

投资评级 优于大市 维持

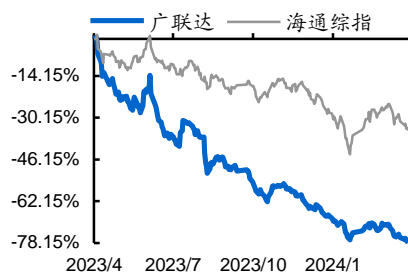
股票数据

04 月 15 日收盘价(元)	10.18
52 周股价波动(元)	9.99-68.10
总股本/流通 A 股(百万股)	1665/1589
总市值/流通市值(百万元)	16948/16174

相关研究

《“八三”完美收官，数字业务齐头并进》
2023.03.27

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-24.9	-16.2	-31.5
相对涨幅(%)	-24.3	-21.7	-39.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:杨林

Tel:(021)23183969

Email:yl11036@haitong.com

证书:S0850517080008

分析师:杨蒙

Tel:(021)23185700

Email:ym13254@haitong.com

证书:S0850523090001

联系人:杨昊翔

Tel:(021)23185620

Email:yhy15080@haitong.com

联系人:夏思寒

Tel:(021)23183968

Email:xsh15310@haitong.com

数字建筑全生命周期解决方案领军者

投资要点:

- **“造价+施工+设计”三轮驱动，数字建筑全生命周期解决方案领军者。**2023 年，公司提出“九三战略”，以“一体化成型、设计软件引领、PaaS 平台规模化”为战略主线，利用平台+组件的技术路线，形成产品和解决方案，支撑业务的快速规模化发展。我们认为，目前，内外部环境压力给传统建筑业的发展方式带来挑战，数字赋能建筑产业转型升级已成为共识。公司立足建筑产业，围绕工程项目的全生命周期，为客户提供数字化软硬件产品、解决方案及相关服务，在“造价+施工+设计”三轮驱动下，公司发展前景广阔。
- **数字造价全面云转型效果显著，数字新成本打造蓝海市场。**公司自 2016 年底起，分阶段、分地区、分产品逐步推进数字造价业务 SaaS 云转型，截至 2022 年末，全国所有地区计价、计量全系列产品采用订阅模式服务客户，云转型率超过 90%，2022 年当年续费率 80%，数字造价业务完成全面云转型。我们认为，公司数字造价业务从“量”和“价”两个维度提高造价业务营收，体现了公司转型策略的前瞻性。长期来看，通过造价市场化改革、产品细分、客户细分三个维度，有望进一步将造价业务空间提升至 70 亿元左右。数字新成本业务也实现快速增长，2023 年，数字新成本业务实现营收 5.98 亿元，同比增长 52.36%；签订云合同 5.35 亿元，同比下降 21.50%。随着公司逐步打造应用/客户标杆，数字新成本有望保持高增长趋势，打开新空间。
- **以技术为核心驱动力，长期保持高研发投入。**2022 年，公司自研的数维设计系列产品，基于自主知识产权的 BIM 三维图形平台，以数字化驱动数据融合，打造一体化智能设计，能够为中国设计师提供更符合本地化需求的产品。我们认为，未来 2-3 年，公司设计业务将进入推广期，以用户数量、市占率为第一目标，有望迈入成长快车道。2023 年 6 月，公司建筑业务平台（GBP）正式发布，标志着工程建设领域数字化的平台底座、建筑行业数字化的核心能力平台正式问世，也是首个贯穿项目全生命周期的建筑产业平台。GBP+组件+生态，满足客户个性化需求，打造多方受益的新盈利模式，能使产业数字化。公司还以公路为突破口，打造基建一体化，用“高水平设计”结合“精细化施工”助力行业打造“品质工程”。未来，公司目标公路项目覆盖率达 50%，三大央建客户覆盖率达 80%，打造设施一体化标杆项目。公司计划到 2024 年成为市场领先者；到 2025 年成为市场主导者，加速拓展基建蓝海。
- **盈利预测与投资建议。**我们采用分部估值法进行估值，我们预计公司 2024 年成本业务（原造价业务）收入为 56.87 亿元，给予成本业务 2024 年 3.5-4.0 倍 PS 估值，2024 年成本业务对应合理市值为 199.05-227.48 亿元。施工业务营收预计 2024 年达到 9.91 亿元，2024 年潜在贡献 1.49 亿元利润空间（假设稳定之后的 15%净利润率），给予施工业务 2024 年 25-30 倍 PE 估值，对应合理市值 37.17-44.61 亿元，加总后的总合理市值区间 236.22-272.09 亿元，根对应 6 个月合理价值区间为 14.19-16.34 元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**公司战略业务切换推进不及预期，行业需求及推进不及预期

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6591	6563	7310	8050	8781
(+/-)YoY(%)	17.3%	-0.4%	11.4%	10.1%	9.1%
净利润(百万元)	967	116	611	906	1213
(+/-)YoY(%)	46.3%	-88.0%	427.3%	48.3%	33.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.58	0.07	0.37	0.54	0.73
毛利率(%)	82.8%	82.5%	82.6%	82.7%	82.7%
净资产收益率(%)	15.3%	2.0%	9.4%	12.3%	14.1%

资料来源：公司年报（2022-2023），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 数字建筑平台服务商，全生命周期解决方案领军者	5
1.1 转型型平台服务商，推动建筑行业数字化	5
1.2 数字造价业务表现强劲，业绩总体稳中向好	9
2. 建筑数字化空间广阔	13
2.1 地产政策放松，施工业务开始周期上行	13
2.2 数字赋能建筑产业转型升级成为共识	13
2.3 国内建筑业信息化程度较低，对标其他行业和海外，提升空间大	15
3. 数字造价：全面云转型效果显著，数字新成本打造蓝海市场	17
3.1 行业发展逻辑发生剧变，造价管理需要精细化	17
3.2 造价业务云转型全面完成，平抑地产周期影响	18
3.3 数字新成本业务保持高增长态势，有望打开造价成本天花板	23
4. 数字施工：以系统性数字化和基建一体化为发展战略	26
4.1 认知升级+落地根基，GBP 贯穿项目全生命周期，走出“数据孤岛”	26
4.2 以公路为突破口，打造基建一体化	28
5. 新兴业务：自研图形平台多方面达国际水平，数字设计迈入成长快车道	29
5.1 坚持高研发投入，数维设计产品集实现突破	29
5.2 创新业务打磨标杆项目，海外市场有望逐步打开	33
6. 盈利预测与投资建议	34
7. 风险提示	36
财务报表分析和预测	37

图目录

图 1	广联达发展历程	6
图 2	公司股权结构	6
图 3	公司“九三”战略规划图	7
图 4	公司组织架构升级示意图	8
图 5	公司业务分布	9
图 6	公司 2018-2023 营业总收入及同比增长率	10
图 7	公司 2018-2023 归母净利润及同比增长率	10
图 8	公司 2018-2023 分业务营收（亿元）	10
图 9	公司 2018-2023 分业务营收占比（%）	10
图 10	公司 2018-2023 综合毛利率和分业务毛利率（%）	11
图 11	公司 2018-2023 销售费用及销售费用率	12
图 12	公司 2018-2023 管理费用及管理费用率	12
图 13	公司 2018-2023 研发费用及研发费用率	12
图 14	地产行业发展曲线	14
图 15	2015-2025 年中国建筑信息化市场规模（亿元）	15
图 16	2011-2021 年中国建筑信息化行业渗透率（%）	16
图 17	2012-2022 全社会固定资产投资增速（%）	17
图 18	2020-2022 年全球数字建筑产业规模及增长率	18
图 19	2020-2022 年中国数字建筑产业规模及增长率	18
图 20	2022 年中国数字建筑产业结构（亿元）	18
图 21	公司云计价平台	19
图 22	公司量价一体产品	19
图 23	公司云转型节奏	19
图 24	公司云转型关键指标	20
图 25	公司云转型前后市场空间感知	20
图 26	云转型“量+价”两大基本路径保证造价业务增长	20
图 27	云化订阅的商业模式开启新的增长空间	21
图 28	公司反盗版模型	21
图 29	2017-2022 年公司数字造价业务营收及增长率	22
图 30	2017-2022 年公司云收入和云合同规模及增长率	22

图 31	AI+平台为造价带来超百亿想象空间	23
图 32	数字新成本施工方方案架构	24
图 33	数字新成本建设方方案架构	24
图 34	成本全过程管理	25
图 35	建筑业务平台架构.....	27
图 36	公司业务平台发展历程	27
图 37	公司建筑业务平台“大一统”体系	27
图 38	数字施工业务市场空间测算	28
图 39	十三五和十四五期间基建投资领域投资额（万亿元）	28
图 40	公司基建领域现有产品布局	28
图 41	公路业务解决方案.....	29
图 42	2018-2023 年公司研发投入及占总营收比例.....	30
图 43	2018-2023 年公司研发人员及占总员工比例.....	30
图 44	公司历年股权激励计划梳理	30
图 45	公司数维结构设计产品架构图	32
图 46	广阳岛项目总体架构	33

1. 数字建筑平台服务商，全生命周期解决方案领军者

1.1 转型型平台服务商，推动建筑行业数字化

广联达科技股份有限公司作为数字建筑平台服务商，面向行管方、建设方、设计方、咨询方、施工方、设材厂商等产业链各参与方，以及城市运营、金融、教育等领域，提供以建设工程领域专业化应用为核心基础支撑，以产业大数据、产业链金融等为增值服务的数字建筑全生命周期解决方案。公司高度重视产业研究与技术创新，秉承“数字建筑”理念，聚焦运用 BIM 和大数据、物联网、移动互联网、行业 AI 等数字技术助力建筑产业转型升级，让每一个工程项目成功，让每一位建筑人有成就。广联达在全球建立 80 余家分子公司，拥有员工 1 万余人，为 36 万企业客户提供百余款专业应用产品及服务。2008 年起，公司在美国、卢森堡、英国、芬兰、瑞典、波兰、德国、马来西亚、印度尼西亚、新加坡、中国香港等地设立子公司、办事处与研发中心，从咨询服务、解决方案、生态合作等多方面发挥平台作用，整合生态资源，以系统性的数字化能力，从数字化咨询、一体化技术方案等多方面发挥平台作用，整合生态资源，为产业运营者提供全方位的数字化转型服务，双方协同共生、融合发展，共建建筑产业互联网的新生态。

公司成立于 1998 年。成立之初，公司主要聚焦于开发销售建筑工程造价软件，推出多款预算软件和管理系统，2000 年，《工程项目成本管理系统 EPCCSV1.0》被列入中国建筑工程总公司科技成果重点推广项目，公司逐步发展成为国内领先的建筑信息化企业。

2003 年至 2007 年，公司形成多项整体解决方案，业务逐渐向全国扩展。2005 年，广联达招标投标整体解决方案、钢筋抽样软件 GGJ9.0、图形算量软件 GCL7.0（第三版）、工程造价指标管理系统 GIX2.0、电力工程造价系统 GBG8.0 研发成功，正式向全国发布。2007 年，广联达清单计价软件 GBQ4.0 研发成功，正式在全国发布。截至当年，“广联达项目成本管理系统”已在 100 多个项目上得到成功应用。同年，北京广联达软件技术有限公司进行股份制改造，同时正式更名为“广联达软件股份有限公司”。

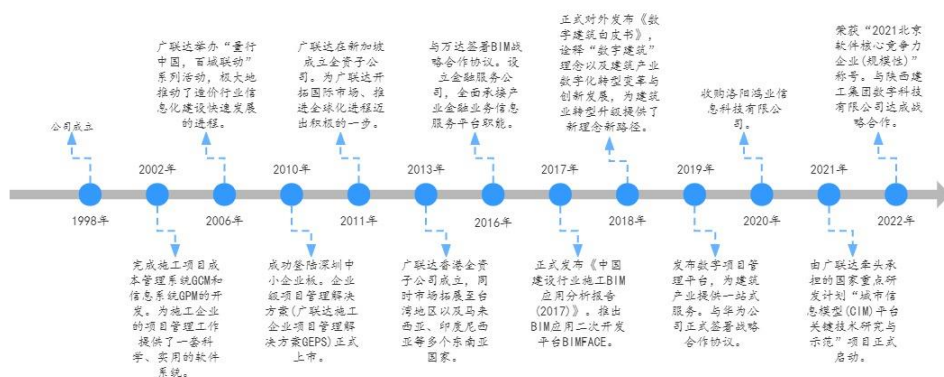
2008 年至 2012 年，公司持续加大自主研发力度，开拓国际市场，并在深交所中小板挂牌上市。2008 年，广联达成立美国产品研究中心，并与马里兰大学签署合作协议，正式入驻马里兰大学中美科技园，成为首批入驻科技园的中国高科技企业。2010 年，公司成功登陆深圳中小企业板，成为工程建设信息化领域首家上市软件公司。同年，企业级项目管理解决方案——广联达施工企业项目管理解决方案 GEPS 正式上市，公司与北京梦龙软件技术有限公司完成战略重组，以强强联合实现优势互补。2011 年，广联达在新加坡成立全资子公司。作为“纵横海外”战略的重要一部分，新加坡子公司的成立为广联达开拓国际市场、推进全球化进程迈出积极的一步。

2013 年至 2017 年，公司提出“二次创业”，向“建筑产业互联网平台服务商”全面转型，打造数字建筑产业平台。2014 年，广联达宣布收购全球领先的 MEP 设计和施工软件公司芬兰 Progman。通过拥有 Progman 功能强大的 MEP 软件 MagiCAD，增强了对全球化产品的组合配置。2015 年，广联达正式宣布向“建筑产业互联网平台服务商”全面转型。2016 年，广联达与万达签署 BIM 战略合作协议，广联达公司应用产业互联网方案解决实体建筑和虚拟建筑的融合，和万达强强合作、优势互补，进行 BIM 项目的深度实践。

2018 年至 2022 年，公司聚焦建筑企业数字化转型和产业升级，推动建筑行业向智能化、数字化方向发展。2018 年，广联达正式对外发布《数字建筑白皮书》，提出“一个认知、一个方向、一个目标”，系统地诠释“数字建筑”理念以及建筑产业数字化转型变革与创新，为建筑业转型升级提供了新理念新路径。2019 年，广联达发布数字项目管理平台，为建筑产业提供一站式服务，该平台综合运用 BIM 和“云大物移智”等数字化技术，实现施工项目管理的数字化、系统化、智能化，驱动施工项目管理转型升级。2021 年，公司连续第 4 年发布《数字建筑白皮书》，聚焦“新设计”畅谈数字化转型，首提“数字设计”新理念，并对其特征、模式、核心价值进行了系统研究，为四

个层级的目标客户分别提供详尽落地的解决方案，重点针对设计企业数字化转型，提出了具体可行的转型路径。

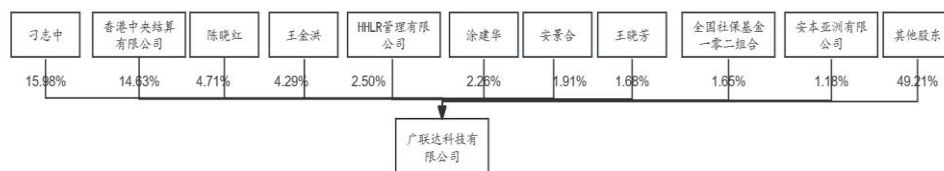
图1 广联达发展历程



资料来源：公司官网，海通证券研究所

董事会平稳换届，股权结构保持稳定。根据 2023 年 4 月公司第六届董事会第一次会议决议公告，选举袁正刚先生担任现任公司董事长。新任董事长袁正刚博士毕业于中科院计算所，曾任加拿大蒙特利尔大学博士后研究员，公司研发中心经理、高级副总裁、董事、总裁，在建筑行业数字化领域拥有丰富的经验。股权结构方面，截至 2023 年第三季度，公司创始人之一刁志中持股比例达 15.98%，陈晓红（4.71%）、王金洪（4.29%）、涂建华（2.26%）、安景合（1.91%）、王晓芳（1.68%）均为公司创始人，五人累计持股比例为 14.85%。

