

**品茗股份 (688109.SH) / 建筑装饰**
**拾级而上, 加速成长**
**评级: 买入 (首次)**

市场价格: 87.34

分析师: 邢立力

执业证书编号: S0740518100001

电话: 021-20315138

Email: xingll@r.qizq.com.cn

分析师: 曾明

执业证书编号: S0740518070008

电话: 021-20315138

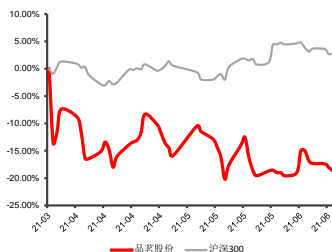
Email: zengming@r.qizq.com.cn

联系人: 韩冰

Email: hanbing@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	54.37
流通股本(百万股)	12.38
市价(元)	87.34
市值(百万元)	4,749.03
流通市值(百万元)	1,080.88

**股价与行业-市场走势对比**

**公司盈利预测及估值**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	282.9	379.9	526.7	707.7	920.7
增长率 yoy%	27.7%	34.3%	38.7%	34.4%	30.1%
净利润	74.3	97.6	132.9	171.1	215.8
增长率 yoy%	33.1%	31.4%	36.1%	28.8%	26.1%
每股收益(元)	1.82	2.39	2.44	3.15	3.97
每股现金流量	1.2	1.5	1.8	2.5	3.0
净资产收益率	41.97%	40.59%	21.01%	16.30%	18.06%
P/E	47.93	36.54	35.73	27.75	22.01
P/B	17.66	12.75	4.82	4.26	3.72

备注: 股价取自6月10日收盘价

**投资要点**

- 公司简介: 深耕施工领域的建筑信息化龙头。1) 深耕建筑信息化领域, 核心员工激励充分。**公司于2011年7月开始从事智慧工地部分产品的研发和销售, 2016年3月后在施工阶段信息化产品的基础上整合了建筑信息化软件的研发及销售, 设立灵顺灵和重仕投资两个员工持股平台合伙企业, 实现骨干员工持股。**2) 信息化软件+智慧工地产品双轮驱动, 业务结构清晰。**公司建筑信息化软件产品是基于建筑信息化模型的专业软件产品, 智慧工地产品采用“平台+组件”的业务形态, 智慧工地业务在近几年迎来快速发展期, 收入由2016年的2806万增长至2020年的1.64亿, 复合增速达到55.6%, 收入占比由28.65%提升至43.26%。**3) 扎根华东辐射全国, 业绩持续增长。**目前公司的收入仍以华东地区为主, 2020年华东地区收入达2.65亿, 占总收入比重为69.7%, 公司计划将在浙江省以外地区, 逐步建立北上广深、济南、青岛、大连等21个营销及售后服务网点, 加大对全国业务的布局。
- 行业分析: 建筑信息化渗透率仍低, 增长潜力可期。1) 建筑信息化助发展, 未来增长潜力可期。**建筑行业在不断通过新技术和新管理方式来提效降费, 以实现精细化管理, 我国的建筑信息化起步晚于发达国家, 随着建筑行业对自身信息化的重视程度和投入力度的增强, 建筑信息化还有较大增长潜力。**2) 国内渗透率仍低, 龙头公司地位稳固。**国内BIM系统需求客户主要是建筑及相关企业, 从BIM使用数量来看BIM市场的渗透率较低, 还处于早期阶段, 国内主要参与厂商的经营情况来看, 广联达2020年的营收及净利润规模均远超其他企业, 广联达在国内的市场份额最大, 其次为品茗股份。
- 投资逻辑: 智慧工地加速发展, 股权激励彰显信心。1) 建筑信息化软件业务领先, 业务发展平稳。**公司的底层核心技术BIM算法引擎、塔机安全辅助技术、数字建造技术中台体包含了关键算法的技术创新, 是公司的主要技术护城河, 公司2020年的建筑信息化软件业务收入达2.16亿, 近五年复合增长率为74%, 软件业务收入快速增长。**2) 智慧工地业务快速发展, 有望保持先发优势。**公司智慧工地业务, 近五年复合增速为34.6%, 收入规模持续扩大, 智慧工地解决方案与功能覆盖度均较高, 在局部差异化部分有一定优势, 有较明显的研发先发优势和产品化优势。**3) 研发能力仅次于龙头, 盈利能力优于同行。**公司的研发人员占比达40.9%, 略高于广联达, 公司研发投入次于龙头企业, 与同行业相比在部分技术领域技术成果数量较多、研发投入较多, 2020年公司的ROE为40.6%, 同期广联达、盈建科的ROE分别为6.8%、24.6%, 公司的盈利能力突出。**4) 股权激励绑定核心人员, 发展信心强劲。**公司于6月9日发布股权激励草案, 拟向激励对象授予不超过105万股限制性股票, 占激励计划草案公告时总股本1.93%, 业绩考核目标为以2020年度营业收入为基数, 2021-2023年营业收入增长率分别不低于35%、80%、125%, 股权激励的实施将有利于稳定核心团队, 彰显了公司的发展信心。
- 盈利预测: 公司在建筑信息化行业中收入规模靠前, 具备丰富的产品体系以及客户资源, 公司上市之后有望进一步拓宽销售渠道并持续完善产品体系, 加之建筑信息化行业渗透率持续提升, 行业景气度持续向上, 预计公司未来仍将保持稳定成长, 归母净利润分别为1.3亿、1.7亿、2.2亿, 同比增速分别为36.1%、28.8%、26.1%, 对应PE分别为35.7X、27.8X、22.0X, 首次覆盖, 给与“买入”评级。**
- 风险提示: 房建投资增速放缓风险、建筑信息化率提升不及预期风险、销售不及预期风险、信息滞后风险。**

## 内容目录

公司简介：深耕施工领域的建筑信息化龙头.....	- 5 -
深耕建筑信息化领域，核心员工激励充分.....	- 5 -
信息化软件与智慧工地并行，业务结构清晰.....	- 6 -
扎根华东辐射全国，业绩持续高增长.....	- 8 -
行业分析：建筑信息化渗透率仍低，增长潜力可期.....	- 9 -
建筑信息化助发展，未来增长潜力可期.....	- 9 -
国内渗透率仍较低，龙头公司地位稳固.....	- 13 -
投资逻辑：智慧工地加速发展，股权激励彰显信心.....	- 15 -
建筑信息化软件业内领先，业务发展平稳.....	- 15 -
智慧工地业务快速增长，有望保持先发优势.....	- 18 -
研发能力仅次于龙头，盈利能力优于同行.....	- 21 -
股权激励绑定核心人员，发展信心强劲.....	- 22 -
盈利预测及投资建议.....	- 23 -
风险提示.....	- 24 -

## 图表目录

图表 1：公司历史沿革.....	- 5 -
图表 2：公司股权结构（截至 2021Q1）.....	- 6 -
图表 3：品茗股份建筑安全计算软件.....	- 6 -
图表 4：品茗股份 BIM 算量软件.....	- 6 -
图表 5：品茗智慧工地产品应用场景.....	- 7 -
图表 6：2016-2020 年公司分产品毛利率.....	- 7 -
图表 7：2016-2020 年公司分产品毛利润（百万）.....	- 7 -
图表 8：2016-2020 年公司业务结构（%）.....	- 8 -
图表 9：2016-2020 年公司分产品收入及增速（百万）.....	- 8 -
图表 10：公司 2020 年收入结构（分地区）.....	- 8 -
图表 11：公司 2020 年不同地区业务毛利率.....	- 8 -
图表 12：公司营业收入及增速.....	- 9 -

图表 13: 公司归母净利润及增速 .....	- 9 -
图表 14: 公司销售毛利率和净利率 (%) .....	- 9 -
图表 15: 公司期间费用率 .....	- 9 -
图表 16: 2019 年建筑业产值利润率 .....	- 10 -
图表 17: 15-59 岁人口数量及变动趋势 .....	- 10 -
图表 18: BIM 技术带来全球建筑行业第二次变革 .....	- 10 -
图表 19: BIM 技术贯穿建筑业全周期 .....	- 11 -
图表 20: BIM 技术实现不同角色人员工作协同 .....	- 11 -
图表 21: 智慧工地架构示意图 .....	- 11 -
图表 22: 户籍人口城镇化率 .....	- 12 -
图表 23: BIM 技术实现不同角色人员工作协同 .....	- 12 -
图表 24: 全球各行业信息化水平统计图 .....	- 12 -
图表 25: 国内建筑信息化市场规模 .....	- 13 -
图表 26: 国内 BIM 市场规模 .....	- 13 -
图表 27: 2017-2019 年 BIM 报告调研施工企业情况 .....	- 13 -
图表 28: 企业使用 BIM 项目个数 .....	- 13 -
图表 29: 建筑信息化软件格局 .....	- 14 -
图表 30: 主要建筑信息化企业收入规模 .....	- 14 -
图表 31: 主要建筑信息化企业归母净利润规模 .....	- 14 -
图表 32: 公司核心技术及应用产品 .....	- 15 -
图表 33: 公司核心技术发展现状及优势 .....	- 15 -
图表 34: 同行业企业建筑信息化软件的技术进行对比 .....	- 16 -
图表 35: 主要建筑信息化软件销售报价 (单位: 元/套) .....	- 17 -
图表 36: 建筑信息化软件业务收入 .....	- 18 -
图表 37: 建筑信息化软件业务毛利率 .....	- 18 -
图表 38: 智慧工地产品体系 .....	- 19 -
图表 39: 智慧城建大数据平台架构 .....	- 19 -
图表 40: 智慧工地系统销售报价 (单位: 元/套) .....	- 20 -
图表 41: 智慧工地业务收入 .....	- 20 -
图表 42: 智慧工地业务毛利率 .....	- 20 -
图表 43: 建筑信息化公司研发投入占比 .....	- 21 -
图表 44: 建筑信息化公司研发人员占比 (2020 年) .....	- 21 -
图表 45: 品茗股份专利及软件著作权数量 .....	- 21 -
图表 46: 建筑信息化公司软件著作权数量 (2020 年) .....	- 21 -
图表 47: 建筑信息化公司期间费用率 .....	- 22 -

图表 48: 建筑信息化公司 ROE.....	- 22 -
图表 49: 股权激励计划.....	- 22 -
图表 50: 收入分拆.....	- 23 -
图表 51: 可比公司估值.....	- 23 -
图表 52: 盈利预测三张表.....	- 25 -

