

2021年09月01日

筑博设计 (300564.SZ)

公司深度分析

证券研究报告

民营建筑设计龙头，厚积薄发增长可期

■ **民营建筑设计龙头，聚焦主业稳健增长。**筑博设计的前身是成立于1996年的筑博有限，主要从事建筑工程设计业务，经过25年的沉淀、积累、创新、布局，公司已经成长为全国性民营建筑设计龙头。公司股权集中，管理层持股、员工持股，并推出了股权激励计划，有助于激发员工的积极性，并保持员工的稳定性。公司聚焦建筑设计主业，2018-2020年公司建筑设计业务营业收入分别为7.65亿元、8.52亿元和8.87亿元，业务占比分别为90.91%、92.16%和92.43%。同时，公司积极向城市规划、市政设计、风景园林设计、BIM技术、装配式建筑、建筑智能化等领域延伸和布局，并取得积极的成效。公司盈利能力整体较强，2018-2020年毛利率分别为34.92%、35.77%和35.33%，净利率分别为14.20%、15.43%和14.41%，ROE（摊薄）分别为28.68%、13.71%和12.10%。

■ **建筑设计空间广阔，进口替代有望提速。**建筑设计主要提供居住建筑、公共建筑、商业建筑和其他建筑的规划、设计或咨询服务，是建筑物的基础、灵魂和首要环节，不仅决定了建筑物外观、空间和使用功能，还决定了建筑施工成本、建筑质量安全、建筑施工进度以及能耗等。建筑设计行业受益于中国城镇化快速推进和房地产市场快速发展，市场规模持续扩大。2018年中国建筑设计市场规模已经达到了1572亿元，并呈现出增长提速的态势。2015-2018年建筑设计行业的营业收入复合增长率19.39%。建筑设计行业参与者众多，竞争较为激烈，基本形成了以少数大型设计企业主导，大量中小型设计企业为辅的市场竞争格局。随着国内建筑设计公司快速发展，以及中美经贸关系、新冠疫情等，建筑设计行业的“进口替代”悄然发生，优秀的内资设计公司不断蚕食外资市场份额，甚至在某些领域赶超外资设计公司，争夺建筑设计高端领域，“进口替代”越演越烈。

■ **深耕建筑设计业务，网络完善竞争力强。**公司是较早成立的民营建筑设计龙头，聚焦建筑设计业务，拥有建筑行业（建筑工程）甲级资质，业务涵盖居住建筑设计、公共建筑设计和商业建筑设计。公司采取“总部+区域分公司”一体化经营的管理模式，实施全国布局发展策略，通过设立分公司进入新市场，完善全国市场布局。目前，公司以深圳为总部，在北京、上海、广州、重庆、成都、西安、武汉、郑州、太原、南宁、兰州等地设立分支机构，并在分支机构的建设、运营管理方面已经形成一套成熟、高效的管控模式。公司高度重视科技创新和人才培养，公司持续加大绿色建筑设计技术、海绵城市设计技术、BIM技术应用、装配式建筑设计技术进行整合研究，形成了建筑设计实践与研发一体化平台，拥有较强的新型技术研发与储备优势。同时，公司高度重视人才培养，拥有专业注册人才170余名，技术研发人员209名，设计人员1904人。公司拥有较高的资质、完善的业务网络、

投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价：**29.32元**
股价（2021-08-31）**22.79元**

交易数据

总市值(百万元)	2345.77
流通市值(百万元)	769.16
总股本(百万股)	102.93
流通股本(百万股)	33.75
12个月价格区间	20.64/35.34元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.22	0.93	-28.73
绝对收益	-3.02	1.19	-23.50

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

超前的技术研发和创新储备、良好的客户关系，构筑了公司核心竞争力。

■ **资金充足负债率低，财务稳健现金流好。**公司货币资金充足，资产结构较为优良。截止 2020 年末，公司总资产 18.79 亿元，其中货币资金 6.37 亿元，交易性金融资产 5.90 亿元，货币资金和交易性金融资产合计占总资产的比重高达 65.30%，公司交易性金融资产是流动性较强的银行理财产品，公司可用货币资金十分充足。公司负债率较低，截止 2020 年末，公司资产负债率 39.14%，剔除预收款项后的资产负债率仅 26.25%，是几家可比建筑设计上市公司中最低者。公司不从事工程总承包业务，不存在垫资行为，且公司客户优良，预付款比例较高，公司收现比整体较高。2018-2020 年公司收现比分别为 1.07、0.99 和 1.01，显著高于同类上市公司收现比的均值。较高的收现比带来了公司良好的现金流。2018-2020 年公司经营性净现金流分别为 2.08 亿元、1.57 亿元和 1.76 亿元，均超过同期的公司净利润水平，说明公司业绩增长具有较强的现金流支撑。

■ **投资建议：**预计 2021-2023 年公司分别实现营业收入 11.35 亿元、12.97 亿元和 14.48 亿元，分别同比增长 18.2%、14.4%和 11.6%；分别实现归母净利润 1.61 亿元、1.84 亿元和 2.07 亿元，分别同比增长 16.3%、14.4%和 12.4%；EPS 分别为 1.56、1.79 和 2.01 元；动态 PE 分别为 14.6 倍、12.7 倍和 11.3 倍，PB 分别为 1.9 倍、1.7 倍、1.5 倍。公司是民营建筑设计龙头企业，采取“总部+区域分公司”的模式进行业务网络布局，并跟随品牌开发商开拓全国市场，人才储备充裕，强调技术研发和科技创新，内生增长动力十足。同时，公司积极寻找外延扩张机会，未来有望实现新业务驱动型和新市场开拓性外延发展。另外，公司估值优势显著，未来成长性良好。首次覆盖公司，给予“买入-A”评级，目标价 29.32 元。

■ **风险提示：**房地产市场调控、房地产投资下滑、开发商资金链断裂、核心人才流失、外延并购失败等风险。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	924.2	960.2	1,134.5	1,297.4	1,448.1
净利润	142.6	138.4	161.0	184.2	207.1
每股收益(元)	1.39	1.34	1.56	1.79	2.01
每股净资产(元)	10.11	11.11	12.23	13.42	14.80

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	16.4	16.9	14.6	12.7	11.3
市净率(倍)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
净利润率	15.4%	14.4%	14.2%	14.2%	14.3%
净资产收益率	13.7%	12.1%	12.8%	13.3%	13.6%
股息收益率	1.5%	2.1%	2.1%	2.6%	2.8%
ROIC	109.3%	-151.8%	-147.7%	-75.6%	651.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司概况：民营设计龙头企业，聚焦主业稳健增长	5
1.1. 公司简介：民营建筑设计龙头，勇立潮头迈向未来	5
1.2. 股权关系：实控人持股比例高，管理层持股+员工持股	5
1.3. 主营业务：聚焦建筑设计业务，积极布局全产业链	6
1.4. 盈利能力：毛利率相对稳定，净利率提升显著	7
2. 行业分析：建筑设计空间广阔，进口替代有望提速	7
2.1. 建筑设计：建筑基础与首要环节，科学与艺术完美结合	7
2.2. 经营模式：专项设计、综合设计、全过程和工程总承包	8
2.3. 市场空间：建筑设计千亿市场，未来发展前景可期	9
2.4. 竞争格局：行业竞争较为激烈，进口替代越演越烈	10
3. 公司分析：民营建筑设计龙头，网络完善竞争力强	11
3.1. 业务分析：深耕建筑设计业务，积极打造全产业链	11
3.2. 网络布局：总部+区域分公司，加快全国市场布局	13
3.3. 竞争优势：技术创新人才引领，客户优质全国布局	13
3.4. 成长能力：内生增长动力十足，外延扩张值得期待	14
4. 财务分析：资金充足负债率低，财务稳健现金流好	15
4.1. 货币资金十分充足，资产构成较为优良	15
4.2. 资产负债率较低，应付款项占比很低	16
4.3. 盈利能力整体较强，未来仍有提升空间	16
4.4. 公司收现比较高，经营性现金流较好	17
5. 估值与投资建议：首次覆盖，给予“买入-A”评级	18
5.1. 盈利预测：业务成熟毛利率稳定，业绩有望稳步释放	18
5.2. 估值水平：估值优势十分显著，业绩弹性助力估值	18
5.3. 投资建议：民营建筑设计龙头，首次覆盖给予“买入-A”评级	19
5.4. 风险提示	19

图表目录

图 1：筑博设计发展历程大事件	5
图 2：截至 2020 年末筑博设计股东结构示意图	6
图 3：公司建筑设计业务收入、增速及占比（万元，%）	6
图 4：公司城市规划、设计咨询及其他业务收入（万元）	6
图 5：2017-2020 年公司毛利率、净利率、ROE 走势	7
图 6：2017-2020 年公司归母净利润及其增速（万元，%）	7
图 7：建筑设计是科学与艺术的结合	7
图 8：建筑设计产业链条示意图	8
图 9：建筑设计行业主要经营模式	9
图 10：建筑设计产业链条的工作量分布示意图	9
图 11：建筑设计行业收入、增速及占比（亿元）	10
图 12：房建工程设计行业新签订单及增速（亿元）	10
图 13：建筑设计市场竞争主体示意图	11
图 14：建筑设计行业两大趋势：集中度提高+进口替代	11

