

## 盈建科 (300935.SZ)

## 工业软件新贵，迈入成长新阶段

2021年07月26日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

陈宝健 (分析师)

应璘 (联系人)

刘逍遥 (分析师)

chenbaojian@kysec.cn

yingying@kysec.cn

liuxiaoyao@kysec.cn

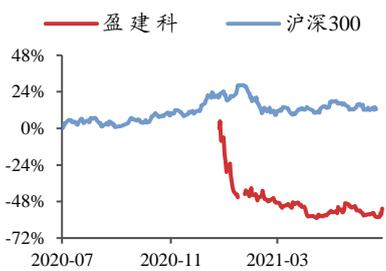
证书编号: S0790520080001

证书编号: S0790120100007

证书编号: S0790520090001

|            |              |
|------------|--------------|
| 日期         | 2021/7/26    |
| 当前股价(元)    | 77.80        |
| 一年最高最低(元)  | 190.00/67.09 |
| 总市值(亿元)    | 43.51        |
| 流通市值(亿元)   | 43.51        |
| 总股本(亿股)    | 0.57         |
| 流通股本(亿股)   | 0.57         |
| 近3个月换手率(%) | 79.89        |

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 建筑结构设计翘楚，产品竞争力突出，首次覆盖给予“买入”评级

盈建科是国内结构设计软件领域的创新者和重要领导者，专业为建筑设计行业提供 BIM 设计整体解决方案。目前公司 YJK 系列软件产品已经覆盖众多国内一流设计企业或集团，充分证明公司产品的竞争力。同时公司正积极打磨新品切入工业建筑、市政建筑结构设计及桥梁结构设计等领域，蓝海市场拓展值得期待。我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 0.72/1.00/1.36 亿元，EPS 为 1.27/1.76/2.41 元/股，当前股价对应 PE 为 61.4/44.2/32.3 倍，较可比公司均值低，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 建筑信息化行业如日方升，结构设计前景广阔

国内建筑信息化亟需提升，根据中国建筑业协会数据，2018 年中国建筑信息化占总产值的比例仅为 0.1%，约为发达国家的 1/10，可见我国信息化渗透率水平还有很大的提升空间。特别是建筑信息化中的结构设计软件细分领域，其涉及建筑工程的安全，技术难度也最大。随着建筑设计难度和复杂度增加，对结构设计软件的要求不断提高，开发新型的符合建筑设计需求的软件是未来重要方向。

### ● 多重因素驱动，公司发展有望迈入新阶段

(1) 完善营销体系，提升市占率。公司自设立至今拥有客户近 4,300 余家，2019 年末全国工程勘察设计企业 23,739 家，客户覆盖率仅占 17%，公司依然有较大的客户拓展空间。同时，对于已有的客户，公司有望凭借出色的产品体验和优质的技术服务水平，提升在客户内部的渗透率。(2) 丰富公司产品结构，拓宽公司软件产品应用领域。公司将进一步加强既有软件产品功能模块的升级和迭代，带动客户的增购需求。公司也将基于当前的技术积累，横向拓展工业建筑、市政建筑结构设计，桥梁结构设计等领域。(3) 继续加大研发，构建 BIM 软件产品生态。公司的 BIM 系统将利用 YJK 软件系统的集成技术和自主平台，实现建筑全生命周期不同阶段、不同专业、不同需求的 BIM 模型信息集中管理，建立工程设计协同工作平台及专业应用软件的开放式平台系统。

### ● 风险提示: 软件销售不及预期、技术研发不及预期、疫情反复风险

### 财务摘要和估值指标

| 指标         | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 172   | 150   | 204   | 282   | 383   |
| YOY(%)     | 23.2  | -12.5 | 35.7  | 38.5  | 35.5  |
| 归母净利润(百万元) | 66    | 55    | 72    | 100   | 136   |
| YOY(%)     | 27.3  | -15.9 | 29.3  | 38.9  | 36.6  |
| 毛利率(%)     | 99.2  | 99.2  | 99.2  | 99.2  | 99.2  |
| 净利率(%)     | 38.4  | 36.9  | 35.2  | 35.3  | 35.5  |
| ROE(%)     | 35.2  | 23.8  | 189.8 | 79.0  | 54.9  |
| EPS(摊薄/元)  | 1.17  | 0.98  | 1.27  | 1.76  | 2.41  |
| P/E(倍)     | 66.7  | 79.3  | 61.4  | 44.2  | 32.3  |
| P/B(倍)     | 23.5  | 18.8  | 16.1  | 12.2  | 9.0   |

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1、盈建科：建筑结构设计领域领军，竞争优势突出 .....              | 4  |
| 1.1、建筑结构设计领域翘楚，行业资深专家担任“领头人” .....         | 4  |
| 1.2、财务状况：疫情影响逐渐弱化，2021 年业绩有望重回快速增长轨道 ..... | 5  |
| 1.3、竞争优势：研发、销售、服务三位一体，核心竞争力突出 .....        | 7  |
| 2、建筑信息化行业如日方升，结构设计前景广阔 .....               | 9  |
| 2.1、需求端：经济转型推动建筑信息化发展，市场前景可观 .....         | 9  |
| 2.2、供给端：行业壁垒高筑，市场集中度较高 .....               | 11 |
| 2.3、催化剂：政策助推，催化国产建筑信息化软件发展 .....           | 12 |
| 3、多重因素驱动，公司发展有望迈入新阶段 .....                 | 14 |
| 3.1、驱动力之一：完善营销体系，提升市占率 .....               | 14 |
| 3.2、驱动力之二：丰富公司产品结构，拓宽公司软件产品应用领域 .....      | 15 |
| 3.3、驱动力之三：继续加大研发，构建 BIM 软件产品生态 .....       | 16 |
| 4、盈利预测与投资建议 .....                          | 16 |
| 4.1、核心假设 .....                             | 16 |
| 4.2、盈利预测与投资建议 .....                        | 17 |
| 5、风险提示 .....                               | 17 |
| 附：财务预测摘要 .....                             | 18 |

## 图表目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1：自成立以来公司专注于建筑结构设计领域 .....         | 4  |
| 图 2：YJK 软件系统在建筑全生命周期的设计阶段起重要作用 ..... | 5  |
| 图 3：2017-2019 年总营收快速增长 .....         | 6  |
| 图 4：2017-2019 年净利润快速增长 .....         | 6  |
| 图 5：2020 年技术开发和服务营收占比增长显著 .....      | 6  |
| 图 6：2020 年技术开发和服务营收大幅增长 .....        | 6  |
| 图 7：2017-2020 年公司毛利率维持在较高水平 .....    | 7  |
| 图 8：2017-2019 年公司净利率逐步提升 .....       | 7  |
| 图 9：2017-2020 年公司销售费用率逐年下降 .....     | 7  |
| 图 10：YJK 软件可实现五个主要设计环节的协同工作 .....    | 8  |
| 图 11：2017-2019 年研发费用投入保持增长 .....     | 8  |
| 图 12：2017-2020 年研发人员数量和占比持续提升 .....  | 8  |
| 图 13：2016-2019 年销售费用投入持续增加 .....     | 9  |
| 图 14：建筑业发展呈增长态势 .....                | 9  |
| 图 15：建筑业企业利润率远低于工业企业利润率 .....        | 9  |
| 图 16：2015 年以来全国工程勘察设计企业收入逐年增加 .....  | 10 |
| 图 17：2015 年以来全国工程勘察设计企业数量波动上升 .....  | 10 |
| 图 18：中国建筑信息化市场发展速度快 .....            | 10 |
| 图 19：中国建筑信息化水平低 .....                | 10 |
| 图 20：结构设计软件是建筑业信息化的重要工具 .....        | 11 |
| 图 21：2017-2019 年公司销售客户数量快速增长 .....   | 15 |
| 图 22：公司对全国工程勘察设计企业的覆盖率较低 .....       | 15 |

|   |    |
|---|----|
| 图 23: 公司拟研发的 BIM 系统将对建筑全生命周期进行管理 .....                    | 16 |
| 表 1: 董事长陈岱林为最大股东 (截至 2021 年 1 月 23 日) .....               | 4  |
| 表 2: 2020 年 1-6 月份公司销售额排名前十的客户均为国内一流设计企业 .....            | 5  |
| 表 3: 预计 2023 年我国建筑信息化市场规模可达 600 亿元, BIM 预计达 283 亿市场 ..... | 10 |
| 表 4: 建筑结构设计软件领域相关竞品数量较少 .....                             | 11 |
| 表 5: 广联达、中望软件旗下产品与盈建科区别显著 .....                           | 12 |
| 表 6: 相关政策频出助力国内建筑信息化发展 .....                              | 13 |
| 表 7: 知产保护政策致力于建立软件正版化工作长效机制 .....                         | 13 |
| 表 8: 公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司平均水平 (截至 2021.7.26 收盘) .....   | 17 |