## 公司简介：深耕施工领域的建筑信息化龙头

### 深耕建筑信息化领域，核心员工激励充分

品茗股份前身为品茗有限，成立于 2011 年 7 月，作为品茗科技的全资子公司之一，主要从事智慧工地部分产品的研发和销售。2015 年 8 月，品茗有限完成股改，整体变更为品茗股份。2016 年 3 月，品茗股份挂牌新三板，开始陆续承接整合品茗科技、品茗造价的人员、业务、客户资源等，在施工阶段信息化产品的基础上整合了建筑信息化软件的研发及销售。2016-2018 年，公司着重软件产品的 BIM 化，智慧工地子系统研发成功并实现产品化。2019 年开始，公司进入了技术路线、产品路线成熟发展的阶段，产品由岗位级向项目级、企业级延伸，形成了建筑信息化软件和智慧工地产品两大类产品。公司于 2019 年 8 月在新三板完成注销，2021 年 3 月登陆科创板上市。

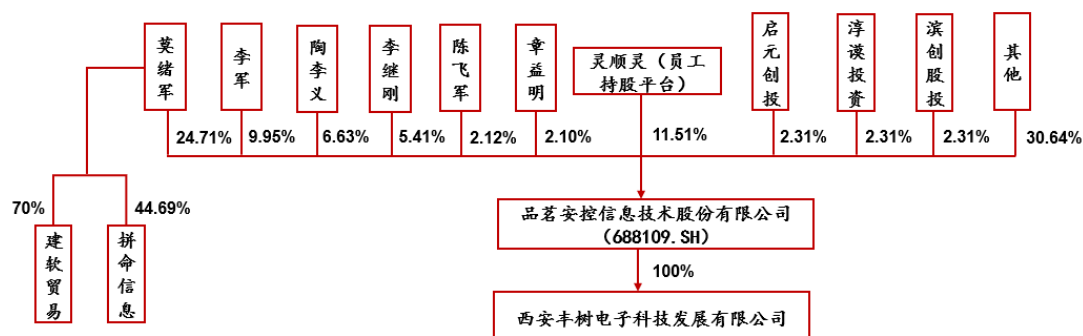
图表 1：公司历史沿革



来源：公司公告，中泰证券研究所

**核心员工激励充分，激发中长期发展动力。**公司于 2015 年和 2017 年分别设立灵顺灵和重任投资两个员工持股平台合伙企业，实现骨干员工持股。截至 2021Q1，公司董事长莫绪军持有公司 24.71% 的股份，是公司的控股股东和实际控制人。公司前十大股东中，李军、陶李义、李继刚等高管和董事持股合计 26.21%，首席市场官李自可等公司骨干员工通过灵顺灵平台持股 11.51%，核心管理层和骨干员工激励充分，利好公司中长期发展。

图表 2: 公司股权结构 (截至 2021Q1)

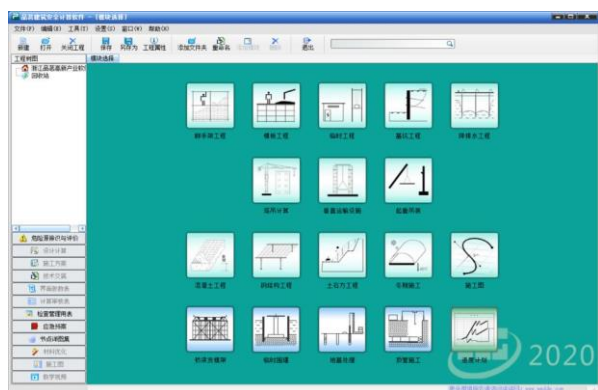


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 信息化软件与智慧工地并行, 业务结构清晰

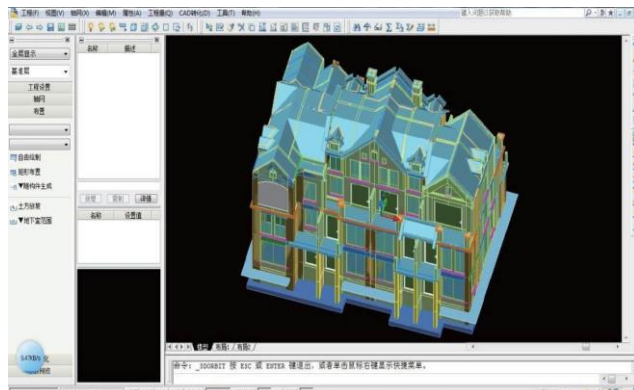
**双轮驱动, 业务结构清晰。**公司在建筑信息化领域深耕十年, 形成了建筑信息化软件和智慧工地产品双轮驱动的业务格局。公司的建筑信息化软件产品是基于建筑信息化模型的专业软件产品, 包括适用于房屋建筑、公路桥梁、市政水利等工程建设领域的施工系列产品, 如品茗 BIM 施工策划软件、品茗 BIM 建筑安全计算软件; 以及适用于工程造价管理和控制的软件, 如品茗 BIM 算量软件。公司的智慧工地产品采用“平台+组件”的业务形态, 典型产品是品茗智慧工地云平台、塔机安全监控管理系统、升降机监控子系统。

图表 3: 品茗股份建筑安全计算软件



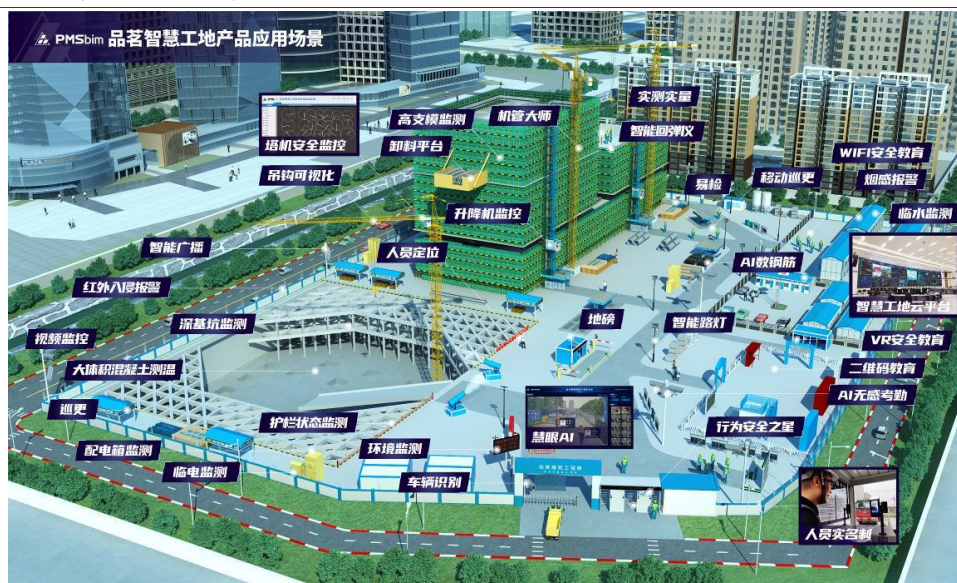
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 品茗股份 BIM 算量软件



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

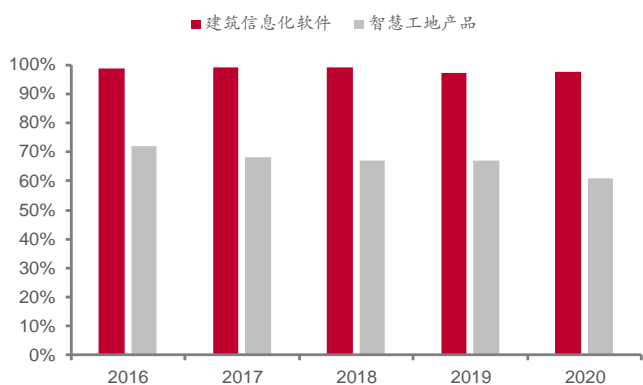
图 5: 品茗智慧工地产品应用场景



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

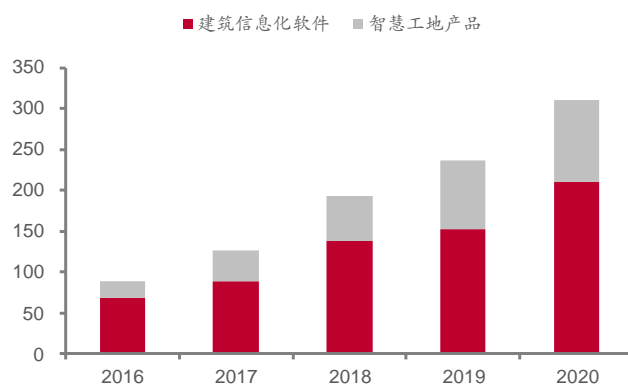
建筑信息化软件贡献主要利润, 智慧工地产品占比不断提升。公司建筑信息化软件毛利率高达 98%, 2020 年实现收入 2.16 亿, 占全部收入的 57%, 贡献毛利润 2.11 亿, 占整体毛利润的 68%, 是公司利润的主要来源。智慧工地业务在近几年迎来快速发展期, 公司在定制化研发能力加成之下, 不断丰富产品线, 实现了收入的快速增长, 由 2016 年的 2806 万增长至 2020 年的 1.64 亿, 复合增速达到 55.6%, 收入占比由 28.65% 提升至 43.26%。

图 6: 2016-2020 年公司分产品毛利率



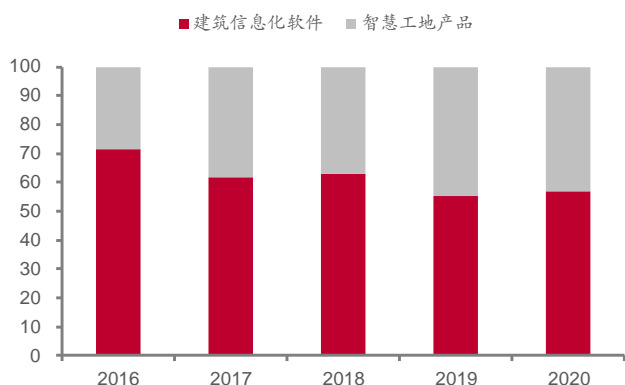
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图 7: 2016-2020 年公司分产品毛利润 (百万)



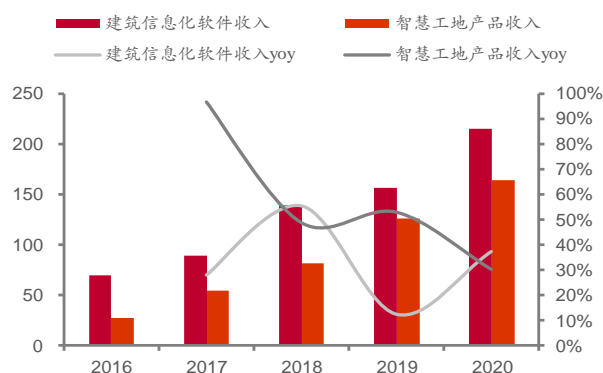
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 2016-2020 年公司业务结构 (%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 2016-2020 年公司分产品收入及增速 (百万)