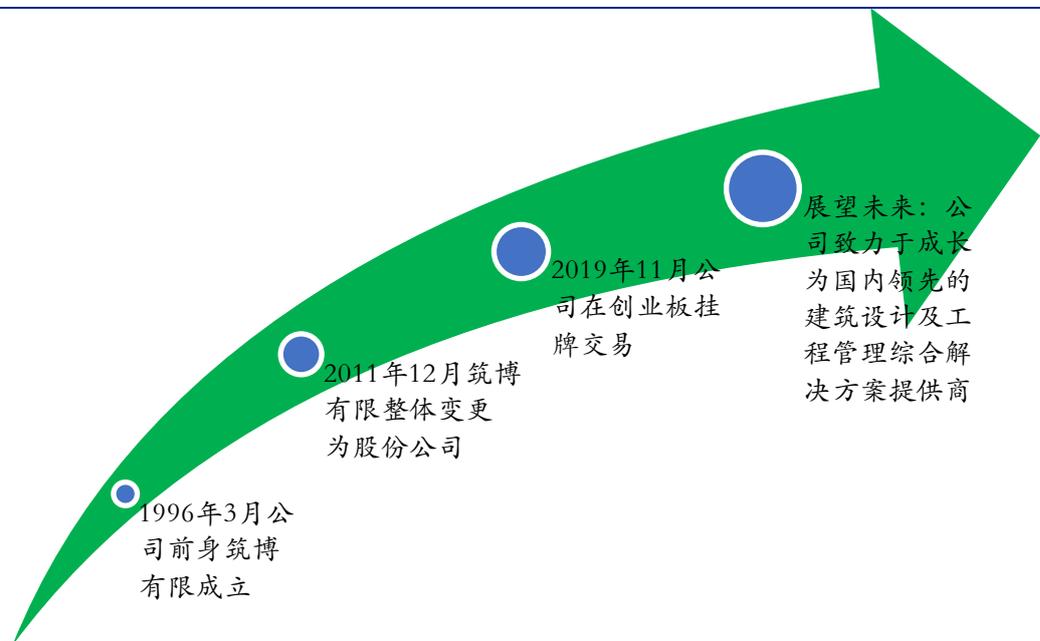
图 15: 公司建筑设计业务三大领域.....	12
图 16: 致力于成长为建筑设计全产业链龙头企业.....	12
图 17: 公司总部+分公司的全国网路布局.....	13
图 18: 公司核心竞争优势公司核心竞争优势.....	14
图 19: 公司内生增长动力十足.....	14
图 20: 公司外延扩张值得期待.....	15
图 21: 2020 年公司货币资金等占总资产比值.....	15
图 22: 货币资金+交易性金融资产占比 (万元, %)	15
图 23: 2020 年可比公司资金充足率比较.....	16
图 24: 2020 年可比公司应收款项及合同资产比较.....	16
图 25: 2020 年公司主要负债科目占总负债比重.....	16
图 26: 公司资产负债率及剔除预收款后走势图.....	16
图 27: 2020 年可比公司盈利能力比较 (%)	17
图 28: 2020 年可比公司人均产值比较 (万元)	17
图 29: 2018-2020 年公司收现比走势图.....	17
图 30: 2018-2020 年公司经营性净现金流等 (万元)	17
图 31: 公司投资逻辑.....	19
表 1: 公司盈利预测 (万元, %)	18
表 2: 可比建筑设计公司 wind 一致预期.....	18

1. 公司概况：民营设计龙头企业，聚焦主业稳健增长

1.1. 公司简介：民营建筑设计龙头，勇立潮头迈向未来

筑博设计股份有限公司（以下简称“筑博设计”或“公司”）的前身是成立于1996年3月的深圳市筑博工程设计有限公司（以下简称“筑博有限”），筑博有限主要从事建筑工程设计业务，注册资本100万元。筑博有限成立以后，公司未进行重大资产重组，股权关系相对简单、清晰。2011年12月筑博有限整体变更方式设立股份公司，股改后公司注册资本增至7500万元，业务主要聚焦建筑设计，同时向城市规划、市政设计、风景园林设计、BIM技术、装配式建筑、建筑智能化等领域延伸。2019年11月公司在创业板挂牌交易，募资总额5.67亿元，募资净额5.12亿元，主要投向设计服务网络、技术研发中心、信息化系统、装配式建筑及BIM技术等项目。公司是较早成立的民营建筑设计公司，经历了25年的沉淀、积累、创新、布局，公司已经成长为全国性民营建筑设计龙头。2019年公司IPO成为公司快速发展的助推器，不仅为公司发展、新业务拓展提供了必要的资金，而且提升了公司品牌影响力，助力公司全国拓展的战略实施，公司有望突破设计行业成长瓶颈，迈向筑博设计未来发展新征程，成长为国内领先的建筑设计及工程管理综合解决方案提供商。

图 1：筑博设计发展历程大事件



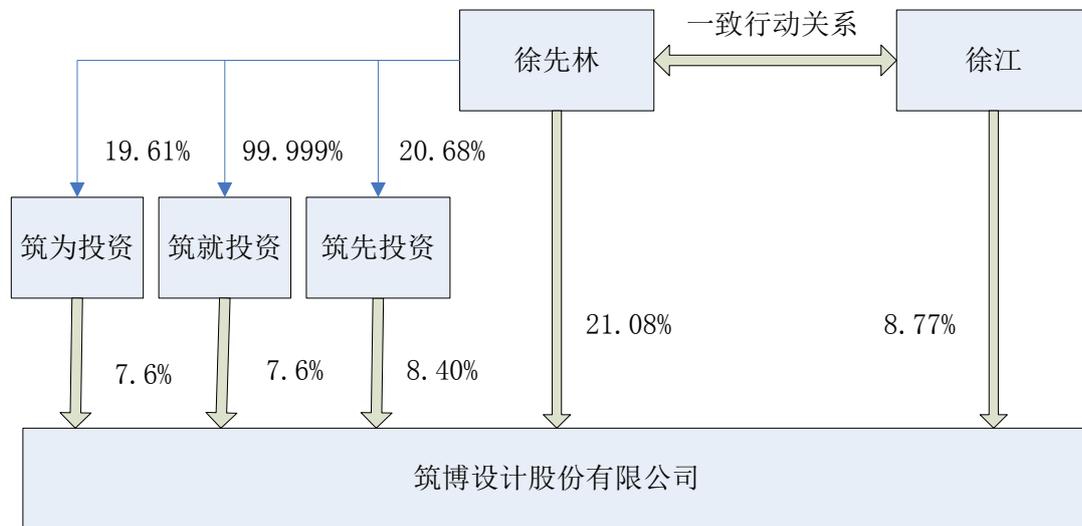
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.2. 股权关系：实控人持股比例高，管理层持股+员工持股

截止2020年末，公司第一大股东、实际控制人徐先林持有公司21.08%的股份，第三大股东徐江持有公司8.77%的股份，徐先林和徐江系兄弟关系，是一致行动人，两者合计直接持有公司29.85%的股份。同时，徐先林通过深圳市筑先投资管理企业（有限合伙）（以下简称“筑先投资”）、深圳市筑为投资管理企业（有限合伙）（以下简称“筑为投资”）、深圳市筑就投资管理企业（有限合伙）（以下简称“筑就投资”）间接持有公司1.74%、1.49%和7.60%的股权，徐先林和徐江实际控制公司40.68%的股权，相对于设计公司，公司实控人持股比例较高。同时，公司股权关系还呈现出高管持股和员工持股的特点。截止2020年末，董事长兼总经理徐先林持股21.08%，董事、副总经理杨为众持股10.73%，董事、副总经理徐江持股8.77%，副总经理马镇炎持股2.08%，同时徐先林、周祖寿等董监高还通过筑先投资、筑为投资和筑就投资间接持有公司股份。筑先投资、筑为投资、筑就投资为公司员工持股平台，投资合伙人分别为35人、31人和2人，除管理层外，均为公司业务骨干与核心人员。同时，

公司推出了限制性股票激励计划，向董事会秘书陈绍锋、分公司副总经理陈皓等 68 名激励对象授予 293 万股，授予价格 12.37 元/股，激励中高层管理人员及核心骨干人员，有助于激发员工积极性，实现公司利益与员工利益的一致。

图 2：截至 2020 年末筑博设计股东结构示意图

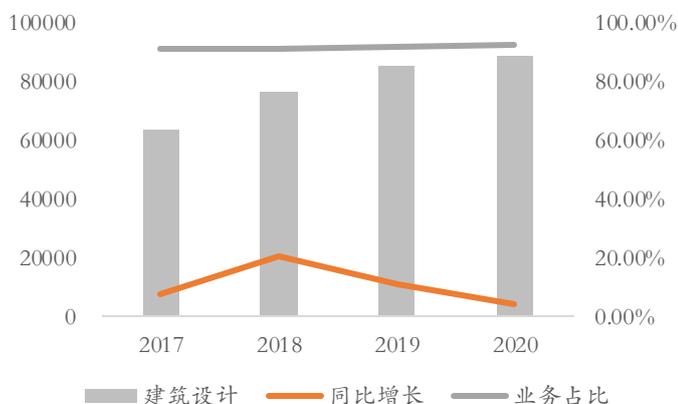


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 主营业务：聚焦建筑设计业务，积极布局全产业链

公司主营业务为建筑设计及相关业务的设计与咨询，业务涵盖建筑设计、城市规划、风景园林设计、室内设计等。建筑设计是公司核心业务，公司主要聚焦居住建筑设计，同时积极发展公共建筑设计和商业建筑设计。公司拥有建筑设计甲级资质，与万科、保利、金地等品牌开发商建立良好的业务合作关系，并跟随其进行全国拓展，建筑设计业务稳步增长较快。2017-2020 年公司建筑设计业务营业收入分别为 6.34 亿元、7.65 亿元、8.52 亿元和 8.87 亿元，分别同比增长 8.00%、20.69%、11.27% 和 4.21%。同时，公司建筑设计业务占比很高，2017-2020 年公司建筑设计业务占比分别为 91.01%、90.95%、92.16% 和 92.43%，建筑设计业务是公司核心业务，是公司业务主要来源。公司在聚焦建筑设计主业的同时，积极拓展城市规划、设计咨询、风景园林、室内设计等业务，布局全产业链。2017-2020 年公司城市规划业务营业收入分别为 1366 万元、2001 万元、1877 万元和 2259 万元，设计咨询业务营业收入分别为 4768 万元、5582 万元、5284 万元和 4910 万元，其他业务收入分别为 131 万元、30 万元、80 万元和 97 万元

图 3：公司建筑设计业务收入、增速及占比（万元，%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：公司城市规划、设计咨询及其他业务收入（万元）