图2 公司股权结构



资料来源：公司 2023 三季报，海通证券研究所

发布员工持股计划，吸引和留住公司优秀人才。2023 年 9 月，公司发布了 2023 年员工持股计划，此员工持股计划筹集资金总额不超过 2.26 亿元，以“份”作为认购单位，每份份额为 1.00 元，此员工持股计划的份额上限为 2.26 亿份。此员工持股计划的资金来源为参加对象自筹出资不超过 1.13 亿元，以及公司计提的专项激励基金不超过 1.13 亿元。为满足公司可持续发展的需要及不断吸引和留住优秀人才，此员工持股计划设置预留份额，占此员工持股计划份额总数的 8.85%。经公司股东大会审议批准后，此员工持股计划将以 12.40 元/股的价格购买公司回购专用账户回购的股份共计不超过 1822.58 万股，具体以实际执行情况为准。为满足公司可持续发展的需要及不断吸引和留住优秀人才，本员工持股计划设置预留份额，占本员工持股计划份额总数的 8.85%。

提出“九三战略”，以“一体化成型、设计软件引领、PaaS 平台规模化”为战略主线，利用平台+组件的技术路线，形成产品和解决方案，支撑业务的快速规模化发展。

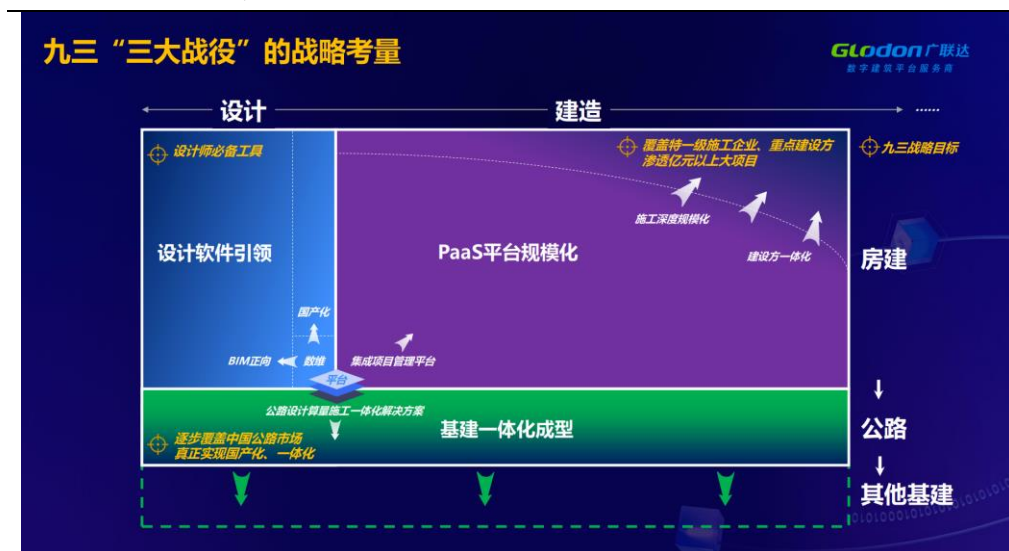
1.一体化成型：基建一体化是指利用 BIM 技术打通设计、造价、施工、运维各环节应用，一模到底，保证信息一致性、实时性，使整个建筑全生命周期效率最高、成本最低。依托底层自研图形平台和数字项目集成管理平台的多年积累，公司目前已经具备了从建模到竣工一模到底的技术能力和相应产品，将首先在基建领域打造基建一体化标

杆，用一套整体解决方案替代多个软件，用协同替代分工，为行业在 BIM 应用的路径上打造样板。

2.设计软件引领：设计软件是数字建筑业务的龙头，设计业务掌控产业链竞争的制高点，将会对覆盖建筑全生命周期起到关键作用。公司数维设计产品集是以自主知识产权图形平台为基础打造的全专业 BIM 正向设计解决方案，九三期间，公司将进一步打磨设计产品，让设计师用 BIM 三维正向设计的方式改进升级此前的工作流程，引领行业进步，进入数据驱动设计的新时代。

3.PaaS 平台规模化：八三期间，公司的数字项目集成管理平台初步打造成型，并且在数字新成本解决方案等新产品的研发上发挥了重要作用。九三期间，公司将进一步把数字项目集成管理平台这一 PaaS 平台的能力放大，用以支撑各条线业务快速规模化发展，并且对外打造 PaaS+SaaS 生态，形成数字建筑行业产品研发的基座。在规模化发展路径下，成本管理、项目管理等各条线业务均有望进入发展快车道，重点推进施工企业客户业务的深度规模化和建设方投资开发建设运营一体化方案，实现产品能力和规模效益上的快速扩张。

图3 公司“九三”战略规划图



资料来源：广联达 2023 年 06 月 10 日投资者关系活动记录表之演示文稿，海通证券研究所

以“客户成功”为指引，建立系统能力，加强以客户为中心的客户群组织建设。根据公司调研记录，在客户需求的发展和开拓过程中，为落实客户的新需求以及公司新产品新方案，在客户层面形成真正的解决方案，把产品线形成合力，以及把客户和客户之间的协同形成合力，公司将过去的产品渠道变化成现在以客户为中心的客户群组织。整个客户群升级的方向有四个：

（一）设计成本客户群。将传统渠道进行升级，集合公司的内部产品优势与客户之间的衔接关系。整合和优化比较成熟的造价产品渠道和设计的渠道，将设计成本一体化，实现更有效更有价值的落地和实践；将新成本解决方案和过去在岗位工具上的优势相结合，进行规模化发展；在设计成本客群端规模化发展过去专门针对中小企业的施工渠道 SaaS 产品、新成本集成的项目管理系统等。

（二）施工企业客户群。2023 年，公司将该过去以施工产品为主的渠道进行了较大的调整升级，对部分头部施工企业，将岗位级应用整合到施工客群，从过去的产品链接变成数据链接，以形成规模化应用、规模化复购和规模化续费。

（三）行业服务客户群。将过去面向政府侧（交易中心、住建厅、财审、造价站等）提供解决方案的客群进行整合聚焦，重点解决在政府侧如公共资源交易中心的市场管理、各地住建部分的现场管理，以及两类行业主管部门的数据打通，场景打通的过程。

（四）系统客户群。面向八大建筑央企，服务于其统建和系统性数字化升级，帮助客户顶层规划、顶层设计，完成整体解决方案的设计和落地，同时协同公司的各类产品线资源和解决方案资源，共同为客户来进行服务。

图4 公司组织架构升级示意图



资料来源：广联达 2023 年 06 月 10 日投资者关系活动记录表之演示文稿，海通证券研究所

立足建筑产业，围绕工程项目的全生命周期，为客户提供数字化软硬件产品、解决方案及相关服务。根据业务阶段及服务客户不同，现阶段公司将业务划分为三大业务板块和数个创新业务单元，分别为数字造价、数字施工、数字设计业务板块；数字建设方、数字城市、数字供采、数字高校、数字金融等多个创新业务单元；根据业务区域不同，又分为国内业务和海外业务。

数字造价业务板块属于公司成熟业务，主要为建设工程造价的各参与方提供软件产品及数据服务，包括工程计价业务线、工程算量业务线、工程信息业务线、成本大数据业务线和电子政务业务线等。经过二十多年发展，该业务在国内竞争优势明显，目前主要以订阅制 SaaS 模式为客户提供产品和服务。

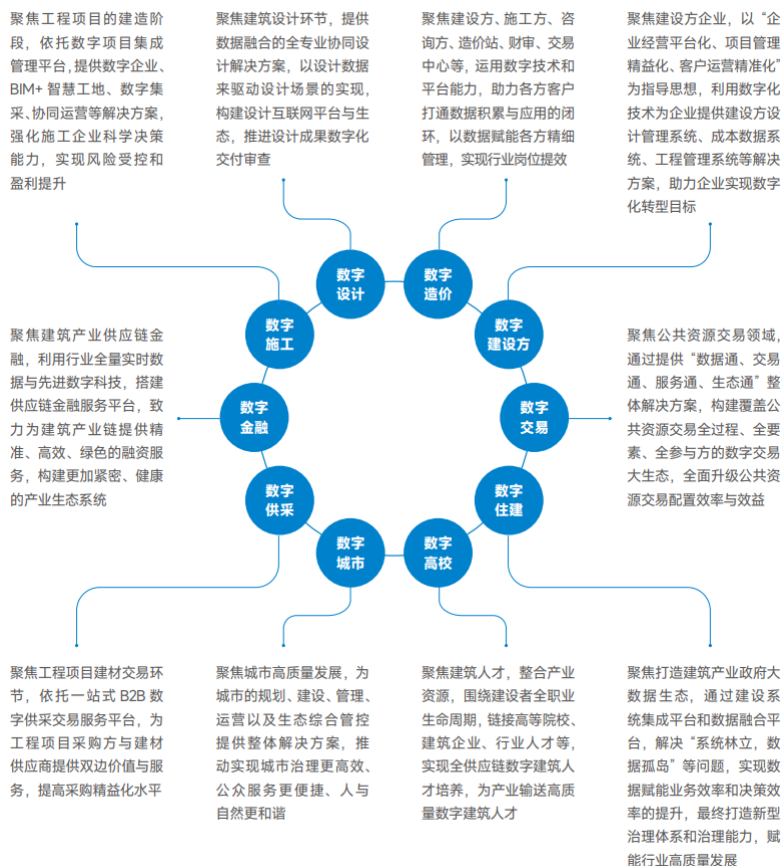
数字施工业务板块是公司重点突破的成长业务，主要聚焦工程项目建造过程，通过“平台+组件”的模式，为施工企业提供涵盖项目管理到企业管理的平台化解决方案，具体包括项目端的 BIM+智慧工地系列产品，以及面向施工企业的企业级软件和项企一体化产品。目前施工行业的数字化转型仍在持续提升中，该业务处在发展期，市场渗透率较低。

数字设计业务板块是公司着力发展的新兴业务，主要面向设计院客户，提供建筑设计、市政设计和设计成果数字化交付审查等产品，具体包括了数维房建设计产品集、数维市政设计产品集、BIMSpace 建筑设计产品集、计算分析产品集、广联达设计成果交付审查产品等，其中 BIMSpace、市政系列产品在市场中处于领先地位。

创新业务单元是公司孵化的新兴业务，依托数字项目管理平台及相关产品的积累，面向建筑业不同细分市场，从建设方企业数字化转型、CIM 规建管和新城建、供应链服务、人才培养、产业新金融等诸多维度为建筑业转型升级提供支持与保障。2022 年，创新业务单元以产品打磨和标杆项目验证为主。

海外业务方面，一部分为数字造价业务的国际化系列产品 Cubicost，主要开拓东南亚市场；另一部分为数字施工业务的国际化产品，包括芬兰全资子公司经营的 MagiCAD 系列机电设计软件，以及施工 Glodon Gsite 国际化产品，主要覆盖欧洲市场。

图5 公司业务分布



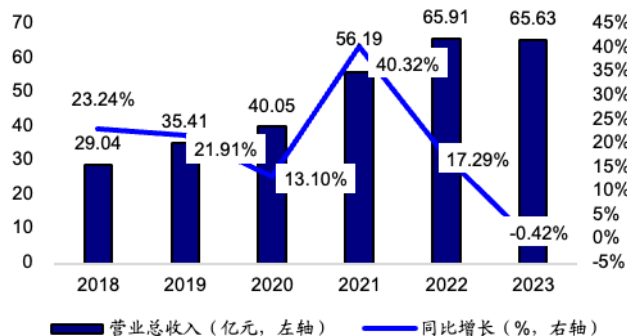
资料来源：公司 2022 年 ESG 报告，海通证券研究所

1.2 数字造价业务表现强劲，业绩总体稳中向好

2018-2023 年，公司营业收入总体持续稳定增长。2018-2021 年，公司营收 CAGR 达 24.61%，其中 2021 年同比增长 40.32%。在疫情时期，公司持续关注疫情等外部环境变化，充分发挥自身优势，以积极的心态和科学的举措创新应变，利用 BIM 和云计算、大数据、物联网、移动互联网、人工智能等技术手段，通过线上线下相结合的方式持续进行业务拓展和客户服务。2023 年是公司“九三”（2023-2025）战略期的开局之年，受建筑行业开工情况影响，公司整体业务开展节奏受到影响，全年实现营收 65.25 亿元，同比下降 0.42%，总体保持稳定。

2018-2019 年，受云转型相关预收款项不能确认为当期收入的部分影响，导致当期表观收入增速未充分体现，2019 年公司归母净利润同比下降 46.46%。2020 年，公司归母净利润恢复增长，同比增长 40.55%。随着数字技术实体经济融合，建筑业与先进制造业、新一代信息技术深度融合等数字技术驱动传统产业转型升级的重要目标逐渐推进，公司加快推动数字化转型。2020-2022 年，公司归母净利润持续增长，2021、2022 年分别实现同比增长 100.06%和 46.26%。2023 年，公司实现归母净利润 1.16 亿元，同比下降 88.02%，主要原因系人力成本、折旧摊销和资产减值增加。公司为抢抓客户数字化转型机遇，在客户层面加大营销力度、做深客户运营，在关键产品上加快解决方案的价值升级，为长期发展奠定良好的基础的同时增加了短期的成本费用，导致成本费用的增速高于营业收入的增速。

图6 公司 2018-2023 营业总收入及同比增长率



资料来源：Wind，海通证券研究所

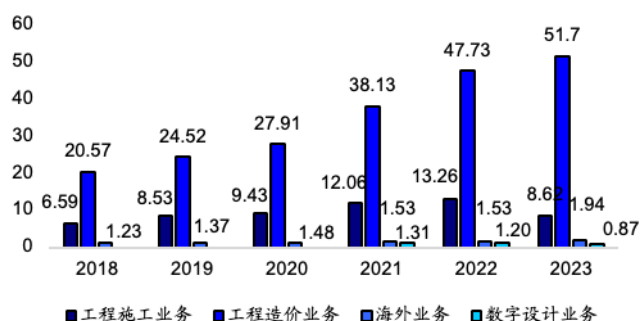
图7 公司 2018-2023 归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，海通证券研究所

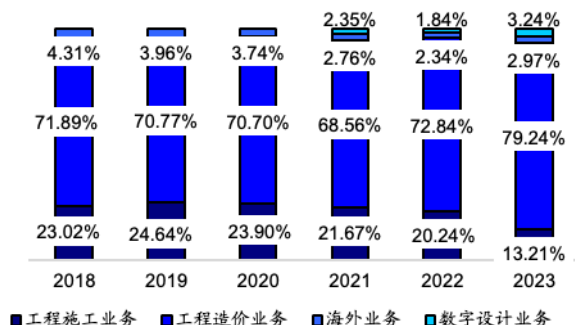
分业务看，2018-2023，公司工程数字造价业务占据了主导地位，分别实现营收 20.57 亿元、24.52 亿元、27.91 亿元、38.13 亿元、47.73 亿元和 51.70 亿元，呈稳定增长趋势，占总营收比例分别为 71.89%、70.77%、70.70%、68.56%、72.84%和 79.24%，占比较为稳定。而目前施工行业的数字化转型仍在持续提升中，工程数字施工业务处在发展期，市场渗透率较低，因此，2018-2023，施工业务营收占总营收比例呈波动下降趋势。分业务收入的表现也佐证了公司正在逐步推进“云转型”战略，数字造价业务已完成全面云转型，并实现了从岗位级应用向企业成本管理解决方案的快速拓展。数字造价业务在全面云转型的带动下，云计价、云算量、工程信息等业务持续稳定增长，向企业成本管理领域拓展的数字新成本业务实现快速增长。我们认为，随着公司“云转型”战略的深入实施，公司有望通过为建筑业数字化转型赋能扩大品牌影响力，提升业务市场渗透率。