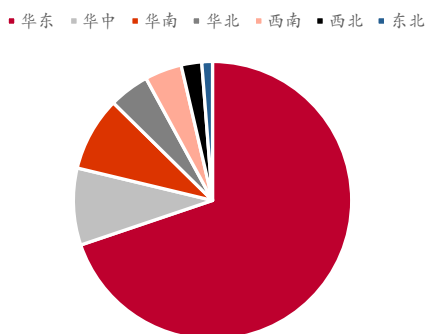


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 扎根华东辐射全国, 业绩持续高增长

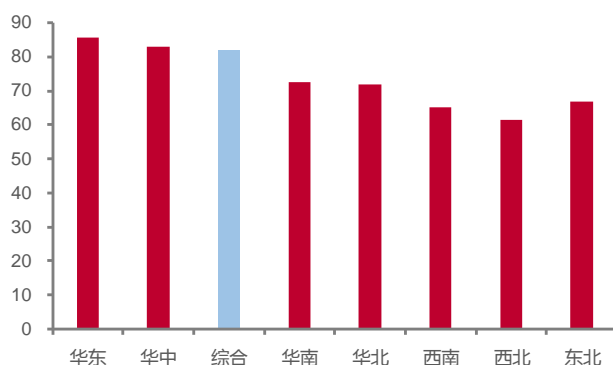
华东地区优势明显, 业务布局辐射全国。公司在华东地区扎根已久, 在华东地区拥有深厚的客户基础, 目前公司的收入仍以华东地区为主, 2020 年华东地区收入达 2.65 亿, 占总收入比重为 69.7%, 其他地区占比仅为 30.3%, 根据公司的招股书, 公司计划将在浙江省以外地区, 按照一线城市、二线城市及重点城市的顺序, 逐步建立北上广深、济南、青岛、大连等 21 个营销及售后服务网点, 加大对全国业务的布局, 地区收入结构有望得到进一步改善。由于华东地区的经济状况较好, 且公司在华东地区的资源丰富, 因此公司在华东地区业务的毛利率水平略高于其他地区, 2020 年华东区业务的毛利率为 85.5%, 比公司的整体的毛利率高 3.7 个百分点。

图表 10: 公司 2020 年收入结构 (分地区)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 公司 2020 年不同地区业务毛利率



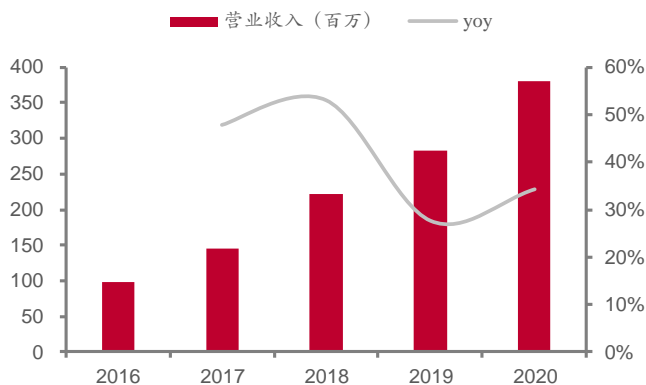
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

业绩持续高增长, 财务质量优异。2020 年, 公司实现营业收入 3.80 亿, 同比增长 34.3%; 实现归母净利润 0.98 亿, 同比增长 31.4%。公司近年来业绩持续高增长, 2016-2020 年营业收入和归母净利润复合增速分别为 40.3%、36.1%。公司毛利率近几年略有下降, 主要系智慧工地产



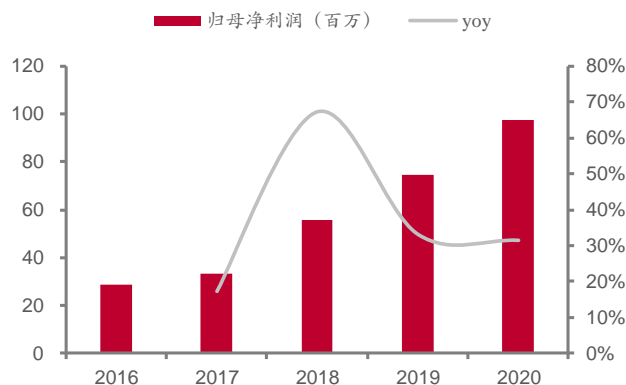
品占比提升所致，但仍旧高于 80%，而且由于费用管控得当，公司净利率始终维持在 25%左右，盈利能力优异。

图表 12: 公司营业收入及增速



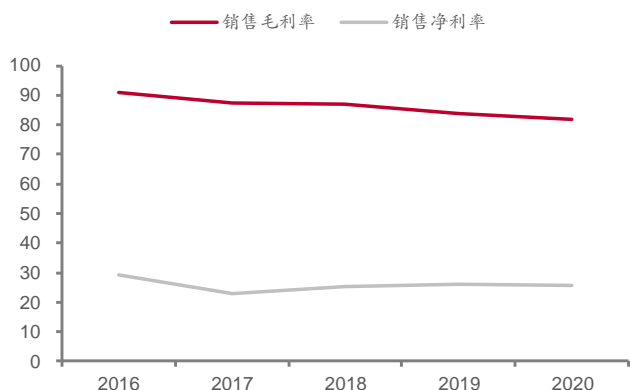
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 13: 公司归母净利润及增速



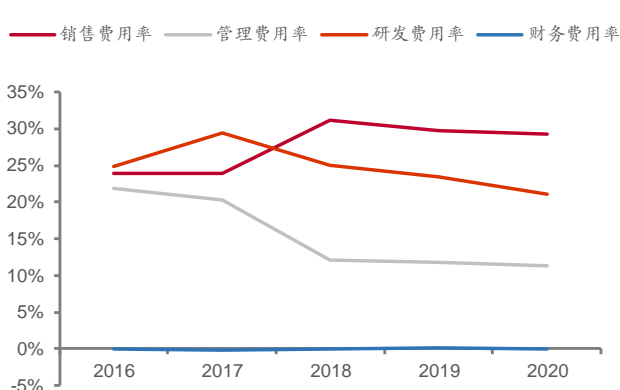
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 14: 公司销售毛利率和净利率 (%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 15: 公司期间费用率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

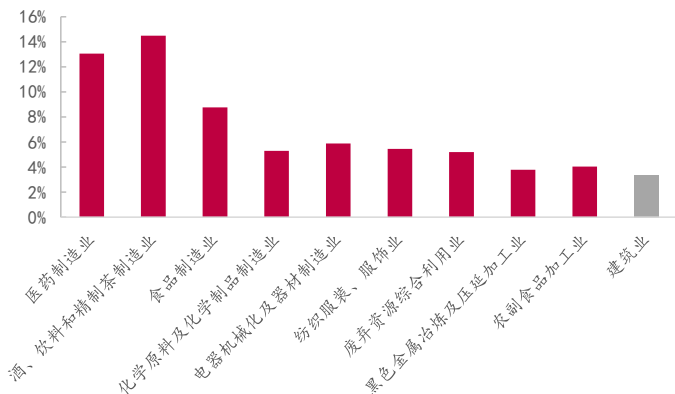
## 行业分析: 建筑信息化渗透率仍低, 增长潜力可期

### 建筑信息化助发展, 未来增长潜力可期

建筑业的产值利润率相对较低, 人口红利消失倒逼企业转型。作为国民经济支柱产业之一, 建筑业总产值近几年增速虽有所下滑, 但是总量基数仍旧庞大, 建筑业企业的业绩增长很大一部分来自于国家宏观政策和固定资产投资的拉动, 与其他行业相比, 建筑业的产值利润率相对较低, 2019年, 建筑业的产值利润率仅为 3.37%, 大部分建筑企业仍管理粗放, 科技含量不高, 且需依靠密集的劳动力。然而, 近年来我国的劳动力年龄人口急剧缩减, 老龄化日益加重, 截至 2019 年底, 15-59 岁人口的占

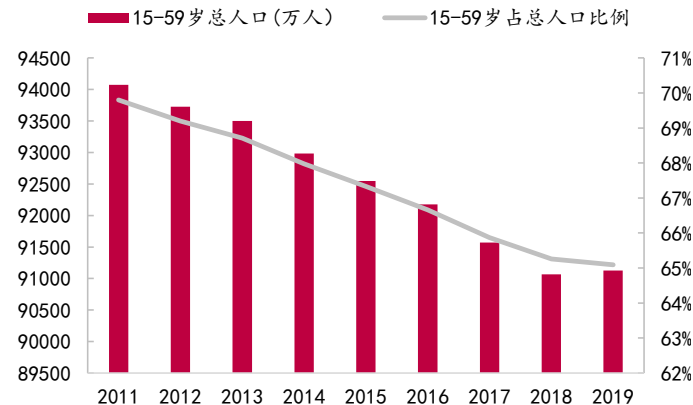
比已降至 65.1%，人口红利消失直接导致依赖人力资源投入的建筑行业出现用人紧缺的现象，行业的劳动力成本逐年增长，进一步压缩企业利润，倒逼建筑企业逐渐向集约化、精细化模式转变。

图表 16: 2019 年建筑业产值利润率



来源：招股书，中泰证券研究所 注：除建筑业采用建筑业产值利润率指标外，其他行业均采用销售利润率指标

图表 17: 15-59 岁人口数量及变动趋势



来源：招股书，wind，中泰证券研究所

**建筑信息化持续发展，BIM 技术意义最为重大。**为改变行业粗放型、劳动密集型的特点，建筑行业也在不断通过新技术和新管理方式来提效降费，以实现精细化的管理，在此背景之下，国内建筑信息化发展前后经历了四个发展阶段：1)“甩图板”工程开启设计环节信息化；2)算量计价软件推广带动项目成本管理的信息化；3)电子招投标的推广从国家政策角度推动建筑行业信息化落地；4)BIM 带来建筑行业第二次变革，国内加快 BIM 技术应用推广。在信息化发展的四个阶段中以 BIM 技术的意义最为重大，BIM 技术的出现使得建筑行业真正摆脱了二维图纸，迈向了基于三维模型的设计和建造的全新模式，从根本上改变从业人员仅依靠符号文字形式图纸进行项目建设和运营管理的工作方式，实现在建设项目全生命周期内提高质量与效率。