## 1、盈建科：建筑结构设计领域领军，竞争优势突出

### 1.1、建筑结构设计领域翘楚，行业资深专家担任“领头人”

国内稀缺高新技术企业，行业资深专家担任“领头人”。盈建科是一家以建筑结构设计软件及 BIM 相关产品的开发、销售及相关技术服务为主营业务的高新技术企业，于 2010 年 12 月由中国建筑结构设计软件行业首席专家陈岱林为核心的资深专家团队牵头成立。2021 年 1 月 20 日，公司在创业板 IPO 上市。

图1：自成立以来公司专注于建筑结构设计领域



资料来源：盈建科招股说明书、开源证券研究所

公司董事长陈岱林曾就职于中国建筑科学研究院，时任软件所所长、建研科技股份有限公司副总裁，院副总工程师，拥有丰富的建筑结构设计软件研发经验。

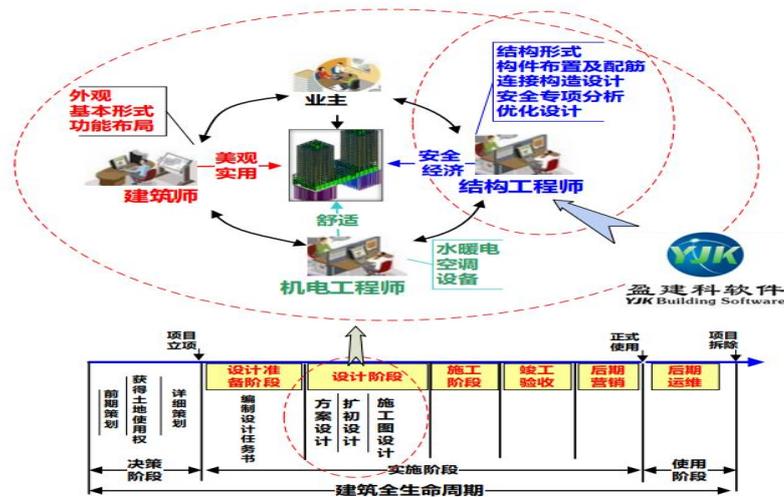
表1：董事长陈岱林为最大股东（截至 2021 年 1 月 23 日）

| 序号 | 股东名称 | 持股数（万股） | 持股比例（%） | 担任职务        |
|----|------|---------|---------|-------------|
| 1  | 陈岱林  | 948.19  | 16.78   | 董事长         |
| 2  | 张建云  | 870.19  | 15.4    | 董事          |
| 3  | 任卫教  | 369.51  | 6.54    | 董事、总经理      |
| 4  | 张凯利  | 369.48  | 6.54    | 董事、副总经理     |
| 5  | 李明高  | 217.57  | 3.85    | 董事          |
| 6  | 贾晓冬  | 217.54  | 3.85    | 无           |
| 7  | 黄鑫   | 130.52  | 2.31    | 无           |
| 8  | 陈璞   | 87.02   | 1.54    | 董事          |
| 9  | 王贤磊  | 54.21   | 0.96    | 项目经理、核心技术人员 |
| 10 | 李伟光  | 54.21   | 0.96    | 项目经理        |

资料来源：Wind、盈建科招股说明书、开源证券研究所

**主营产品占据建筑设计阶段重要地位。**公司的主要产品为 YJK 建筑结构设计软件系统，是一套集成化建筑结构辅助设计系统，功能包括结构建模、上部结构计算、基础设计、砌体结构设计、施工图设计、弹塑性分析、隔震减震结构设计、鉴定加固设计、钢结构设计、装配式结构设计、外部软件数据接口等方面。结构设计是建筑设计中难度最大的关键环节，涉及到建筑物的安全性，作为建筑结构设计软件的 YJK 软件系统在建筑全生命周期的设计阶段起着至关重要的作用。

图2: YJK 软件系统在建筑全生命周期的设计阶段起重要作用



资料来源: 盈建科招股说明书

产品表现出色, 行业内广受好评。作为一家纯自主研发的软件商, 盈建科的软件产品在国内处于领先水平, 可为建筑结构设计行业提供一体化的解决方案。在设计阶段, 其研发的 YJK 软件系统可以覆盖建筑建模、计算、设计、出图全设计流程, 实现各主要设计环节的协同工作。凭借其出色的产品表现, YJK 软件在国内建筑结构设计市场中占据了重要地位并广受好评, 公司客户覆盖众多国内一流设计企业或集团。中国尊、冬奥会滑雪场、世博园等都是用 YJK 软件来设计的。

表2: 2020 年 1-6 月份公司销售额排名前十的客户均为国内一流设计企业

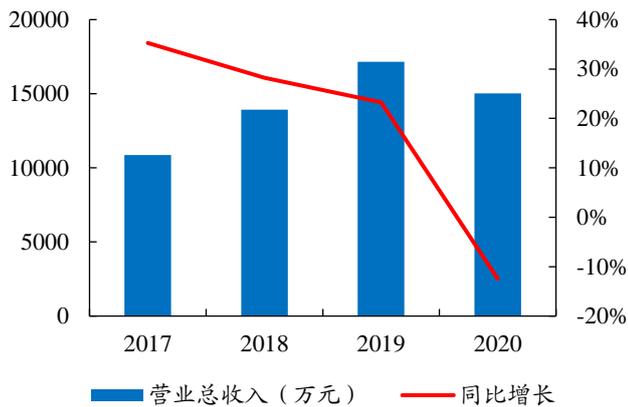
| 序号 | 客户名称           | 销售金额   | 占当期营业收入的比例 |
|----|----------------|--------|------------|
| 1  | 中国中建设计集团有限公司   | 408.34 | 5.81%      |
| 2  | 军事科学院国防工程研究院   | 199.42 | 2.84%      |
| 3  | 中铁建工集团有限公司     | 168.31 | 2.40%      |
| 4  | 中冶建筑研究总院有限公司   | 151.58 | 2.16%      |
| 5  | 中国中元国际工程有限公司   | 123.47 | 1.76%      |
| 6  | 四川洲宇建筑设计有限公司   | 96.21  | 1.37%      |
| 7  | 华东建筑设计研究院有限公司  | 79.06  | 1.13%      |
| 8  | 中国建设科技集团股份有限公司 | 72.85  | 1.04%      |
| 9  | 中国电力建设集团有限公司   | 67.43  | 0.96%      |
| 10 | 中国电子工程设计院有限公司  | 64.33  | 0.92%      |

数据来源: 盈建科招股说明书、开源证券研究所

## 1.2、财务状况: 疫情影响逐渐弱化, 2021 年业绩有望重回快速增长轨道

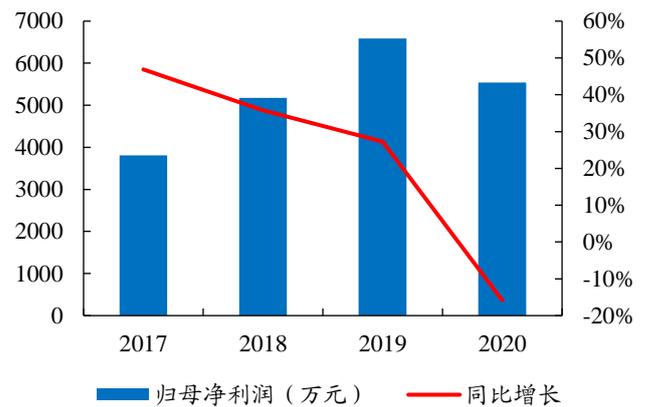
2017 年到 2019 年公司处于快速成长期, 财务数据亮眼, 2020 年受疫情影响, 收入有所下滑。2017-2019 年, 公司一方面受益于建筑信息化建设, 积极开拓市场, 另一方面不断丰富和完善软件产品, 提升自身竞争力, 整体经营情况呈现稳步增长的态势, 营业总收入和归母净利润的同比增长均在 20% 以上。受疫情影响, 2020 年公司的营业收入和归母净利润均有所下滑, 分别为 15025 万元和 5543 万元, 同比下降 12.46% 和 15.86%。

