	8	8	7
营业利润	572	627	696	773
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	571	626	695	772
所得税	70	75	86	96
净利润	501	551	609	676
少数股东损益	9	9	11	12
归属母公司股东净利润	492	541	599	664
EPS(元)	1.20	1.33	1.47	1.63

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	6.79%	9.89%	10.57%	11.02%
营业利润增长率	14.13%	9.51%	11.09%	11.01%
归母净利润增长率	13.91%	10.04%	10.58%	10.96%
经营现金流增长率	-79.65%	792.37%	25.74%	-19.36%
盈利能力				
毛利率	38.40%	38.43%	38.58%	38.71%
净利率	18.23%	18.23%	18.24%	18.24%
ROE	17.88%	17.71%	17.61%	17.55%
ROA	8.02%	8.24%	8.19%	8.08%
估值倍数				
P/E	12.25	11.13	10.07	9.07
P/S	2.19	2.00	1.80	1.63
P/B	2.19	1.97	1.77	1.59
股息率	0.00%	3.90%	4.26%	4.63%
EV/EBITDA	10	9	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。