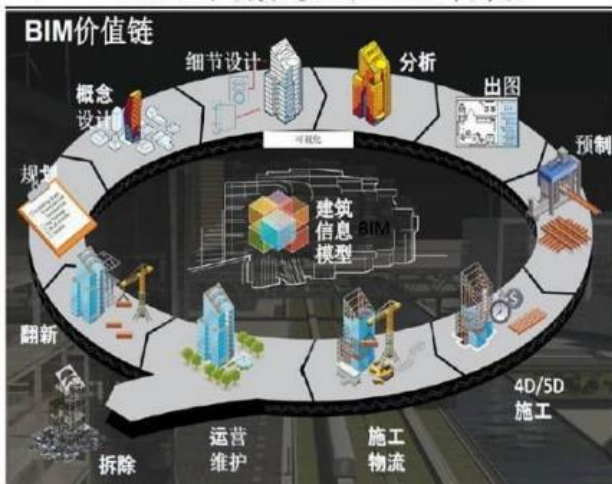
图表 18: BIM 技术带来全球建筑行业第二次变革



来源：招股书，天华建筑，中泰证券研究所

**BIM 贯穿建筑全生命周期环节，提高建筑全生命周期的运营效率。** BIM 是一种可实现建筑设计的三维可视化的信息建模技术，BIM 技术叠加时间轴形成 4D 模型，进一步叠加成本信息可构筑 5D 模型，对建筑进行多维度考量，可贯穿建筑全生命周期环节；实现不同角色人员工作协同。BIM 技术出现之前，企业在不同系统中的信息处于割裂状态，BIM 的出现可实现全生命周期各环节信息完美衔接，让信息连贯，不再处于割裂状态，大大提高建筑全生命周期的运营效率。

图表 19: BIM 技术贯穿建筑业全周期



来源：招股书，中泰证券研究所

图表 20: BIM 技术实现不同角色人员工作协同



来源：招股书，中泰证券研究所

**基于 BIM 技术，工地的管理逐渐优化，“智慧工地”应运而生。**“智慧工地”是一种新的项目管理理念，它将传感技术、移动互联网、大数据、云计算、人工智能、BIM 等先进技术与现场施工管理进行深度融合，将高科技技术植入到项目建造的各种元素之中，从而形成互通互联、信息共享、智能化管理的项目管理体系。智慧工地可以更好地实现施工现场人、机、料、法、环的整合与控制，有利于成本管控，可实现原本工地上粗放式管理模式往数字化、精细化、智能化的管理模式转变，达到高效管理和有效监控的效果。

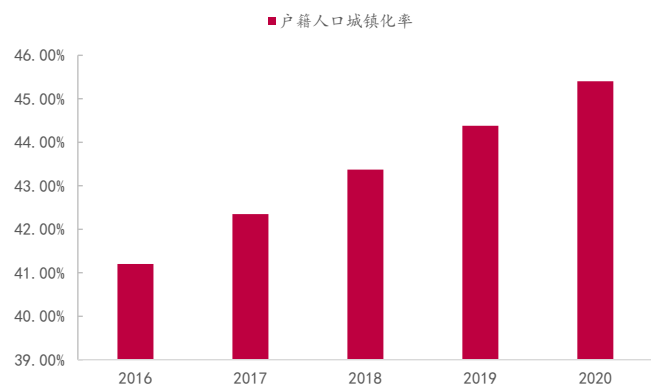
图表 21: 智慧工地架构示意图



来源：百度，中泰证券研究所

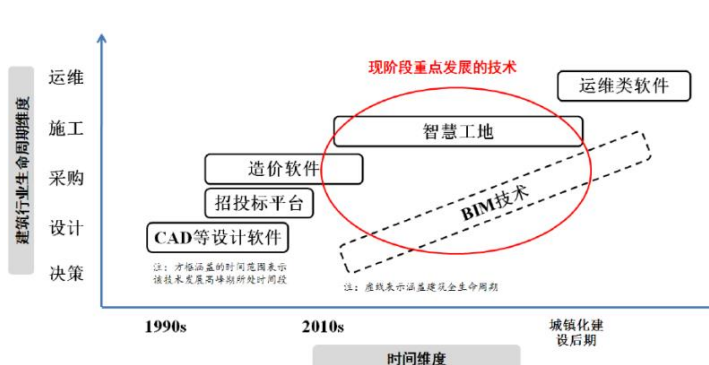
城镇化持续推进，BIM 技术、智慧工地仍将大有可为。现阶段来看，智慧工地和 BIM 技术应用正处快速发展期，为建筑信息化行业提供新赛道，而中国的城镇化进程仍在持续推进，加上未来城市圈的大力发展，预计 BIM 技术应用、智慧工地和建筑运维系统将是未来一段时间建筑信息化的主要赛道，随着数字化的渗透还将推动建筑行业的运行模式向平台化发展。

图表 22：户籍人口城镇化率



来源：招股书，中泰证券研究所

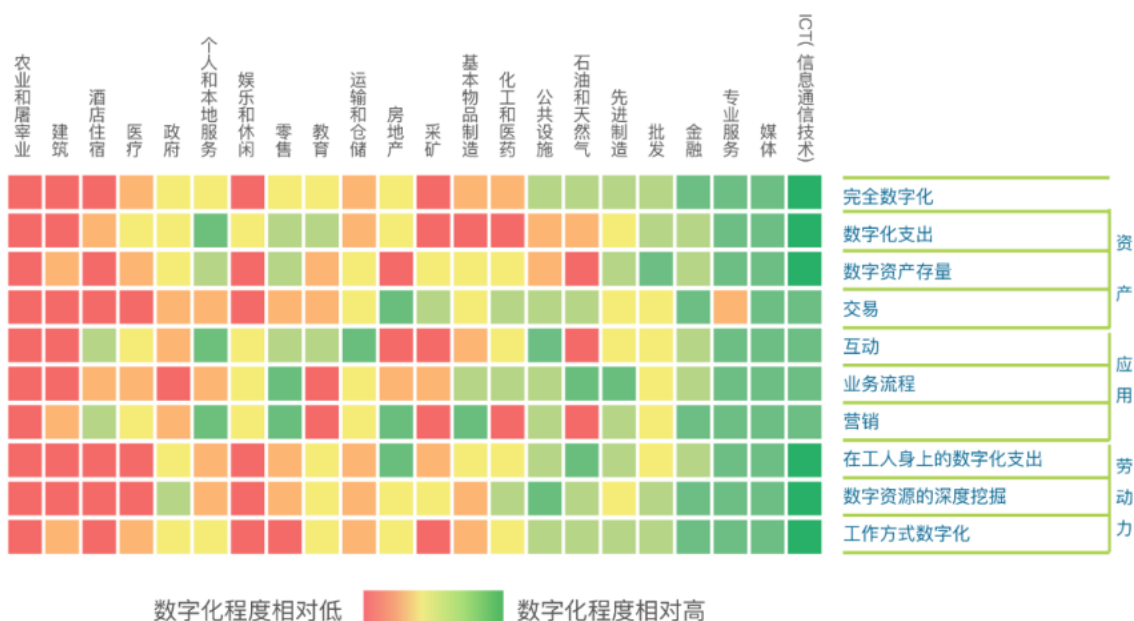
图表 23：BIM 技术实现不同角色人员工作协同



来源：招股书，中泰证券研究所

建筑信息化率低于其他行业，未来仍有增长潜力。根据麦肯锡 2016 年发布的研究报告《Imagining construction's digital future》，从各行业对比来看，建筑行业信息化投入非常低，仅高于农业，在所有行业中排名倒数第二，全球的建筑行业信息化仍有提升的空间。而我国的建筑信息化起步晚于发达国家，投入也相对较低，随着建筑行业对自身信息化的重视程度和投入力度的增强，建筑信息化还有较大增长潜力。

图表 24：全球各行业信息化水平统计图

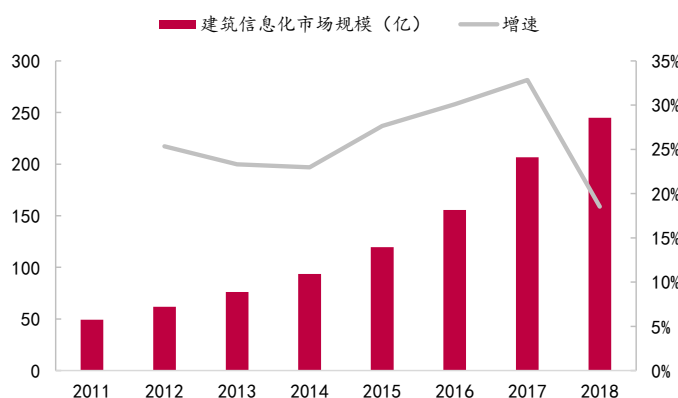


来源：McKinsey & Company, 《Imagining construction's digital future》，招股书，中泰证券研究所

### 国内渗透率仍较低，龙头公司地位稳固

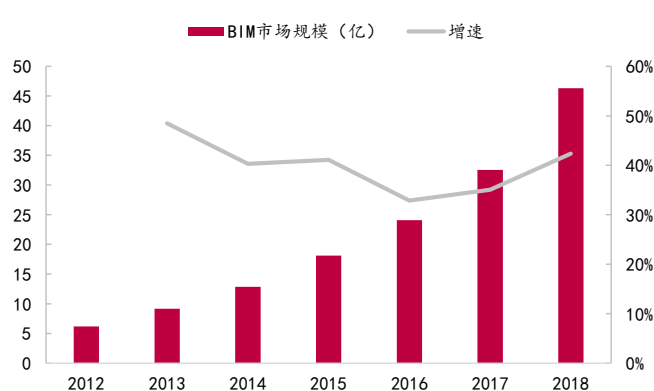
**BIM 发展迅速，但是市场规模较小。**根据锐观咨询的数据，2018 年我国建筑信息化市场规模为 245 亿元，同比增长 18.5%，2011-2018 年期间的复合增长率为 25.7%，由此可见我国的建筑信息化市场发展速度较快。目前建筑行业的信息化两大方向分别是造价业务的转型以及施工业务的信息化（BIM），其中造价业务的占比较高，BIM 相比较低，2018 年我国 BIM 市场规模为 46.31 亿元，占建筑信息化市场比重约为 18.9%，BIM 市场当前规模仍较小。

图表 25：国内建筑信息化市场规模



来源：锐观咨询，中泰证券研究所

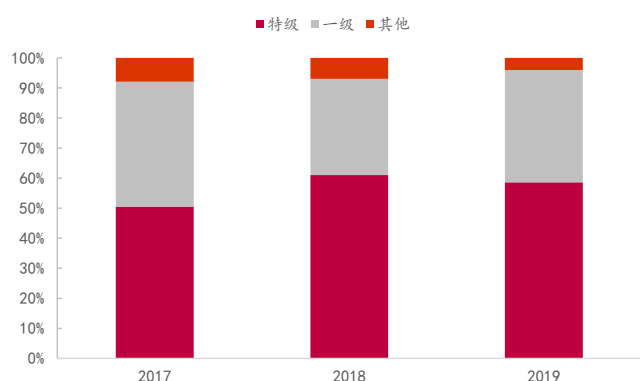
图表 26：国内 BIM 市场规模



来源：锐观咨询，中泰证券研究所

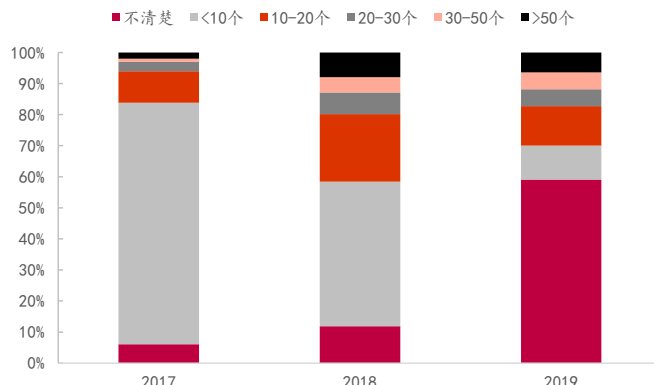
**特级、一级企业使用较多，市场渗透率较低。**国内 BIM 系统需求客户主要是建筑及相关企业，包括建筑咨询、建筑施工、建筑承包等等，根据锐观咨询的调研结果显示，特级及一级企业使用 BIM 较为普遍，占比达到 90%以上，但是从使用数量来看，使用 BIM 项目的数量在 0-20 之间更为普遍，表明 BIM 市场的渗透率较低，还处于早期。