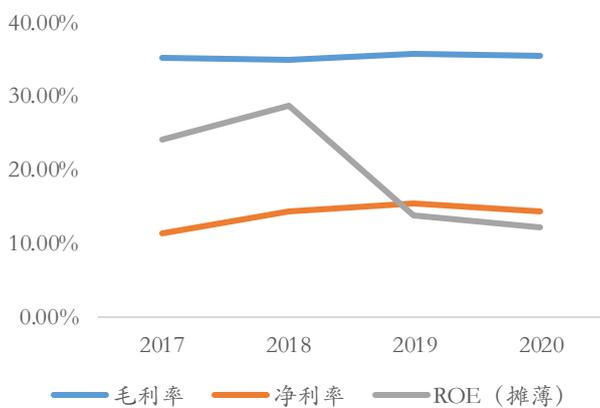


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.4. 盈利能力：毛利率相对稳定，净利率提升显著

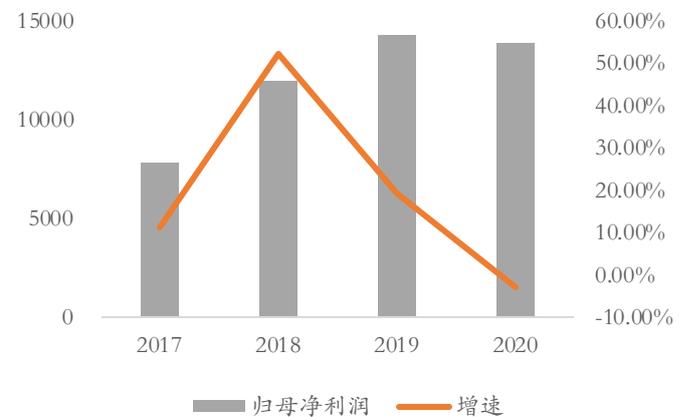
公司盈利能力整体较强。2017-2020 年公司毛利率分别为 35.29%、34.92%、35.77%和 35.33%，毛利率整体稳定；净利率分别为 11.27%、14.20%、15.43%和 14.41%，整体呈现出上行态势；ROE（摊薄）分别为 24.01%、28.68%、13.71%和 12.10%，受 IPO 影响，ROE 整体上呈现出下降趋势。随着公司净利率上行，公司净利润增速显著高于营业收入增速，2017-2020 年公司归母净利润分别为 7857 万元、11953 万元、14264 万元和 13841 万元，分别同比增长 11.20%、52.14%、19.33%和-2.97%，2017-2020 年复合增长率为 20.77%，而同期营业收入复合增长率为 11.28%。未来，公司将紧密围绕“打造建筑设计行业多维度协同设计平台，致力于成为国内领先的建筑设计及工程管理综合解决方案供应商”的发展战略，依托装配式建筑和 BIM 等核心技术，借助信息化手段，着力提高人均设计产值，进而提升公司盈利能力。同时，公司将积极向高毛利领域拓展延伸，实现从建筑设计向全产业链布局的转型升级，全面提升公司盈利能力。

图 5：2017-2020 年公司毛利率、净利率、ROE 走势



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：2017-2020 年公司归母净利润及其增速（万元，%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 行业分析：建筑设计空间广阔，进口替代有望提速

2.1. 建筑设计：建筑基础与首要环节，科学与艺术完美结合

建筑设计(Architectural Design)主要提供居住建筑、公共建筑、商业建筑和其他建筑的规划、设计或咨询服务，是建筑物的基础、灵魂和首要环节，不仅决定了建筑物外观、空间和使用功能，还决定了建筑施工成本、建筑质量安全、建筑施工进度以及能耗等等。通常情况下，建筑物建造之前，设计者按照建设任务，把施工过程和使用过程中存在的或可能存在的问题，事先作为通盘的设想，拟定好解决这些问题的办法、方案，用图纸和文件表达出来。因此，建筑设计又是科学与艺术的完美结合，设计文件既要符合国家现行有关法律、法规、技术标准、技术规范和设计深度的要求，又要体现设计师的艺术修养，并最终通过建筑物展示出来。

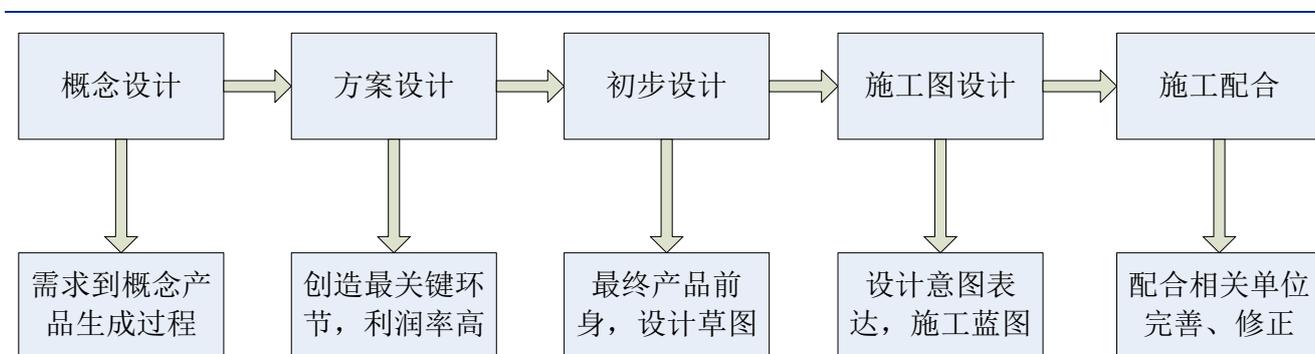
图 7：建筑设计是科学与艺术的结合



资料来源：安信证券研究中心

建筑设计从工作流程角度来看，主要包括概念设计、方案设计、初步设计、施工图设计和施工配合多个环节。概念设计是由分析使用者需求到生成概念产品的一系列有序的、可组织的、有目标的设计活动，包括建筑概念设计和结构概念设计两个方面，其中建筑概念设计是对满足建筑使用功能且造型优美、技术先进的总建筑方案的确定；结构概念设计是在特定的建筑空间中用整体的概念来完成结构总体方案的设计。方案设计是指在建筑项目实施之前，根据项目要求和所给定的条件确立的项目设计主题、项目构成、内容和形式的过程。方案设计是建筑设计的最初阶段，为初步设计、施工图设计奠定基础，也是具有创造性的一个最关键的环节，业主据此进行建设工程规划许可报批。方案设计人均产值高、利润率高、业绩贡献大。初步设计是最终成果的前身，相当于一幅图的草图，一般做设计的在没有最终定稿之前的设计统称为初步设计。施工图设计是把设计意图更具体、更确切地表达出来，绘成能据以进行施工的蓝图。施工配合是为了保证施工顺利进行，设计单位配合业主、建设单位、监理、供应商等，完善设计内容，修正施工设计图。

图 8：建筑设计产业链条示意图

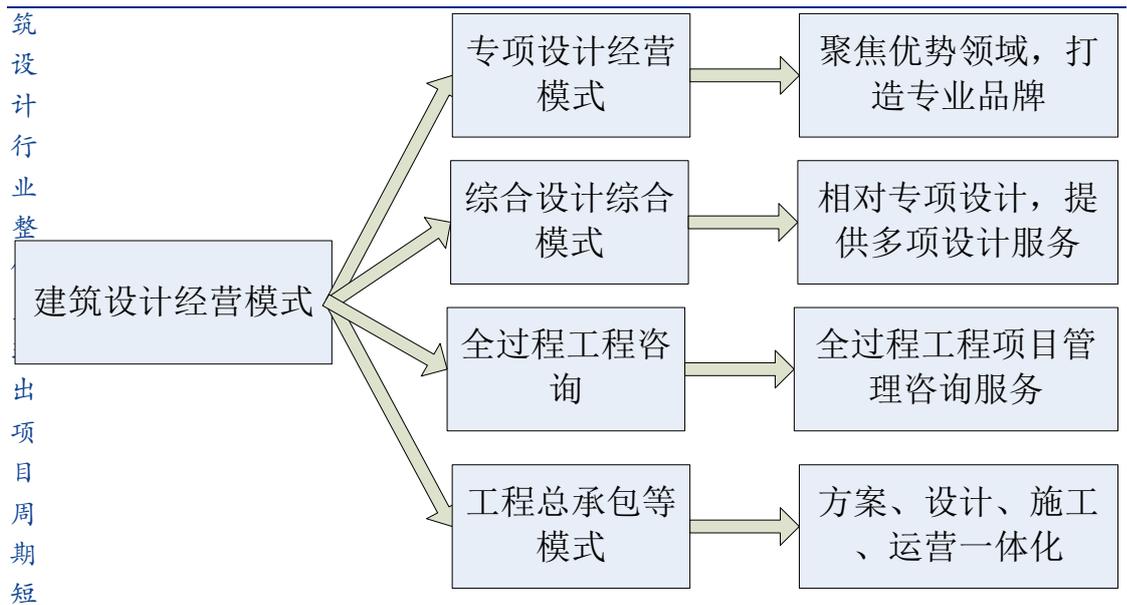


资料来源：招股说明书、安信证券研究中心整理

2.2. 经营模式：专项设计、综合设计、全过程和工程总承包

建筑设计经营模式根据业务服务范围主要分为专项设计经营模式、综合设计综合模式、全过程工程咨询和工程总承包等模式。专项业务经营模式是指建筑设计企业根据自身的行业定位及技术优势，专注于规划方案设计、初步设计及施工图设计等建筑设计流程中的某一环节，或者针对建筑结构、建筑装饰、环境工程、建筑智能化、消防设施、建筑幕墙、机电工程等建筑设计内容中的某一特定领域。综合设计经营模式是相对专项设计经营模式而言，一些建筑设计企业通过不断地进行业务延伸和拓展，逐渐形成了适合于自身发展的综合设计经营模式，能够为甲方提供多项设计服务。全过程工程咨询是指企业接受建设单位委托，为项目建设提供涵盖前期策划咨询、施工前准备、施工过程、竣工验收、运营保修等各阶段的全过程工程项目管理咨询服务。工程总承包是指承包单位按照与建设单位签订的合同，对工程设计、采购、施工或者设计、施工等阶段实行总承包，并对工程的质量、安全、工期和造价等全面负责的工程建设组织实施方式。展望未来，建筑设计行业专业化发展趋势越发明显，聚焦优势领域，打造专业品牌，成为专项设计领域佼佼者；头部建筑设计企业不断增强综合设计服务能力，同时积极拓展全过程管理，成为建筑设计行业的领跑者；建筑设计龙头企业，尤其是背靠大型建筑集团的设计公司，还将重视工程总承包业务，实现方案、设计、施工、运营一体化。

