

建科院 (300675.SZ)

Q3 归母净利环比改善，未来大厦运营承压

增持

核心观点

Q3 营收下滑，归母净利环比改善，累计减亏。公司 2023Q1-Q3 实现营业收入 2.65 亿元，同比减少 15.28%，归母净利润亏损 0.43 亿元，去年同期实现归母净利润 0.16 亿元，扣非归母净利润亏损 0.51 亿元，利润大幅减少主因公司自建自营的未来大厦竣工验收后，其人工成本、场所固定支出、资产折旧摊销、财务利息支出等成本费用增加。**分季度看**，Q1/Q2/Q3 单季营收分别为 0.59/1.03/1.03 亿元，同比 +0.68%/-0.09%/-31.8%，归母净利润分别为-0.39/-0.06/0.02 亿元，Q3 归母净利环比改善。

研发与财务费用率显著上行，现金流承压。盈利能力方面，公司 2023Q1-Q3 加权 ROE-7.52%，同比下降 10.52pct，毛利率 23.76%，同比下降 8.6pct，净利率-15.11%，同比下降 20.73pct；期间费用率为 40.66%，同比提升 10.11pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.17%/15.04%/11.28%/4.17%，同比-0.17%/+2.33%/+4.17%/+3.79pct，研发费用增加主因本期研发人工费、材料费等增加，财务费用增加主因未来大厦竣工验收后，长期借款利息费用化；资产结构方面，资产负债率 56.54%，同比提升 1.08pct，相对稳定；现金流方面，经营/投资/筹资活动现金净额分别为-6540/-2277/+2099 万元，较上年同期分别多流出 1701/多流出 398/多流入 5827 万元，筹资现金大幅净流入主因流动资金贷款增加。

截至三季度业绩承压明显，主因未来大厦竣工后未步入经营正轨，但总体来看，公司业务布局完善，区位优势明显，经营改善空间大。未来大厦由建科院自主设计建造及运营，主要针对绿色建筑规模化推广后的低碳社区示范、低碳技术创新和产业联盟平台、国际领先的净零能耗实验项目，当前入驻企业较少，且未大规模招标，导致该项目入不敷出。总体来看。**公司主业经营相对稳健：1) 业务聚焦绿色建筑：**“双碳”背景，绿色建筑标准有望全面执行，公司参编主编了多项行业标准，积极推进“光储直柔”、“虚拟电厂”等新技术。深圳绿建条例去年 7 月正式实施，市场空间打开。**2) 超大特大城市城中村改造机遇：**深圳城中村总数超 1700 个，占地 13383 公顷，改造空间大，并且深圳拟在港发行 50 亿元离岸地方债，其中 5 年期债券为社会责任债券，将投向老旧小区改造等项目。城中村改造需检测、规划设计先行，公司作为深圳地方国资，有参与改造的能力和机遇。**3) 雄安新区优势：**公司 17 年即布局雄安市场，规划设计雄安商务服务中心等，随着雄安进入大规模建设阶段，业务大有可为。

投资建议：下调盈利预测，下调至“增持”评级。公司深耕绿色建筑行业，主业公信服务、城市规划稳步发展，上半年业绩承压，主因未来大厦竣工后未步入经营正轨，但总体来看，公司业务布局完善，区位优势明显，经营改善空间大。预计公司 2023-2025 年归母净利润 0.2/0.71/0.84 亿元，每股收益 0.14/0.48/0.57 元，公司合理估值 15-17.4 元，较当前股价有 1.4%-17.6% 溢价，下调至“增持”评级。

公司研究·财报点评

建筑装饰·工程咨询服务 II

证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

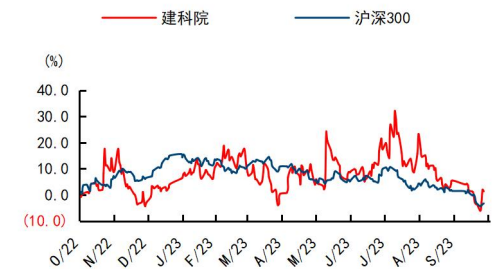
联系人：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@guosen.com.cn