图8 公司 2018-2023 分业务营收（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 公司 2018-2023 分业务营收占比（%）



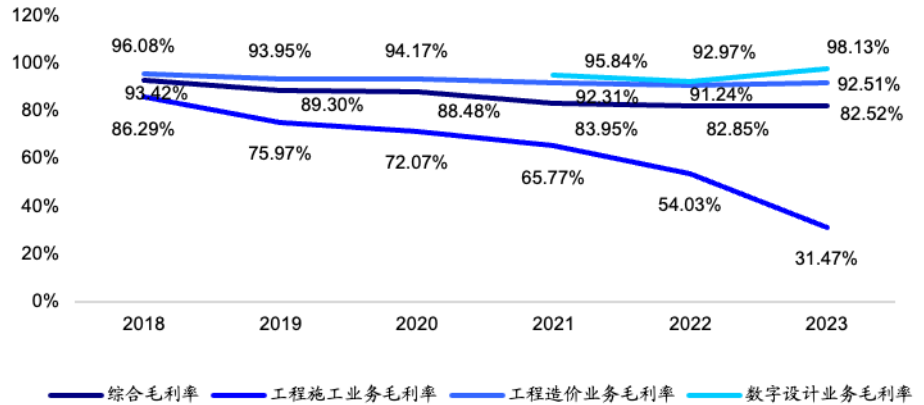
资料来源：Wind，公司 2018-2022 年报、2023 中报，海通证券研究所

而从毛利率的角度来看，公司 2018-2023 年综合毛利率分别为 93.42%、89.30%、88.48%、83.95%、82.85%和 82.52%，整体毛利率有所下降，主要原因是随着公司业务的拓展，解决方案类业务在收入中的结构比重增加，而解决方案类业务包含系统集成和实施成本，与单纯的软件销售与服务业务相比，毛利率相对较低。

另一方面，分业务来看，2018-2023 年，公司数字造价业务毛利率维持在 90%以上，略有下降，主要原因是数字造价板块中数字交易（原电子政务）业务增长，相应的实施交付人工成本、采购成本增加。这部分业务毛利率没有传统造价软件那么高，且近几年增长较快，因而拉低了数字造价板块毛利率；数字施工业务毛利率下降幅度较大，主要原因是为满足客户需求，数字施工业务的 BIM+智慧工地产品包含一部分硬件，主要是公司根据客户的需求内置了适用于施工行业算法后的智能硬件产品。智能硬件的供应链管理比较复杂，公司引进了外部咨询公司帮助打造供应链管理，对内也设立了

专门的团队规范采购行为，过去两年在供应链效率上有很大的提升。2023 年，公司一方面严格成本费用管控，另一方面把硬件供应链管理放在公司专业的供采 BU，在硬件的供应、周转、仓储、供应商的选择、集采率的提高等方面都有明显改善。我们认为，随着产品规模化和管理能力的提升，数字施工板块毛利率有望不断改善；数字设计业务作为公司着力发展的新兴业务，毛利率较高，2021 年-2023 年均达 90%以上。我们认为，未来，随着公司数字施工、数字设计等战略业务规模的增长和盈利能力的提升，公司综合毛利率有望维持较高水平。

图10 公司 2018-2023 综合毛利率和分业务毛利率（%）

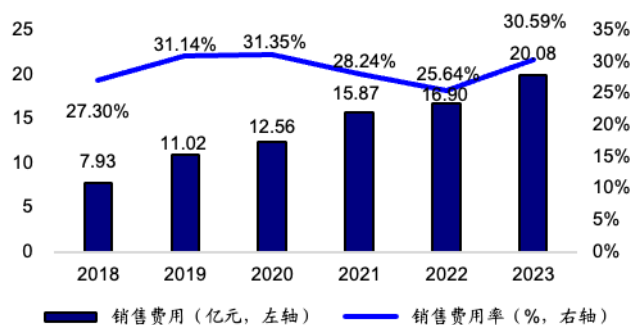


资料来源：Wind，海通证券研究所

从费用率的角度来看，2018-2023 年，公司销售费用率分别为 27.30%、31.14%、31.35%、28.24%、25.64%和 30.59%，2023 年公司销售费用同比增长 18.79%，主要为销售人员增长相应人力成本、差旅交通费、办公租房折旧、业务宣传费等增加所致。2018-2023 年，公司管理费用率分别为 26.33%、23.15%、21.95%、19.56%、18.65%和 19.26%，整体呈现下降态势。2023 年，公司管理费用同比增长 2.85%，主要原因系职工薪酬、房屋、设备、软件等折旧摊销增加。

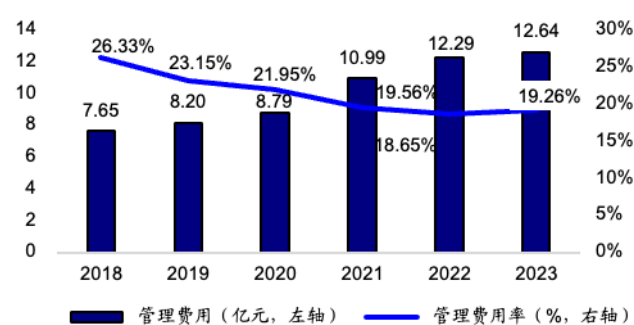
除此之外，2018-2023 年，公司研发费用率分别为 25.04%、27.37%、27.04%、23.73%和 22.99%和 28.87%，费用率整体较为稳定。2023，公司研发费用为 18.95 亿元，同比增长 25.04%，主要原因系公司为平台建设、核心技术研发持续投入。我们认为，近期公司研发费用的增加有利于支撑公司创建围绕客户价值的“研-营-销-服”模式，体现了公司坚持技术创新，打造产业平台的战略要求，有望进一步增强核心竞争力。

图11 公司 2018-2023 销售费用及销售费用率



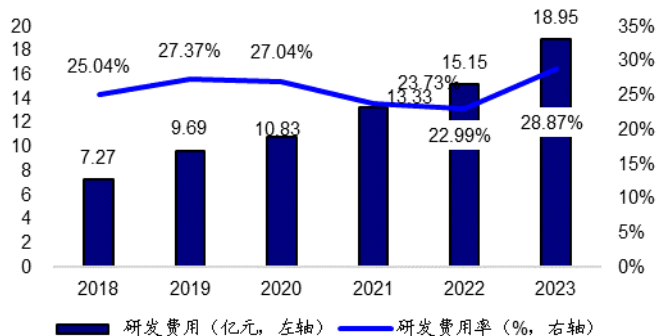
资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 公司 2018-2023 管理费用及管理费用率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 公司 2018-2023 研发费用及研发费用率



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 建筑数字化空间广阔

2.1 地产政策放松，施工业务开始周期上行

2022 年以来，政府为稳定市场推出各项救市政策，住宅需求端刺激政策逐步实施。2022 年 8 月，住房和城乡建设部、财政部、中国人民银行等有关部门出台措施，完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付，此次专项借款精准聚焦“保交楼、稳民生”。2022 年 11 月份以来，以人民银行、银保监会发布的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》为代表，政策面稳房地产力度持续加码，信贷融资、债券融资、股权融资“三支箭”政策保障房地产企业的合理融资需求，市场对于房地产下行的担忧有所缓解。监管层对房地产企业的态度发生转变，从“救项目”转换至“救项目与救企业并存”，各地政府针对住宅需求端的刺激政策也逐步实施。在新的政策刺激下，市场有望恢复至更加平稳的发展状态，住宅相关的业务预计也会随着市场供需改善而逐步回暖。

房地产政策环境延续宽松，我国房地产政策环境迎重大利好。中央层面，中央层面，2023 年 7 月中共中央政治局会议提出要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策。**在具体政策举措方面**，根据中房研协发布的《全国房地产政策变动监测报告（2023 年 7 月）》，央行、国家金融监督管理总局延长“金融 16 条”中两项金融支持房地产核心融资政策期限，银行间交易商协会提出推进“第二支箭”持续支持民营房企和产业类企业债券融资；国家发改委将支持刚性和改善性住房需求、完善住房保障基础性制度和支持政策等纳入恢复和扩大消费重要内容；住建部提出要进一步落实好降低购买首套住宅首付比例和贷款利率、个人住房贷款“认房不认贷”等多项政策、改善性住房换购税费减免等政策措施，进一步提振住房消费需求。

地方层面，根据中房研协发布的《全国房地产政策变动监测报告（2023 年 7 月）》，中央提出因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求。会议定调赋予地方更大调控自主权，鼓励和引导地方出台降低个人购房成本、优化购房政策、发放购房财税补贴等提振住房消费类政策，加快推动房地产市场复苏和稳健健康发展。**在具体地方政策举措方面**，近期地方宽松性举措仍是以发放购房补贴和加强住房公积金政策支持为主，偏向温和性刺激。**从城市层面看**，对于一线城市，在中共中央政治局会议重磅定调后，北上广深四个城市纷纷表态，将结合城市房地产市场实际情况，抓紧抓好贯彻落实工作，更好满足刚性和改善性住房需求等，释放出强烈的信号。**对于二线城市和三四线城市**，目前大部分已基本取消住房需求端限制性政策，这部分城市未来政策调整或仍将以降低购房成本、优化购房交易流程等为主，如发放购房财税补贴、全面推行二手房“带押过户”、降低住房贷款利率、支持农民进城购房等。

我们认为，2022 年二季度以来，政府围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标推出的一揽子政策，从供给端和需求端同时发力，形成“组合拳”支持房地产市场平稳运行，房屋新开工和竣工规模已由底部回升。近期政策利好叠加将有助于提振市场信心，并且随着停缓建项目陆续复工盘活，施工业务开始周期上行。

2.2 数字赋能建筑产业转型升级成为共识

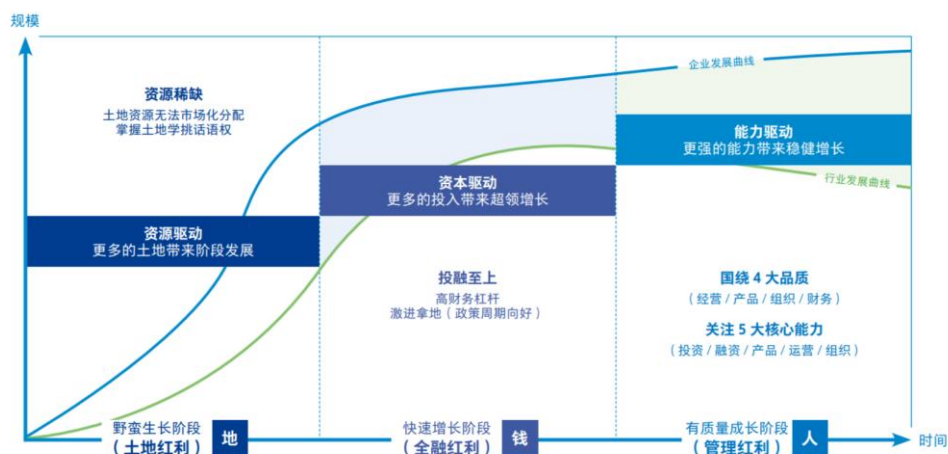
内外部环境压力给传统建筑业的发展方式带来挑战，数字赋能建筑产业转型升级或成为共识。从外部视角来看，外部环境对行业发展提出挑战，行业规模单向增长的阶段已经结束，依靠扩大规模来增加利润的时代已经终结。一方面，整体城镇化进程放缓，市场容量已经饱和。据国家统计局数据，2021 年城镇居民人均住房建筑面积达到 41.0 平方米，据中房协援引易居研究院推算，折算成套内面积已经达到 32-33 平方米，接近日本的 33.5 平方米，高于新加坡的 30 平方米和韩国的 28 平方米，住房趋于饱和。与

此同时，整体城镇化进程放缓。根据广联达发布的《建设方数字化白皮书（2022）》，2020 年中国常住人口城镇化率 63.9%，户籍人口城镇化率 45%，城镇化速度明显减低。另一方面，我国城市发展由大规模增量建设转为存量提质改造和增量结构调整并重，房地产企业对产品的品质的需求也在不断提升。外部环境对行业发展提出挑战，行业发展逻辑发生剧变。当前我国宏观经济换挡进入低速期影响，与此同时，2022 年我国建筑业总产值从两位数的年增长放缓至 6.47%，房屋施工面积增速也降至-0.69%。原先大兴土木的普涨时代已经过去，提质增效的数字化改革成为行业当下的发展重点。

从内部视角来看，传统粗放经营模式下建筑业企业的问题日渐显现，企业在技术能力、运作模式等方面存在严重不足，无法应对外部环境的急剧变化。一方面，传统建筑行业长期存在生产方式落后、生产效率低、资源消耗大、跨专业协同不足等痛点。粗放管理模式下，建筑业内各参与方各自为政，利益目标不同且普遍运用不同的信息管理系统，导致建筑全生命周期各业务阶段出现信息断层，产业内信息连通程度极低。单个业务阶段内存在大量冗余的业务信息却难以有效提炼并传递至下一环节。另一方面，传统建筑业为劳动密集型产业，随着建筑业人口红利消失，人力成本等项目支出提高。过去建筑业企业的业绩增长多来自于国家宏观政策和固定资产投资的拉动，发展方式呈现出依靠人力资源、生产资源不断投入的规模扩张模式。但是现在面临产业队伍老龄化、技术创新滞后、发展新动能不足的压力，近几年建筑业产值增速逐步放缓，利润空间遭受挤压。据华经情报网援引中国建筑业协会数据，2021 年，全国建筑业企业实现利润 8554 亿元，增速仅 1.26%，比上年降低 0.77 个百分点，增速连续五年放缓。

管理红利时代下，传统业务模式亟需提质增效的数字化改革。过去规模化扩张的发展方式难以为继，建筑业迫切需要树立新发展思路，将扩大内需与转变发展方式有机结合起来，同步推进，从追求高速增长转向追求高质量发展，从“量”的扩张转向“质”的提升，走出一条内涵集约式发展新路，以精细化管理提质增效。同时，提质增效的数字化升级带来的管理红利后劲更强。经历过资源驱动的土地红利时代和资本驱动的金融红利时代，建设行业和企业已经进入了发展曲线的后半段，进入到需要能力来驱动的管理红利的时代。中国过去经济的高速增长是城镇化带来的，但是美国在 100 年前完成了城镇化，建筑信息化的发展仍然持续增长，可见比起土地、金融红利，管理红利的持续性和后劲更强。因此，建筑业企业需在建筑技术的引领下，以新型建筑工业化为核心，以信息化手段为有效支撑，通过工业化与信息化的深度融合打造精品建筑，对建筑行业的全产业链进行更新、改造和升级，向以装配式建筑为代表的工业化、精细化方向转型。

图14 地产行业发展曲线



资料来源：建设方数字化白皮书（2022），海通证券研究所

数字赋能建筑产业转型升级成为共识，政策持续推进相关举措。根据住房和城乡建设部官网 2022 年 1 月发布的《“十四五”建筑业发展规划》，“十四五”时期，我国要初步形成建筑业高质量发展体系框架，建筑市场运行机制更加完善，工程质量安全保障体系基本健全，建筑工业化、数字化、智能化水平大幅提升，建造方式绿色转型成效显著。

著，加速建筑业由大向强转变。建筑业正走在以智能建造技术为建造方式、以数字化推动全面转型、以绿色化实现可持续发展的创新发展新时代。同月，据新华社报道，国务院正式发布了《“十四五”数字经济发展规划》，明确提出要大力推进产业数字化转型，以数字技术与实体经济深度融合为主线，完善数字经济治理体系，赋能传统产业转型升级，培育新产业新业态新模式，推动传统产业全方位、全链条数字化转型，提高全要素生产率。立足于建筑业，紧扣国家发展战略和行业战略方向，聚焦智能建造，充分应用 BIM、大数据、人工智能、云计算、IoT 等信息技术与机器人等相关装备，通过人机交互、感知、决策、执行和反馈，提高工程建造的生产力和效率，解放人力，从体力替代逐步发展到脑力增强，提高人的创造力和科学决策能力，是产业必然的发展趋势。2022 年 11 月，科技部、住房城乡建设部印发《“十四五”城镇化与城市发展科技创新专项规划》指出要以数字化、智能化技术为基础，开展智能建造与智慧运维基础共性技术和关键核心技术研发与转化应用，促进建筑业与信息产业等业态融合。