图表 27：2017-2019 年 BIM 报告调研施工企业情况



来源：锐观咨询，中泰证券研究所

图表 28：企业使用 BIM 项目个数



来源：锐观咨询，中泰证券研究所

国内建筑信息化布局主要集中在应用软件、管理平台软件领域。软件产

品按功能差异可以分为基础软件、应用工具软件和管理平台软件三大类，基础软件企业主要为国外大型软件研发公司，国内企业起步相对较晚，主要集中在应用软件、管理平台软件领域。应用软件通常是基于某一类型基础软件的应用化开发，国内外均有大量产品的研发与应用，国内企业布局也相对较多，主要参与厂家有广联达、品茗股份、鸿业科技、斯维尔等。管理平台软件一般用于支持建筑全生命周期数据的共享应用，主要参与厂家有广联达和品茗股份。

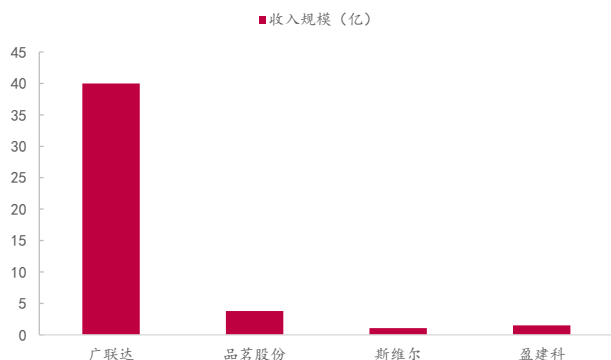
**图表 29：建筑信息化软件格局**

类型	作用	主要种类	竞争情况	主要参与者
基础软件	可被多个应用软件所用的基础建模软件	图形平台软件、建筑设计软件、结构设计软件、设备设计软件	主要被国外软件厂商所垄断	Autodesk 的 AutoCAD、Revit 产品，Bentley 的基础设施设计软件、Graphisoft 的 ArchiCAD 等，国内厂商如中望软件、北京天正、北京理正、探索者、盈建科、北京构力也陆续研发出具备自主知识产权的产品
应用软件	利用基础软件所提供的模型数据，开展各种应用型工作的软件	土建算量、安装算量、安全计算软件、能耗分析软件、碰撞测试软件、施工进度策划	国内外均有大量产品的研发与应用，国内企业的主要竞争位于该领域	广联达、品茗股份、鸿业科技、斯维尔、上海红瓦
管理平台软件	对各类基础软件、应用软件数据及施工项目进行有效管理，支持建筑全生命周期数据的共享应用的软件	BIM 5D、智慧工地云平台	国内外均有大量产品的研发与应用	广联达、品茗股份

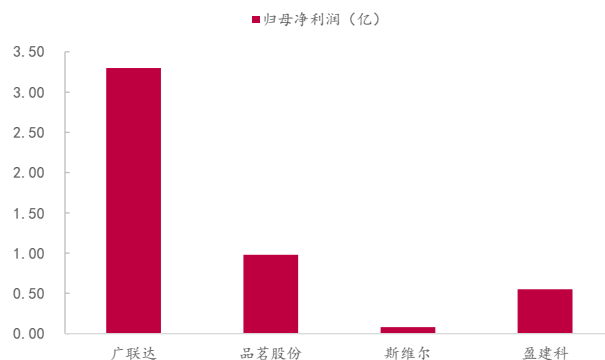
来源：招股书，中泰证券研究所

**广联达稳占龙头，品茗股份位居第二。**从国内主要参与厂商的经营情况来看，目前广联达 2020 年的营收及净利润分别为 40 亿、3.3 亿，从收入及净利润规模来看均远超其他企业，广联达在国内的市场份额最大，其次为品茗股份，2020 年的营收及净利润分别为 3.8 亿、0.98 亿，品茗股份的收入规模虽然小于广联达，但是公司的盈利能力整体较强，此外，还有一些如斯维尔、盈建科、鸿业科技等小型企业，收入、利润规模都较小。

**图表 30：主要建筑信息化企业收入规模（2020 年）**
**图表 31：主要建筑信息化企业归母净利润规模（2020 年）**



来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

## 投资逻辑: 智慧工地加速发展, 股权激励彰显信心

### 建筑信息化软件业内领先, 业务发展平稳

底层技术及应用技术并行。公司的底层核心技术 BIM 算法引擎、塔机安全辅助技术、数字建造技术中台体包含了关键算法的技术创新, 是公司的主要技术护城河, 这部分技术相对底层, 可以支持更多应用化产品。施工安全计算算法、造价计算算法等偏应用化核心技术系基于行业内的通用技术或新一代信息技术, 通过公司持续的垂直化应用开发、不断迭代和优化, 获得了更好的性能指标或是应用效果, 类别技术系公司产品直接应用的技术, 构成公司产品产值的重要组成部分。

图表 32: 公司核心技术及应用产品

技术类型	技术名称	应用产品
偏底层核心技术-建筑数字化核心技术	BIM 算法引擎技术	BIM 综合算量软件、造价 BIM 钢筋算量软件、造价 BIM 算量软件、HiBIM 软件、BIM 施工策划软件、BIM 模板工程设计软件、脚手架工程设计软件、CCBIM 项目协同软件、BIM 定制 软件、教育类软件
偏底层核心技术-工地数字化核心技术	塔机安全辅助技术	塔基安全监控管理系统软件、塔基视频安全辅助系统
数字建造平台核心技术	数字建造技术中台体系	工地人员实名制管理系统、扬尘噪音可视化远程监管系统、智慧工地云平台、远程视频监控管理系统、监控中心系统、建设工程人员位置信息管理系统、智能 Wifi 教育系统、高支模监测系统、
偏应用核心技术	施工安全计算算法引擎	建筑安全计算软件、BIM 模板工程设计软件、BIM 脚手架工程设计软件
	施工资料表格配置发布平台技术	施工资料管理软件、施工云资料软件
	造价计算算法引擎技术	工程计价软件、涌金工程计价软件、土地整治工程造价软件
	施工安全 VR 体验应用化引擎 施工升降机安全监控技术	VR 教育系统软件 施工升降机安全监控管理系统

来源: 招股书, 中泰证券研究所

图表 33: 公司核心技术发展现状及优势

技术名称	行业情况	公司发展现状及优势
BIM 算法引擎技术	具备全专业的 BIM 建模功能的三维图形平台基础软件国内尚无替代产品，多家国内厂商正在积极研发；国内施工阶段 BIM 专用软件开发主要集中在模型可视化、虚拟化、设计优化、BIM 算量应用、轻量化用模以及 BIM 管理等，广联达在施工阶段的产品覆盖度较高	通过 BIM 业务算法引擎封装的业务算法，满足用户应用 BIM 时降低技术门槛和提高工作效率的需求，同时品茗业务算法来源于施工、算量等业务知识的积累，在算法的广度、深度上具有先发优势；BIM 产品已经较完整得覆盖施工阶段各专业领域的常用应用，专业应用具有深度和广度
塔机安全辅助技术	国内龙头企业采用生态合作伙伴方式集成相关产品	采用自主研发的、以塔机安全辅助技术为代表的智慧工地智能终端设备
数字建造技术中台体系	除广联达外，国内企业主要集中在智慧终端或项目级应用为主的智慧工地产品	具备自主研发的数据中台、业务中台，其中数据中台中集成了 BIM 三维空间数据管理能力、业务中台集成了 BIM 模型轻量化展示能力；采用中台技术，解决数据孤岛，形成数据分析能力
施工安全计算算法引擎	国内同行普遍针对房建工程支持一些比较常规的计算模型；规范可选择性相对较少	集成一百多个国家、行业、地方有关规范标准文件的要求，形成了上千种计算模型，可任意切换选择各地方版本及规范，满足全国各地施工现场大部分临时设施安全计算需求；以大模块的方式形成各分项整体解决方案
施工资料表格配置发布平台技术	行业企业多家具备全专业、全国施工资料表格配置发布台，满足每个地区的资料本地化需求，各企业在实现的功能思路和规范支持的地区和数量上有一定的差别	在施工质量管理的重要环节资料管理上面具有内容全面性和响应及时性的优势；生产环境下实现了多人协同工作的技术支撑，为快速相应表格新增、修改提供了有力支撑
造价计算算法引擎技术	国内同行业的造价计价软件均具备造价计算算法引擎技术的能力，造价计算引擎支持地区数量、功能的侧面面有一定的差异性	经过多年的积累，形成了一套快速响应、快速定制的业务法，能够快速响应新地区新计价规范的实施，并且经过大量用户应用；具备大数据应用的能力
施工安全 VR 体验应用化引擎	国内施工安全 VR 体验软件内容同质化较严重，产品质量参差不齐	较早使用 VR 技术进行施工安全教育，安全体验的场景较全面，在市场上有一定的先发优势；将施工危险场景的业务形成算法库并和模型材质贴图元素材料库结合，能够快速扩展新的应用场景，效率较高；研发了和 BIM 技术对接的算法库，与 BIM 产品系列一起形成上下游产品，具备一定的优势
施工升降机安全监控技术	国内多家厂商具备升降机安全监控的产品，但在实现安全监控的原理各有差别	利用在施工行业的专业性，将生物识别技术与施工升降机工作原理以及运行状态相结合，提出了一套施工升降机驾驶员身份管理的有效逻辑

来源：招股书，中泰证券研究所

**BIM 算法引擎为支撑，产品链齐备。**公司的产品功能覆盖了模型生产、模型专业应用、模型复用以及 BIM 与智慧工地数据层面的整合，具备了较完整的 BIM 应用链条，可以为客户提供不同专业领域的、自岗位级至项目管理层面的施工阶段整体解决方案、降低用户用模成本，具有较大的产品和方案优势。此外，公司各软件产品使用统一的数据格式，可实现多阶段模型的复用，避免重复建模，提高模型的复用价值。