联系人：卢思宇
0755-81981872
lusiyu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	15.00 - 17.40 元
收盘价	14.80 元
总市值/流通市值	2171/2171 百万元
52 周最高价/最低价	20.85/13.60 元
近 3 个月日均成交额	121.41 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《建科院 (300675.SZ) - 上半年业绩承压，多点布局谋新机》——2023-09-02
《建科院 (300675.SZ) - 三十载深耕绿色建筑，全链条技术服务布局》——2023-06-07

风险提示：政策施行不及预期；市场竞争加剧；公司新签、履约、结算进度不达预期；公司未来大厦运营风险；研发投入难以转化为技术成果等。

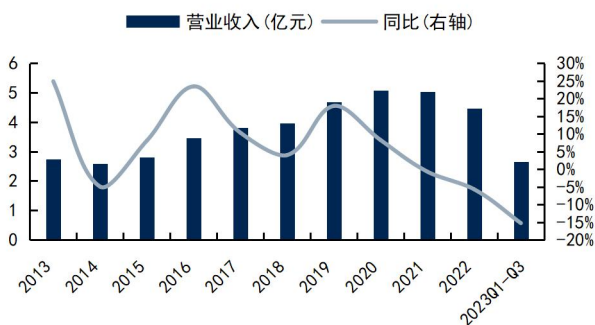
盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	503	474	484	524	566
(+/-%)	-0.7%	-5.7%	2.0%	8.3%	8.0%
净利润(百万元)	45	73	20	71	84
(+/-%)	1.5%	64.3%	-72.5%	251.7%	19.1%
每股收益(元)	0.30	0.50	0.14	0.48	0.57
EBIT Margin	8.5%	7.5%	5.2%	15.4%	16.9%
净资产收益率 (ROE)	8.3%	12.2%	3.3%	11.0%	12.3%
市盈率 (PE)	48.8	29.7	108.0	30.7	25.8
EV/EBITDA	39.5	44.6	76.1	30.0	25.0
市净率 (PB)	4.06	3.61	3.56	3.38	3.17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

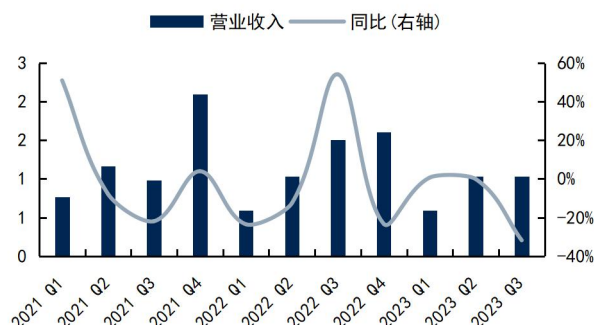
Q3 营收下滑，归母净利润环比改善，累计减亏。公司 2023Q1-Q3 实现营业收入 2.65 亿元，同比减少 15.28%，归母净利润亏损 0.43 亿元，去年同期实现归母净利润 0.16 亿元，扣非归母净利润亏损 0.51 亿元，利润大幅减少主因公司自建自营的未来大厦竣工验收后，其人工成本、场所固定支出、资产折旧摊销、财务利息支出等成本费用增加。**分季度看**，Q1/Q2/Q3 单季营收分别为 0.59/1.03/1.03 亿元，同比+0.68%/-0.09%/-31.8%，归母净利润分别为-0.39/-0.06/0.02 亿元，Q3 归母净利润环比改善。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元，%）



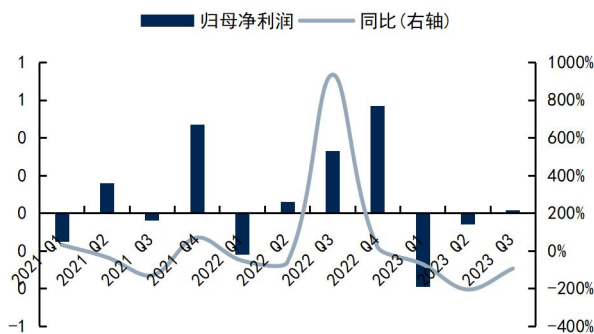
资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



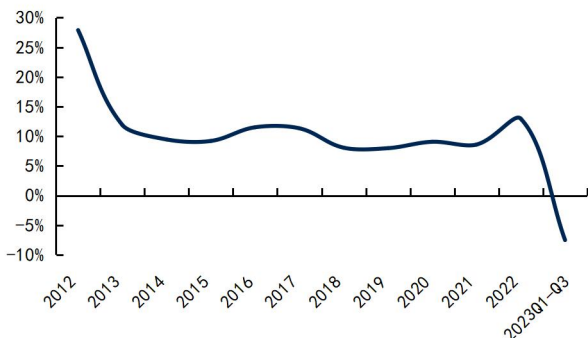
资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元，%）

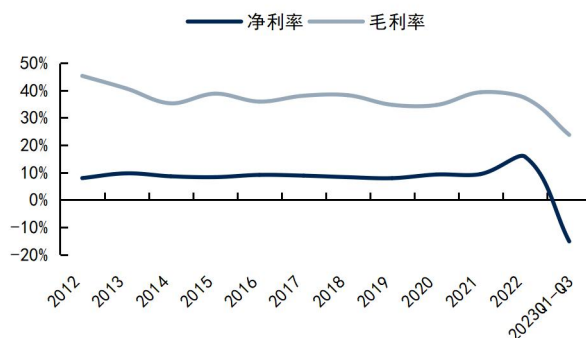


资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

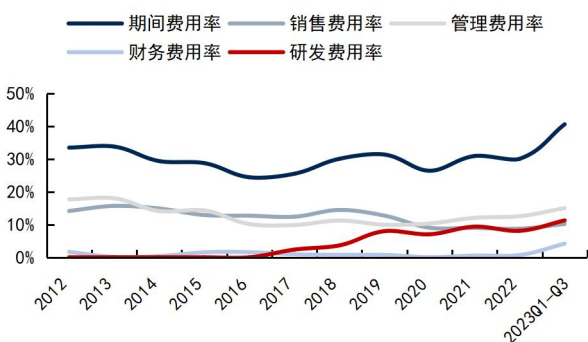
研发与财务费用率显著上行，现金流承压。盈利能力方面，公司 2023Q1-Q3 加权 ROE-7.52%，同比下降 10.52pct，毛利率 23.76%，同比下降 8.6pct，净利率-15.11%，同比下降 20.73pct；期间费用率为 40.66%，同比提升 10.11pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.17%/15.04%/11.28%/4.17%，同比-0.17/+2.33/+4.17/+3.79pct，研发费用增加主因本期研发人工费、材料费等增加，财务费用增加主因未来大厦竣工验收后，长期借款利息费用化；**资产结构方面**，资产负债率 56.54%，同比提升 1.08pct，相对稳定；**现金流方面**，经营/投资/筹资活动现金净额分别为-6540/-2277/+2099 万元，较上年同期分别多流出 1701/多流出 398/多流入 5827 万元，筹资现金大幅净流入主因流动资金贷款增加。

图5: 公司加权净资产收益率


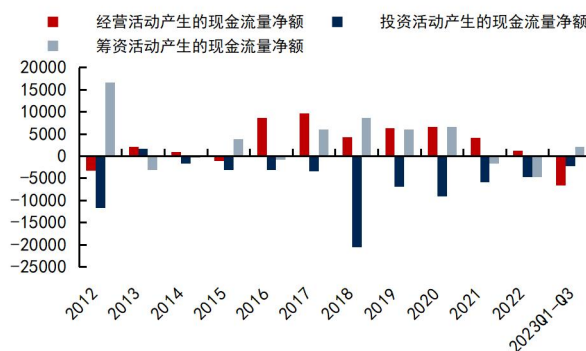
资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司销售净利率与毛利率


资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司期间费用率


资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司经营/投资/筹资活动现金流 (单位: 万元)


资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

截至三季度业绩承压明显, 主因未来大厦竣工后未步入经营正轨, 但总体来看, 公司业务布局完善, 区位优势明显, 经营改善空间大。未来大厦由建科院自主设计建造及运营, 主要针对绿色建筑规模化推广后的低碳社区示范、低碳技术创新和产业联盟平台、国际领先的净零能耗实验项目, 当前入驻企业较少, 且未大规模招标, 导致该项目入不敷出。总体来看, 公司主业经营相对稳健: 1) 业务聚焦绿色建筑: “双碳”背景, 绿色建筑标准有望全面执行, 公司参编主编了多项行业标准, 积极推进“光储直柔”、“虚拟电厂”等新技术。深圳绿建条例去年7月正式实施, 市场空间打开。2) 超大特大城市城中村改造机遇: 深圳城中村总数超1700个, 占地13383公顷, 改造空间大, 并且深圳拟在港发行50亿元离岸地方债, 其中5年期债券为社会责任债券, 将投向老旧小区改造等项目。城中村改造需检测、规划设计先行, 公司作为深圳地方国资, 有参与改造的能力和机遇。3) 雄安新区区位优势: 公司17年即布局雄安市场, 规划设计雄安商务服务中心等, 随着雄安进入大规模建设阶段, 业务大有可为。

投资建议：下调盈利预测，下调至“增持”评级。公司深耕绿色建筑行业，主业公信服务、城市规划稳步发展，上半年业绩承压，主因未来大厦竣工后未步入经营正轨，但总体来看，公司业务布局完善，区位优势明显，经营改善空间大。预计公司2023-2025年归母净利润0.2/0.71/0.84亿元，每股收益0.14/0.48/0.57元，公司合理估值15-17.4元，较当前股价有1.4%-17.6%溢价，下调至“增持”评级。

盈利预测变动及原因：

1) 下调营收增速：中报原预测值2023-2025营收增速7.2%/10.4%/11.4%，现下调为2%/8.3%/8%，主因公司三季报并未如历年般扭转上半年亏损，且三季度营收下滑31%，大幅不及预期，故下调当年营收增速预测值。

2) 上调费用率：中报原假设2023年管理/研发/销售费用率分别为8.66%/8.17%/8.92%，现上调至15.4%/11.44%/10.71%，主因公司管理费用增多、自建自营的未来大厦竣工验收后长期借款利息费用化、研发人工与材料费增多导致期间费用率增长。

表1：公司各项业务盈利预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
公信服务							
营收(万元)	12667.5	16098.8	20707.2	19601.9	20589.4	23116.8	24500.8
yoy	21.6%	27.1%	28.6%	-5.3%	5.0%	12.3%	6.0%
营收占比	27.1%	31.8%	41.2%	41.3%	42.6%	44.1%	43.3%
毛利率	52.4%	34.9%	43.5%	43.4%	40.6%	42.5%	42.1%
营收(万元)	7953.5	9464.2	10356.8	10826.7	11540.4	12726.9	14089.5
yoy	5.0%	19.0%	9.4%	4.5%	6.6%	10.3%	10.7%
营收占比	17.0%	18.7%	20.6%	22.8%	23.9%	24.3%	24.9%
毛利率	41.4%	43.0%	47.8%	42.3%	44.3%	44.8%	43.8%
营收(万元)	8540.4	10825.4	8576.7	10919.4	11040.6	11407.1	13097.3
yoy	-19.3%	26.8%	-20.8%	27.3%	1.1%	3.3%	14.8%
营收占比	18.3%	21.4%	17.1%	23.0%	22.8%	21.8%	23.1%
毛利率	33.2%	40.7%	44.0%	33.4%	39.3%	38.9%	37.2%
营收(万元)	4082.0	2870.2	3376.9	2315.9	2362.2	2570.0	2818.8
yoy	-21.3%	-29.7%	17.7%	-31.4%	2.0%	8.8%	9.7%
营收占比	8.7%	5.7%	6.7%	4.9%	4.9%	4.9%	5.0%
毛利率	37.6%	38.3%	25.5%	25.4%	29.7%	26.9%	27.3%
营收(万元)	3358.8	2212.3	3680.6	1973.6	1787.4	1850.3	1527.8
yoy	28.4%	-34.1%	66.4%	-46.4%	-9.4%	3.5%	-17.4%
营收占比	7.2%	4.4%	7.3%	4.2%	3.7%	3.5%	2.7%
毛利率	0.1%	12.1%	12.5%	0.3%	8.3%	7.1%	5.2%
营收(万元)	10195.0	9175.0	3584.9	1776.2	1057.5	736.4	587.5
yoy	206.6%	-10.0%	-60.9%	-50.5%	-40.5%	-30.4%	-20.2%
营收占比	21.8%	18.1%	7.1%	3.8%	2.2%	1.4%	1.0%
毛利率	19.1%	22.9%	20.4%	19.8%	21.0%	20.4%	20.4%
营收(万元)	46797.2	50645.8	50283.1	47413.6	48377.6	52407.6	56621.7
yoy	17.9%	8.2%	-0.7%	-5.7%	2.0%	8.3%	8.0%
毛利率	34.7%	34.7%	39.3%	37.3%	37.1%	37.9%	37.4%

资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	224	164	267	229	226	营业收入	503	474	484	524	566
应收款项	336	438	293	307	319	营业成本	305	297	274	283	294
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	2	2	2	2	2
其他流动资产	121	72	83	89	84	销售费用	45	41	52	50	55
流动资产合计	682	673	643	625	629	管理费用	61	60	76	58	64
固定资产	500	104	173	220	263	研发费用	47	38	55	50	55
无形资产及其他	85	33	31	30	29	财务费用	3	3	11	12	12
投资性房地产	67	568	568	568	568	投资收益	(0)	5	6	6	7
长期股权投资	3	4	3	3	3	资产减值及公允价值变动	(1)	6	1	2	3
资产总计	1337	1382	1420	1447	1493	其他收入	(37)	0	(55)	(50)	(55)
短期借款及交易性金融负债	148	142	134	141	139	营业利润	49	82	20	77	93
应付款项	212	209	191	199	204	营业外净收支	3	2	3	3	2
其他流动负债	116	133	143	129	140	利润总额	52	83	23	80	96
流动负债合计	477	485	468	470	483	所得税费用	4	9	2	8	9
长期借款及应付债券	244	242	292	292	292	少数股东损益	3	2	0	2	2
其他长期负债	56	29	24	16	5	归属于母公司净利润	45	73	20	71	84
长期负债合计	299	270	315	307	297	现金流量表 (百万元)					
负债合计	776	755	784	777	780	净利润	45	73	20	71	84
少数股东权益	26	26	26	27	28	资产减值准备	5	2	2	4	5
股东权益	535	601	610	643	685	折旧摊销	32	30	14	17	22
负债和股东权益总计	1337	1382	1420	1447	1493	公允价值变动损失	1	(6)	(1)	(2)	(3)
关键财务与估值指标						财务费用	3	3	11	12	12
每股收益	0.30	0.50	0.14	0.48	0.57	营运资本变动	(97)	(565)	122	(30)	3
每股红利	0.20	0.22	0.07	0.26	0.29	其它	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
每股净资产	3.65	4.10	4.16	4.38	4.67	经营活动现金流	(18)	(466)	155	57	107
ROIC	5.15%	3.77%	1.16%	6.02%	7.01%	资本开支	0	368	(83)	(65)	(66)
ROE	8.32%	12.17%	3.29%	11.00%	12.29%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	39%	37%	43%	46%	48%	投资活动现金流	0	368	(82)	(65)	(66)
EBIT Margin	8%	7%	5%	15%	17%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	14%	8%	19%	21%	负债净变化	16	(2)	50	0	0
收入增长	-1%	-6%	2%	8%	8%	支付股利、利息	(29)	(32)	(11)	(38)	(42)
净利润增长率	1.46%	64.33%	-72.52%	251.74%	19.11%	其它融资现金流	(22)	106	(9)	8	(2)
资产负债率	60%	57%	57%	56%	54%	融资活动现金流	(49)	38	31	(30)	(45)
股息率	1.3%	1.5%	0.5%	1.8%	1.9%	现金净变动	(67)	(61)	103	(38)	(3)
P/E	48.8	29.7	108.0	30.7	25.8	货币资金的期初余额	291	224	164	267	229
P/B	4.1	3.6	3.6	3.4	3.2	货币资金的期末余额	224	164	267	229	226
EV/EBITDA	39.5	44.6	76.1	30.0	25.0	企业自由现金流	0	(135)	76	(4)	46
						权益自由现金流	0	(31)	107	(7)	32

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032