我们认为，传统建筑业的业务模式已不适应当下的发展要求，数字化是企业发展的必经之路。因此随着建筑业从野蛮发展转向高质量发展阶段，信息化企业将迎来更多发展机遇。广联达作为建筑业数智化发展的领军者，提供的产品服务与解决方案将助力建筑业企业转型升级，并赋能建筑行业数字化发展，帮助实现建筑产业多方共赢、协同发展的生态系统。

2.3 国内建筑业信息化程度较低，对标其他行业和海外，提升空间大

建筑业作为国民经济的支柱产业，体量巨大且保持良好增长态势，建筑行业信息化市场容量庞大，发展前景广阔。建筑业是我国国民经济的支柱产业，住建部部长倪虹表示，2022 年建筑业总产值达 31.2 万亿元，增加值达 8.3 万亿元，占 GDP 比重的 6.9%。同时，建筑市场作为我国超大规模市场的重要组成部分，是构建新发展格局的重要阵地，在与新一代信息技术深度融合发展方面有着巨大的潜力和发展空间。中国建筑信息化市场规模逐年上升，根据华经情报网，2021 年中国建筑信息化行业市场规模约为 381.0 亿元，预计 2025 年市场规模达到 806.8 亿元。

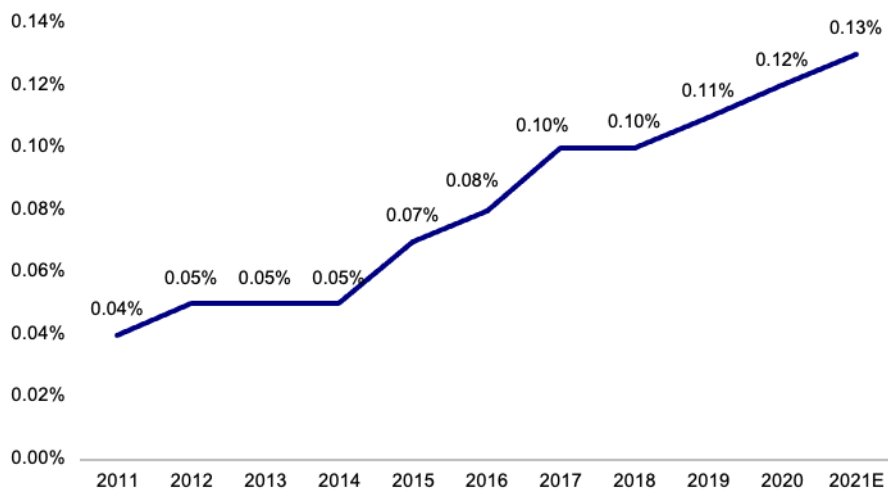
图15 2015-2025 年中国建筑信息化市场规模（亿元）



资料来源：华经情报网，海通证券研究所

对标海外，我国行业信息化应用和发展水平相对落后，建筑企业对数字化转型存在迫切需求。根据华经情报网，2021 年行业渗透率（建筑信息化投入占建筑总产值比重）约为 0.13%，远低于发达国家 1% 的平均水平，同时低于国际平均水平 0.30%。目前行业信息化应用和发展水平相对发达国家及国际平均水平较为落后，离具备数字化、智能化管理能力存在很大差距。因此我们认为，国内建筑业信息化市场仍有较大增长空间和潜力。

图16 2011-2021 年中国建筑信息化行业渗透率（%）



资料来源：华经情报网，海通证券研究所

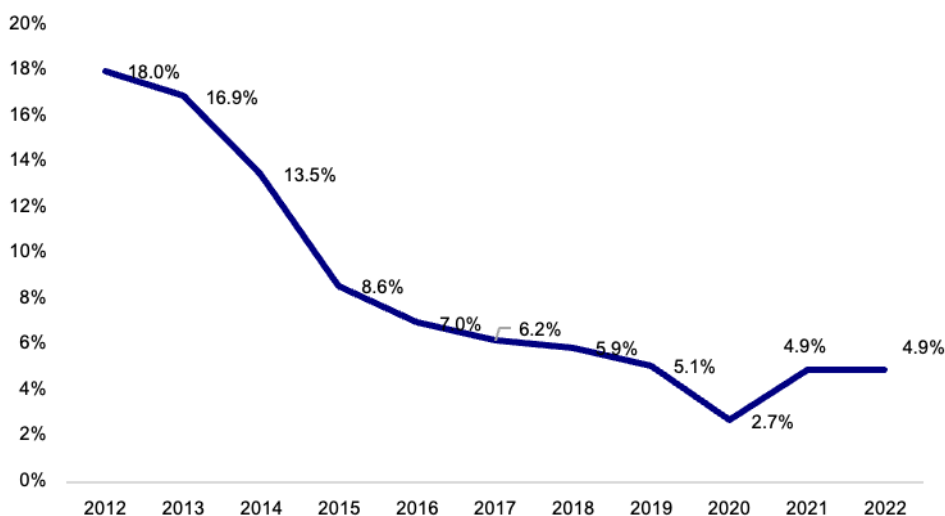
3. 数字造价：全面云转型效果显著，数字新成本打造蓝海市场

3.1 行业发展逻辑发生剧变，造价管理需要精细化

固定资产投资增速下降，建筑行业发展的资本驱动力减弱。当前中国宏观经济换挡进入低速期，与此同时，2022 年中国建筑业总产值从 2021 年两位数的年增长放缓至 6.47%，房屋施工面积增速也降至-0.69%。“345 新规”发布、固定资产投资增速的持续下降等一系列事件表明，当前建筑业的发展已经无法单从资本大量投入方面获得驱动。建筑业的发展逻辑发生剧变，提质增效的数字化改革成为行业当下的发展重点。传统建筑行业管理模式粗放，建筑业内各参与方各自为政，利益目标不同且普遍运用不同的信息管理系统，导致建筑全生命周期各业务阶段出现信息断层，产业内信息连通程度极低。单个业务阶段内存在大量冗杂的业务信息却难以有效提炼并传递至下一环节。在资本投入后续保持不变甚至降低的现实情况下，如何通过结合先进技术提高工程作业效率、降低成本将是建筑业企业面临的头号问题。

企业成本增速连年超过收入增速，造价管理需要精细化。近年来我国的建筑业行业利润总额增速已经连续多年处于下降趋势。利润的下降逃不开两个话题，一是建筑行业盈利能力出现下降；二是建筑公司对于成本的管控能力的欠缺。从建筑业企业近几年的经营数据可以发现，建筑业企业主营业务成本增速始终大于其主营业务收入增速，由此可以看出建筑业企业整体的成本管控能力不足。而目前企业的成本管控效果欠佳，从根本上看其实是工程项目执行过程中造价管理相关内容的缺失。

图 17 2012-2022 全社会固定资产投资增速（%）



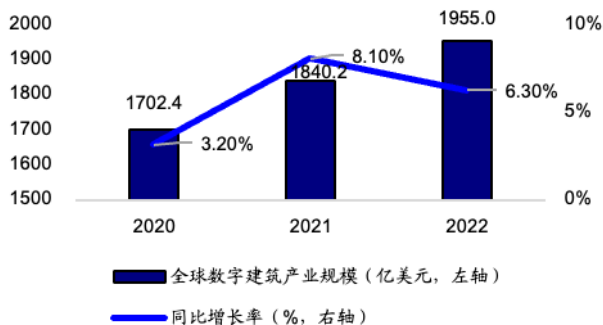
资料来源：中经数据，海通证券研究所

数字造价管理将 BIM、云计算、大数据、物联网、人工智能、区块链等数字技术与工程造价管理结合在一起，集成了全参与方、全过程、全要素。通过统筹化思维实现对建设项目的全生命周期价值管理；同时由端、云、大数据一体化实现造价数据和信息的及时、准确更新。根据甲子光年智库援引国际主流 BIM 软件开发公司之一 Nemetschek 的测算，传统建筑行业平均存在 10% 的建材浪费、30% 的工程需要返工，且 40% 的项目超支严重，90% 的项目交付出现拖延现象。推行数字造价管理是实现对人、材、机三费的精细化控制的有效举措，或将助力建筑业行业发展恢复正常。

根据 CCID 赛迪研究院《2022-2023 年中国数字建筑产业发展研究年度报告》，全球建筑企业数字化投入的提升，带动了全球数字建筑产业的高速发展。2022 年，全球数

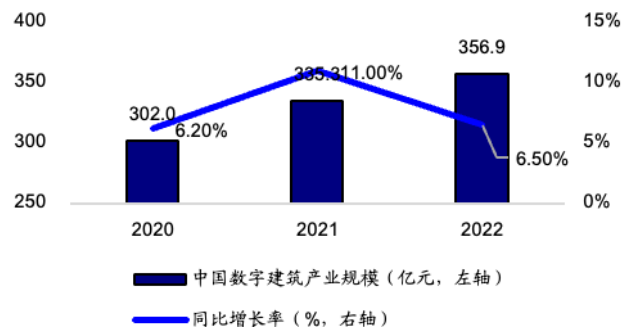
字建筑产业规模达 1955.0 亿美元，增长率达到 6.3%。其背后原因正是全球经济正在由工业经济向数字经济转型，建筑业面临劳动力短缺、竞争激烈、效能低下等问题，建筑产业规模集中，大型工程总承包企业业务和管理成本陡然上升，数字化需求激增。2022 年，中国数字建筑产业规模达到 356.9 亿元，同比增长 6.5%。建筑业的数字化转型路径也从单点业务数字化发展为全生命周期、全产业链环节、全生产要素的数字化。根据赛迪研究院预测，未来三年，中国数字建筑产业规模有望突破 440 亿元。

图18 2020-2022 年全球数字建筑产业规模及增长率



资料来源：广联达公众号援引赛迪顾问，海通证券研究所

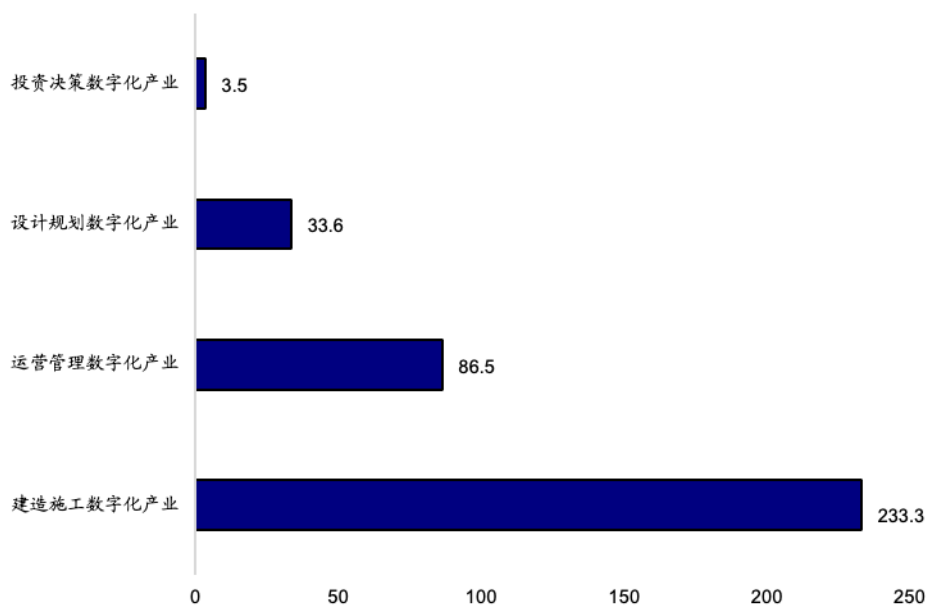
图19 2020-2022 年中国数字建筑产业规模及增长率



资料来源：广联达公众号援引赛迪顾问，海通证券研究所

从产业结构来看，建造施工数字化产业发展成熟，规模占比最高。建造施工阶段包括算量计价、生产制造和施工安装等多个环节，且直接关系到项目的成本、进度、质量、效率和安全。建造施工数字化产业以算量造价数字化为切入点开启发展之路，产业发展相对成熟，规模占比最高。根据 CCID 赛迪研究院的数据，2022 年，建造施工数字化产业规模达到 233.3 亿元，占比 65.4%。

图20 2022 年中国数字建筑产业结构（亿元）



资料来源：赛迪顾问，海通证券研究所

3.2 造价业务云转型全面完成，平抑地产周期影响

公司以工程造价产品起家，经过多年发展，数字造价业务已成为公司成熟业务，主

要为建设工程造价的各参与方提供软件产品及数据服务，包括工程计价业务线、工程算量业务线、工程信息业务线、成本大数据业务线和电子政务业务线等。经过二十多年发展，该业务在国内竞争优势明显，目前主要以订阅制 SaaS 模式为客户提供产品和服务。2022 年，公司数字造价业务完成全面云转型，数字造价实现营业收入 47.73 亿元，同比增长 25.16%；实现云收入 32.75 亿元，同比增长 27.89%。2023 年，公司数字造价业务（2023 年更名为数字成本业务）实现营收 51.70 亿元，同比增长 8.33%，报告期签署云合同 35.64 亿元，剔除三年期合同影响，同比基本持平。

图21 公司云计价平台



资料来源：公司官网，海通证券研究所

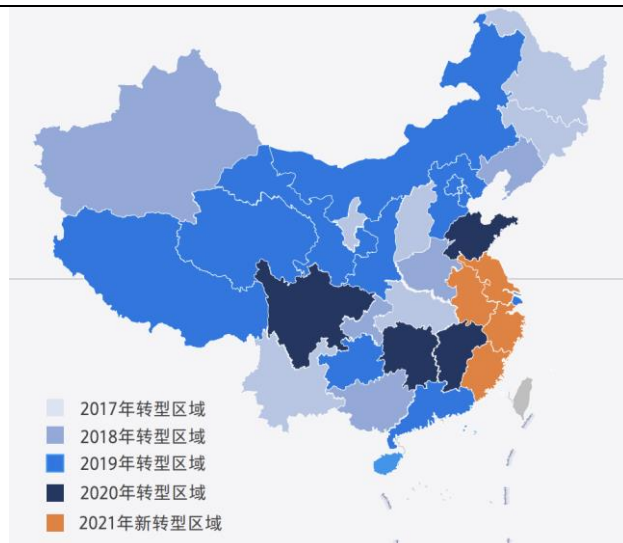
图22 公司量价一体产品



资料来源：公司官网，海通证券研究所

公司云计价 GCCP6.0 满足国标清单及市场清单两种业务模式，覆盖了民建工程造价全专业、全岗位、全过程的计价业务场景，通过端·云·大数据产品形态，旨在解决造价作业效率低、企业数据应用难等问题，助力企业实现作业高效化、数据标准化、应用智能化，达成造价数字化管理的目标。面向客户包括具有工程造价编制和管理业务的单位与部门，如建设单位、咨询公司、施工单位、设计院等。可实现概预结审全业务覆盖，各阶段工程数据互通、无缝切换，各专业灵活拆分支持多人协作，工程编制及数据流转高效快捷。提供智能组价、智能提量、在线报表为组价、提量、成果文件输出等各阶段，提高工作效率，新技术带来新体验。单位工程快速新建、全费用与非全费用一键转换、定额换算一目了然，计算准确、操作便捷、容易上手。支持全国所有地区计价规范，支持各业务阶段专业费用的计算，新文件、新定额、新接口专业快速响应。