图表 34：同行业企业建筑信息化软件的技术进行对比

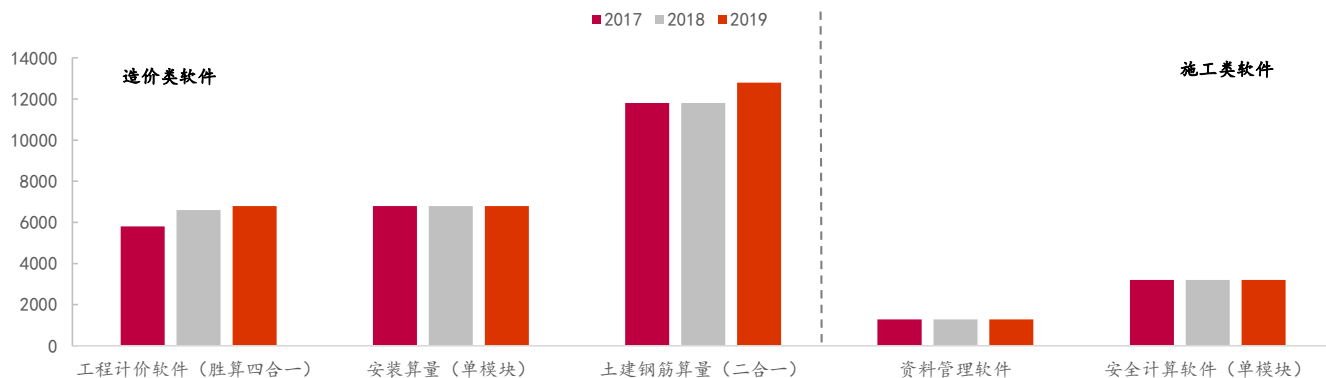


应用阶段	应用专业	子专业	品茗股份	可比公司 A	可比公司 B	可比公司 C	可比公司 D
施工图设计阶段	图纸深化	二次结构深化	√	×	√	×	√
		管综深化	√	√	√	√	×
		装配式深化	×	×	×	√	×
		支吊架深化	√	√	×	√	×
施工准备阶段	施工组织设计	施工场地布置	√	√	√	√	√
		施工进度规划	√	√	√	×	√
		施工模拟展示动画	√	√	×	×	×
		资源（人材机等）配置计划	√	√	√	√	√
	专项施工方案	现场危险源辨识	√	√	×	×	×
		危大工程安全计算	√	√	×	×	×
		方案施工图绘制	√	×	×	×	×
		专项施工方案编制	√	√	×	×	×
施工实施阶段	模板工程	施工前期资料	√	√	√	×	√
		模板安全计算	√	√	×	×	×
		高支模区域筛选	√	√	×	×	×
		模板支架设计	√	√	×	×	×
		模板配模	√	√	×	√	×
		模板配架	√	√	×	×	×
	脚手架工程	模板方案交底	√	√	×	×	×
		脚手架安全计算	√	√	×	×	×
		脚手架支架设计	√	√	×	×	×
		脚手架配架	√	√	×	×	×
	土方工程	脚手架方案交底	√	√	×	×	×
		土方施工方案模拟	√	√	×	×	×
	钢筋工程	土方工程	√	√	×	×	×
	材料管理	钢筋工程	×	√	×	×	×
		材料计划	√	√	√	×	√
		变更管理	√	√	√	×	√
	专项施工方案	施工过程资料	√	√	√	×	√
		专项施工方案技术	√	×	×	×	×
		安全查验算	√	×	×	×	×
		实际进度检查	√	√	√	×	√
进度管控	进度预警	√	√	×	×	×	
	进度动态调整	√	√	×	×	×	
	土建、安装、钢筋算量	√	√	√	×	√	
全过程协同	造价	工程招投标预算	√	√	√	×	√
		工程进度款结算	√	√	×	×	√
		工程决算	√	√	√	×	√
		文件协同管理	√	√	√	√	√
	项目协同与管理	质量协同管理	√	√	√	×	×
		安全协同管理	√	√	√	×	×
		进度协同管理	√	√	√	×	×

来源：招股书，中泰证券研究所 备注：“√”为对标产品中查询到对应功能；“×”为对标产品中未查询到对应功能，亦可能由于产品定位不同未查询到对标产品

造价类软件报价高于施工类，整体报价波动较小。公司的建筑信息化软件主要有施工系列、造价系列两大类，根据公司招股书内容，销售占比较高的产品主要有造价类的品茗工程计价软件、品茗 BIM 算量软件，施工类的品茗施工资料管理软件。从销售单价来看，造价类软件单件报价均远高于施工类软件，施工类软件报价近几年基本保持价格不变，造价类软件中工程计价软件报价在 2018、2019 年间均有小幅上调，土建钢筋算量软件在 2019 年上调报价。总体来看，随着产品版本升级、功能完善丰富、性能提升，各功能模块的销售平均价格整体呈上升趋势，但波动较小。

图表 35：主要建筑信息化软件销售报价（单位：元/套）

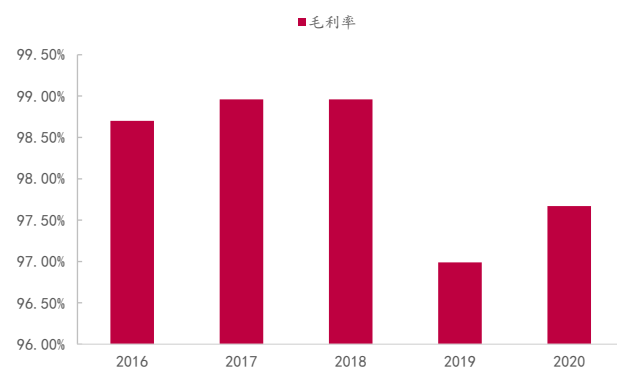
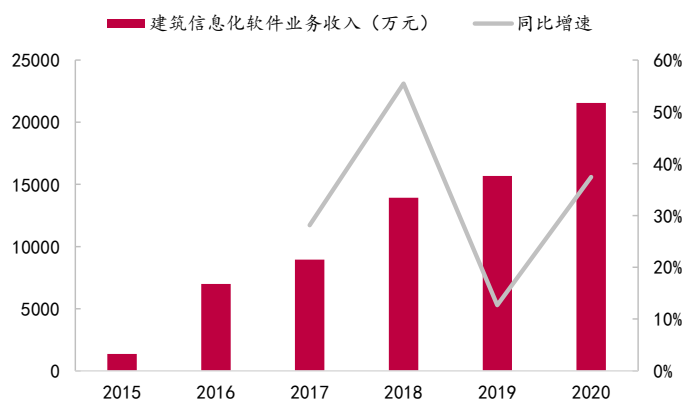


来源: 招股书, 中泰证券研究所

**毛利率较高, 收入规模持续增长。**公司 2020 年的建筑信息化软件业务收入达 2.16 亿, 近五年复合增长率为 74%, 软件业务收入快速增长主要因: 1) 产品更新迭代较快, 持续的改进使软件更贴合市场实际需求且时效性较好, 形成了对存量市场的再挖掘; 2) 2017 起, 公司 HiBIM、CCBIM、BIM 绘图等产品陆续投入市场, 产品线不断丰富带来收入增长; 3) 除房建的客户外, 公司还研发了面向水利、教育、市政等细分行业的产品, 下游客户行业不断拓宽。公司的软件业务毛利率基本稳定在 97%-99% 区间, 软件相关研发成本均于发生当期进行费用化, 计入软件产品成本的主要包括软件授权介质密码锁、包装材料、定制化开发费用等, 故软件业务的毛利率较高。

图表 36: 建筑信息化软件业务收入

图表 37: 建筑信息化软件业务毛利率



来源: wind, 中泰证券研究所

来源: wind, 中泰证券研究所

**项目研发及改造持续推进, 软件业务有望继续快速发展。**公司 IPO 募集资金部分将用于 AIoT 技术在建筑施工领域的场景化应用研发项目 (1.66 亿) 以及软件升级改造项目 (1.47 亿), 项目的研发及改造升级将有利于丰富公司建筑业软件产品线、延伸产品价值链和服务链, 进一步加强公司在建筑业信息化软件领域的竞争优势, 有望实现建筑信息化软件业务的持续快速发展。

**智慧工地业务快速增长, 有望保持先发优势**

“平台+组件”模式，可应对不同客户需求。公司的智慧工地产品采用“平台+组件”的业务形态，围绕建造过程的生产要素、管理要素和环境要素展开，形成了品种丰富的产品解决方案。针对建造过程中不同的应用场景和客户的不同采购需求，各子系统作为独立产品组件，可承担一定的应用场景数字化任务。

图表 38：智慧工地产品体系

按类别分类	按功能细分	子系统典型产品	产品形态
智慧工地产品	平台类产品	品茗智慧工地云平台	软件
		品茗智慧住建云平台	软件
组件类产品	塔机安全监控管理系统	嵌入式软件+硬件	
		塔机视频安全辅助系统	嵌入式软件+硬件
		升降机监控子系统	嵌入式软件+硬件
		VR 安全教育系统	嵌入式软件、软件+硬件
		品茗扬尘噪音可视化远程监管系统	嵌入式软件+硬件
		品茗人员实名制管理系统	软件、软件+硬件
		品茗视频 AI 监控系统	软件、软件+硬件
		品茗建设项目人员行为结果管理系统	软件
		品茗 AI 无感通行考勤系统	软件
		品茗钢筋 AI 盘点管理系统	软件
		品茗项目管理易检巡更系统	软件

来源：招股书，中泰证券研究所

“云平台”可打通层级之间联系，数据资源大有可为。通过云平台快速组件、数据采集、分析和整合，汇总建模，形成数据中心“智慧工地云平台”，可打通项目端至企业管理决策层、项目端至政府监管层的信息联系，提高数据资源利用水平和信息服务能力。未来随着数据端的不断积累，可进一步利用数据资源打造丰富产品品类。

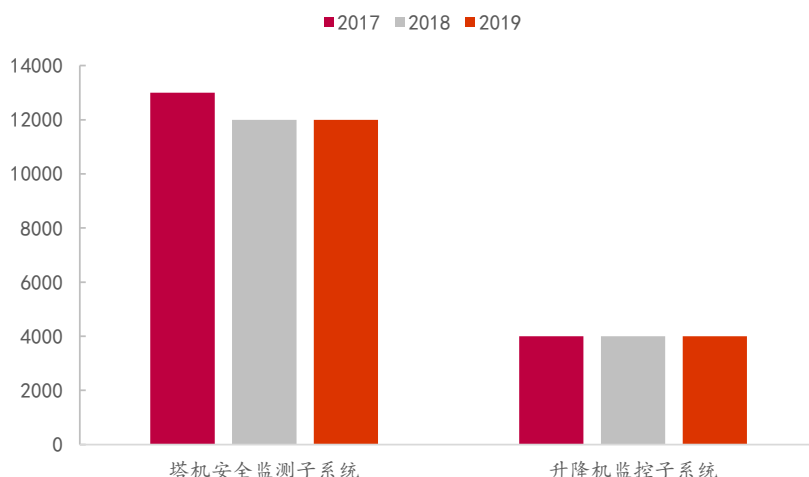
图表 39：智慧城建大数据平台架构



来源：品茗股份官网，中泰证券研究所

智慧工地产品单价偏高，具备较高技术壁垒。智慧工地产品主要为软硬件集成设备，由于产品中包含硬件设备，因此智慧工地的产品单价相较于软件偏高，例如 2019 年公司的塔机安全监测子系统销售报价为 1.2 万元/套，公司的智慧工地系统在底层算法、数据中台、应用化研发、信息传输等多个层次的技术储备，具备较高的技术壁垒。

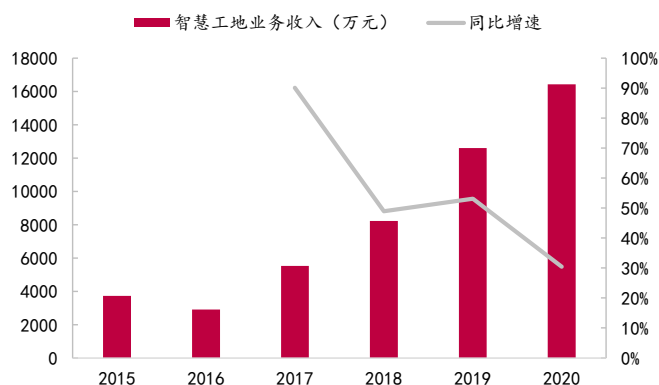
**图表 40：智慧工地系统销售报价（单位：元/套）**



来源：招股书，中泰证券研究所

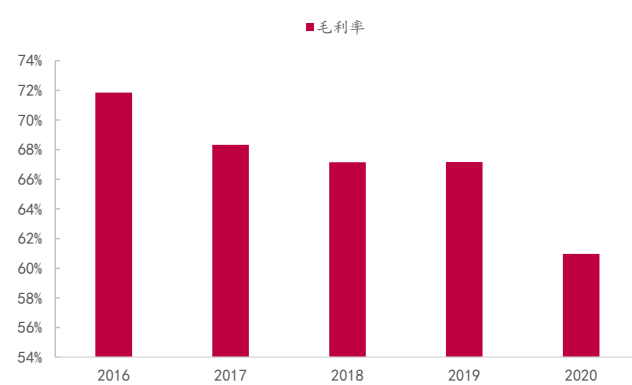
**智慧工地业务规模不断扩大，毛利率低于软件业务。**公司智慧工地业务2020年实现收入1.64亿元，近五年复合增速为34.6%，收入规模持续扩大主要因：1)公司产品线的持续扩容，公司陆续推出了塔机视频安全辅助系统、工地实名制管理系统等产品或解决方案、云平台技术、移动协作、人员行为AI识别等产品；2)公司具备定制化研发能力，产品质量稳定，行业口碑已经树立，带来销售收入增长。从毛利率水平来看，智慧工地业务在2020年毛利率为61%，低于建筑信息化软件业务，因智慧工地产品大部分具备硬件载体，主要原材料有人脸识别终端、视频监控设备、扬尘监控设备、电脑、拼接屏、电子元器件等，原材料的采购价格波动及销售规模的持续扩大，均会对成本造成一定的影响。

**图表 41：智慧工地业务收入**



来源：wind，中泰证券研究所

**图表 42：智慧工地业务毛利率**



来源：wind，中泰证券研究所

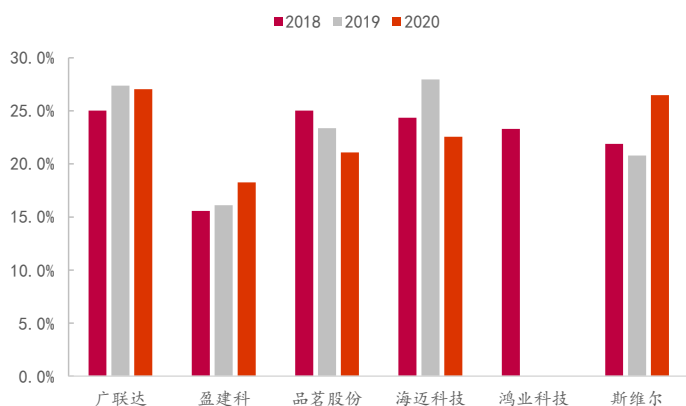
**智慧工地产品有望保持先发优势。**公司智慧工地解决方案与行业龙头的对标产品相比，功能覆盖度均较高，在局部差异化部分有一定优势，与其他同行业可比公司相比，公司智慧工地领域的技术与产品化相较同行

业其他企业有较明显的研发先发优势和产品化优势。

### 研发能力仅次于龙头，盈利能力优于同行

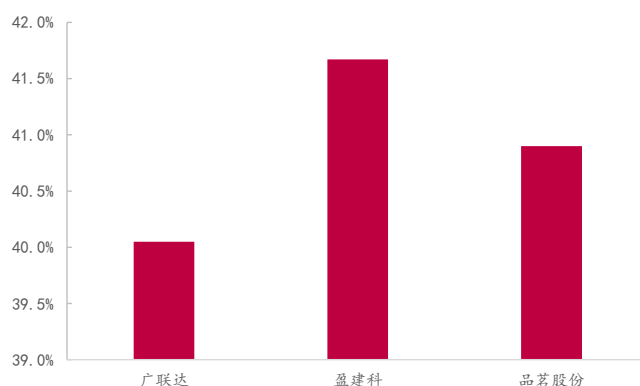
研发投入、技术成果仅次于广联达。从研发投入规模来看，公司 2020 年研发投入为 0.8 亿，公司研发投入低于于龙头公司广联达，但是公司的 2018-2020 年研发费用率稳定在 20% 以上，2020 年公司的研发费用率为 21.1%，从人员配置来看，公司的研发人员占比达 40.9%，略高于广联达，公司虽然研发投入次于龙头企业，技术成果数量略少，但与同行业其他主要公司相比在部分技术领域技术成果数量较多、研发投入较多，具有研究先发优势、产业化优势。

图表 43：建筑信息化公司研发投入占比



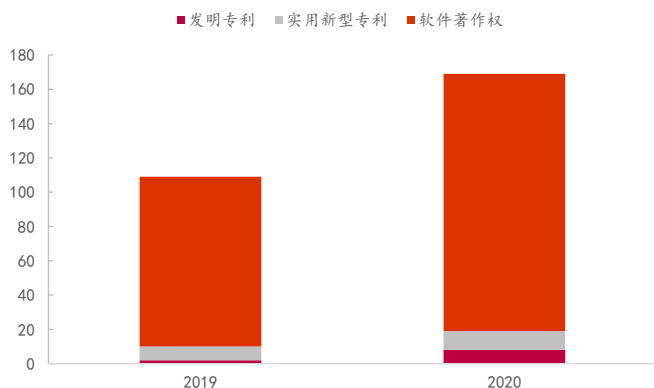
来源：wind，中泰证券研究所

图表 44：建筑信息化公司研发人员占比（2020 年）



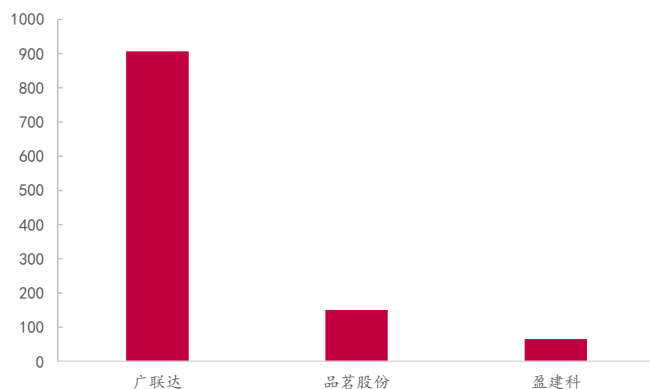
来源：wind，中泰证券研究所

图表 45：品茗股份专利及软件著作权数量



来源：公司公告，中泰证券研究所

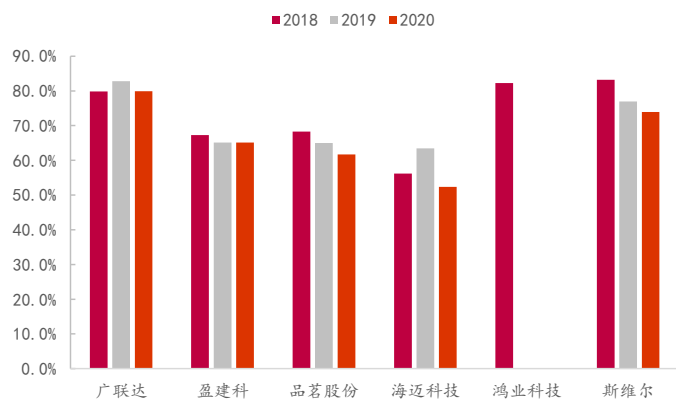
图表 46：建筑信息化公司软件著作权数量（2020 年）



来源：wind，中泰证券研究所

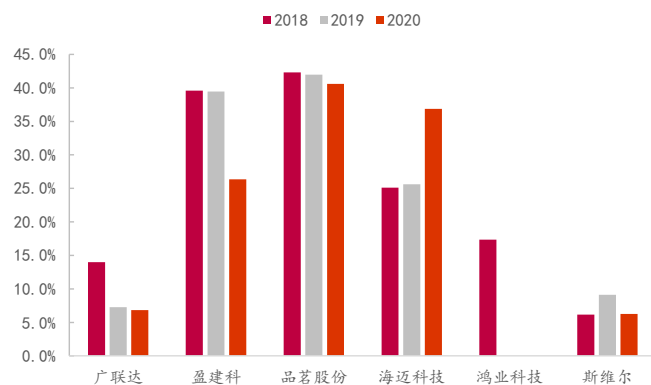
费用率管控良好，盈利能力突出。与同行业公司相比，公司的期间费用率管控良好，2020 年的期间费用率为 61.7%，低于同为上市公司的广联达及盈建科，且公司的期间费用率在 2018-2020 年持续降低，进一步体现公司的优秀的管控能力。从盈利能力来看，2020 年公司的 ROE 为 40.6%，同期广联达、盈建科的 ROE 分别为 6.8%、24.6%，公司的盈利能力突出。

图表 47: 建筑信息化公司期间费用率



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 48: 建筑信息化公司 ROE



来源: wind, 中泰证券研究所

### 股权激励绑定核心人员, 发展信心强劲

公司于 6 月 9 日发布股权激励草案, 拟向激励对象授予不超过 105 万股限制性股票, 占激励计划草案公告时总股本 1.93%, 首次授予 95.4 万股, 占激励计划公告时公司总股份 1.75%, 激励计划覆盖公司核心人员, 包括、董事、高级管理人员、核心技术人员等, 首次激励对象共计不超过 113 人, 占公司员工总数的 10.55%, 首次授予限制性股票价格为 40.00 元/股, 业绩考核目标为以 2020 年度营业收入为基数, 2021-2023 年营业收入增长率分别不低于 35%、80%、125%。股权激励的实施将有利于稳定核心团队, 实现员工利益与股东利益的深度绑定, 同时也彰显了公司的发展信心, 为公司业绩注入强心剂。

图表 49: 股权激励计划 (草案)

职级	姓名	职位	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占激励计划公告日股本总额的比例
董事、高级管理人员	高志鹏	副总裁、董秘	3	2.86%	0.06%
	张加元	副总裁、财务总监	3	2.86%	0.06%
	王磊	副总裁	9	8.57%	0.17%
	李自可	副总裁	3	2.86%	0.06%
核心技术 人员	方海存	产品总工	0.9	0.86%	0.02%
	方敏进	高级工程师	0.9	0.86%	0.02%
	梁斌	西安丰树软件组长	0.9	0.86%	0.02%
	吕旭芒	项目经理	0.9	0.86%	0.02%
	王建业	研发七部研发总监	0.9	0.86%	0.02%
	张俊岭	西安丰树首席工程师	0.9	0.86%	0.02%
	庄峰毅	系统架构师	0.9	0.86%	0.02%
	需要激励的其他人员 (102人)		71.1	67.71%	1.31%
首次授予部分合计			95.4	90.86%	1.75%
预留部分			9.6	9.14%	0.18%
合计			105.00	100.00%	1.93%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 盈利预测及投资建议

**假设 1:** 建筑信息化业务与基建投资以及建筑信息化渗透率相关, 预期信息化渗透率仍保持稳定, 假设公司建筑信息化业务 2021-2023 年仍保持稳定增速, 收入增速分别为 30%、25%、20%。

**假设 2:** 假设公司智慧工地整体解决方案研发项目顺利投产, 公司智慧工地产品不断完善, 相关业务顺利拓展, 假设公司智慧工地业务 2021-2023 年收入增速分别为 50%、45%、40%。

**假设 3:** 因公司仍在不断完善销售网络, 员工成本有所上升, 假设建筑信息化业务毛利率略有下降, 2021-2023 年毛利率分别为 97.5%、97.3%、97%, 智慧工地业务 2021-2023 年毛利率保持为 65%。

由以上假设预测可得公司 2021-2023 年收入分别为 5.3 亿、7.0 亿、9.2 亿, 同比增速分别为 38.7%、34.4%、30.1%, 归母净利润分别为 1.3 亿、1.7 亿、2.2 亿, 同比增速分别为 36.1%、28.8%、26.1%。

图表 50: 收入分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (万元)	22152.3	28286.8	37989.3	52672.9	70771.3	92074.4
yoy	53.0%	27.7%	34.3%	38.7%	34.4%	30.1%
建筑信息化业务	13923.0	15686.2	21555.1	28021.6	35027.0	42032.4
yoy	55.5%	12.7%	37.4%	30.0%	25.0%	20.0%
智慧工地业务	8229.3	12600.7	16434.2	24651.2	35744.3	50042.0
yoy	48.9%	53.1%	30.4%	50.0%	45.0%	40.0%
成本 (万元)	2848.5	4610.1	6917.8	9328.5	13456.2	18775.7
yoy	54.5%	61.8%	50.1%	34.8%	44.2%	39.5%
建筑信息化业务	145.4	472.7	502.2	700.5	945.7	1261.0
yoy	56.1%	225.1%	6.2%	39.5%	35.0%	33.3%
智慧工地业务	2703.2	4137.5	6415.6	8627.9	12510.5	17514.7
yoy	54.4%	53.1%	55.1%	34.5%	45.0%	40.0%
综合毛利率	87.1%	83.7%	81.8%	82.3%	81.0%	79.6%
建筑信息化业务	99.0%	97.0%	97.7%	97.5%	97.3%	97.0%
智慧工地业务	67.2%	67.2%	61.0%	65.0%	65.0%	65.0%
归母净利润 (万元)	5582.4	7429.4	9764.2	13288.9	17110.9	21577.3
yoy	67.2%	33.1%	31.4%	36.1%	28.8%	26.1%

来源: wind, 中泰证券研究所

广联达、盈建科均为建筑信息化服务商, 与公司业务相似, 故选择这两家公司作为可比公司。从 PE 来看, 公司 PE 远低于广联达及盈建科, 考虑到广联达为行业龙头, 营收净利润规模均为行业首位, 理应享受一定估值溢价, 而公司为行业龙二, 估值明显被低估。

图表 51: 可比公司估值

代码	名称	总市值 (亿)	现价	EPS				PE			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
002410.SZ	广联达	859.28	72.39	0.29	0.54	0.79	1.05	252.49	134.06	91.63	68.94
300935.SZ	盈建科	43.00	76.10	1.31	1.33	1.69	2.06	58.09	57.22	45.03	36.94
688109.SH	品茗股份	47.49	87.34	2.39	2.44	3.15	3.97	36.54	35.73	27.75	22.01

来源: wind, 中泰证券研究所 注: 总市值、股价取自 2021 年 6 月 10 日收盘价

公司在建筑信息化行业中收入规模靠前, 具备丰富的产品体系以及客户资源, 公司上市之后有望进一步拓宽销售渠道并持续完善产品体系, 加

之建筑信息化行业渗透率持续提升，行业景气度持续向上，预计公司未来仍将保持稳定成长，归母净利润分别为 1.3 亿、1.7 亿、2.2 亿，同比增速分别为 36.1%、28.8%、26.1%，对应 PE 分别为 35.7X、27.8X、22.0X，首次覆盖，给与“买入”评级。

## 风险提示

**房建投资增速放缓风险。**公司的建筑信息化软件下游客户主要为建筑院、施工单位等，若房建投资增速放缓，房建项目释放或将下降，下游客户的需求或将减少，公司的业务或将下降。

**建筑信息化率提升不及预期风险。**若建筑信息化率提升不及预期，建筑信息化市场规模难以提升，市场竞争或将加剧，影响公司建筑信息化业务收入。

**销售不及预期风险。**公司大部分产品销售采取直销模式，公司的销售渠道开拓进展不及预期，可能会导致市份额下降，存在销售收入下滑风险。

**信息滞后风险。**研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。



图表 52: 盈利预测三张表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>256.17</b>	<b>357.94</b>	<b>1,079.85</b>	<b>1,236.24</b>	<b>1,423.76</b>	<b>营业收入</b>	<b>282.87</b>	<b>379.89</b>	<b>526.73</b>	<b>707.71</b>	<b>920.74</b>
现金	158.59	137.97	802.94	892.23	994.31	营业成本	46.10	69.18	93.28	134.56	187.76
应收账款	70.16	76.50	111.62	155.44	212.86	营业税金及附加	3.60	4.72	6.32	8.14	10.13
应收票据	2.66	2.94	5.85	7.37	7.98	销售费用	84.32	111.25	152.75	205.24	267.02
存货	14.92	18.44	28.20	35.88	45.76	管理费用	33.31	42.87	57.94	74.31	92.07
其他	9.84	122.10	131.24	145.32	162.86	财务费用	0.14	0.05	-0.50	-0.60	-0.70
<b>非流动资产</b>	<b>10.65</b>	<b>12.04</b>	<b>13.01</b>	<b>14.13</b>	<b>15.53</b>	研发费用	66.09	80.13	110.61	141.54	174.94
债权投资	-	-	-	-	-	资产及信用减值损失	3.11	5.06	5.27	5.42	5.57
固定资产	3.59	4.02	4.83	5.79	6.95	加: 投资净收益	2.70	2.99	3.20	3.40	3.60
在建工程	-	-	-	-	-	其他收益	26.43	30.36	33.01	35.02	37.03
无形资产	0.14	0.40	0.60	0.80	1.00	<b>营业利润</b>	<b>75.32</b>	<b>99.98</b>	<b>137.26</b>	<b>177.52</b>	<b>224.58</b>
其他	6.92	7.62	7.58	7.54	7.58	营业外净收支	2.46	3.67	4.11	4.51	4.97
<b>资产总计</b>	<b>266.82</b>	<b>369.99</b>	<b>1,092.86</b>	<b>1,250.37</b>	<b>1,439.29</b>	<b>利润总额</b>	<b>77.77</b>	<b>103.65</b>	<b>141.37</b>	<b>182.03</b>	<b>229.55</b>
<b>流动负债</b>	<b>65.12</b>	<b>90.62</b>	<b>107.48</b>	<b>136.65</b>	<b>163.74</b>	所得税费用	3.48	6.01	8.48	10.92	13.77
短期借款	-	-	-	-	-	少数股东损益	-	-	-	-	-
应付账款	7.67	11.33	14.12	22.31	29.53	<b>归属母公司净利润</b>	<b>74.29</b>	<b>97.64</b>	<b>132.89</b>	<b>171.11</b>	<b>215.77</b>
其他	57.45	79.29	93.35	114.34	134.21	EBIT	77.77	103.65	141.37	182.03	229.55
<b>非流动负债</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	EBITDA	80.69	106.74	144.90	186.01	234.09
长期借款	-	-	-	-	-						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债总计</b>	<b>65.12</b>	<b>90.62</b>	<b>107.48</b>	<b>136.65</b>	<b>163.74</b>	每股收益(元)	1.82	2.39	2.44	3.15	3.97
股本	40.77	40.77	54.37	54.37	54.37	每股净资产(元)	4.95	6.85	18.12	20.48	23.46
少数股东权益	-	-	-	-	-	每股经营现金流(元)	1.19	1.52	1.75	2.47	3.05
归属母公司股东权益	201.70	279.36	985.39	1,113.72	1,275.55	ROIC(%)	41.97%	40.59%	21.01%	16.30%	18.06%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>266.82</b>	<b>369.99</b>	<b>1,092.86</b>	<b>1,250.37</b>	<b>1,439.29</b>	ROE(%)	41.97%	40.59%	21.01%	16.30%	18.06%
						销售毛利率(%)	83.70%	81.79%	82.29%	80.99%	79.61%
						销售净利率(%)	26.26%	25.70%	25.23%	24.18%	23.43%
						资产负债率(%)	24.41%	24.49%	9.83%	10.93%	11.38%
						收入增长率(%)	27.69%	34.30%	38.65%	34.36%	30.10%
						净利润增长率(%)	33.09%	31.43%	36.10%	28.76%	26.10%
						P/E	47.93	36.54	35.73	27.75	22.01
						P/B	17.66	12.75	4.82	4.26	3.72
						EV/EBITDA	56.89	43.20	27.23	20.73	16.04

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。