图 9：建筑设计行业主要经营模式

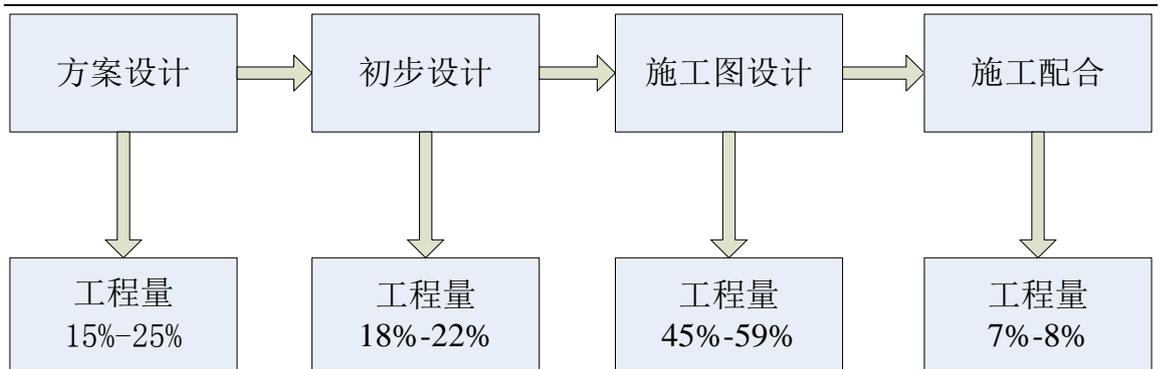


资料来源：招股说明书、安信证券研究中心整理

施

建筑设计行业整体呈现出项目周期短、施工图工作量大等特点，周期性、区域性、季节性比较明显。从《全国建筑设计周期定额》（2016 版）来看，设计项目周期短，其中居住类建筑设计周期 2-9 个月不等，办公、商业建筑设计周期略微偏长，在 3-10 个月不等，周期最长的综合交通枢纽设计，周期仅 14-24 个月。从工作量分配角度来看，施工图设计工作量最大，约占项目的 45%-59%之间，方案设计在 15%-25%之间，初步设计在 18%-22%之间，施工配合占比 7-8%之间。同时，建筑设计具有周期性、区域性、季节性特点，建筑设计与建筑行业紧密相关，景气度取决于国民经济的发展、固定资产投资和房地产开发投资等，并随着经济周期的波动而波动；中国地大物博，南北、东西经济、文化差异较大，再加上设计服务的可及性，建筑设计行业区域性特点十分明显，本土的设计公司拥有竞争力；建筑设计季节性也十分明显，一般情况下，上半年业务较少，收入较低，下半年业务较多，收入较高。

图 10：建筑设计产业链条的工作量分布示意图



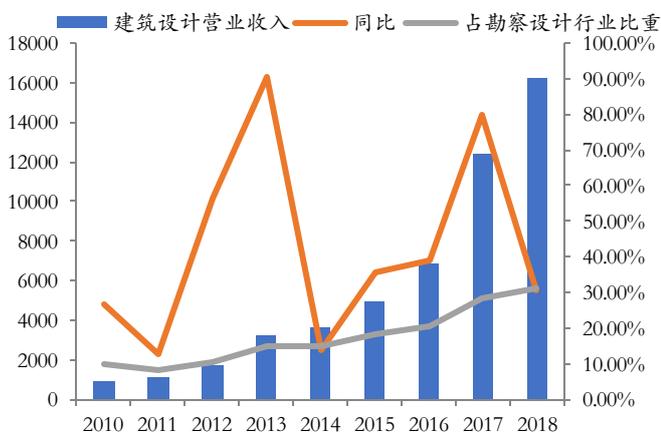
资料来源：《全国建筑设计周期定额》、安信证券研究中心整理

2.3. 市场空间：建筑设计千亿市场，未来发展前景可期

建筑设计是勘察设计的重要子行业，截止 2018 年末全国建筑设计企业共计 4973 家，占工程勘察设计行业的比重为 21.5%。建筑设计受益于房地产开发投资、固定资产投资和城镇化快速推进，到 2018 年建筑设计的市场规模已经达到了 1572 亿元，并呈现出增长提速的态

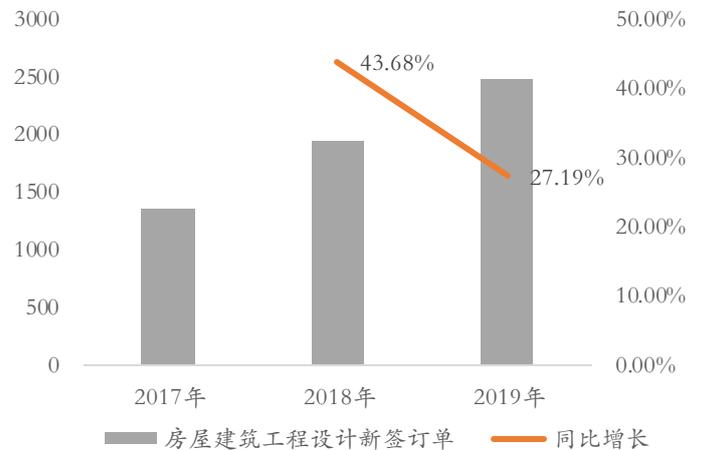
势。2010-2018 年建筑设计行业的营业收入复合增长率 15.31%，2015-2018 年建筑设计行业的营业收入复合增长率 19.39%，2018 年建筑设计行业的营业收入增长率 20.66%。同时，建筑设计行业新签订单增长迅速。2018 年房屋建筑工程设计新签合同额 1948 亿元，同比增长 43.68%；2019 年房屋建筑工程设计新签合同额 2477 亿元，同比增长 27.16%。在城市加快转型升级的背景下，建筑设计不仅受益于城市化进程，而且受益于城市更新改造，以建筑设计带动产品、技术、材料、艺术、文化等多元化发展，拓展了建筑设计新的市场空间；聚焦专项建筑领域，推进全生命周期产业化发展，如绿色建筑、装配式建筑产业化；面向城市及建筑智能化需求，拓展数字化服务，如智慧小镇、智慧建筑等运营，未来行业发展前景可期，市场空间巨大。

图 11：建筑设计行业收入、增速及占比（亿元）



资料来源：住建部，安信证券研究中心

图 12：房建工程设计行业新签订单及增速（亿元）

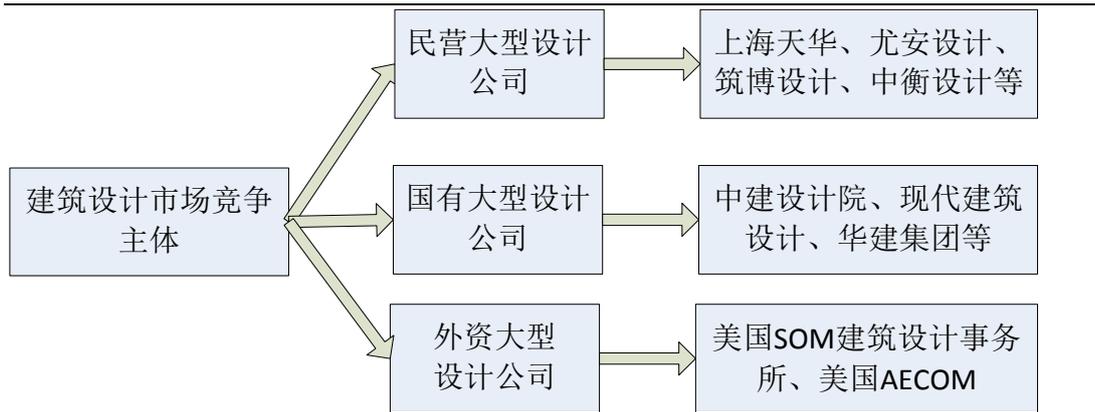


资料来源：住建部，安信证券研究中心

2.4. 竞争格局：行业竞争较为激烈，进口替代越演越烈

建筑设计行业的参与者众多，竞争较为激烈，基本形成了以少数大型设计企业（包括国有、民营和外资）为主导，大量中小型设计企业为辅的市场竞争格局。根据勘察设计行业协会公布信息，虽然竞争企业有所下降，从 2008 年的 5122 家下降到 2018 年的 4973 家，但是建筑设计企业资质不断从乙级、丙级向甲级转变，建筑设计行业竞争反而更加激烈。从大型设计公司来看，国有大型设计公司，如中国建筑建筑设计研究院、上海现代建筑设计（集团）有限公司、华建集团等，成立时间较早、收入规模较大、技术实力雄厚、设计经验丰富、业务网络健全、人力资源充足，能够提供建筑设计及其他技术服务，并大多能够在全国范围内开展业务，是最主要的市场参与主体；民营大型设计公司，如上海天华、尤安设计、华阳国际、中衡设计、筑博设计等，市场经济特征显著，经营管理机制灵活，服务网络健全，成本优势显著，市场竞争意识强，但受制于行业特点、品牌影响力和人力资源，民营大型设计公司服务半径有限，区域特征显著，相对于国有建筑设计公司规模偏小；外资设计公司，如美国 SOM 建筑设计事务所、美国 AECOM 技术公司，技术实力雄厚，经营管理机制和设计理念先进，具有众多大型项目设计经验，业务定位于大型公共建筑设计、别墅等高端居住建筑设计，并主要以高毛利的方案设计为主，且可在全国范围内开展业务。