图3: 2017-2019 年总营收快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

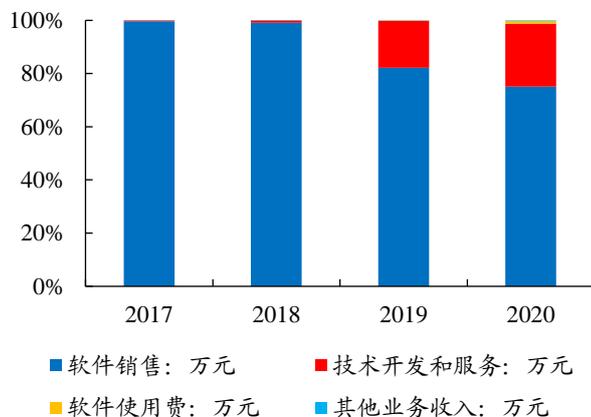
图4: 2017-2019 年净利润快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

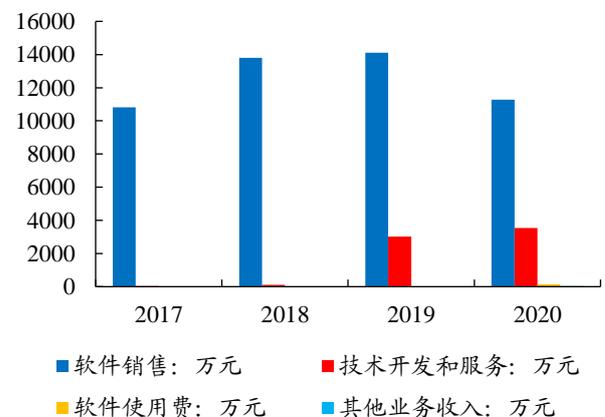
**技术开发和服务营收占比大幅增长。**公司营业总收入主要可分为软件销售、技术开发和服务，软件使用费和其他业务收入。2018 年之前，软件销售收入占公司营业总收入的 99%以上，占绝对主导地位。2019 年，公司开始转变商业模式，由原来的以软件产品销售为绝对主导向销售与产品服务并重方向发展，并且开始收取软件使用费，探索从单一永久授权向综合年费模式的转变。技术开发和服务、软件使用费的销售收入占比由 2018 年的 0.80%提升到 2020 年的 24.62%，改革效果显著。

图5: 2020 年技术开发和服务营收占比增长显著



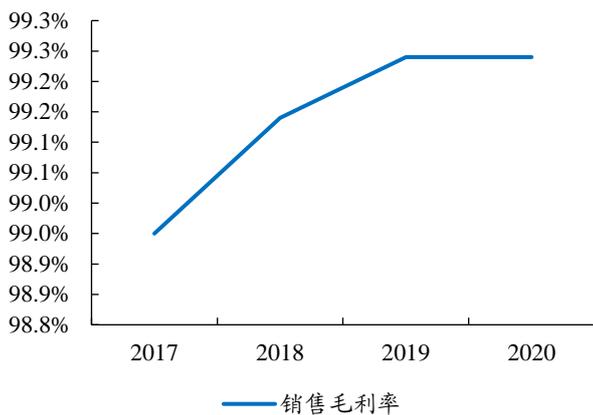
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2020 年技术开发和服务营收大幅增长

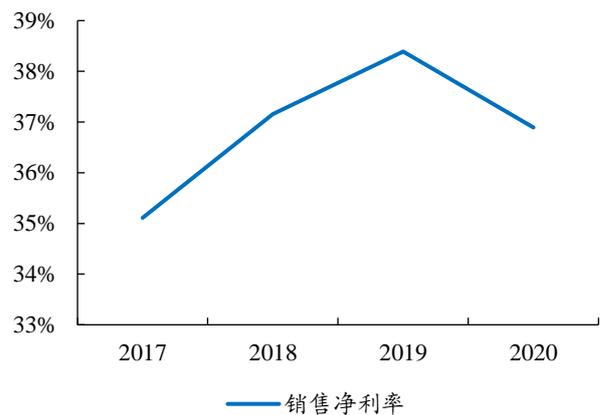


数据来源: Wind、开源证券研究所

**纯自主研发软件，产品附加值较高。**公司 2017-2020 年的毛利率分别为 98.95%、99.14%、99.24%、99.24%，稳定维持在较高水平，销售净利率分别为 35.11%、37.16%、38.39%、36.89%，受疫情影响，2020 年净利率下滑至 36.89%，长期来看公司仍受益于良好的产品性能和完善的服务体系，公司盈利能力有望持续增强。

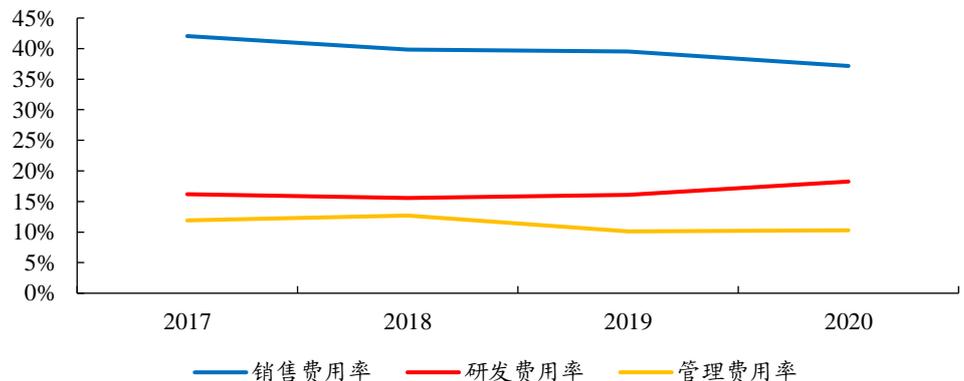
**图7：2017-2020 公司毛利率维持在较高水平**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2017-2019 公司净利率逐步提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

受规模效应影响，销售费用率显著下降。2017-2020 年，公司销售费用分别为 4567.56、5548.60、6784.75、5583.76 万元，销售费用率分别为 42.05%、39.84%、39.53%、37.16%，销售费用波动上升但销售费用率逐年下降，表明公司具备良好的费用管控能力。由于管理人员结构稳定，管理费用率保持稳定。2020 公司研发费用率增长 2.15pct，主要系研发人员数量上升所致，由 2019 年的 67 人增加至 80 人。

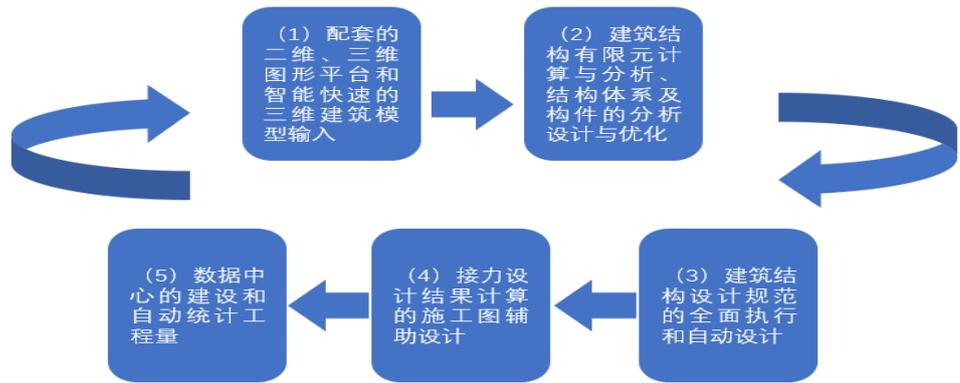
**图9：2017-2020 年公司销售费用率逐年下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、竞争优势：研发、销售、服务三位一体，核心竞争力突出

产品亮点突出且研发难度高，先发优势显著。YJK 软件最为显著的亮点之一是能够提供领先的结构设计行业一体化解决方案，覆盖全设计流程，是市面上少有的可实现五个主要设计环节的协同工作的软件，能够大幅提高设计工作的效率，深受业内人士青睐。此外，盈建科具有符合中国规范的先进隔震减震算法、应对复杂空间设计的先进分析设计技术、大震弹塑性动力时程分析等核心算法和技术，在业内构成了技术壁垒，由于软件研发难度较大，公司先发优势显著。住房和城乡建设部科技发展中心对盈建科出具的《建设行业科技成果评估证书》认为 YJK 软件技术先进、创新性突出、处于国内领先水平，推广应用前景广阔。