图23 公司云转型节奏



资料来源：公司官网，海通证券研究所

自 2016 年底起，分阶段、分地区、分产品逐步推进数字造价业务 SaaS 云转型，2022 年完成全面云转型。公司造价业务国内销售渠道共计 29 个管理地区，覆盖全国 31 个省市自治区。2017 年及以前，公司在收入体量较小的第一批地区（6 个地区）开始云计价产品的转型试点；2018 年，公司新增第二批地区（5 个地区）进入云转型，转型产品在云计价的基础上，新增云算量产品；2019 年，公司新增第三批地区（10 个地区）进入云转型，该区域业务体量较大，是积累了前两批转型地区经验后重点攻关的转型地区；2020 年，公司第四批地区（4 个地区）进入云转型；2021 年，公司第五批地区（最后 4 个地区）也进入云转型；截至 2022 年末，全国所有地区计价、计量全系列产品采用订阅模式服务客户，云转型率超过 90%，2022 年当年续费率 80%，数字造价业务完成全面云转型。

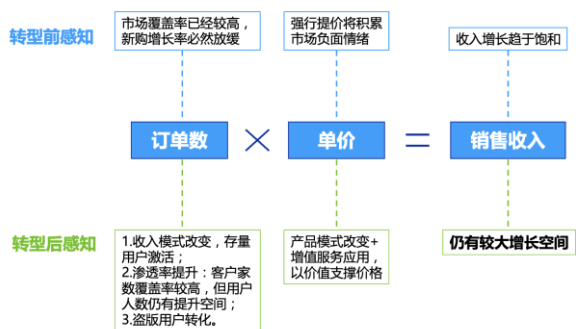
图 24 公司云转型关键指标

批次	地区	2017 及以前 (6 个地区)	2018 (11 个地区)	2019 (21 个地区)	2020 (25 个地区)	2021 (29 个地区)	2022 (全面云转型)
第一批	黑龙江、吉林、宁夏、山西、湖北、云南	计价： 转化率 80%、 续费率 85%	计价： 转化率>85%、 续费率>85%； 算量： 转化率>50%	计价&算量： 转化率>80%、 续费率>80%	计价&算量： 转化率>85%、 续费率>85%	计价&算量： 转化率>85%、 续费率>85%	计价&算量： 转化率>90%、 续费率 80%
第二批	重庆、广西、新疆、辽宁、河南		计价： 转化率>40%； 算量： 转化率>50%	计价&算量： 转化率>80%、 续费率>80%	计价&算量： 转化率>85%、 续费率>85%	计价&算量： 转化率>85%、 续费率>85%	计价&算量： 转化率>90%、 续费率 80%
第三批	北京、上海、广东、天津、河北、陕西、贵州、内蒙、甘肃、青海			计价&算量： 转化率>50%	计价&算量： 转化率>80%、 续费率 88%	计价&算量： 转化率>85%、 续费率>90%	计价&算量： 转化率>90%、 续费率 80%
第四批	湖南、江西、山东、四川				计价&算量： 转化率 50%	计价&算量： 转化率>80、 续费率>85%	计价&算量： 转化率>90%、 续费率 80%
第五批	浙江、江苏、安徽、福建					计价&算量： 转化率>60%	计价&算量： 转化率>90%、 续费率 80%

资料来源：公司官网，公司 2017-2022 年报，Wind，海通证券研究所

Lisence 授权转型订阅模式，平抑地产周期影响。在产品云化的同时，商业模式也由 license 模式逐步转向服务订阅模式，相关收入由一次性确认转变为按服务期间分期确认，而各项费用仍然为一次性支出。在传统 Lisence 模式下，数字造价业务收入来源主要是有不断的新产品推出上市，有老客户加购公司的新产品。但当市场渗透率达到 90%后，面临以下问题：地域扩张尾声，产品扩张尾声；盗版打不动；行业增速不足 6%；增量在下滑，存量靠机会。在订阅模式下，可以实现激活存量客户，及时体验新科技；拓展增量，替换老产品，替换盗版，提 ARPU。公司为维持续费，将进行持续的产品研发和销售服务投入，进而提高用户忠诚度（续费与口碑），从而带来用户量的持续上升，形成增长闭环。只要行业不下滑，稳态下收入也不会下滑。以利润为中心约等于以客户为中心，客户忠诚成了收入和利润达标的必要条件。

图 25 公司云转型前后市场空间感知



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图 26 云转型“量+价”两大基本路径保证造价业务增长



资料来源：公司官网，海通证券研究所

以云计价为例，以前计价套装软件是七八千元，2016 年转成年费后是两三千元。从价格端看，下降比较多，但是从客户数量端来看，原来每年贡献收入的是有新开工项目的预算员，这部分预算员占全国预算员总量的 15% 左右，转成年费模式后，所有预算员被激活成为续费用户，每年会给公司带来平稳的收入。采用云计价既可以积累用户的数据，让企业完整掌握每一个工程的造价数据；又使用户的现金流支出更加平滑，公司也会积极引导客户转换。

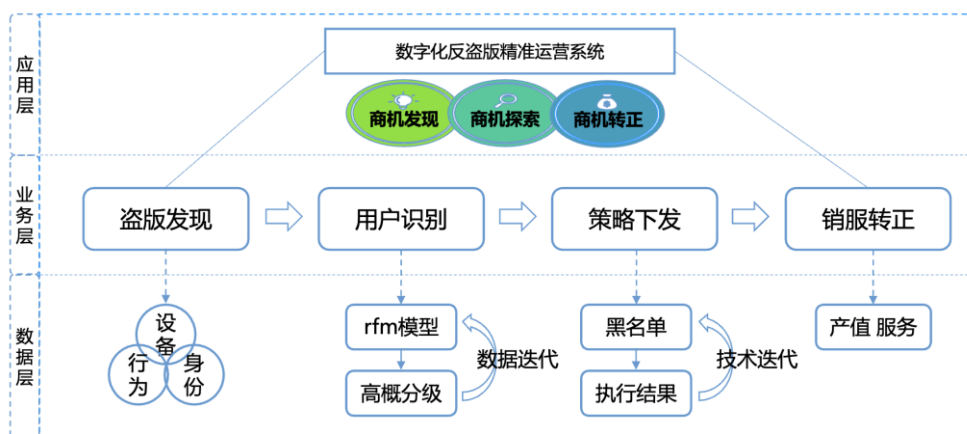
图27 云化订阅的商业模式开启新的增长空间



资料来源：公司官网，海通证券研究所

降价+技术，引导盗版用户向正版转化。由于造价业务是面向企业客户中的岗位应用，客户存在正版盗版混合使用的情况。进行云转型后，由于产品采用了云+端的模式，从技术上加大了盗版的难度；而且每年支付的年费金额较低，二者叠加，会促使一部分从业人员放弃盗版转用正版，公司预估盗版转化率至少达到 1/3。历史上公司正版用户与盗版用户的比例大致为 1:1，通过云转型的方式，SaaS 产品的销售能够带动一部分盗版用户转换为付费用户，截止到 2019 年底，正版用户与盗版用户的比例大致为 1:0.8。此外，造价业务里有很多计算的过程是不准确的，而且造价的计算过程不是孤立计算，而是网络协同计算。过去只在招投标时间节点上报一次价，所以网络协同效应没那么重要，但随着造价逐渐向全过程方向发展，加上公司存量客户大量激活，也让盗版的转化率逐步提高。以新疆为例，以前盗版非常多，2018 年公司转化了 50% 盗版用户，转化效果很好，不是靠人为去做，而是靠网络上的激活带来的价值。

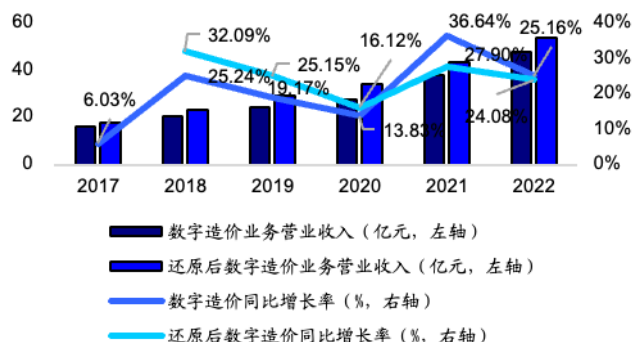
图28 公司反盗版模型



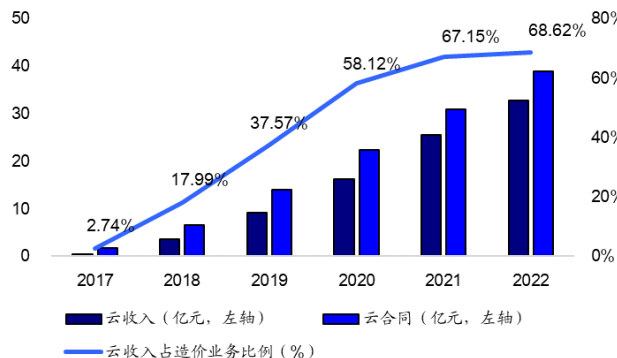
资料来源：公司官网，海通证券研究所

云转型效果显著，造价业务空间可达 70 亿。转型初期，公司数字造价业务收入只有十几亿，2017-2022 年，公司数字造价业务 CAGR 为 23.77%，2022 年数字造价业

务实现营收 47.73 亿元，同比增长 25.16%；还原后数字造价业务实现营收 54.01 亿元，同比增长 24.08%，收入规模提升至 50 亿元。具体而言，2017-2022 年，公司云收入和云合同 CAGR 分别为 135.72%和 86.05%。2022 年，公司分别实现云收入和云合同 32.75 亿元和 39.01 亿元，云收入占造价业务比例达 68.62%，除数字交易（原电子政务）等不便进行云转型的业务外，数字造价业务实现全面云转型。在其带动下，云计价、云算量、工程信息等业务持续稳定增长，云转型效果显著。

图29 2017-2022 年公司数字造价业务营收及增长率


资料来源：公司 2017-2022 年报，海通证券研究所

图30 2017-2022 年公司云收入和云合同规模及增长率


资料来源：公司 2017-2022 年报，海通证券研究所

我们认为，公司造价业务实现全面云转型，数字造价业务营收从 2017 年的 16.43 亿元增长至 47.73 亿元，体现了公司转型策略的前瞻性、有效性。中短期内，公司通过服务订阅模式激活存量客户，提供增值服务，延伸应用场景，提高客单价；又通过技术+降价转化盗版客户为正版客户，拓展增量客户，从“量”和“价”两个维度提高造价业务营收；长期来看，在造价云转型的基础上，通过造价市场化改革（造价市场化改革带来的数据类增值服务）、产品细分（针对基建等细分行业拓展品类）、客户细分（造价咨询公司、施工企业、甲方等都有很多细分需求没有被满足）三个维度，有望进一步将数字造价业务空间提升至 70 亿元左右。近几年数字造价业务的收入在 15% 的目标增速上都有超预期，公司对该业务的稳定增长很有信心。

展望未来，AI+平台服务拓展更大发展，为造价带来超百亿想象空间。 Adobe 转型阶段和造价 BG 的产品线类比为转型带来可供参考的依据。Adobe 的转型阶段可分为：第一阶段为数字工具，单机类设计产品，为客户提供使用工具；第二阶段为数字营销，通过云上积累到的数据，为客户提供营销方案、用户管理和效果分析功能，使设计师直接触达用户，以帮助品牌管理、个性化、优化和协调活动和客户旅程；第三阶段为 AI+大数据（推荐方案），提供全方位的云服务，包括营销、分析、广告和商务解决方案，实现实时客户档案，利用内容创建个性化体验，联通各个渠道，保持用户旅程单一性，人工智能放大数据决策功能，构建用户生态等。类比到造价 BG 的产品线，第一阶段为数字造价工具，如算量、计价等一系列端型工具类产品，提供原始数据；第二阶段为数字造价管理，包括企业造价数据库、新咨询效率平台、数字造价站（定额）、数字交易中心、财审造价管理平台，形成评判机制，降低清洗难度。经大量的数据沉淀后，形成专业的结果数据，结果数据又可服务于管理系统，提升 ARR；第三阶段为大数据+AI，经过第二阶段数据的累积，AI 平台可以为客户提供推荐的方案，甚至直接给出部分结果，既可以增加工具产品和管理系统的价值，又可以拓展新的商业模式。随着 AI 技术逐步成熟，重复的算量组价等工作更多交给机器为主，造价师去做造价决策和造价控制。整个网络平台成为一个更基础的配电盘，用数据驱动高效调配各类资源，为造价带来超百亿想象空间。

图31 AI+平台为造价带来超百亿想象空间



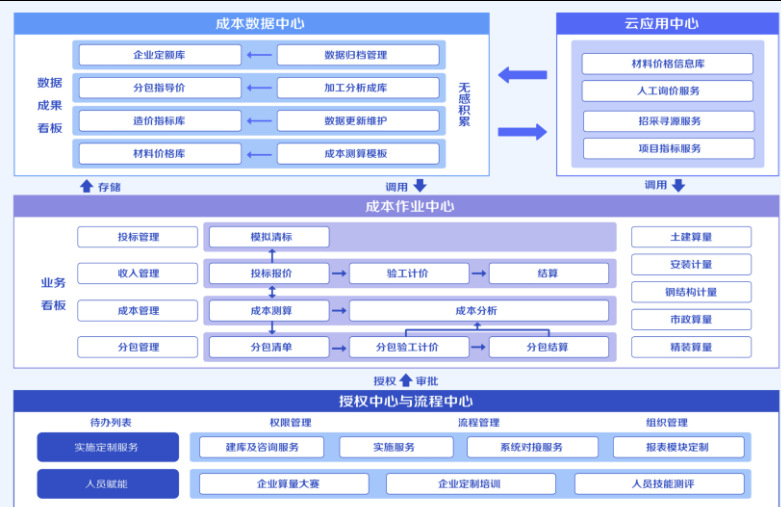
资料来源：公司官网，海通证券研究所

3.3 数字新成本业务保持高增长态势，有望打开造价成本天花板

随着建筑行业数字化转型进入深水区，客户对成本管理的精细化要求逐步提升，数字造价业务开启从造价到成本、从岗位端工具到企业级成本管理解决方案的转型。2022年3月，公司数字新成本发布。公司高级副总裁只飞认为，“整个建筑行业的数据资产正在形成，成本精细化管理迫在眉睫，企业要向数字化创新要红利，向项目成本管控要利润。”数字新成本全面解决方案主要包括三个方面：第一，作业场景数字化。实现各个作业场景从成果编制、成果采集、成果分析、成果收集再利用的闭环，实现每个场景的数字化；第二，造价能力平台化。提供一站式数字化应用服务，帮助企业打造造价数据中台，沉淀数据资产及算法，开发API接口助力企业数字化系统建设；第三，组织人力数字化。企业数字化服务模式为企业提供人才能力升级，帮助企业沉淀员工和组织的能力数据，基于能力数据，提供定制化的企业人才建设服务，支撑企业人才战略升级。

赋能施工方投标决策场景。数字新成本解决方案以企业成本数据积累与应用的闭环打通为核心，解决施工企业成本控制过程中编制提效难、管理标准化难、落地实施难、数据统计难等业务问题，赋能企业实现数据资产化、作业高效化、决策智能化，帮助企业达成精细化成本管理，助力企业突破重围谋求发展。数字新成本平台可帮助施工企业解决现场与市场联动的问题。施工企业可以将分包指导价在数字新成本平台的数据中心进行统一管理，市场部商务人员在投标测算时就可以通过平台的成本测算组件查询分包指导价，快速测算投标项目的成本价格，并可形成清单级收支对比分析，让企业在投标决策时做到心中有数。中冶建工四公司使用数字新成本后，已建立4个地区收入分解方案库，收入分解效率提升10倍；帮助识别亏损点，再通过方案调整规避亏损风险100余万；成本测算编制准确性达100%，实现成本作业模式转变。