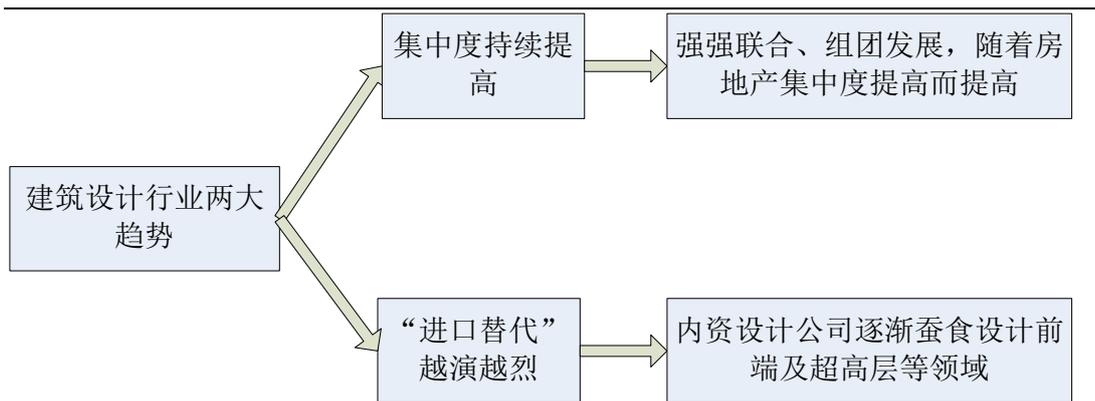
图 13：建筑设计市场竞争主体示意图



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

建筑设计行业集中度持续提高。建筑设计企业一般采取强强联合、组团式发展战略，比如与品牌开发商深度合作，并跟随其全国布局。因此，建筑设计行业将随着房地产行业集中度提高而提高。根据房地产行业协会信息，2018 年房地产行业销售额排名前 10、第 11 至 20 名、第 21 名至 30 名、第 31 名至 50 名的房企销售集中度分别达到 26.89%、11.43%、6.85%和 9.93%，较 2010 年分别提升 16.80%、7.34%、4.54%及 9.92%。随着房地产行业集中度的提升，建筑设计行业集中度也随之提高，与头部开发商深度合作的建筑设计公司将受益行业集中度的提高。同时，建筑设计行业正在经历“进口替代”。我国建筑设计产业起步晚，整体设计能力及技术水平与国际大型设计公司相比仍有较大差距，建筑设计的前端（如方案和概念）和高端（如超高层）等领域被外资设计公司垄断。但是，随着国内建筑设计公司快速发展，以及中美经贸关系、新冠疫情等，建筑设计行业的“进口替代”悄然发生，优秀的内资设计公司不断蚕食外资市场份额，甚至在某些领域赶超外资设计公司，争夺建筑设计高端领域，“进口替代”越演越烈。

图 14：建筑设计行业两大趋势：集中度提高+进口替代



资料来源：公司招股说明书，相关网站，安信证券研究中心

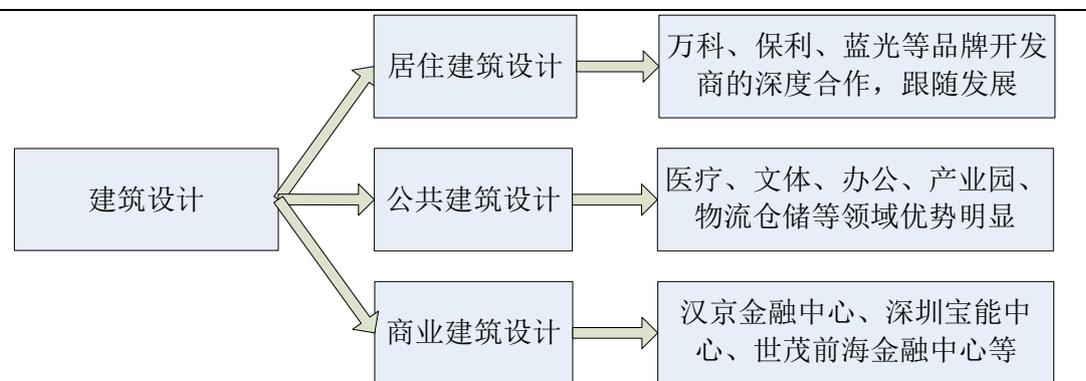
3. 公司分析：民营建筑设计龙头，网络完善竞争力强

3.1. 业务分析：深耕建筑设计业务，积极打造全产业链

公司是较早成立的民营建筑设计公司，深耕建筑设计领域已超过 25 年，依托建筑设计和创新研发、装配式建筑、BIM 等领域的先发优势，快速成长为民营建筑设计龙头企业。公司围绕战略定位，聚焦建筑设计业务，拥有建筑行业（建筑工程）甲级资质，可以承担建筑工程相关的全部设计业务，公司建筑设计业务已经涵盖了居住建筑设计、公共建筑设计和商业建

筑设计。在居住建筑设计领域，公司与品牌开发商，如万科、保利、金地等建立了长期稳定的战略合作关系，通过住宅标准化的研究，打造产品力，保持在居住建筑设计领域的领先优势。公司先后参与了保利华南公司住宅定型产品研发、深圳万科产品定型 2.0 研发、万科南方区域湾区六城标准化研发、深圳绿景标准化设计研发设计、金科社区商业设计标准化研究，与品牌开发商建立良好的关系，并跟随品牌开发商积极拓展全国市场。在公共建筑设计领域，公司业务主要涵盖医疗建筑、文教体育建筑、办公建筑、产业园建筑、物流仓储建筑、观览建筑等，特别在教育（文化）和医疗等民生领域，公司拥有较强的行业技术优势，成功设计了国家儿童医学中心、香港中文大学深圳直属附属医院等医疗建筑；在深圳市“新十大文化设施”建设中，公司与其他设计单位联手共中标创新创意学院、深圳自然博物馆和深圳新美术馆等三个项目，在全部设计项目中标单位中拔得头筹。在商业建筑设计领域，公司主要聚焦以超高层、酒店、商业为代表的综合开发市场机会，片区开发、城市更新等将为商业建筑设计提供机遇，公司代表性的商业建筑设计项目主要有汉京金融中心、深圳宝能中心、世茂前海金融中心、光明公共服务平台。

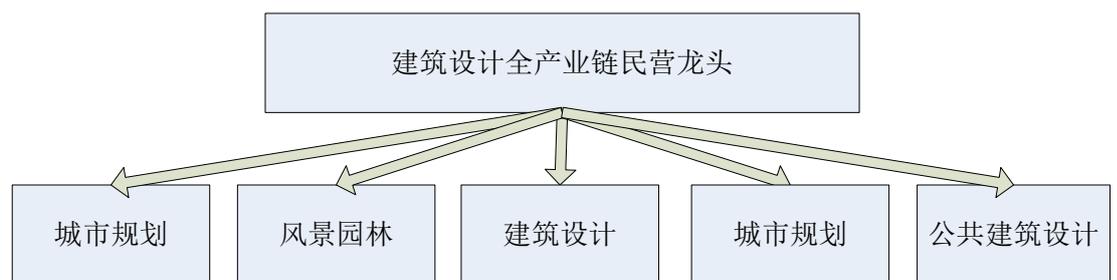
图 15：公司建筑设计业务三大领域



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

在深耕建筑设计的同时，公司积极向城市规划、市政设计、风景园林设计、全过程工程咨询等领域拓展延伸，积极进行全产业链布局。公司拥有城乡规划编制甲级资质、市政行业（给水工程、道路工程、桥梁工程）工程专业乙级资质，以及风景园林工程设计专项乙级资质，可以承担城市规划、市政设计以及风景园林设计的相应业务，并取得了积极的成效。2020 年公司城市规划业务收入 2259 万元，同比增长 20.35%；设计咨询业务收入 4910 万元，同比下降 7.08%。公司加大技术投入力度，成立技术委员会，构建赋能型组织生态，针对市场热点和技术难点，进行专项技术公关和创新，进一步推动城市设计与城市更新，综合体及超高层、医疗与养老建筑、居住建筑、产业园区、学校建筑、酒店及度假物业、建筑科技—建筑技术管理的技术研发，积极打造建筑设计全产业链龙头企业。

图 16：致力于成长为建筑设计全产业链龙头企业



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 网络布局：总部+区域分公司，加快全国市场布局

建筑设计行业一大特点是区域性，尤其是民营建筑设计公司区域性特征十分明显，如何突破地域限制，解决“水土不服”问题，是很多民营建筑设计公司网络布局的重中之重。从实践来看，民营建筑设计公司一般采取两者策略：(1) 收购本土建筑设计企业，这种策略能够快速进入市场，笼络本土化的营销人员和设计人员，但会形成较高的商誉，企业文化的冲突，核心人员的流失，复制相对较难。(2) 设立分支机构，通过招聘认可公司文化的营销与设计人员，积极拓展当地市场，这种方式成本相对较低，没有商誉压力，但市场进入相对较慢，且与本土化企业竞争优势不足。建筑设计公司新市场进入策略均具有优劣势，核心在于如何与公司的实际、追求的目标、管理的半径、整合的能力、人员的储备等有机结合。公司采取了“总部+区域分公司”一体化经营管理模式，实施全国布局发展策略，通过设立分公司进入新市场，完善全国市场布局。目前，公司以深圳为总部，在北京、上海、广州、重庆、成都、西安、武汉、郑州、太原、南宁、兰州等地设立分支机构，并在分支机构的建设、运营管理方面已经形成一套成熟、高效的管控模式。“总部+区域分公司”的经营管理模式能够更广泛、更准确地聚焦客户需求，整合内外部资源做出快速反应，提高了设计资源的利用效率，大大提升了市场开拓效率和综合服务能力。公司持续创新企业管理方式，在设计产品、团队资源、专业技术和后续服务等方面形成了多维度的设计协同平台，为各分公司业务的持续发展夯实基础，有效增强市场竞争力，加快全国市场布局。

图 17：公司总部+分公司的全国网络布局

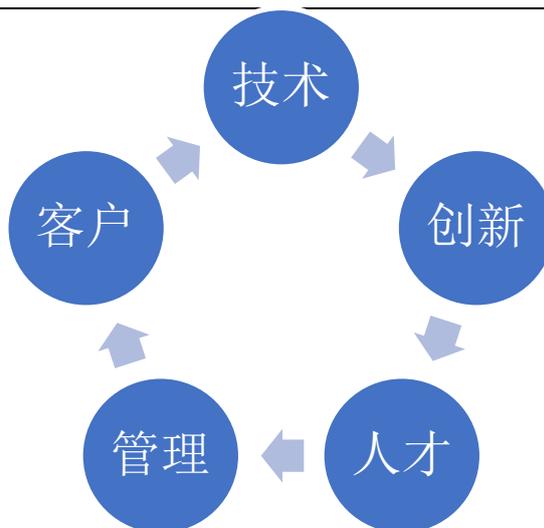


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3. 竞争优势：技术创新人才引领，客户优质全国布局

公司竞争优势显著，拥有较强的市场竞争力。公司高度重视建筑设计技术的研发和应用，并将绿色建筑技术、海绵城市设计技术、BIM 技术应用、装配式建筑设计技术进行整合研究，形成了建筑设计实践与研发一体化平台，拥有较强的新型技术研发与储备优势。公司强调方案的创新，推崇“SMART 建筑设计方法”，作品基于对城市文脉、投资价值、用户需求的理性分析，以寻求项目开发价值的最大化。公司推行多元包容的企业文化，持续优化人才机制，重视技术传承与培养，吸引和培养优秀创意人才，构筑人才高地，强化人才优势。公司拥有国家一级注册建筑师、国家一级注册结构工程师、注册公用设备工程师、注册电气工程师、注册城乡规划师、注册造价工程师等专业注册人才 170 余名，技术研发人员 209 人，设计人员 1904 人，核心技术人员、骨干人员优势明显。公司构建“客户-产品-技术-体系-资源-管理”的多维度协同设计平台，设计了大批富有影响力的建筑作品，并取得了良好的社会评价。独特的设计创意、优秀的产品质量以及全程服务能力，为公司赢得了良好的品牌效应，与重要客户如万科、保利、金地等建立了长期的战略合作关系，并跟随品牌开发商开拓全国市场，成为民营建筑设计行业全国业务网络最为健全的设计公司。

图 18：公司核心竞争优势公司核心竞争优势

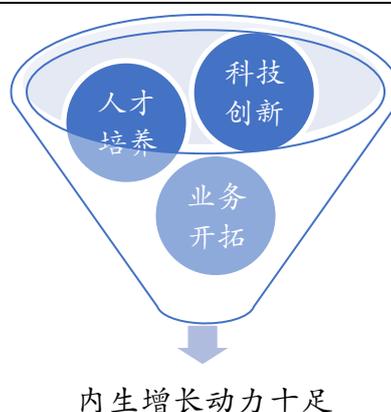


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.4. 成长能力：内生增长动力十足，外延扩张值得期待

公司内生增长动力十足，未来发展潜力巨大。公司以“创意设计+科技创新”为发展模式，持续加大在建筑设计、城市规划设计、装配式建筑、BIM 技术应用、绿色建筑、海绵城市和建筑智能化的研发投入，进行了高原建筑抗震和智能化、BIM 技术在建筑设计和指导施工过程的应用、海绵城市在建筑设计中的应用、BIM 技术与绿色建筑咨询与设计的应用等领域的专题研究，引领公司转型升级和快速成长，创新+科技成为公司持续增长的原动力。同时，公司建立了庞大的技术团队，拥有高学历的员工。截止 2020 年末，公司在职工 2068 人，其中设计人员 1904 人，占比 92%，技术人员占比很高，这部分人才是公司立企之本、发展之基和成长之源；本科及以上学历 1848 人，占比 89%，公司高学历员工较多，这与技术驱动型的公司较为匹配。公司高度重视人才培养，积极推进人才梯度建设计划，建立了基于岗位体系和任职资格要求构建培训体系。2020 年公司围绕“技术创新”、“项目精细化管理”、“管理精进”等专题组织技术大讲堂、大咖面对面等讲座，开展系列培训和实地考察，以理论与实践相结合的方式培养核心技术人员，并选派高潜质管理人员攻读国内著名商学院的 EMBA 项目，全面提升中高层管理人员的领导力。另外，公司建立了完善的业务网络，总部+分公司的全国网络布局将有助于公司业务拓展，为公司发展带来增量市场空间。技术、创新、人才、市场是公司内生增长的主要动力，借助上市东风，公司内生增长动力持续强化，公司未来增长可期。

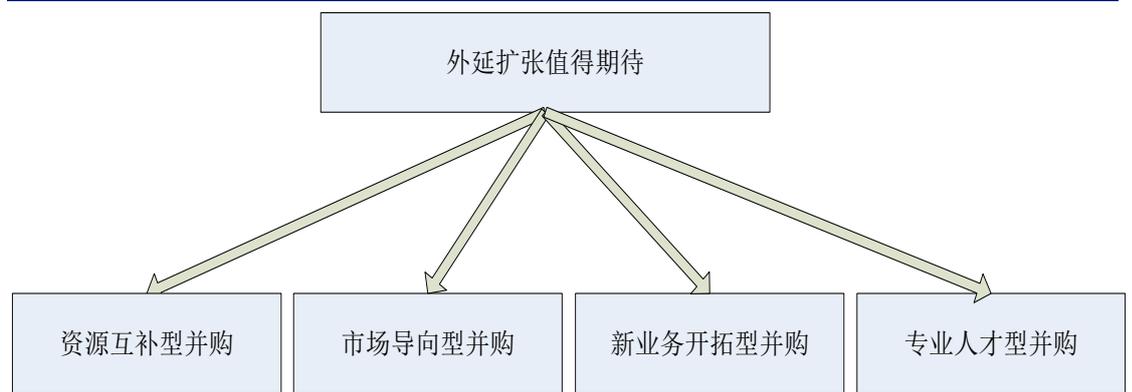
图 19：公司内生增长动力十足



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司积极关注外部并购的机会，谋划外延扩张。根据公司招股说明书描述，将围绕自身战略发展规划，拟通过收购兼并实现资源整合，在条件成熟时，以合适的方式和对价并购以下类型的企业：包括：（1）具备相关行业资质，有助于资源互补的咨询公司；（2）在专项设计领域具备独特市场竞争力，且与公司业务互补的市政、园林、室内和平面设计机构；（3）在区域布局和客户结构上具有互补性资源的建筑设计机构；（4）拥有公司所需的建筑创作人才或工程技术类人才的设计机构或研发机构。从设计公司并购案例来看，上市设计公司一般采取“市场导向型”、“新业务拓展型”、“资质获取型”和“专业人才型”等并购策略，以实现市场进入、业务联动、资质取得和人才引入，为上市公司发展提供另一极支撑。目前，公司正在积极寻找并购机会，并聚焦相应的领域，与同行的并购策略较为接近，外延扩张将成为公司发展再上新台阶的“助推器”，期待公司外延并购项目的落地。

图 20：公司外延扩张值得期待



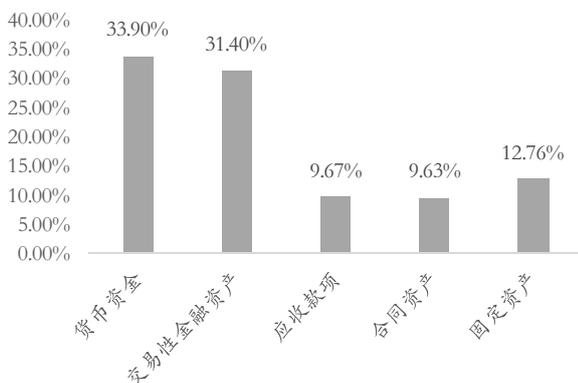
资料来源：公司公告、安信证券研究中心整理

4. 财务分析：资金充足负债率低，财务稳健现金流好

4.1. 货币资金十分充足，资产构成较为优良

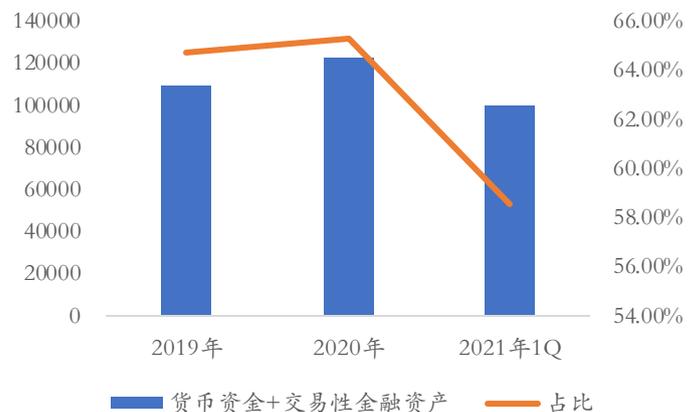
公司资产构成较为优良，货币资金及交易性金融资产占比高，应收款项及合同资产占比较低。截止 2020 年末，公司总资产 18.79 亿元，其中货币资金 6.37 亿元，交易性金融资产 5.90 亿元，应收票据及应收账款 1.82 亿元，合同资产 1.81 亿元，固定资产 2.40 亿元，分别占总资产的比重 33.90%、31.40%、9.67%、9.63%、12.76%，其中货币资金和交易性金融资产合计占总资产的比重高达 65.30%，公司交易性金融资产是流动性较强的银行理财产品，公司可用货币资金十分充足。

图 21：2020 年公司货币资金等占总资产比值



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

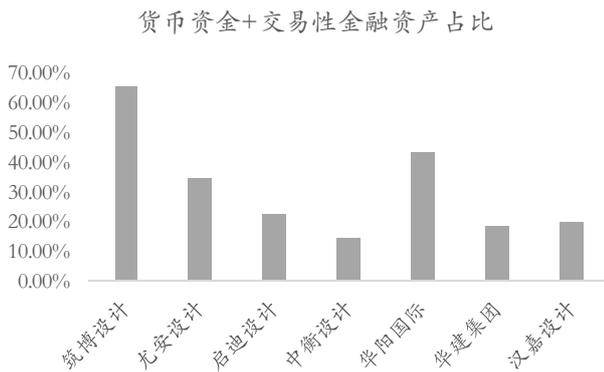
图 22：货币资金+交易性金融资产占比（万元，%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

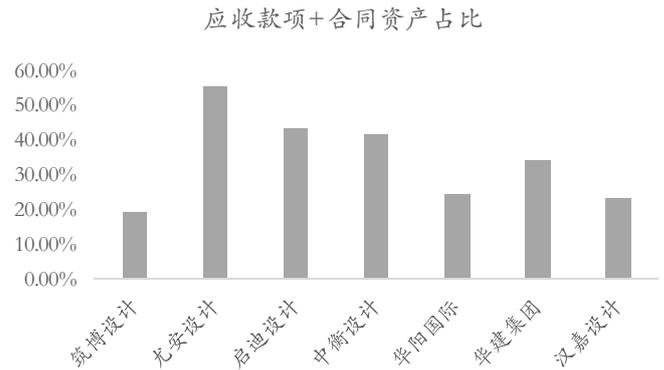
与同类上市公司相比，公司货币资金充足率较高，资产构成较为健康。截止 2020 年末，公司资金充足率（货币资金+交易性金融资产与总资产比重）65.30%，可比公司华阳国际、尤安设计、启迪设计、汉嘉设计、华建集团和中衡设计的资金充足率分别为 43.27%、34.82%、22.85%、20.11%、18.83%和 14.50%。同时，公司应收款项及合同资产占比较低。截止 2020 年末，公司应收款项及合同负债占总资产的比重为 19.31%，而华阳国际、尤安设计、启迪设计、汉嘉设计、华建集团和中衡设计的应收款项及合同资产占总资产的比重分别为 24.48%、55.30%、43.28%、20.11%、23.31%和 34.40%。