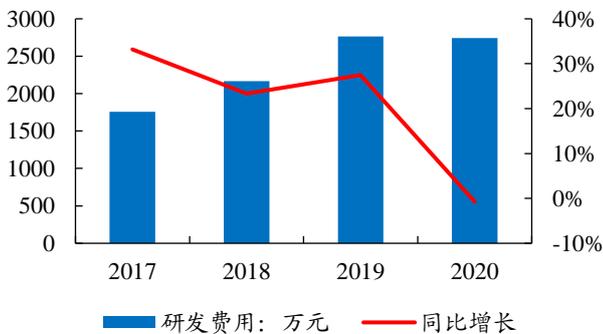
图10: YJK 软件可实现五个主要设计环节的协同工作



资料来源：盈建科招股说明书、开源证券研究所

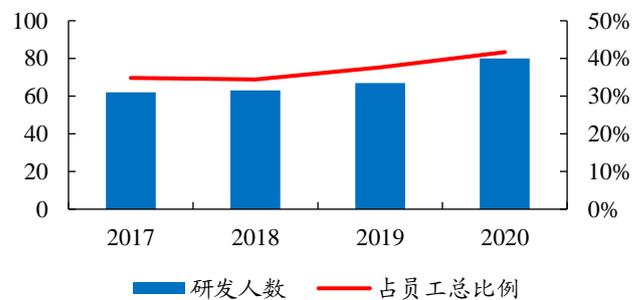
**人才团队和技术储备充足，研发投入持续。**研发团队稳定，拥有较长工作年限，资历深厚，研发能力突出。核心技术骨干入职平均时间 5 年以上，平均从业年限 12 年以上，公司共有技术研发人员 80 人。现有技术储备丰富且研发难度大：建筑结构设计综合解决方案、自主知识产权的平台图形、高效方便的交互建模系统、先进的力学有限元核心分析技术、自动化智能化地应用结构设计规范（技术壁垒高）、高效率的施工图设计与自动绘图系统（重要竞争优势）、大震弹塑性动力时程分析计算的关键技术等。后续公司募资投入到新项目的建设，研发费用投入将继续保持增长，技术储备也有望得到进一步加强。

图11: 2017-2019 年研发费用投入保持增长



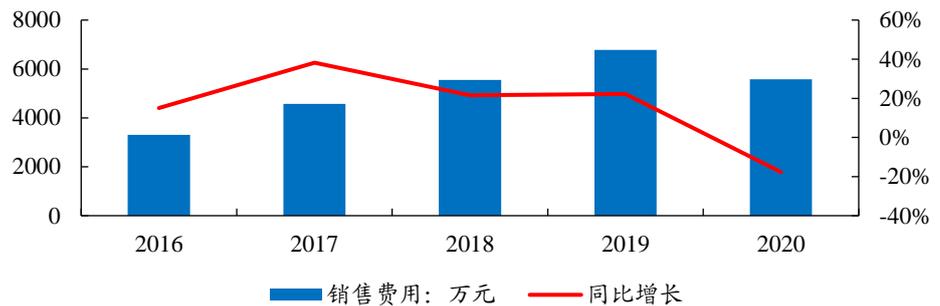
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12: 2017-2020 年研发人员数量和占比持续提升



数据来源：盈建科招股说明书、开源证券研究所

**销售、服务并驾齐驱，经营模式动态调整。**盈建科在加大研发投入的同时，同样注重产品营销和服务质量，自 2016 年以来销售费用持续增加，2019 年达到 6784 万元，占总营业收入的 39.53%。在服务方面，公司提供多种服务手段并建立起了完善的服务体系框架。服务手段多元化：讲座类、问答类（电话、QQ 在线、电子邮件）、定期资料更新（教学视频、用户手册、常见问题汇总）。服务体系架构多维度覆盖：总部技术支持+地方技术支持+市场部支持。目前大部分销售地区都配备了专职技术支持人员，配合销售人员进行相关的售前和售后服务，可以为客户提供一对一的软件培训，并提供相关软件的技术服务，形成了一支专业的用户服务与技术支持团队。

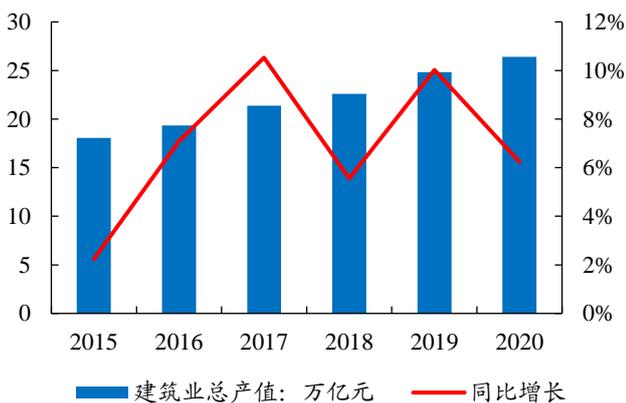
**图13: 2016-2019年销售费用投入持续增加**


数据来源: Wind、开源证券研究所

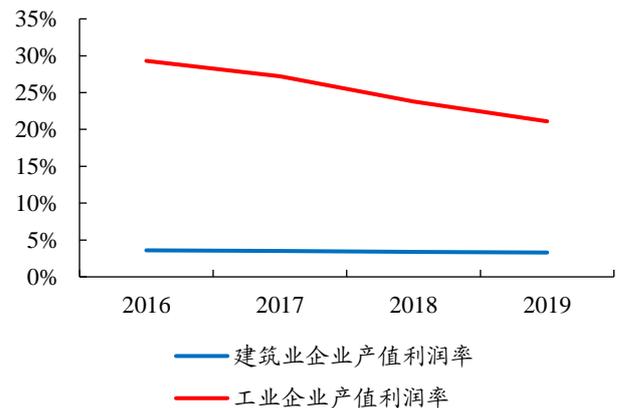
## 2、建筑信息化行业如日方升，结构设计前景广阔

### 2.1、需求端：经济转型推动建筑信息化发展，市场前景可观

**经济转型引领建筑信息化发展。**建筑业在国民经济中的作用十分突出，据国家统计局数据，2020年全国建筑业总产值达到26.39万亿，占国民生产总值的26%，从业者达5366.92万人，是名副其实的支柱产业。尽管传统建筑业对城乡建设贡献显著，但弊端也十分明显，粗放式发展使得钢材、水泥等资源浪费程度高且对环境污染严重，质量问题也有待进一步提升。随着一线城市发展进度的放缓，建筑业对于技术精细化管理和管理精细化的需求不断增加。另一方面，建筑业企业利润率也远低于其他行业，仅为3.5%左右，相比之下工业企业利润率保持在20%以上，差距显著。为顺应环境保护和国家经济转型的要求，包括装配化、信息化、标准化、绿色化、设计施工一体化的建筑产业现代化需要尽快提上日程，建筑信息化发展是大势所趋。

**图14: 建筑业发展呈增长态势**


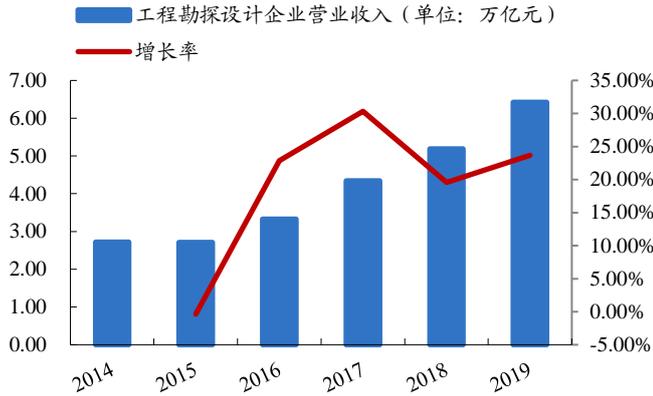
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

**图15: 建筑业企业利润率远低于工业企业利润率**


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

**工程勘察设计企业整体经营情况逐渐向好。**根据住建部发布的全国工程勘察设计统计公报显示，2019年全国工程勘察设计企业营业收入6.42万亿元，同比增加23.70%。同时2019年全国工程勘察设计企业数量为23739家，同比增加2.40%，工程勘察设计行业年末从业人员463.1万人，年末专业技术人员219.2万人，同比增长16.47%。