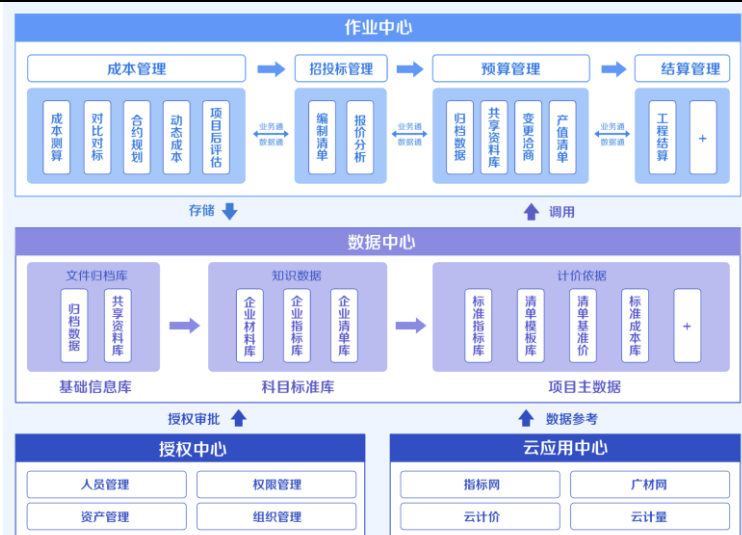
图32 数字新成本施工方方案架构



资料来源：公司官网，海通证券研究所

赋能建设方估算及审核场景。定额模式取消后，建筑行业及企业都需要建立造价数据库，这将成为项目前期估算审核、过程清单控制价审核的重要依据。公司数字新成本平台可以让企业在线统一管理前期估算、概算、控制价等各业务场景的计价依据，且支持动态更新。企业的各类计价依据可以让员工在编制和审核过程随时调用，作业成果数据按标准自动沉淀、清洗、分析，最终形成企业级造价数据库，各级成本条线在审核不同场景文件时，可以便捷的调用历史项目指标做参考和决策。陕西丽彩引入数字新平台后，成本前置，数据驱动设计优化，成本降低 375 万，实现成本最优，价值最大；通过数据实现精准设计，清晰各部分的利润情况，售价增加 2 万；进行设计变更前后的指标对比分析，1 个人半天即可完成，效率提升 8 倍。

图33 数字新成本建设方方案架构



资料来源：公司官网，海通证券研究所

我们认为，数字化成本管理是以项目建设为利润中心的建筑企业的管理重点。提升项目成本管控的关键在于前期估算精准、后期执行控制有效，这些工作仅靠人的经验和监督很难实现规模化复制，数字化成本管理已成为必然选项。其中，造价数据库的建设

成为建筑企业项目管控的核心工作之一。数字新成本平台帮助建筑企业有效沉淀造价数据、成本数据资产；通过数据赋能项目过程管控，让前期成本测算更精准；通过数据让内部基准价或指导价更贴近企业实际情况；通过数据让管理层在决策时有据可依、更安心。通过 AI+价格水平算法，让企业计价依据越来越符合自身管理水平，真正指导企业内部管理和内部决策；通过数据+AI 复核算法，实现智能化审核，真正让造价工程师做更有价值的项目管理工作，逐步优化算法、创新算法，实现建筑企业的整个数字化转型和能力升级。过去，项目造价数据库建设重结果数据，轻过程数据，忽略了一线作业人员数据生产的场景；如今，重视全要素数据的积累与打通，关注与项目一线作业场景融合成为重点。就数据量与复用效果而言，数字新成本中目前超 7 万家企业已累计存储了成本数据 3569 万多条，复用占比高达 64%；整体存储项目 6 万多个，整体复用达到 10 万多次。

数字新成本业务快速增长，有望打开造价市场双百亿空间。2023 年，数字新成本业务实现营收 5.98 亿元，同比增长 52.36%；签订云合同 5.35 亿元，实现快速增长。数字新成本已携手 9 万余家建筑行业企业，突破了超 3000 个实际建筑项目应用，落地了 400 多家实践标杆应用企业，平台发版迭代 40 余次、运行 72 万余个节点账号。2022 年，公司主要聚焦头部和先锋客户，帮助企业建立成本标准、沉淀内部成本数据。2023 年，公司聚焦客户价值实现，帮助客户提升产品应用率和使用价值，打造标杆用户，数字新成本产品交付和标杆打造取得了非常好的进展，产品应用率有效提升；续费率持续提升，已接近造价产品续费率水平，达到公司的预定目标；公司的打造完成 270 家单场景标杆、50 家收支管理价值标杆、7 家铺面标杆，标杆客户的打造也为后续产品推广打下良好基础。我们认为，在造价市场化改革和行业发展逻辑改变背景下，数字新成本业务在造价软件的基础上结合整个成本管理和商务管理形成闭环，有效提升客户精细化成本管理能力。未来，公司将前探后延，打通全过程成本管理，联通成本设计一体化、成本施工一体化，打通岗位级、项目级、企业级价值，有望打开造价市场双百亿空间，是公司造价业务的一大蓝海市场。销售手段上，公司采取先客户覆盖（即铺量），再打造应用/客户标杆，形成口碑效应，提升客户粘性，下一步进行更大规模的市场推广，有望保持高增长趋势，打开新增长空间，为公司业绩贡献增长动力。

图34 成本全过程管理



资料来源：公司官网，海通证券研究所

4. 数字施工：以系统性数字化和基建一体化为发展战略

4.1 认知升级+落地根基，GBP 贯穿项目全生命周期，走出“数据孤岛”

数字施工业务主要聚焦工程项目建造过程，通过“平台+组件”的模式，为施工企业提供涵盖项目管理到企业管理的平台化解决方案，具体包括项目端的 BIM+智慧工地系列产品，以及面向施工企业的企业级软件和项企一体化产品。2023 年，数字施工业务实现营业收入 8.62 亿元，同比下降 35.00%，主要系受建设项目开工数量下降，部分项目开工进展较慢影响，施工企业在行业竞争加剧的情况下，数字化投入更加谨慎，对公司数字施工业务的订单拓展和实施交付造成了一定影响。公司积极应对内外部环境出现的变化，不断优化数字施工业务的经营策略并持续推进解决方案价值升级。首先在经营定位上从过去的追求经营规模转向追求经营质量，从经营策略上加大对业务盈利性和现金流管理，引导施工业务策略性调整，后续能够实现高质量的规模化拓展。2023 年施工产品更加具聚焦客户的核心业务场景需求，自研软硬件的占比持续提升。劳务、物料、BI、GEPS 等产品应用率持续提升，企业标杆和大项目标杆打造 200 多个。经过上述努力，施工业务销售回款同比 2022 年实现提升。截至 2022 年末，数字施工项目级产品累计服务项目数突破 9 万个，累计服务客户超过 7000 家；2022 年新增项目数 2.1 万个，新增客户 1600 家。从市场渗透率来看，根据住建部统计的数据，21 年新开工 27 万个项目，22 年新开工 31 万个，公司真正渗透到的数字化项目只有 1 万-2 万个，市场渗透率有待提高。也可以说，数字施工业务的主要矛盾不是空间问题，但以前施工企业、施工项目部的数字化认知不够，需要打开数字化认知、提升管理水平和人才储备。

公司施工业务发展实行多线并举，在打磨产品的同时，提升施工企业数字化认知水平：第一，不断优化解决方案和产品线；第二，在给客户的交付和给客户的价值落地上面，不断优化和提升公司的管理水平和流程；第三，启动项目经理的数字化培养，改善施工企业快速推进数字化的人才制约。工作重点是把解决方案做的更简单、易用，然后在交付周期上极大简化，来解决核心问题。施工业务过去几年不断的优化产品、渠道、组织和管理以适应行业环境和客户需求的变化，产品覆盖岗位级、项目级和企业级，能够更好地为客户提供多种解决方案，项目数量和项目金额也在持续快速增长，施工业务实现初步规模化。销售策略上，公司注重提升重点客户的渗透率，针对单个客户要争取更多的项目应用公司的产品；提升大型企业的覆盖率。全国特级企业 800 家左右，一级规模以上数量企业上万家，公司目前服务的规模以上的真正做系统性数字化的客户在不到百家。

认知升级，系统性数字化是建筑业数字化转型的“根本解”。公司董事长袁正刚认为，“建筑业是‘点线面体’的业务系统，且具有‘四高’特性：高度专业、高度协同、高度独特和高度动态。这决定了建筑业业务系统管理的难度，决定了建筑业的数字化建设是复杂系统的问题，无法通过单点建设解决，必须系统性求解。因此，要破局建筑业数字化转型，必须认清建筑业业务本质、认清数字化本质，通过系统性数字化建设，以系统性手段解决系统性问题，回归业务本质，推动数字化在开发定位、规划设计、招标采购、施工建设、运营管理等方面的业务融合。建筑企业数字化转型必须坚持‘三步走’：业务数字化，首先通过核心业务数字化，做到系统性的透明可见；管理数字化，形成 PDCA 管理闭环，做到系统性的高效运转；能力数字化，持续沉淀组织经验，发掘最佳实践，加速人才培养，优化管理规则，实现系统性的持续进化。”

落地根基，GBP 贯穿项目全生命周期，走出“数据孤岛”，彰显公司核心竞争力。目前，业界解决“业务不融合、应用的割裂、软件的割裂”导致的“系统林立”“数据孤岛”的方案，要么灵活性、拓展性不足；要么业务连接不足，维护代价太大。为此，公司提出“平台+组件”模式，基于此，2023 年 6 月，公司建筑业务平台（GBP）正式发布。GBP 是一个数据驱动、专业可靠、灵活开放、国产自主的工程建设领域数字化平台底座，标志着工程建设领域数字化的平台底座、建筑行业数字化的核心能力平台正式问世，也是首个贯穿项目全生命周期的建筑产业平台。GBP 面向工程建设领域企业客户，快速响应客户个性化需求，提供技术统一、数据互通、体验一致的数字化解决方案；面向生态伙伴，全领域开放平台资源，提供全方位的支持赋能，助力生态伙伴和企

业客户商业成功。GBP 基于公司自主知识产权研发，为建筑行业提供设计、施工、运维全生命周期 PaaS 服务。平台拥有建筑领域增强的数据中台、物联网中台、BIM 中台等核心技术能力，提供建筑设计、施工项目管理等应用的开发能力，为工程建造提供了全面的数字化支撑，满足建筑领域客户和合作伙伴的核心业务场景，实现工程项目建设的人员安全、工作高效、项目智能、管理轻松，充分释放客户价值和伙伴价值，助力每一个工程项目成功。

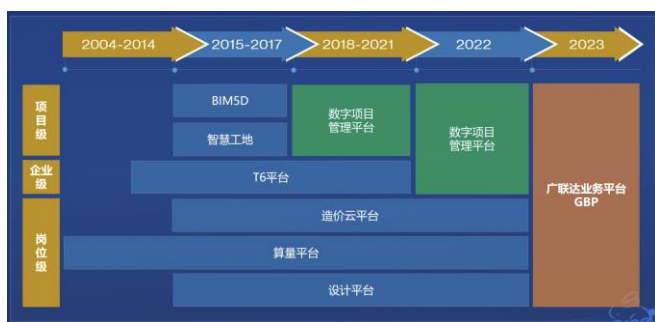
图35 建筑业务平台架构



资料来源：公司微信公众号，海通证券研究所

GBP 平台+组件+生态，能使产业数字化。平台+组件，GBP 提供组件化的业务能力，覆盖商务、生产、技术三大业务线，同时满足企业工程管控和经济管控。业务组件覆盖 16 个领域的 60+ 业务组件，实现真正的业务微服务；天然互通，可拆组，满足不同场景的组装应用需求，可提升客户产品交付效率及质量，可无缝集成公司成本类相关产品，实现业务数据一体化应用。业务组件及可变性组合，可装配不同的产品或方案，满足客户个性化需求；依托成熟业务组件沉淀企业数据资产，按需分阶段推进企业数字化转型。**平台+生态**，公司还推出两个计划：GDN（广联达开发者网络）、GEP（广联达生态加速计划），以开放共赢的原则，携手更多生态伙伴开发更丰富的应用，一起为客户提供全方位的服务，充分发挥 GBP 大加小的优势，点亮建筑业复杂的黑盒子，为客户、为行业提供开箱即用的工程建设领域专业能力，和系统性数字化的支撑能力，满足客户、生态伙伴、行业核心数字化业务场景的快速落地，打造多方受益的新盈利模式。

图36 公司业务平台发展历程



资料来源：公司微信公众号，海通证券研究所

图37 公司建筑业务平台“大一统”体系



资料来源：公司官网，海通证券研究所

我们认为，随着施工企业的数字化认知、数字化管理水平提升，叠加复杂外部环境倒逼企业引入数字化战略以实现降本增效，公司数字化施工业务客户渗透率和覆盖率有望提升。数字施工业务市场空间广阔：从产值数字化投入率的维度来看，根据《2022

年建筑业发展统计分析》，建筑业企业数量超 14 万，建筑业产值 31.19 万亿，同比增长 6.45%，国内数字化投入率为 0.25~0.5%，而国外投入率为 1%，合计市场空间达千亿规模；从企业/项目数单 ARPU 值的维度来看，公司级数字化投入（按特一级企业数量测算）数量超 1 万，ARPU 值预测超 200 万，项目级数字化投入按项目规模，ARPU 值预测 10~200 万，合计市场空间超 650 亿。随着公司渗透率和覆盖率双重提升，数字施工业务作为公司重点突破的成长任务，成长空间广阔，有望打造公司增长第二曲线。2022 年，公司打造了一批项企一体数字化标杆企业，着力推进头部客户和重点项目的深度经营取得良好效果，新增项目和客户数量快速增长。公司希望到九三战略（2023-2025）结束，数字施工业务成为收入的主力，2023 年，标杆企业口碑发酵后，数字施工业务有望提速发展。

图38 数字施工业务市场空间测算

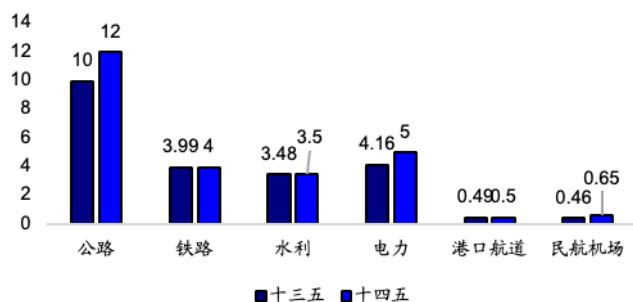


资料来源：公司官网，海通证券研究所

4.2 以公路为突破口，打造基建一体化

2021 年，中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，到 2035 年，打造“全国 123 出行交通圈”，交通基础设施数字化率达到 90%。公路是建设交通强国和综合立体交通的投资重点，也是公司设计、造价、施工产品布局最全的业务。设计方面，公司拥有 20 年的业务积累，自主 BIM 平台；造价方面，研发近 10 年，服务终端用户 1 万+；施工方面，服务 10 年+，大型客户 500+，部分产品进入规模化阶段。2023 年 4 月，公司发布数字基建一体化解决方案，它是从设计到施工的一体化解决方案，用“高水平设计”结合“精细化施工”助力行业打造“品质工程”。数字基建一体化解决方案聚焦公路项目施工阶段，打造基于 BIM 的建模、算量、施工一体化解决方案，为公路项目实现基于 BIM 的精确出量、快速提量和精细化控量，助力公路项目客户实现建模效率提升 3 倍，核量收益增加千分之五、项目成本降低百分之一的管理目标。