图 23：2020 年可比公司资金充足率比较



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 24：2020 年可比公司应收款项及合同资产比较

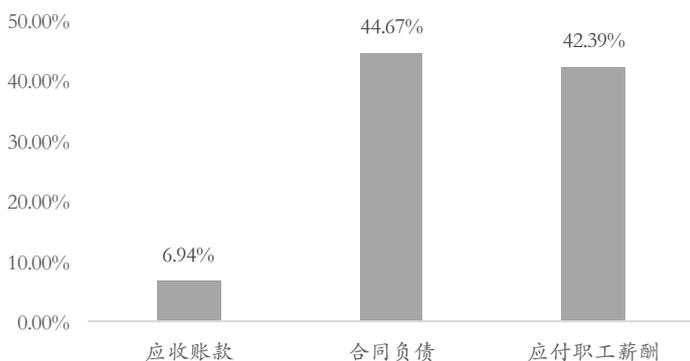


资料来源：Wind，安信证券研究中心

4.2. 资产负债率较低，应付款项占比很低

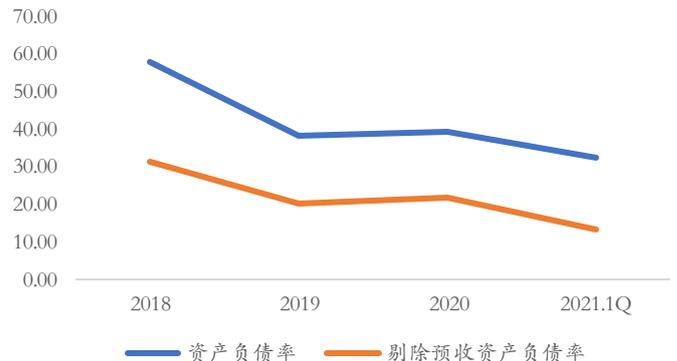
公司负债较少，短期借款、应付款项较少，无长期借款。截止 2020 年末，公司短期借款 0.02 亿元，占总负债的比重微乎其微；应付账款及应付票据 0.51 亿元，占总负债的比重 6.94%；公司无长期借款、应付债券及长期应付款。公司负债主要由合同负债和应付职工薪酬两部分组成，截止 2020 年末，公司合同负债 3.29 亿元，应付职工薪酬 3.12 亿元，分别占总负债的比重 44.67%和 42.39%。公司资产负债率较低。截止 2020 年末，公司资产负债率 39.14%，显著低于华建集团、华阳国际等，略高于汉嘉设计和尤安设计；剔除预收款项后的资产负债率仅 26.25%，是几家建筑设计上市公司中最低者。

图 25：2020 年公司主要负债科目占总负债比重



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 26：公司资产负债率及剔除预收款后走势图



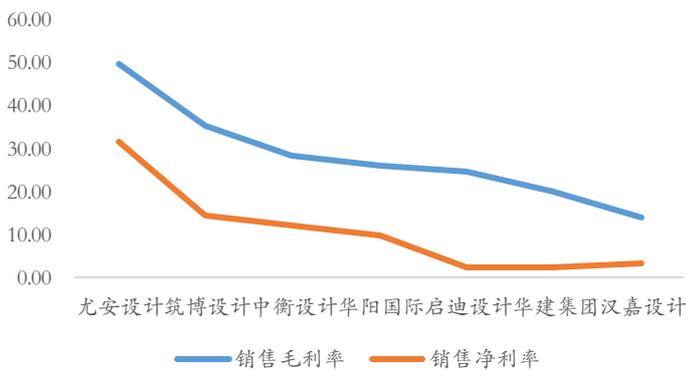
资料来源：Wind，安信证券研究中心

4.3. 盈利能力整体较强，未来仍有提升空间

公司主要聚焦建筑设计的方案设计和施工图设计，方案设计毛利率和净利率较高，施工图设计竞争激励，毛利率和净利率相对较低。公司方案设计和施工图设计较为均衡，方案设计占比接近一半，所以公司毛利率和净利率相对较高。近几年公司毛利率基本稳定在 35%左右，

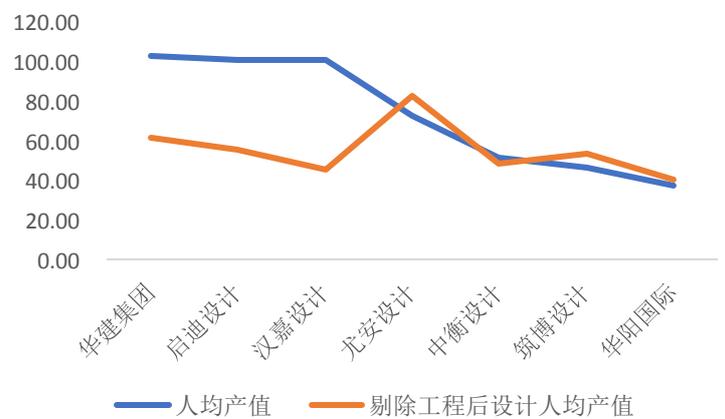
净利率基本在 14%-15%之间，2020 年公司毛利率和净利率分别为 35.33%和 14.41%。相对于其他建筑设计上市公司而言，公司毛利率和净利率相对较高。2020 年尤安设计的毛利率和净利率最高，分别达到 49.79%和 31.68%；汉嘉设计的毛利率最低，仅为 14.21%；启迪设计净利率最低，仅为 2.50%。公司盈利能力整体较强，2020 年 ROE 为 12.64%，仅低于尤安设计和华阳国际，但显著高于其他建筑设计上市公司。从人均产值来看，公司有较大的提升空间。2020 年公司人均产值 53.18 万元，处于可比公司中位水平。2020 年如果剔除工程收入，以设计人员为基础，尤安设计、华建集团、启迪设计、中衡设计、汉嘉设计和华阳国际的人均产值分别为 82.44 万元、61.33 万元、55.62 万元、48.35 万元、45.79 万元和 40.93 万元，公司设计人均产值与行业均值接近。展望未来，公司将积极向产业链前端延伸，有望发力高毛利的创意设计、概念设计、方案设计，同时利用信息化手段和深化管理，进而提升公司人均产值，从而提升公司整体盈利能力。

图 27：2020 年可比公司盈利能力比较 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 28：2020 年可比公司人均产值比较 (万元)

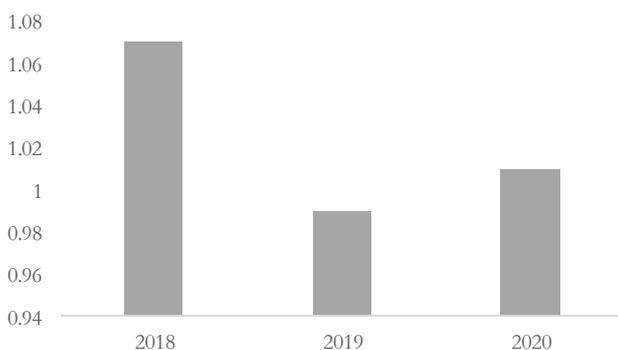


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.4. 公司收现比较高，经营性现金流较好

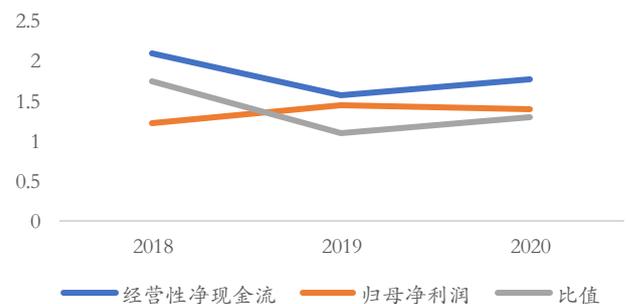
公司不从事工程总承包业务，不存在垫资行为，且公司客户优良，预付款比例较高，公司收现比整体较高。2018-2020 年公司收现比分别为 1.07、0.99 和 1.01，显著高于同类上市公司收现比的均值。较高的收现比带来了公司良好的现金流。2018-2020 年公司经营性净现金流分别为 2.08 亿元、1.57 亿元和 1.76 亿元，均超过同期的公司净利润水平，说明公司业绩增长具有较强的现金流支撑。公司投资性现金流受交易性金融资产影响波动较大，但不影响公司正常经营活动。公司筹资性现金流除 2019 年受 IPO 影响外，近几年整体比较平稳。公司成长动能所需的资金主要来自于 IPO 融资和日常经营利润积累，公司增长具有可持续性。

图 29：2018-2020 年公司收现比走势图



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 30：2018-2020 年公司经营性净现金流等 (万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5. 估值与投资建议：首次覆盖，给予“买入-A”评级

5.1. 盈利预测：业务成熟毛利率稳定，业绩有望稳步释放

作为建筑设计民营龙头，公司业务模式成熟，管理完善，客户稳定，毛利率相对稳定，近几年基本稳定在 35% 的水平，预计未来几年公司毛利率整体保持稳定。公司深耕建筑设计的同时，积极拓展设计咨询、城市规划、风景园林等业务，有助于公司业务稳步增长。根据公司股权激励行权条件，预计未来两年公司营业收入的增速有望保持在 5% 左右，考虑到公司股权激励更强调行权的可能性，预计公司实际收入增速和业绩增速有可能超过股权激励行权条件的收入增速。预计 2021-2023 年公司营业收入增速分别为 18.15%、14.36% 和 11.61%，归母净利润分别为 1.61 亿元、1.84 亿元和 2.07 亿元，EPS 分别为 1.56、1.79 和 2.01 元，分别同比增长 16.3%、14.4% 和 12.4%。

表 1：公司盈利预测（万元，%）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
建筑设计	76546	85174	88757	104734	120444	134897
设计咨询	5582	5284	4910	5892	6068	6190
城市规划	2001	1877	2259	2711	3091	3555
其他业务	30	80	97	116	139	160
收入合计	84159	92415	96023	113453	129742	144801
收入增速	20.77%	9.81%	3.90%	18.15%	14.36%	11.61%
毛利率	34.92%	35.77%	35.33%	35.11%	35.02%	34.95%
毛利	29388	33057	33925	39833	45436	50608
归母净利润（万元）	11953	14264	13844	16103	18420	20708
EPS（元）	1.16	1.39	1.34	1.56	1.79	2.01

资料来源：Wind，安信证券研究中心

5.2. 估值水平：估值优势十分显著，业绩弹性助力估值

预计 2021-2023 年公司动态 PE 分别为 14.6 倍、12.7 倍和 11.3 倍，PB 分别为 1.9 倍、1.7 倍和 1.5 倍，公司估值优势显著。为了更好地比较估值水平，我们用 WIND 一致预期进行比较：（1）从总市值来看，筑博设计总市值 23.46 亿元，是 7 家建筑设计公司市值均值的 0.63，公司市值处于行业较低水平。（2）从静态估值来看，筑博设计 PE（TTM）为 15.05 倍，比中衡设计略高，但仅是 7 家建筑设计公司 PE（TTM）均值的 0.51；PB（LF）为 2.02 倍，除中衡设计和华建集团外，公司 PB（LF）是最低的。（3）从动态估值来看，7 家建筑设计公司仅筑博设计、华阳国际、汉嘉设计、中衡设计有一致预期，筑博设计 WIND 一致预期 2021 年动态 PE 为 11.74 倍，PB 为 1.77 倍，分别为可比公司一致预期均值的 0.79 倍和 0.88 倍。公司估值优势显著，且公司业务及利润贡献均来自于设计咨询领域，未向工程施工领域布局，未来业绩弹性较大，助力公司估值修复和估值提升。

表 2：可比建筑设计公司 wind 一致预期

证券简称	总市值	市盈率 PE(TTM)	预测 PE			市净率 PB(LF)	预测 PB		
			2021 年	2022 年	2023 年		2021 年	2022 年	2023 年
筑博设计	23.46	15.05	11.74	10.25	9.06	2.02	1.77	1.57	1.39
中衡设计	26.12	13.47	9.73	8.14		1.38			
尤安设计	70.44	21.91				2.26			
华建集团	37.17	20.70				1.20			

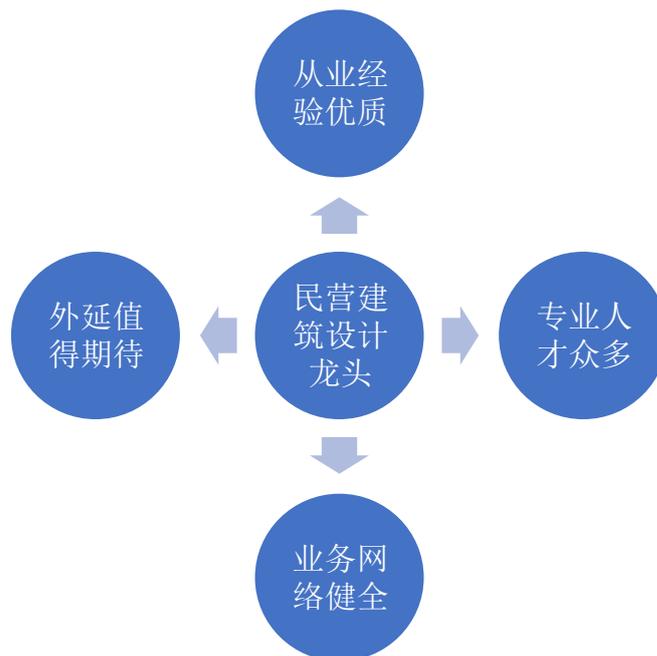
华阳国际	30.44	15.31	13.38	10.25	8.00	2.40	2.00	1.74	1.47
启迪设计	41.97	94.12				2.80			
汉嘉设计	29.91	27.48	24.95	20.79	16.27	2.32	2.25	2.06	1.86
均值	37.07	29.72	14.95	12.36	8.33	2.05	2.01	1.79	1.58
筑博设计/均值	0.63	0.51	0.79	0.83	1.09	0.99	0.88	0.88	0.89

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5.3. 投资建议：民营建筑设计龙头，首次覆盖给予“买入-A”评级

公司是民营建筑设计龙头企业，拥有丰富的建筑设计经验，采取强强联合、战略捆绑方式，跟随头部地产公司进行全国业务布局，同时采取“总部+全国分公司”一体化经营管理模式构建全国业务网络，成为建筑设计全国网点最为健全的公司之一。公司高度重视建筑技术研发和方案创新，拥有设计人员 1904 人，技术人员占比很高，这部分人才是公司立企之本、发展之基和成长之源。公司财务稳健，货币资金充足，是资金充足率最高的建筑设计公司，并且公司负债率低，现金流好，有助于公司内生滚动增长。公司不仅拥有较强的内生增长动力，而且公司重视外延扩张，采取“市场导向型”、“新业务拓展型”、“资质获取型”和“专业人才型”等并购策略，积极寻找并购机会，外延扩张将成为公司发展再上新台阶的“助推器”。看好公司成长性，首次覆盖，给予公司“买入-A”评级，目标价 29.32 元，对应 2021 年动态 PE 为 18.8 倍。

图 31：公司投资逻辑



资料来源：安信证券研究中心

5.4. 风险提示

房地产市场调控、房地产投资下滑、开发商资金链断裂、核心人才流失、外延并购失败等风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	924.2	960.2	1,134.5	1,297.4	1,448.1	成长性					
减:营业成本	593.6	621.0	736.2	843.1	942.0	营业收入增长率	9.8%	3.9%	18.2%	14.4%	11.6%
营业税费	8.5	8.7	10.2	11.7	13.0	营业利润增长率	19.4%	-3.8%	17.3%	14.3%	12.4%
销售费用	29.0	34.6	38.6	44.1	49.2	净利润增长率	19.3%	-3.0%	16.3%	14.4%	12.4%
管理费用	135.6	132.1	186.1	212.8	236.0	EBITDA 增长率	7.4%	21.3%	-14.2%	12.9%	10.6%
财务费用	2.8	3.0	-4.8	-5.1	-7.0	EBIT 增长率	9.4%	23.4%	-15.3%	14.5%	11.8%
资产减值损失	-	-19.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	17.0%	-2.8%	11.1%	14.5%	11.8%
加:公允价值变动收益	0.1	1.0	-	-	-	投资资本增长率	-170.0%	14.2%	123.8%	-113.0%	-1920.1
投资和汇兑收益	9.1	21.5	10.8	13.8	15.4	净资产增长率	149.6%	9.9%	10.1%	9.8%	10.2%
营业利润	158.8	152.7	179.1	204.7	230.2	利润率					
加:营业外净收支	0.0	-0.0	-0.2	-0.1	-0.1	毛利率	35.8%	35.3%	35.1%	35.0%	35.0%
利润总额	158.8	152.7	178.9	204.7	230.1	营业利润率	17.2%	15.9%	15.8%	15.8%	15.9%
减:所得税	16.2	14.3	17.9	20.5	23.0	净利润率	15.4%	14.4%	14.2%	14.2%	14.3%
净利润	142.6	138.4	161.0	184.2	207.1	EBITDA/营业收入	20.4%	23.8%	17.3%	17.1%	16.9%
						EBIT/营业收入	18.0%	21.4%	15.4%	15.4%	15.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	88	86	73	59	48
						流动营业资本周转天数	-82	-125	-129	-88	-113
						流动资产周转天数	419	566	577	516	541
						应收帐款周转天数	89	64	78	72	68
						存货周转天数					
						总资产周转天数	521	668	660	583	596
						投资资本周转天数	8	-37	-55	-29	-66
						投资回报率					
						ROE	13.7%	12.1%	12.8%	13.3%	13.6%
						ROA	8.5%	7.4%	7.1%	9.6%	7.2%
						ROIC	109.3%	-151.8%	-147.7%	-75.6%	651.9%
						费用率					
						销售费用率	3.1%	3.6%	3.4%	3.4%	3.4%
						管理费用率	14.7%	13.8%	16.4%	16.4%	16.3%
						财务费用率	0.3%	0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
						三费/营业收入	18.1%	17.7%	19.4%	19.4%	19.2%
						偿债能力					
						资产负债率	38.3%	39.1%	44.8%	28.1%	46.9%
						负债权益比	62.0%	64.3%	81.2%	39.2%	88.4%
						流动比率	2.21	2.19	1.99	3.14	1.98
						速动比率	2.21	2.19	1.99	3.14	1.98
						利息保障倍数	58.64	69.19	(36.01)	(38.84)	(31.83)
						分红指标					
						DPS(元)	0.34	0.49	0.47	0.59	0.64
						分红比率	24.5%	36.1%	30.3%	33.2%	31.8%
						股息收益率	1.5%	2.1%	2.1%	2.6%	2.8%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	142.6	138.4	161.0	184.2	207.1	EPS(元)	1.39	1.34	1.56	1.79	2.01
加:折旧和摊销	23.0	23.3	21.8	21.8	21.7	BVPS(元)	10.11	11.11	12.23	13.42	14.80
资产减值准备	-	19.4	-	-	-	PE(X)	16.4	16.9	14.6	12.7	11.3
公允价值变动损失	-0.1	-1.0	-	-	-	PB(X)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
财务费用	0.5	-	-4.8	-5.1	-7.0	P/FCF	6.9	15.2	8.1	-27.8	2.9
投资损失	-9.1	-21.5	-10.8	-13.8	-15.4	P/S	2.5	2.4	2.1	1.8	1.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	13.7	5.3	4.3	4.5	1.1
营运资金的变动	215.1	233.5	109.7	-295.1	574.8	CAGR(%)	8.9%	14.4%	10.4%	8.9%	14.4%
经营活动产生现金流量	157.2	175.8	276.9	-108.1	781.2	PEG	1.8	1.2	1.4	1.4	0.8
投资活动产生现金流量	-490.1	77.5	10.8	13.8	15.4	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	452.4	-33.2	-43.4	-56.1	-58.8	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

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

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

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

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

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

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

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

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	钟玲	上海区域销售经理	15900782242	zhongling@essence.com.cn
	赵丽萍	北京区域公募基金销售负责人	15901273188	zhaolp@essence.com.cn
	张莹	北京区域社保保险销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	张秀红	深圳区域销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳区域高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳区域销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	马田田	深圳区域销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn
	聂欣	深圳区域销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳区域销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳区域销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳区域销售经理	0755-88914832	yucong@essence.com.cn
	毛云开	广州区域销售负责人	13560176423	maoyk@essence.com.cn
	赵晓燕	广州区域销售经理	15521251382	zhaoxy@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034