图16: 2015年以来全国工程勘察设计企业收入逐年增加



数据来源: 住建部、开源证券研究所

图17: 2015年以来全国工程勘察设计企业数量波动上升



数据来源: 住建部、开源证券研究所

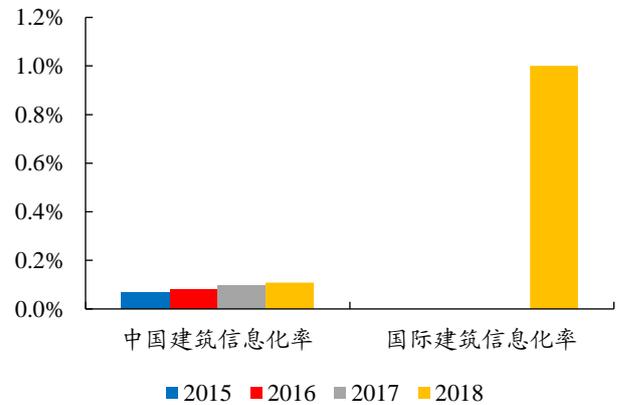
当前我国建筑业信息化仍处于较低水平, 预计 2023 年我国建筑信息化市场规模可达 600 亿元, 其中 BIM 市场约 283 亿元。根据智研咨询数据, 2018 年我国建筑信息化市场规模达 245 亿元, 较 2017 年的 207 亿元增长 19%。但建筑信息化的渗透率水平仍然较低, 根据中国建筑业协会数据, 2018 年中国建筑信息化占总产值的比例仅为 0.1%, 而美国等发达国家则达到了 1%, 中国约为发达国家的 1/10, 可见我国信息化渗透率水平还有很大的提升空间。根据表 3 的数据测算, 2023 年我国建筑信息化市场规模预计可达 600 亿元, 信息化渗透率可提升至 0.25%, 其中 BIM 市场规模约 283 亿元。

图18: 中国建筑信息化市场发展速度快



数据来源: 智研咨询、开源证券研究所

图19: 中国建筑信息化水平低



数据来源: 智研咨询、中国建筑业协会、开源证券研究所

表3: 预计 2023 年我国建筑信息化市场规模可达 600 亿元, BIM 预计达 283 亿市场

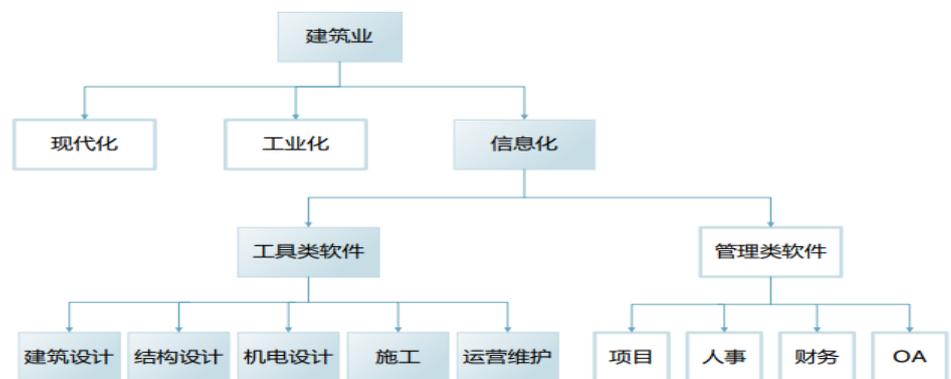
|                | 2018      | 2019      | 2020     | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|----------------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 建筑业总产值: 亿元     | 225816.86 | 248443.27 | 263946.1 | 281875.9 | 297858.3 | 314818.6 |
| 同比增长           | 5.55%     | 10.02%    | 6.24%    | 6.4%     | 5.59%    | 5.6%     |
| 建筑信息化市场规模: 亿元  | 245       | 290.3985  | 347.4186 | 416.9023 | 500.2828 | 600.3394 |
| 同比增长           | 18.53%    | 19.64%    | 20.00%   | 20.00%   | 20.00%   | 20.00%   |
| 中国建筑信息化渗透率     | 0.11%     | 0.12%     | 0.13%    | 0.15%    | 0.17%    | 0.19%    |
| BIM 项目占比 (%)   |           |           |          | 15%      | 15%      | 15%      |
| BIM 费用投入比例 (%) |           |           |          | 0.5%     | 0.5%     | 0.6%     |

|             | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|------|------|------|--------|--------|--------|
| BIM 市场空间：亿元 |      |      |      | 211.41 | 223.39 | 283.34 |

数据来源：国家统计局、智研咨询、公司招股书、开源证券研究所

**建筑结构设计是建筑信息化中非常重要的一环。**建筑业信息化大致可分为技术信息化和管理信息化，针对技术信息化的工具类软件主要有设计类软件、施工类软件和运营维护软件。其中，设计行业又可细分为建筑专业设计、结构专业设计和机电专业（给排水、采暖、空调、电气等）设计三个方面，结构专业的设计软件涉及建筑工程的安全，技术难度也最大。随着建筑设计的难度和复杂程度增加，建筑业对结构设计软件的要求也在不断提高，开发新型的符合建筑设计需求的软件是未来建筑结构设计软件发展的重要方向。同时在建筑信息化新的历史阶段中，运用 BIM（建筑信息模型）实现技术和管理信息的横向打通，也为建筑领域相关软件研发公司发展提供了新的发展契机。

**图20：结构设计软件是建筑业信息化的重要工具**



资料来源：盈建科招股说明书

## 2.2、供给端：行业壁垒高筑，市场集中度较高

**行业壁垒高，厂商集中度较高。**作为建筑信息化的核心软件产品，建筑结构设计软件也吸引了越来越多其他建筑类软件企业进入，由于结构设计软件技术壁垒较高，公司所处的细分领域处于少数公司共同竞争的格局。结构设计领域主要厂商包括盈建科的 YJK 系列软件、构力科技的 PKPM 系列软件、迈达斯(MIDAS)公司的 Midas 系列软件和 CSI 公司的 Etabs、SAP2000 系列软件，这几款软件大多可以实现常规建筑工程的建模、计算、设计、出图等基本功能。

**表4：建筑结构设计软件领域相关竞品数量较少**

| 软件名称 | 软件公司          | 设立时间   | 建筑结构设计领域相关业务  |
|------|---------------|--------|---|
| PKPM | 建研科技股份有限公司    | 2001 年 | PKPM 建筑结构系列软件针对多高层工业和民用建筑结构，覆盖混凝土结构、钢结构（包括门钢、重型厂房）、砌体结构的设计软件，是建筑结构设计领域可提供从建模、计算到施工图全过程的计算机辅助设计软件系统。 |
| YJK  | 北京盈建科软件股份有限公司 | 2010 年 | YJK 建筑结构设计软件系统是一套全新的集成化建筑结构辅助设计系统，功能包括结构建模、上部结构计算、基础设计、砌体结构设计、施工图设计和接口软件六大方面。它主要针对当前普遍              |

| 软件名称     | 软件公司                                  | 设立时间   | 建筑结构设计领域相关业务   |
|----------|---------------------------------------|--------|--|
|          |                                       |        | 应用的软件系统中亟待改进的方面和 2010 结构设计规范大量新增的要求而开发，在优化设计、节省材料、解决超限等方面提供系统的解决方案。  |
| Midas    | MIDAS Information Technology Co. Ltd. | 2002 年 | midas Gen 是建筑领域通用结构分析及优化设计系统。<br>midas Building 是融入了新流程、新技术、新设计的第三代建筑结构设计系统。<br>midas Civil 是桥梁领域通用结构分析及设计系统。  |
| CSI 系列软件 | COMPUTERS& STRUCTURES INC.            | 1975 年 | Etabs 是一套建筑结构设计系统。SAP2000 是建筑领域通用结构分析软件。   |
| 广厦软件     | 深圳市广厦软件有限公司                           | 1996 年 | 主要产品 CAD 系列针对多高层建筑结构，可完成建模、计算和施工图自动生成及处理。  |
| 探索者      | 北京探索者软件股份有限公司                         | 1999 年 | 探索者结构工程 CAD 软件【TSSD】基于 AutoCAD 平台，提供各种快速绘图工具，既有小巧实用的工具，又有大型集成的工具，类型齐全，可以服务于各种行业的结构专业图纸绘制修改。探索者结构后处理软件【TSPT】用于直接接力其他公司计算分析软件的结果数据，自动完成梁、板、墙、柱施工图的绘制，实现一键出图。 |

资料来源：各软件官网、盈建科招股说明书、开源证券研究所

同为应用软件公司，广联达、中望旗下产品与盈建科区别显著。广联达与盈建科均属于建筑行业应用软件提供商，但主营业务有所不同。广联达是一家数字建筑平台服务商，提供建筑全生命周期的数字化解决方案，公司位于建筑行业的中端。盈建科以开发和提供建筑结构设计软件及咨询服务为主营业务，位于建筑行业的前端。二者曾于 2019 年签署战略合作协议，通过融通“设计数据”与“工程造价”，实现业务方面的优势互补。中望软件的主营业务为 CAD（计算机辅助技术）/CAM（计算机辅助制造）/CAE（计算机辅助工程）等研发设计类工业软件的研发、推广与销售，不局限于建筑业，覆盖领域更为多元化。