图39 十三五和十四五期间基建投资领域投资额（万亿元）



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图40 公司基建领域现有产品布局

业务	公路	铁路	水利	电力	港口航道	民航机场
设计	○	X	X	X	X	X
造价	○	X	○	○	X	○
施工	○	○	○	X	X	○

资料来源：公司官网，海通证券研究所

目前，方案设计、详细设计采用不同的软件，出图环节仍然需要更换产品。如果需要给业主呈现效果图，又需要导出到另一个软件中。到了成本概算，还得用另外的算量软件。这么多不同软件，协同起来是非常困难的。前面的工作不会 100%传递到下一个产品中，会形成重复的工作量。更严重的是在重复工作和不同软件的文件格式转换中，数据会丢失，会造成信息的不一致，现实项目中经常有版本不一致导致图纸上错项漏项的情况。在基建领域，公司的公路一体化产品，从方案设计、详细设计、出图加上渲染效果等都是用同一款产品。在真实项目的验证中，客户通过一体化产品能够做到效率和效果的提升，使整个项目提速非常明显，还保证了数据的真实性、完整性和一致性。除公路外，公司后续也会拓展到其他领域，包括房建领域。这种一体化的方案还可以延伸到施工，公司的施工产品不是一个单一的产品，底层有平台支撑。在平台上所有的主数据是统一的，所有产品的数据也会共享，这样数据的表达和数据的逻辑都是统一的，这也是公司能够做到一体化的根因。在这种一体化方案中，数据可以实现从设计阶段到施工阶段的完整流转，也即“一摸到底”，对行业生态建设具有重要意义。我们认为，公司数字基建一体化解决方案将一个模型贯穿于整个施工过程中，实现基于模型的 100%复用和基于工程量的精细化管控，助力公路行业数字化发展迈向全新的阶段。同时，公司一体化战略顺应 EPC 总包模式，能有效提升企业工作效率，提高项目毛利率。目前，基建方面，施工项目管理的产品比如指挥调度系统，已进入快速规模化阶段；公路算量也过了样板客户，在样板渠道开始规模化推广；新的公路计价也在做样板阶段，公路一体化的标杆还在打造过程中。未来，公司目标公路项目（体量超 1 亿）覆盖率达 50%，三大基建客户覆盖率达 80%，打造设施一体化标杆项目。公司计划到 2024 年，成为市场领先者；到 2025 年，成为市场主导者，加速拓展基建蓝海。

图41 公路业务解决方案



资料来源：公司官网，海通证券研究所

5. 新兴业务：自研图形平台多方面达国际水平，数字设计迈入成长快车道

5.1 坚持高研发投入，数维设计产品集实现突破

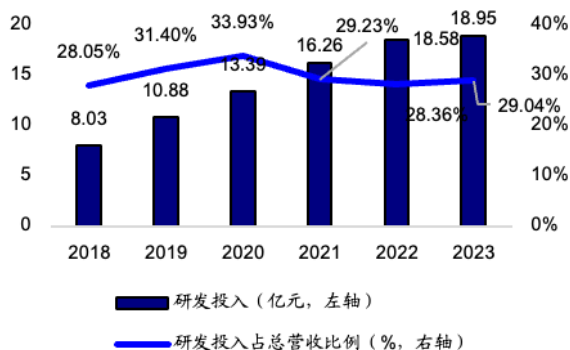
设计软件是数字建筑业务的龙头，设计业务掌控产业链竞争的制高点，将会对覆盖建筑全生命周期起到关键作用。传统建造模式中，设计、建造、运维是割裂的，设计师的很多想法无法完全贯彻在建造环节中，整个产业的效率和效益难以提升。公司做设计业务最初的想法就希望能够把设计-建造-运维的不同环节打通，按照 EPC 模式来拓展。此外，目前很多设计院都在用国外的设计软件，没有很好的本地化应用，无法支撑国内的规范要求。公司董事长袁正刚表示，设计是建筑行业最难工种的原因，是因为设计一定要为施工服务，有许多设计师不了解施工现场的具体工作，不了解施工管理，导致很多信息传递出现丢失或者不正确。另一个管理的难点是成本管理，对施工企业来说利润

率基本是 3%，如果达不到 3%，公司可能会亏损，所以成本管理关乎整个项目全生命周期。

公司以成本管理起家，发展起来之后，发力设计方面。公司认为，设计是为了后面的施工，为了成本管理能够形成一体化，所以设计不只是为了设计师出图，更为了整个项目的效益提升。基本上，设计阶段的影响决定成本的 80%，以前在设计阶段成本很难算清楚，导致绝大多数项目会超预算，甚至会远超预算，这正是公司重视设计和设计软件的原因。另外，设计对施工的影响也非常大，设计方案对于施工的难度、施工的周期都起决定性的作用。公司可以把设计跟成本管理和施工管理打通，在设计的开始阶段，就能够把成本和施工的难易程度说清楚，能够保证施工阶段按照设计规划执行，这是公司的优势之处。

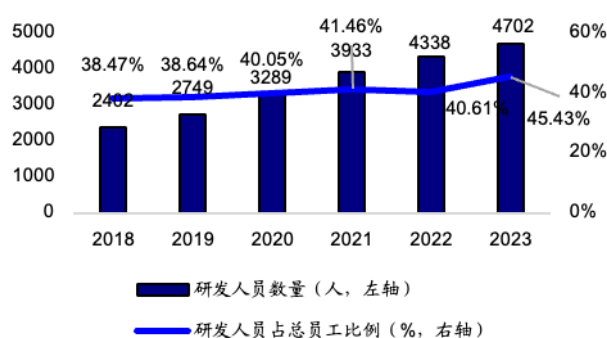
以技术作为核心驱动力，长期保持高研发投入。公司坚持自主研发及技术创新，贯彻“自主研发+生态合作+投资并购”多轮驱动的技术策略。全球设有七大研发中心，针对不同业务不同领域的关键核心技术展开深度攻关，同步推动产品创新和迭代升级，多维度强化自身的创新研发能力，掌握自主知识产权的关键核心技术，保持行业内的领先优势。最近三年，公司在研发方面的投入占总营收比重的 30% 左右，研发投入比例较高。研发人员占总员工比例达到 40%，该比例在同行业乃至整个高科技企业中也较高。公司认为，现在技术发展飞快，新技术不断涌现，公司的研发既要保持力度，也要对未来技术包括能够改变行业的技术进行钻研和探索。

图42 2018-2023 年公司研发投入及占总营收比例



资料来源：Wind，海通证券研究所

图43 2018-2023 年公司研发人员及占总员工比例



资料来源：Wind，海通证券研究所

促进核心人才与公司长期发展绑定，连续多年持续推出股权激励计划。公司共推出五轮股权激励计划：2013 年 1 月，公司首次授予 810 万股限制性股票，授予价格为 7.85 元/股；预留 52 万股限制性股票，14.22 元/股，要求 2013-2015 年净资产收益率均不低于 14%；以 2012 年为基准年，2013-2015 年净利润增长率分别不低于 15%、40%、75%以达成解锁条件；2018 年 10 月，首次授予 990 万份期权和 720 万股限制性股票，期权行权价格为 27.22 元/股，股票授予价格为 13.61 元/股；预留 210 万份期权和 100 万股限制性股票，期权行权价格为 37.58 元/股，股票授予价格为 18.79 元/股。业绩要求为以 2017 年营业收入与业务云转型相关预收款项之和为基数，2018-2020 年营业收入与业务云转型相关预收款项之和的增长率分别不低于 15%、30%、50%，从结果来看，公司云转型较为成功，股权激励有效；2020 年 11 月，授予 123.50 万份期权和 492.5 万股限制性股票，期权行权价格为 55.39 元/份，股票授予价格为 34.91 元/股。业绩要求为 2020-2022 年净利润分别不低于 3.2、6.5、9.5 亿元；2021 年 9 月，授予 571.00 万股限制性股票，授予价格为 30.48 元/股，要求 2021-2023 年净利润分别不低于 6.5、9.5、12.5 亿元；2022 年，公司推出 2022 年限制性股票激励计划，授予 775.95 万股限制性股票，25.04 元/股，要求 2022-2024 年净利润分别不低于 9.5、12.5、15.6 亿元，有利于保持核心人才的稳定性和积极性，助力公司持续发展。

图44 公司历年股权激励计划梳理

首次实施公告日	激励方式	激励规模	业绩要求	摊销成本
2013年1月	股票	首次授予810万股，7.85元/股； 预留52万股，14.22元/股	2013-2015年净资产收益率均不低于14%；以2012年为基准年，2013-2015年净利润增长率分别不低于15%、40%、75%；锁定期内各年度归母净利润及扣非归母净利润均不低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负	首次成本7249.50万元，2013-2016年分别摊销3876.47、2235.26、1057.22、80.55万元； 预留成本742.56万元，2013-2016年分别摊销72.19、396.03、191.83、82.51万元
2018年10月	期权、股票	期权：首次授予990万份， 27.22元/股；预留210万份， 37.58元/股 股票：首次授予720万股， 13.61元/股；预留100万股， 18.79元/股	以2017年营业收入与业务云转型相关预收款项之和为基数，2018-2020年营业收入与业务云转型相关预收款项之和的增长率分别不低于15%、30%、50%	首次成本9456.37万元，2018-2021年分别摊销979.13、5309.45、2252.06、915.73万元； 预留成本3667.54万元，2019-2021年分别摊销890.42、2112.94、664.18万元
2020年11月	期权、股票	期权：授予123.50万份， 55.39元/份； 股票：授予492.5万股， 34.91元/股	2020-2022年净利润分别不低于3.2、6.5、9.5亿元	成本（股票按419万股测算）14624.04万元，2020-2023年分别摊销783.00、8922.40、3529.81、1388.83万元； 暂缓授予股票（77.8万股）成本2947.84万元，2020-2023年分别摊销159.67、1817.84、700.11、270.22万元
2021年9月	股票	授予571.00万股，30.48元/股	2021-2023年净利润分别不低于6.5、9.5、12.5亿元	成本17727.92万元，2021-2024年分别摊销3238.58、9030.18、3684.61、1274.55万元
2022年9月	股票	授予775.95万股，25.04元/股	2022-2024年净利润分别不低于9.5、12.5、15.6亿元	成本17497.67万元，2022-2025年分别摊销3791.16、9040.46、3499.53、1166.51万元

资料来源：2013 年《限制性股票激励计划》、2013 年《关于向激励对象授予限制性股票的公告》、2013 年《关于向激励对象授予预留限制性股票的公告》、2018 年《关于向激励对象首次授予股票期权与限制性股票的公告》、2018 年《关于向激励对象授予预留股票期权与限制性股票的公告》、《关于取消 2020 年股票期权与限制性股票激励计划预留权益授予的公告》、《关于向 2020 年股票期权与限制性股票激励计划暂缓授予的激励对象授予限制性股票的公告》、《关于向 2021 年限制性股票激励计划激励对象授予限制性股票的公告》、《关于向 2021 年限制性股票激励计划暂缓授予的激励对象授予限制性股票的公告》、《关于向 2022 年限制性股票激励计划激励对象授予限制性股票的公告》，海通证券研究所

建筑数字化行业最难的是设计软件，公司 2013 年开始把研发目标瞄准设计软件，组织单独的设计队伍，收购一些相关的技术和团队，最终在 2022 年发布了自己的设计软件。公司自研的数维设计系列产品，基于公司自主知识产权的 BIM 三维图形平台，以数字化驱动数据融合，打造一体化智能设计，能够为中国设计师提供更符合本地化需求的产品。具体来看，数字设计出发点以数据为中心，支撑设计业务和设计意图实现。公司数维设计采取云+端的模式，所有设计师都基于一个数据源进行协同设计，其他方，包括建设方/施工方/咨询机构，也在同一个数据源上进行交付和协作。此外，数据会贯穿到项目的全生命周期，在全生命周期流动，从规划、方案、施工图、施工深化、竣工交付、到运维，避免信息跨阶段流失，奠定了设计建造运维一体化的基础。第二，数维设计会内置很多设计领域的专业规范，把这些规范要求结构化，甚至将设计师的设计经验以算法的方式沉淀下来，不断训练软件，让整个设计的流程更加合规、健全和智能。第三，打造开放的内容、应用和社区生态。数字设计平台不但能够支撑数维设计产品的迭代研发，未来还会将平台开放给第三方，让他们在此基础上作为独立开发者开发自己的应用工具，形成数维设计的应用生态。

图45 公司数维结构设计产品架构图



资料来源：公司微信公众号，海通证券研究所

基于自主图形技术的设计平台在稳定性、性能和图形建模能力方面达到国际主流水准，支撑数维设计产品成功发布。公司的图形平台作为建模设计、图形计算、实时渲染的基础底座，全面支撑建筑产业数字化、智能化相关终端软、硬件产品的研发，整体技术达到国内领先、国际先进水平。研发可控、安全、具有自主知识产权的图形技术平台，覆盖 BREP 几何造型、数字几何算法、图形实时显示、真实感渲染、数据可视化、三维重建等关键技术领域并取得了重要技术创新成果，其中布尔运算稳定性、渲染引擎云加端扩展及其大规模 BIM 场景的渲染效率，达到国际同类技术先进水平，借助于成熟的组件技术，可实现产品的快速开发和不断升级，能够完全支持基于三维图形平台的应用开发。

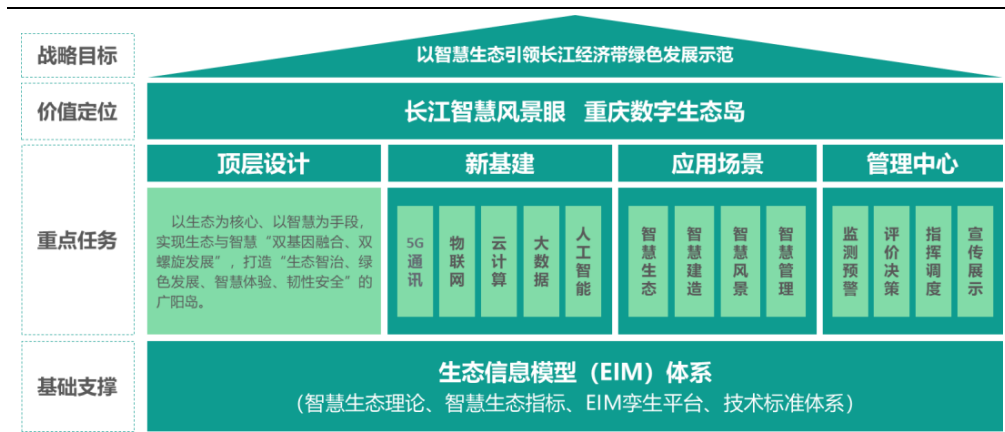
2022 年，数维房建设计在“数据驱动一体化设计”理念牵引下，实现了普通住宅与简单公建的全专业协同设计与出图，并通过 BIM 数据互通，实现了 BIM 设计算量一体化以及在高精准度下的效率翻倍，助力客户有效提升设计经济合理性。2022 年 7 月发版后，截至 2022 年底共有 9 家设计院在 14 个项目中使用数维房建设计产品集完成施工图设计交付，其中 3 家设计院初步实现规模化推广。数维道路设计成功推出道路方案设计产品，打通二维制图、景观设计、道路设计、三维建模、漫游展示等多使用场景，实现了“道路+桥梁+隧道+交通设施+景观+附属设施”100%覆盖、一款软件完成综合方案设计的目标。2022 年 7 月发版以来，数维道路设计产品已在 43 家设计院、26 个项目上完成了价值验证，在复杂生产性项目中成功应用，帮助客户提高竞标成功率。截至 2022 年底，所覆盖项目涵盖道路总里程 100 多公里、桥梁 70 多座、隧道 11 条、互通立交 10 个。

未来 2-3 年，公司设计业务将进入推广期，以用户数量、市场占有率为第一目标。根据公司测算，房建设计约有 40 万人*8000 元/人/年，计 32 亿空间；市政设计约有 8.8 万人*10000 元/人/年，计 8.8 亿空间；公路设计约有 4 万人*10000 元/人/年，计 4 亿空间。在房建、市政、公路领域，数维设计市场空间合计达 45 亿元，具有发展潜力。收入角度上，此前收购的鸿业科技、芬兰的 MagiCAD 都是非常成熟的机电设计软件，也能够贡献稳定的收入。我们认为，在未来业务模式发生变化后，设计的收入将不单纯来自于设计，公司有望凭借设计施工一体化、设计造价一体化、甲方乙方一体化、项目企业一体化切入市场，加快设计业务商业化进程，为公司业绩带来新增长极。

5.2 创新业务打磨标杆项目，海外市场有望逐步打开

创新业务中，数字建设方、数字城市、数字供采、数字高校、数字金融等竞相发展，丰富产品矩阵。数字建设方业务聚焦项目建设阶段，研发了建设方设计管理系统、建设方工程管理系统和建设方成本数据系统，围绕“企项一体、甲乙联动”的核心业务理念，基于“铁三角”的大客户经营体系，实现了业务规模的快速增长，2022 年服务近百家建设方、超过 1000 个工程项目；数字城市业务持续围绕规建管和智慧生态业务，打造成成都新津的策规建管运项目标杆，做实广阳岛项目的生态价值，初步提炼生态产品。平台建设端，稳步推进伟景行 Citymaker 引擎与图形平台的整合，CIM 平台初步成型，具备项目规模化应用能力；数字高校业务的数字教学平台上线并成功覆盖千余所目标院校，基于现有院校学生资源为中建四局、中建五局、中铁路桥等 10 余家特一级施工企业提供人才供应服务；数字供采业务供应链平台双边撮合模式基本成型，业务规模和服务标准双向提升。平台升级得到客户的认可，需求侧采方运营实现规模增长，供方产品向解决方案升级，在原有的供给侧智慧营销服务基础上延伸到营销增长、绿色建材，帮助客户从效率价值升级到开源价值；数字金融业务坚定夯实数字征信业务基础，优化数字化风控产品，面向大型企业核心场景，搭建数字资产管理体系，2022 年为 2 家省建工企业打造供应链金融服务平台，覆盖物料验收、智慧工地等多场景数据接入，助力客户供应链体系各参与方实现高效融资、降低综合成本。

图46 广阳岛项目总体架构



资料来源：公司微信公众号，海通证券研究所

海外业务积极应对国际地缘政治和经济下行等多重严峻挑战，保持稳定的发展。2023 年实现营业收入 1.94 亿元，同比增长 26.43%，主要源于子公司 MagiCAD Group Oy（芬兰）收购的能耗模拟软件公司 EQUA Simulation AB（瑞典）在报告期纳入合并范围，以及其他业务实现稳健发展。数字成本国际化方面，加大对主要区域的头部客户深度运营及细分市场的开拓，订单保持稳定，经营利润率持续提升；主要区域土建与安装算量产品、BQ 计价产品应用率保持稳定。数字施工国际化方面，Gsite2.0 产品升级，响应客户核心需求，结合公司业务平台能力，不断提升产品竞争力，并通过系列市场活动，提升品牌认知，为业务发展营造良好市场基础。数字设计国际化方面，MagiCAD2024 正式发布，支持变风量空调系统高效计算，提升 MEP 设计效率。

我们认为，公司面向建筑业不同细分市场，提供多维度服务，丰富公司数字产品矩阵。其中，数字建设方业务面对外部环境变化和地产行业承压的双重挑战，深挖客户精细化管理需求，实现业务规模的快速突破。海外业务方面，海外对造价有刚需，相关从业人员规模庞大，考虑到海外的应用过程与国内不同，随着公司设计成本一体化、设计算量一体化完成逐步完成，有望在海外打开空间。

6. 盈利预测与投资建议

我们认为公司已完成云转型，开始进入云转型兑现阶段，利润加速释放，公司从专业应用到纵向一体化、全价值链业务的拓展：数字造价业务走向智能化，数字施工业务从“项目级应用”拓展至“企业级多项目应用”，数字设计业务打造自主图形平台的建筑设计产品，同时在城市、供采、高校、金融等新业务领域竞相突破。目前，公司估值处于历史较低水平，截至 2024 年 4 月 15 日，公司 PS（TTM）仅为 2.60 倍。

我们假设：

1) 数字成本业务（原数字造价业务）方面，该业务作为公司主要业务，主要分为造价岗位工具和数字新成本业务两大板块，其中造价岗位工具作为客户的刚需产品，体现出了非常强的经营韧性，营业收入保持稳定增长，产品的应用率和续费率均保持稳定。数字新成本是公司造价业务的重要延伸，使公司的造价业务从岗位工具延伸至成本管理。数字新成本服务于客户内部成本的精细化管理，帮助客户积累成本数据，准确测算成本，同时又契合了工程造价市场化改革的需要，未来的需求会越来越强。数字新成本作为这两年的新产品，前期放量增长比较快，但客户的交付、培训和应用需要一定时间，2023 年公司数字新成本业务重点是做好客户交付，帮助客户提升产品应用率和使用价值，打造标杆应用，因此公司对销售节奏做了一定的调整。目前数字新成本的交付和标杆打造取得了非常好的进展，产品的应用率和续费率持续提升，打造的一系列标杆客户也为 2024 年的产品推广打下了非常好的基础。我们认为，公司数字成本业务的长期增量空间没有问题，在 2023 年增长基数较低的情况下，2024 年该业务有望迎来增速的进一步提升并在 2025 年逐渐恢复稳定增长，我们预计 2024-2026 年公司数字成本业务同比增速分别为 10%、9%和 8%。

2) 数字施工业务方面，2023 年施工企业的经营压力普遍较大，在项目数字化投入上更为谨慎；公司的销售资源集中在大客户和大项目的综合解决方案上，但 2023 年行业大项目数量下降较多，再加上综合解决方案的销售周期较长，施工产品销售在短期遇到一定挑战。2023 年，针对外部环境的变化，公司也对施工业务进行了调整，从过去的追求规模扩张转向追求经营质量，产品更加聚焦客户的核心业务场景，公司主动砍掉外购集成的第三方硬件，加大了对现金流和成本费用的管控力度，在客户经营承压的情况下施工业务的销售回款同比实现两位数增长。施工业务也在主动调整客户和项目结构，客户主要是以央国企为主，并加大向市政工程、城市更新、保障房以及公路、铁路等基建领域的拓展。我们认为，公司数字施工业务伴随公司多种举措的改善，有望在未来恢复稳定增长，考虑到 2023 年公司该业务大幅下降带来的低基数，我们预计 2024-2026 年公司数字施工业务同比增速分别为 15%、12%和 10%。

3) 数字设计业务方面，设计业务分为新老产品两块，老产品是子公司鸿业科技的设计产品，是当前收入的主要来源，新产品是 2022 年下半年发布的数维设计产品。2023 年数维设计累计推广覆盖了 2 万名设计师，重点工作是在一定范围的客户中进一步打磨产品功能和价值，打造企业和项目应用标杆，持续推进设计、算量一体化研发工作，为产品进一步规模化推广打基础。我们认为，公司数维设计产品目前已经拥有了一定的客户积累，规模化推广基础也逐渐建立，未来有望成为公司数字设计业务的重要增量，我们预计公司数字设计业务 2024-2026 年同比增速分别为 10%、10%和 10%。

4) 海外业务业务方面，2023 年公司子公司 MagiCAD Group Oy(芬兰)收购的能耗模拟软件公司 EQUA Simulation AB(瑞典)纳入合并范围，其他业务也实现稳健发展。数字成本国际化方面，加大对主要区域的头部客户深度运营及细分市场的开拓，订单保持稳定，经营利润率持续提升；主要区域土建与安装算量产品、BQ 计价产品应用率保持稳定。数字施工国际化方面，Gsite2.0 产品升级，响应客户核心需求，结合公司业务平台能力，不断提升产品竞争力，并通过系列市场活动，提升品牌认知，为业务发展营造良好市场基础。数字设计国际化方面，MagiCAD2024 正式发布，支持变风量空调系统高效计算，提升 MEP 设计效率。我们认为未来公司海外业务有望实现稳定增长，预计公司海外业务 2024-2026 年同比增速分别为 25%、20%和 18%。

总体来看，我们预计，公司数字成本业务开始逐步兑现利润，2024-2026 公司净利润分别为 6.11/9.06/12.13 亿元。采用分部估值法来对数字成本业务和传统施工业务进行单独估值再汇总。我们预计广联达 2024 年数字成本业务收入为 56.87 亿元，对比海外云计算公司，我们给予公司数字成本业务 2024 年 3.5-4.0 倍 PS 估值，那么对应合理市值为 199.05-227.48 亿元。施工业务营收预计 2024 年达到 9.91 亿元，施工业务我们假设稳定后净利润率能达 15%，那么如果按 15%净利润率算，2024 年潜在贡献 1.49 亿元利润空间（假设稳定之后的净利润率）。对比计算机行业纯软件产品公司，我们根据施工业务未来空间及增速给予施工业务 2024 年 25-30 倍 PE 估值，对应合理市值 37.17-44.61 亿元，那么汇总后的总合理市值区间 236.22-272.09 亿元，根据公司最新 16.65 亿股本计算，对应 6 个月合理价值区间为 14.19-16.34 元，维持“优于大市”评级。

表 1 可比公司 PE 估值表

证券简称	证券代码	股价（元）	市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
金山办公	688111.SH	295.21	1363.33	2.86	3.66	4.86	103.2	80.7	60.8
用友网络	600588.SH	11.09	379.11	-0.29	0.10	0.22	-	105.8	49.9
平均				1.29	1.88	2.54	103.2	93.2	55.3

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：数据采用 Wind 一致预期；股价为 2024 年 4 月 15 日收盘价。

表 2 美股可比公司估值表

公司	代码	公司简介	转型时间	PS(倍)2023	PS(倍)2024
奥多比(ADOBE)	ADBE.O	世界领先数字媒体和在线营销方案的供应商	2013	10.94	9.87
欧特克(AUTODESK)	ADSK.O	三维设计、工程及娱乐软件的领导者	2012	9.22	8.36
SERVICENOW	NOW.N	领先的云服务供应商，为自动化的企业信息提供技术服务	2004	17.60	-
SHOPIFY	SHOP.N	提供针对中小型企业云端商务平台产品的公司	2004	12.76	10.68
平均值				12.63	9.64

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：数据采用 Wind 一致预期；股价为 2024 年 4 月 15 日收盘价。

表 3 公司主营业务分拆（百万元）

		2023	2024E	2025E	2026E
数字成本 (原数字造价)	营收	5170.01	5687.01	6198.84	6694.75
	同比 (%)	8.33	10.00	9.00	8.00
	毛利率 (%)	92.51	92.50	92.50	92.50
数字施工	营收	861.97	991.27	1110.22	1221.24
	同比 (%)	-35.00	15.00	12.00	10.00
	毛利率 (%)	31.47	35.00	38.00	40.00
数字设计	营收	87.27	96.00	105.60	116.16
	同比 (%)	-27.53	10.00	10.00	10.00
	毛利率 (%)	98.13	98.00	98.00	98.00
海外业务	营收	193.62	242.03	290.43	342.71
	同比 (%)	26.43	25.00	20.00	18.00
	毛利率 (%)	88.00	88.00	88.00	88.00
总营收	营收	6563.36	7270.34	8009.93	8740.67
	同比 (%)	-0.42	10.78	10.18	9.13
	毛利率 (%)	82.52	82.57	82.67	82.65

资料来源：Wind，海通证券研究所

7. 风险提示

公司战略业务切换推进不及预期，行业需求及推进不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标（元）					营业总收入	6563	7310	8050	8781
每股收益	0.07	0.37	0.54	0.73	营业成本	1141	1267	1388	1516
每股净资产	3.53	3.89	4.43	5.16	毛利率%	82.5%	82.6%	82.7%	82.7%
每股经营现金流	0.38	0.88	0.94	1.13	营业税金及附加	50	56	61	67
每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估（倍）					营业费用	2008	1934	2083	2229
P/E	146.31	27.75	18.71	13.97	营业费用率%	30.8%	26.6%	26.0%	25.5%
P/B	2.88	2.62	2.30	1.97	管理费用	1264	1440	1538	1643
P/S	2.58	2.32	2.11	1.93	管理费用率%	19.4%	19.8%	19.2%	18.8%
EV/EBITDA	32.85	12.74	9.08	6.45	EBIT	289	654	954	1254
股息率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-25	-55	-70	-88
盈利能力指标（%）					财务费用率%	-0.4%	-0.8%	-0.9%	-1.0%
毛利率	82.5%	82.6%	82.7%	82.7%	资产减值损失	-111	0	0	0
净利润率	1.8%	8.4%	11.3%	13.9%	投资收益	-35	-2	-2	0
净资产收益率	2.0%	9.4%	12.3%	14.1%	营业利润	170	726	1042	1360
资产回报率	1.1%	5.1%	6.8%	8.1%	营业外收支	-19	-17	-18	-18
投资回报率	3.5%	8.3%	11.0%	12.8%	利润总额	150	709	1024	1342
盈利增长（%）					EBITDA	759	969	1226	1482
营业收入增长率	-0.4%	11.4%	10.1%	9.1%	所得税	31	71	82	80
EBIT 增长率	-73.2%	126.1%	45.9%	31.4%	有效所得税率%	20.7%	10.0%	8.0%	6.0%
净利润增长率	-88.0%	427.3%	48.3%	33.9%	少数股东损益	3	27	36	48
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	116	611	906	1213
资产负债率	40.3%	41.5%	40.5%	38.8%					
流动比率	1.16	1.24	1.39	1.56	资产负债表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	1.11	1.18	1.33	1.51	货币资金	3697	4671	5869	7440
现金比率	0.89	0.97	1.11	1.30	应收账款及应收票据	849	975	1098	1180
经营效率指标					存货	49	76	80	85
应收账款周转天数	51.92	44.67	46.02	46.39	其它流动资产	231	273	270	270
存货周转天数	21.38	17.81	20.23	19.51	流动资产合计	4826	5996	7317	8974
总资产周转率	0.59	0.64	0.63	0.62	长期股权投资	271	281	291	301
固定资产周转率	4.62	5.14	5.58	6.03	固定资产	1401	1426	1445	1452
					在建工程	125	143	162	187
					无形资产	1219	1319	1369	1419
					非流动资产合计	5850	5960	6013	6059
现金流量表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E	资产总计	10676	11955	13330	15033
净利润	116	611	906	1213	短期借款	3	1	0	0
少数股东损益	3	27	36	48	应付票据及应付账款	441	513	572	615
非现金支出	616	316	272	228	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	48	19	20	18	其它流动负债	3705	4321	4710	5121
营运资金变动	-146	492	325	367	流动负债合计	4149	4836	5283	5735
经营活动现金流	637	1465	1559	1874	长期借款	0	0	0	0
资产	-609	-507	-408	-358	其它长期负债	149	129	114	104
投资	-86	70	70	70	非流动负债合计	149	129	114	104
其他	26	-7	-7	-5	负债总计	4297	4964	5396	5839
投资活动现金流	-669	-444	-345	-293	实收资本	1665	1665	1665	1665
债权募资	0	-22	-16	-10	归属于母公司所有者权益	5883	6468	7374	8587
股权募资	250	-33	0	0	少数股东权益	496	523	559	608
其他	-870	0	0	0	负债和所有者权益合计	10676	11955	13330	15033
融资活动现金流	-620	-55	-16	-10					
现金净流量	-644	974	1198	1571					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 15 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2023），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杨林 计算机行业
杨蒙 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 易华录,润和软件,创业慧康,航天宏图,永信至诚,用友网络,银江技术,云赛智联,商汤-W,思维列控,中控技术,能科科技,税友股份,星环科技-U,国能日新,荣旗科技,拓尔思,鼎捷软件,中科曙光,金山办公,中望软件,智洋创新,超图软件,海康威视,新国都,博彦科技,金蝶国际,久远银海,华大九天,寒武纪-U

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。