**表5：广联达、中望软件旗下产品与盈建科区别显著**

|      | 主营业务  | 覆盖行业                                  | 主要产品                                    |
|------|---|---------------------------------------|---|
| 广联达  | 立足建筑业，围绕工程项目全生命周期，为客户提供数字化软硬件产品、应用解决方案及相关服务，是一家数字建筑平台服务商。 | 建筑业                                   | 造价管理、智慧工地、数字企业、信息服务、国际业务、企业协同、数字项目、数字城市 |
| 盈建科  | 建筑设计结构软件及 BIM（建筑信息化）相关产品的开发、销售及相关技术服务                     | 建筑业                                   | 结构建模、上部结构计算、基础设计、砌体结构设计、施工图设计、接口软件      |
| 中望软件 | 2D/3D CAD/CAM 平台软件及细分行业软件的研发、销售与服务                        | 工程建设行业（机械、电子、汽车、建筑、交通、能源等）、制造业行业、教育行业 | 中望 CAD、中望 3D、中望电磁仿真软件、中望教育 CAD          |

资料来源：广联达 2019 年年度报告、盈建科招股说明书、中望软件招股说明书、各软件官网、开源证券研究所

### 2.3、催化剂：政策助推，催化国产建筑信息化软件发展

**相关政策频出助力国内建筑信息化发展。**建筑业关系到国计民生，是众多产业赖以发展的基础性行业，随着建筑业现代化进程的推进，相关政策进一步落地，有利于推动国内的建筑信息化建设，同时为建筑信息化相关软件的研发提供良好的政策环境。

**表6: 相关政策频出助力国内建筑信息化发展**

| 时间      | 名称                             | 颁布单位     | 主要内容   |
|---------|--------------------------------|----------|--|
| 2020.04 | 住房和城乡建设部工程质量安全监管司<br>2020年工作要点 | 住房和城乡建设部 | 推动 BIM 技术在工程建设全过程的集成应用，开展建筑业信息化发展纲要和建筑机器人发展研究工作，提升建筑业信息化水平。  |
| 2019.02 | 住房和城乡建设部工程质量安全监管司<br>2019年工作要点 | 住房和城乡建设部 | 推进 BIM 技术集成应用。支持推动 BIM 自主知识产权底层平台软件的研发。组织开展 BIM 工程应用评价指标体系和评价方法研究，进一步推进 BIM 技术在设计、施工和运营维护全过程的集成应用。 |
| 2017.02 | 关于促进建筑业持续健康发展的意见               | 国务院      | 推进建筑产业现代化，大力推广智能和装配式建筑，推动建造方式创新：提升建筑设计水平，加强技术研发应用，完善工程建设标准。  |
| 2016.12 | “十三五”工程勘察设计行业信息化工作指导意见         | 中国勘察设计协会 | 在“十三五”期间，大数据、云计算与“互联网+”等信息技术在勘察设计行业得到系统集成应用。   |
| 2016.08 | 2016-2020年建筑业信息化发展纲要           | 住房和城乡建设部 | 分别对勘察设计类、施工类、工程总承包类企业做了具体部署，积极探索“互联网+”，推进建筑行业的转型升级。  |
| 2015.06 | 关于推进建筑信息模型应用的指导意见              | 住房和城乡建设部 | 明确了 BIM 应用的基本原则，即“企业主导，需求牵引；行业服务，创新驱动；政策引导，示范推动”。  |
| 2014.03 | 国家新型城镇化规划（2014-2020年）          | 国务院      | 加快绿色城市建设、推进智慧城市建设、注重人文城市建设。  |

资料来源：各政府官网、开源证券研究所

**知识产权保护引领软件正版化浪潮，建筑信息化相关软件市场有望扩大。**随着我国支持产权保护力度的持续加强，民众对正版软件的付费意愿正不断提高，软件正版化有利于保护软件开发者的积极性，软件正版化将是未来的长期趋势。相关政策的出台有利于提高正版软件的市场占有率，建立良好的行业环境，保护软件研发者的积极性。随着软件正版化的不断推进，部分盗版用户会转向正版软件，收费软件用户数量和付费率增有望加，建筑信息化软件的市场空间也将进一步扩大。

**表7: 知产保护政策致力于建立软件正版化工作长效机制**

| 时间      | 名称                           | 单位             | 内容   |
|---------|------------------------------|----------------|--|
| 2020.8  | 《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》 | 国务院            | 探索建立软件正版化工作长效机制。凡在中国境内销售的计算机（含大型计算机、服务器、微型计算机和笔记本电脑）所预装软件须为正版软件，禁止预装非正版软件的计算机上市销售。推动重要行业和重点领域使用正版软件工作制度化规范化。 |
| 2019.11 | 《关于强化知识产权保护的意见》              | 中共中央办公厅、国务院办公厅 | 要求不断改革完善知识产权保护体系，目标力争到 2022 年，侵权易发多发现象得到有效遏制；到 2025 年，知识产权保护社会满意度达到并保持较高水平。                                  |
| 2013.05 | 《关于印发政府机关通用软件资产配置标准（试行）的通知》  | 财政部            | 政府机关配置办公通用软件资产，应当遵循安全性、适用性、经济性和正版化的原则。不得配置非正版软件。   |

| 时间      | 名称                                  | 单位                         | 内容  |
|---------|-------------------------------------|----------------------------|---|
| 2011.02 | 《关于进一步规范和加强政府机关软件资产管理的意见》           | 财政部                        | 要严格执行软件正版化的有关规定，全面采购和使用正版软件。要进一步规范软件产品政府采购行为，建立健全相关工作机制，采取切实措施，加强采购过程中知识产权的审核管理，防止侵权仿冒商品进入政府采购渠道。 |
| 2006.04 | 《关于计算机预装正版操作系统软件有关问题的通知》            | 信息产业部、国家版权局、商务部            | 在我国境内生产的计算机，出厂时应当预装正版操作系统软件；进口计算机在国内销售，销售前应当预装正版操作系统软件。   |
| 2006.03 | 《关于政府部门购置计算机办公设备必须采购已预装正版操作系统产品的通知》 | 国家版权局、信息产业部、财政部、国务院机关事务管理局 | 今后各级政府部门在购置计算机办公设备时，必须采购预装正版操作系统软件的计算机产品。   |

资料来源：各政府官网、开源证券研究所

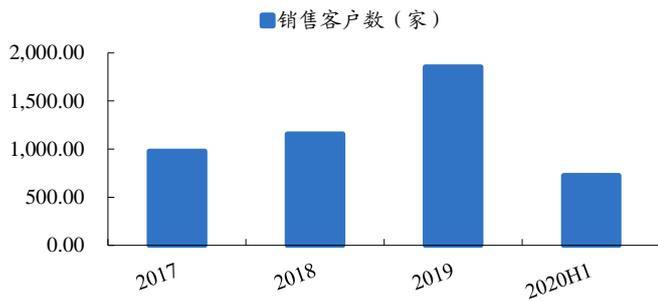
**内外部环境催化国产替代。**首先，国产替代是中国向高端制造业转型的必然结果，一旦国产软件自主研发成功，凭借其价格优势及服务便利程度将更受追捧。其次，对于信息安全的需求有助于加快国产替代进程。目前 BIM 软件市场正面临国外软件垄断的局面，主流的 BIM 软件包括美国的 Revit 和 Bentley 以及英国的 PDMS 和芬兰的 Tekla。由于 BIM 模型包含了建筑全生命周期的所有数据信息，因此由国外软件垄断导致的信息安全问题尤为值得重视。最后，国际形势不明朗、中美技术脱钩风险上升，为防止国外软件垄断对中国企业正常运营造成威胁，加快国产替代成必然要求。

### 3、多重因素驱动，公司发展有望迈入新阶段

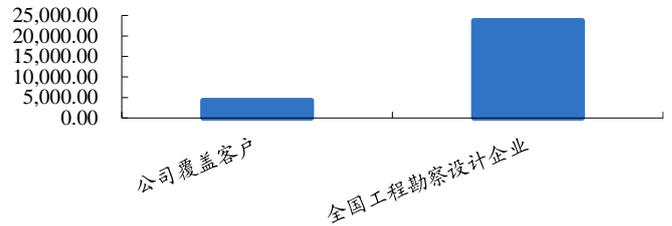
#### 3.1、驱动力之一：完善营销体系，提升市占率

**公司市占率正在快速提升，未来仍然有较大空间。**随着产品性能完善、市场开拓力度加强和服务水平提升，2017 年至 2019 年销售客户的数量由 2017 年的 977 家增长至 2019 年的 1852 家，同时亦有较大比例的老客户采购软件，公司软件产品的市占率正在快速提升。主要原因在于：（1）相较于有几十年发展史的国内外结构设计软件，YJK 软件作为新兴品牌处于被客户逐渐认可的发展阶段。客户通常先少量采购进行试用，随后依据良好的体验而逐步扩大采购并提高 YJK 软件的使用比例，因此各期均有较大比例的老客户持续采购；另一方面，随着 YJK 软件品牌影响力的扩大，新客户也视自身需求、市场反响、同行业企业的选择等因素成为 YJK 软件的客户。

公司自设立至今拥有客户近 4300 余家，2019 年末全国工程勘察设计企业 23739 家，客户覆盖率仅占 17%，公司依然有较大的客户拓展空间。同时，对于已有的客户，公司有望凭借出色的产品体验和优质的技术服务水平，提升在客户内部的渗透率。

**图21: 2017-2019 年公司销售客户数量快速增长**


数据来源: 盈建科招股说明书、开源证券研究所

**图22: 公司对全国工程勘察设计企业的覆盖率较低**


数据来源: 盈建科招股说明书、开源证券研究所

公司将继续加强营销体系的建设, 加速进行客户覆盖。根据公司招股说明书, 公司将在现有营销及服务网络体系基础上, 对现有的北京、上海、广州、深圳、天津等 27 个辐射全国各省的营销服务网点进行升级改造及新建 5 个营销服务网点, 进一步提升公司营销及售后服务能力, 实现规模化运作。并进一步深入挖掘各级区域的客户资源、客户新增需求和拓展平台的应用领域, 以保障公司现有的主营业务及新增的业务能在全中国范围内得到快速拓展。

### 3.2、驱动力之二: 丰富公司产品结构, 拓宽公司软件产品应用领域

从公司产品发展路线来看, 短期内, 公司将继续加强既有软件产品的升级和迭代。公司的基础模块 (YJK-A、YJK-F、YJK-M、YJK-D) 主要为常规结构提供建模、设计、计算、出图的基础功能。除此之外, 公司在 YJK 软件系统上持续研发和推出专项设计功能模块以满足不断发展的设计需求, 目前已有 40 余款产品, 进一步带动了公司客户的增购需求。未来公司将基于已积累的技术能力, 横向拓展产品矩阵。

#### (1) 从建筑设计走向桥梁结构设计

目前国内外厂商提供的桥梁结构设计软件仍存在一些短板, 难以满足设计需求。目前我国在桥梁的设计、施工和科研工作中, 大量采用国外通用有限元软件或国内桥梁专用软件进行结构分析, 如国外的 MIDAS (迈达斯)、国内的桥梁博士、GQJS、西南交大 BSAS、大桥院的 SCDS。国外通用有限元软件的使用需要深厚的力学知识, 并且存在操作复杂、效率低、对国内的规范支持不足等诸多问题; 而国内桥梁软件虽然有规范支持优势, 但仅支持梁单元分析计算, 对多种荷载作用、力学现象则采用简化或等效处理, 无法快速适应新规范要求的精细化分析和日益复杂化的桥梁需求。

公司现有主要产品为建筑设计软件, 桥梁设计软件的开发是对公司业务的横向扩展。桥梁工程、建筑工程均属于土木工程领域, 具有一定的技术相通性, 如两类软件均包括建模、前处理、计算、后处理、设计等模块, 因此公司现有的技术能够有效支撑桥梁设计软件的继续研发。此外, 公司董事长陈岱林先生是国内建筑设计软件领域资深专家, 公司的主要技术人员具有多年的建筑设计软件产品开发经验, 包含了建筑设计、结构工程、工程力学、计算数学、地质结构、施工图表达、软件工程、工程项目管理等各领域的人才。

#### (2) 从民用建筑设计走向工业建筑、市政建筑设计

国内的传统设计软件一般应用于民用建筑和公共建筑, 而对工业建筑 (包括各类钢结构或混凝土结构厂房、筒仓、水池、烟囱、石化设备框架、变电构架等)、市政

建筑（包括各类水处理水池、地下综合管廊、地铁车站等）所需的大量专项设计功能缺失，因此工业建筑、市政建筑更多依赖国外的设计软件，甚至在很多环节依靠手工计算，导致设计效率低、计算精度差。

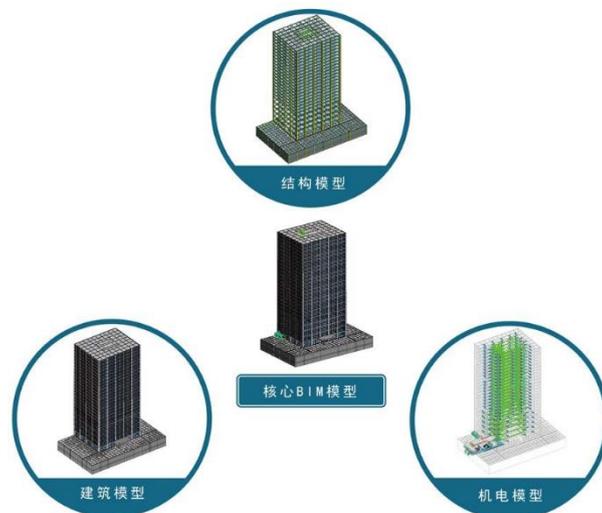
公司利用在民用建筑和公共建筑设计领域所积累的经验，为多种工业建筑和市政建筑提供了一体化设计解决方案，包括石油化工设备框架设计、筒仓类结构设计、水池类结构设计、地下综合管廊和地铁车站类结构设计等。未来公司也将进一步加大技术，进一步拓展在工业建筑设计、市政建筑设计软件领域的产品线。

### 3.3、驱动力之三：继续加大研发，构建 BIM 软件产品生态

BIM 是建筑业的未来主要发展方向，国内外建筑设计软件公司都在加强对 BIM 领域的布局。主流的民用建筑 BIM 软件以 Revit 为主，工业建筑 BIM 软件以 Bentley 和 PDMS 为主，钢结构 BIM 软件以 Tekla 为主，整个市场处于国外软件垄断的局面。这种局面将导致国内 BIM 技术的应用受限于国外软件的开发水平和开放程度、BIM 数据存在一定的安全隐患等问题。

公司 IPO 募投项目拟研发的 BIM 系统，是利用 YJK 软件系统的集成技术和自主平台，采用统一的三维数据模型及数据交换标准，实现建筑全生命周期不同阶段、不同专业、不同需求的 BIM 模型信息集中管理，建立工程设计协同工作平台及专业应用软件的开放式平台系统。系统由三维图形平台、数据中心、协同工作平台组成的底层平台和基于底层平台的专业应用软件系统组成，专业应用软件包括建筑、结构、设备、算量等软件，覆盖设计、施工的全过程，提供建筑全生命周期的整体解决方案。

**图23：公司拟研发的 BIM 系统将对建筑全生命周期进行管理**



资料来源：盈建科招股说明书

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、核心假设

**核心假设 1：**上市后公司一方面将加强市场营销，不断提升公司在建筑结构设计领域的市占率，另一方面将加大研发投入，横向拓展桥梁结构设计、工业建筑结构设计、市政建筑结构设计等领域，同时加快构建 BIM 软件生态体系。预计公司 2021-2023 年的软件销售的营收增速分别为 36%、40%和 36%，技术和开发服务的营收增

速分别为 40%、35%、33%。

**核心假设 2:** 纯自主研发软件拥有较高的产品附加值，公司主营业务毛利率将一直维持在较高水平，预计公司 2020-2023 年的毛利率分别为 99.2%、99.2%、99.2%。

**核心假设 3:** 费用管控能力增强，规模效应影响显著，预计销售费用率将有所下降。管理人员结构稳定，管理费用率保持稳定。研发费用也将保持在稳定水平。

#### 4.2、盈利预测与投资建议

盈建科是国内结构设计软件领域的创新者和重要领导者，专业为建筑设计行业提供 BIM 设计整体解决方案。目前公司 YJK 系列软件产品已经覆盖众多国内一流设计企业或集团，充分证明公司产品的竞争力。同时公司正积极打磨新品切入工业建筑、市政建筑结构设计及桥梁结构设计等领域，蓝海市场拓展值得期待。我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 0.72/1.00/1.36 亿元，EPS 为 1.27/1.76/2.41 元/股，当前股价对应 PE 为 61.4/44.2/32.3 倍，较可比公司均值低，首次覆盖给予“买入”评级。

表8: 公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司平均水平（截至 2021.7.26 收盘）

| 证券代码             | 公司简称       | 当前市值<br>(亿元) | 归母净利润       |             |             | PE          |             |             | PS          |             |             |
|------------------|------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                  |            |              | 2021E       | 2022E       | 2023E       | 2021E       | 2022E       | 2023E       | 2021E       | 2022E       | 2023E       |
| 002410.SZ        | 广联达        | 770          | 6.69        | 9.97        | 12.6        | 115.1       | 77.2        | 61.1        | 17.0        | 13.9        | 11.6        |
| 688877.SH        | 中控技术       | 451          | 5.44        | 6.83        | 8.6         | 82.9        | 66.0        | 52.4        | 12.2        | 13.0        | 10.0        |
| 688083.SH        | 中望软件       | 329          | 1.26        | 1.74        | 2.5         | 261.1       | 189.1       | 131.6       | 69.9        | 46.7        | 30.2        |
| 688682.SH        | 霍莱沃        | 54           | 0.63        | 0.86        | 1.2         | 85.7        | 62.8        | 45.0        | 17.6        | 13.0        | 9.8         |
|                  | 行业平均       |              |             |             |             | 136.2       | 98.8        | 72.5        | 29.2        | 21.7        | 15.4        |
| <b>300935.SZ</b> | <b>盈建科</b> | <b>44</b>    | <b>0.72</b> | <b>1.00</b> | <b>1.36</b> | <b>61.4</b> | <b>44.2</b> | <b>32.3</b> | <b>21.6</b> | <b>15.6</b> | <b>11.5</b> |

数据来源: Wind、开源证券研究所（注: 霍莱沃盈利预测来自 Wind 一致预期）

## 5、风险提示

**(1) 软件销售不及预期的风险。** 建筑结构设计软件领域存在强劲的竞争对手，如果对方推出的软件性能更加优异，公司未必能有效提升市场占有率。

**(2) 技术研发不及预期的风险。** 建筑设计软件研发难度大，核心技术研发可能会遭遇瓶颈，存在影响公司未来核心竞争力的风险。

**(3) 疫情反复的风险。** 疫情反复可能会导致软件下游的建筑业不能及时开工，从而影响公司的短期业绩。

**附：财务预测摘要**

| 资产负债表(百万元)       | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 0     | 0     | 57    | 146   | 275   |
| 现金               | 170   | 205   | 238   | 298   | 387   |
| 应收票据及应收账款        | 40    | 48    | 72    | 94    | 131   |
| 其他应收款            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 预付账款             | 5     | 9     | 9     | 15    | 18    |
| 存货               | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动资产           | -215  | -262  | -262  | -262  | -262  |
| <b>非流动资产</b>     | 4     | 5     | 5     | 4     | 3     |
| 长期投资             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产             | 1     | 1     | 1     | -0    | -1    |
| 其他非流动资产          | 2     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| <b>资产总计</b>      | 220   | 271   | 62    | 150   | 278   |
| <b>流动负债</b>      | 33    | 29    | 34    | 34    | 40    |
| 短期借款             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款        | 5     | 3     | 8     | 8     | 14    |
| 其他流动负债           | 28    | 26    | 26    | 26    | 26    |
| <b>非流动负债</b>     | 0     | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 长期借款             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债          | 0     | 8     | 8     | 8     | 8     |
| <b>负债合计</b>      | 33    | 38    | 42    | 42    | 48    |
| 少数股东权益           | 0     | 0     | -0    | -0    | -0    |
| 股本               | 42    | 42    | 57    | 57    | 57    |
| 资本公积             | 6     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 留存收益             | 139   | 185   | 246   | 326   | 430   |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 0     | 0     | 20    | 108   | 230   |
| 负债和股东权益          | 220   | 271   | 62    | 150   | 278   |

| 现金流量表(百万元)     | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 72    | 36    | 51    | 70    | 102   |
| 净利润            | 66    | 55    | 72    | 100   | 136   |
| 折旧摊销           | 2     | 2     | 1     | 1     | 0     |
| 财务费用           | 0     | 0     | -0    | 0     | 1     |
| 投资损失           | -1    | -3    | -1    | -1    | -1    |
| 营运资金变动         | 4     | -20   | -20   | -29   | -33   |
| 其他经营现金流        | 1     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -0    | 1     | 1     | 2     | 2     |
| 资本支出           | 2     | 2     | -0    | -1    | -1    |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 1     | 3     | 0     | 1     | 1     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -28   | -2    | -19   | -12   | -15   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 14    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -28   | -2    | -34   | -12   | -15   |
| <b>现金净增加额</b>  | 43    | 35    | 33    | 60    | 89    |

| 利润表(百万元)     | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>  | 172   | 150   | 204   | 282   | 383   |
| 营业成本         | 1     | 1     | 2     | 2     | 3     |
| 营业税金及附加      | 2     | 2     | 3     | 4     | 5     |
| 营业费用         | 68    | 56    | 77    | 104   | 140   |
| 管理费用         | 17    | 15    | 21    | 29    | 38    |
| 研发费用         | 28    | 27    | 38    | 48    | 61    |
| 财务费用         | 0     | 0     | -0    | 0     | 1     |
| 资产减值损失       | 0     | -0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益         | 15    | 12    | 15    | 15    | 15    |
| 公允价值变动收益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益        | 1     | 3     | 1     | 1     | 1     |
| 资产处置收益       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>  | 71    | 62    | 80    | 111   | 151   |
| 营业外收入        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>  | 71    | 62    | 80    | 111   | 151   |
| 所得税          | 5     | 7     | 8     | 11    | 15    |
| <b>净利润</b>   | 66    | 55    | 72    | 100   | 136   |
| 少数股东损益       | 0     | 0     | -0    | -0    | -0    |
| <b>归母净利润</b> | 66    | 55    | 72    | 100   | 136   |
| EBITDA       | 70    | 61    | 77    | 107   | 146   |
| EPS(元)       | 1.17  | 0.98  | 1.27  | 1.76  | 2.41  |

| 主要财务比率         | 2019A  | 2020A | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |       |        |        |        |
| 营业收入(%)        | 23.2   | -12.5 | 35.7   | 38.5   | 35.5   |
| 营业利润(%)        | 22.1   | -11.9 | 27.8   | 38.9   | 36.6   |
| 归属于母公司净利润(%)   | 27.3   | -15.9 | 29.3   | 38.9   | 36.6   |
| <b>获利能力</b>    |        |       |        |        |        |
| 毛利率(%)         | 99.2   | 99.2  | 99.2   | 99.2   | 99.2   |
| 净利率(%)         | 38.4   | 36.9  | 35.2   | 35.3   | 35.5   |
| ROE(%)         | 35.2   | 23.8  | 189.8  | 79.0   | 54.9   |
| ROIC(%)        | 2663.0 | 627.6 | 148.8  | 71.4   | 51.3   |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |        |        |        |
| 资产负债率(%)       | 15.1   | 13.9  | 68.4   | 28.0   | 17.3   |
| 净负债比率(%)       | -90.9  | -84.2 | -607.1 | -229.8 | -152.9 |
| 流动比率           | 0.0    | 0.0   | 1.7    | 4.3    | 6.9    |
| 速动比率           | 6.3    | 8.7   | 9.1    | 11.7   | 13.0   |
| <b>营运能力</b>    |        |       |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.9    | 0.6   | 1.2    | 2.7    | 1.8    |
| 应收账款周转率        | 4.3    | 3.4   | 3.4    | 3.4    | 3.4    |
| 应付账款周转率        | 0.3    | 0.3   | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| <b>每股指标(元)</b> |        |       |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.17   | 0.98  | 1.27   | 1.76   | 2.41   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 1.28   | 0.64  | 0.91   | 1.25   | 1.81   |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 3.31   | 4.13  | 4.82   | 6.40   | 8.60   |
| <b>估值比率</b>    |        |       |        |        |        |
| P/E            | 66.7   | 79.3  | 61.4   | 44.2   | 32.3   |
| P/B            | 23.5   | 18.8  | 16.1   | 12.2   | 9.0    |
| EV/EBITDA      | 60.2   | 68.8  | 54.2   | 38.3   | 27.5   |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|      | 评级             | 说明                     |
|------|----------------|------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）        | 预计相对强于市场表现 20%以上；      |
|      | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%；     |
|      | 中性（Neutral）    | 预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动； |
|      | 减持             | 预计相对弱于市场表现 5%以下。       |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现；          |
|      | 中性（Neutral）    | 预计行业与整体市场表现基本持平；       |
|      | 看淡             | 预计行业弱于整体市场表现。          |

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn