

广联达(002410)

报告日期: 2022 年 4 月 1 日

# 数字建筑领军，战略驱动成长

## ——数字经济 SaaS 专题：广联达深度报告

✍ 分析师: 程兵 S1230522020002  
✍ 分析师: 田杰华 S1230520110001  
✉ chenbing@stocke.com.cn

### 报告导读

公司是数字建筑行业领军企业，战略清晰、执行力强，随着建筑业数字化转型需求持续提升，公司数字造价、数字建筑、数字设计三大主线业务有望持续迎来高速增长。

### 投资要点

#### □ 数字建筑领军企业：“清晰战略+高效执行”驱动高成长

公司是我国数字建筑领军企业，通过“清晰战略+高效执行”，完成八个“三年计划”，形成“三条主线（数字造价、数字施工、数字设计）+数个创新单元”业务版图，持续打开业务成长空间。未来，公司有望通过“战略规划+数字广联达+DSTE”三大核心内生驱动，乘数字经济高速发展之风，在“九三”期间持续实现高质量增长。

#### □ 数字造价：云业务完成全国覆盖，转型红利将持续显现

数字造价是公司成熟业务，竞争优势明显，预计在国内市占率 60%+。目前，公司造价云转型持续深化，SaaS 订阅模式实现全国 29 个区域覆盖，云收入占比提升至 67%，2020 年及之前转型区域的转化率、续费率指标平均 85%+。通过云转型，公司将在商业模式、迭代升级、盗版转化等多角度得到改善，助力数字造价业务在“提价+增量”双路径上走的更快、更远。我们测算，公司数字造价业务潜在市场空间 70 亿元+，距离目前空间至少一倍。

#### □ 数字施工：产品价值提升+平台建设成熟，开启高成长

数字施工是公司重点突破的成长业务，聚焦工程项目建造，主要包括项目端的 BIM+智慧工地系列产品，以及面向施工企业层级的项企一体化产品。目前，公司数字施工产品价值持续落实，数字项目集成管理平台迭代升级。未来，受政策+需求+技术多重驱动，建筑业数字化转型有望加速，建筑信息化投入将持续增长。根据公司披露 2020 年投资者交流文件，假设每年 140 万在施项目，对应行业规模超 1400 亿。截至 2021 年底，公司数字施工累计服务 5.5 万项目，未来成长空间广阔。

#### □ 数字设计：完成与鸿业科技整合，协同价值持续显现

数字设计是公司着力发展的新兴业务，其 BIMSpace、Civil 市政系列产品市场中地位领先，2021 年实现营收 1.31 亿元，同比增长 250.12%，数维建筑设计产品公测版装机量超过 1700 个。目前，公司已完成与子公司鸿业科技的整合，双方团队共享渠道和市场营销体系，未来协同价值将进一步显现。

#### □ 盈利预测及估值

公司是国内数字建筑领军企业，三大主营业务取得显著突破，市场竞争力不断提升，成长空间持续被打开。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.53、12.53、16.31 亿元，对应 PE 分别为 62、47、36 倍，维持“买入”评级。

### 评级

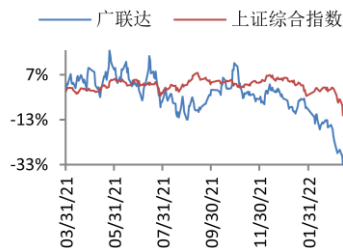
### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥ 49.64

### 单季度业绩

### 元/股

4Q/2021	0.17
3Q/2021	0.18
2Q/2021	0.19
1Q/2021	0.07



### 公司简介

公司定位为数字建筑平台服务商，立足建筑产业，围绕工程项目的全生命周期，为客户提供建设工程领域专业的软硬件产品和解决方案，以及产业大数据、产业新金融等增值服务。

### 相关报告

- 1《广联达点评：营收增速超预期，战略推进趋势向好》2022.03.29
- 2《造价云转型增长稳健，施工保交付成效显著——广联达三季报点评》2021.10.26
- 3《三季报利润增长超预期，造价业务云转型深化——广联达三季报业绩预告点评》2021.10.14

报告撰写人：程兵/田杰华

联系人：刘熹

**□ 风险提示**

建筑行业数字化转型不及预期，技术创新不及预期，市场竞争加剧等风险

**财务摘要**

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	5619	7355	9576	12274
(+/-)	40.32%	30.88%	30.19%	28.18%
归母净利润	718	953	1253	1631
(+/-)	85.11%	32.75%	31.47%	30.14%
每股收益 (元)	0.60	0.80	1.05	1.37
P/E	82.21	61.93	47.10	36.19

## 正文目录

<b>1. 数字建筑领军：清晰战略+高效执行</b>	<b>5</b>
1.1. 数字建筑平台领军，主营业务稳健增长	5
1.2. 八个“三年计划”，完美诠释“战略+执行”	8
<b>2. 数字造价：全面云转型，开启新成长</b>	<b>13</b>
2.1. 造价云完成全面推广，云收入持续高增	13
2.2. “提价+增量”双路径，云化将助力新成长	14
<b>3. 数字施工：产品价值增，市场空间广</b>	<b>17</b>
3.1. 聚焦工程项目建造过程，“平台+组件”模式	17
3.2. 数字建筑持续高景气，施工业务空间广阔	20
<b>4. 数字设计：重点新业务，成长新引擎</b>	<b>22</b>
4.1. 数字设计是重点新业务，营收规模快速扩大	22
4.2. 完成鸿业科技整合，协同效应将持续显现	23
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>26</b>
5.1. 盈利预测	26
5.2. 估值分析与投资评级	28
<b>6. 风险提示</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图 1：2008-2011H1 公司业绩保持高速增长	5
图 2：公司股权结构（截止到 2021/12/31）	5
图 3：公司主营业务框架图	6
图 4：2016-2021 年公司营业收入及同比增速	6
图 5：2016-2021 年公司归母净利润及同比增速	6
图 6：2016-2021 年公司毛利率和净利率变化情况	7
图 7：2018-2021 年公司三项费用率变化情况	7
图 8：2016-2021 年公司各项主营业务收入（单位：亿元）	7
图 9：2017-2021 年公司各项主营业务收入增速（单位：%）	7
图 10：公司各项主营业务收入占比（单位：%）	8
图 11：公司各项主营业务毛利率情况（单位：%）	8
图 12：公司核心内生驱动	8
图 13：未来向产品服务化方向转型和升级	9
图 14：广联达的两次创业	10
图 15：广联达二次创业的实践	10
图 16：数字广联达：打造高效执行体系，形成有效战略闭环	11
图 17：数字广联达实现路径（从 0-1，1-10,10-N）	11
图 18：广联达数字化营销体系	11

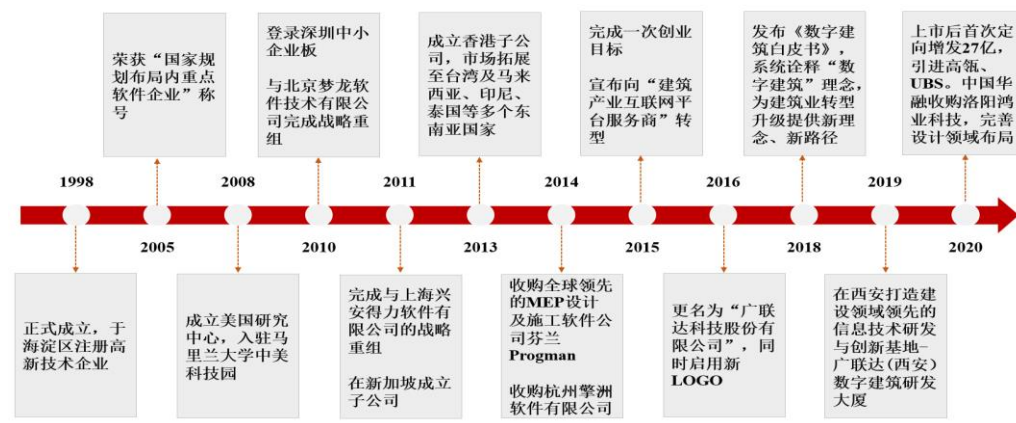
图 19: 公司造价业务云转型区域分布 .....	13
图 20: 2021 年公司各年份转云区域的转化率和续费率 .....	13
图 21: 公司造价业务还原前后收入情况 .....	14
图 22: 公司造价云收入、增速、占造价业务收入比 .....	14
图 23: 公司八三目标造价业务成长路径 .....	14
图 24: 云化订阅的商业模式开启新的增长空间 .....	15
图 25: 2019 年公司客户规模统计数据 (单位: 家) .....	16
图 26: 2016-2020 年中国造价咨询从业人员数量 (单位: 万人) .....	16
图 27: 公司数字施工业务架构 .....	17
图 28: 公司数字施工业务收入及同比增速 .....	18
图 29: 公司数字施工业务上半年和下半年收入占比情况 .....	18
图 30: 公司施工业务项目数情况 .....	18
图 31: 公司施工业务客户数情况 .....	18
图 32: 公司 BIM5D-助力项目精细化管理 .....	19
图 33: 公司企业级管理应用 .....	19
图 34: 公司数字施工业务发展路径 .....	19
图 35: 2010-2020 年中国建筑业产值及增速 .....	20
图 36: 公司数字建筑平台驱动建筑产业转型升级 .....	20
图 37: 2012-2018 年我国建筑信息化投入规模 .....	21
图 38: 2012-2018 年我国建筑信息化投入占总产值比重 .....	21
图 39: 公司数字施工业务目标的实现策略 .....	21
图 40: 公司数字施工业务的市场空间 .....	21
图 41: 公司数字设计产品线 .....	22
图 42: 数字设计——算法驱动设计自动化、优化 .....	23
图 43: 数字设计——数据驱动协同打通全流程 .....	23
图 44: 公司与鸿业科技整合 .....	24
图 45: 工程设计业务当下的痛点和诉求 .....	24
图 46: 市场对新型数字化设计的需求强 .....	24
图 47: 2010-2019 年工程勘察设计行业企业数量 (单位: 个) .....	25
图 48: 2010-2019 年工程勘察设计行业科技活动支出 .....	25
表 1: 公司最近三期“三年计划” .....	9
表 2: 公司二次创业的三大主要任务 .....	10
表 3: 2021 年限制性股票激励计划股票分配情况 .....	12
表 4: 2021 年限制性股票激励计划业绩考核目标 .....	12
表 5: 公司数字造价产品线 .....	13
表 6: 公司造价云产品规模敏感性分析 .....	16
表 7: 公司数字设计三大解决方案 .....	22
表 8: 公司业务收入预测拆分 (单位: 亿元) .....	27
表 9: 公司业务毛利率预测 (单位: %) .....	27
表 10: 公司费用率预测 (单位: %) .....	28
表 11: 可比公司估值 .....	28
表附录: 三大报表预测值 .....	30

## 1. 数字建筑领军：清晰战略+高效执行

### 1.1. 数字建筑平台领军，主营业务稳健增长

公司定位为数字建筑平台服务商，立足建筑产业，围绕工程项目的全生命周期，为客户提供建设工程领域专业的软硬件产品和解决方案，以及产业大数据、产业新金融等增值服务。成立至今，公司一直坚持自主研发、自建渠道，并通过覆盖全国的营销网络、一体化的运作支持迅速感知用户需求，迭代产品，构建出一套敏捷高效的研营销服体系。

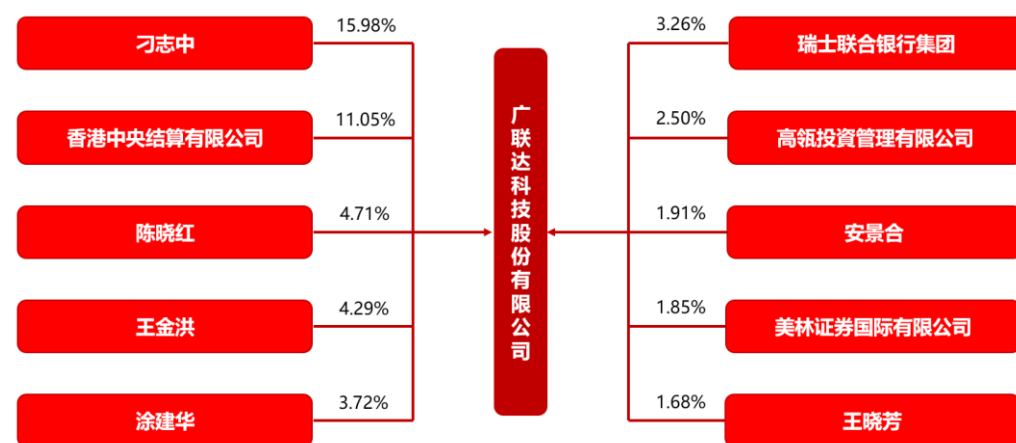
图 1：2008-2011H1 公司业绩保持高速增长



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

广联达股权结构较为离散，第一大股东股权占比较小。公司第一大股东为董事长刁志忠先生，拥有广联达 16% 股份，持有表决权未超过三分之一。香港中央结算有限公司持有公司 11.56% 股份，为广联达第二大股东。公司股东较多，且除了前两大股东外，持有股份数较为平均。前十大股东持股比例约为 51%。

图 2：公司股权结构（截止到 2021/12/31）

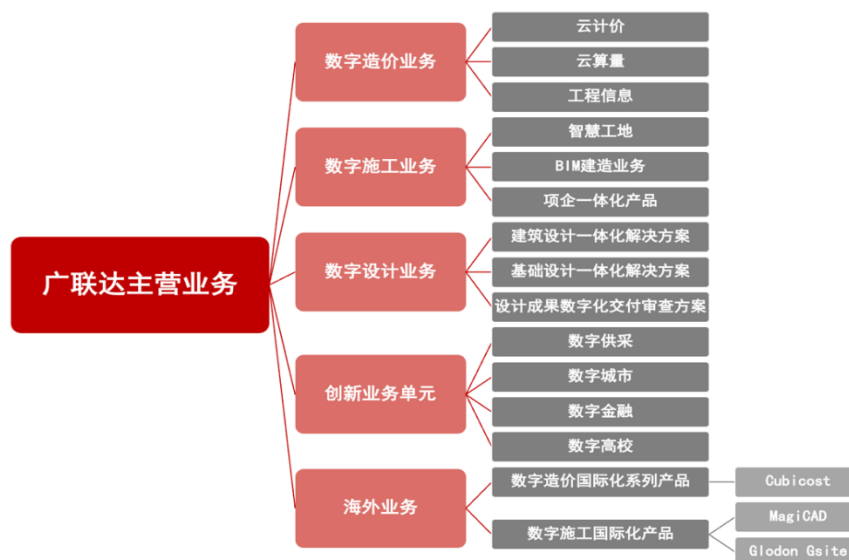


资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司业务覆盖设计、造价、施工、运维、供采、园区，以及金融、高校、投资并购等领域，涵盖工具软件类、解决方案类、大数据服务、移动 APP、云计算服务、智能硬件设备、产业金融服务等多种业务形态。

**“三条主线+数个创新单元”业务版图。**根据业务阶段及服务客户不同，公司目前将业务划分为三大业务板块和数个创新业务单元，分别为**数字造价业务板块、数字施工业务板块、数字设计业务板块**；数字城市、数字供采、数字金融、数字高校等多个**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。

图 3：公司主营业务框架图



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

**营收增速上行，转型红利加速释放。**2021 年，公司实现营收 56.19 亿元，同比增长 40.32%，2016-2021 年 CAGR 达到 22.47%；归母净利润 6.61 亿元，同比增长 100.06%，随着造价云转型逐步完成，利润开始加速释放。

图 4：2016-2021 年公司营业收入及同比增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 5：2016-2021 年公司归母净利润及同比增速

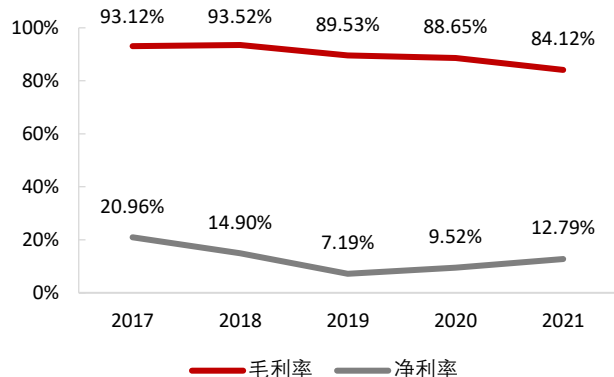


资料来源：wind，浙商证券研究所

**业务结构变化影响毛利率水平，费用投入持续扩大。**2016-2021 年，公司数字施工业务加速推进、规模扩大，对当期毛利率产生一定影响，2021 年低毛利的创新业务大幅增长同样影响该年的毛利率水平，2021 年公司毛利率为 84%，同比下降 4.5 个百分点。**费用端**，公司保持较高的投入力度，2018-2021 年研发、销售、管理三项费用率合计始终超过 70%，2021 年，三项费用合计达到 40.19 亿元，同比增长 24.92%。

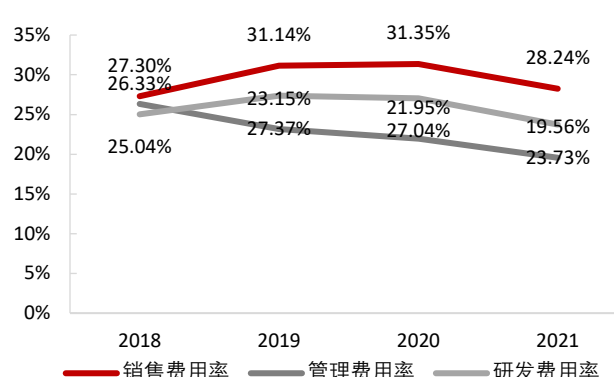


图 6：2016-2021 年公司毛利率和净利率变化情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 7：2018-2021 年公司三项费用率变化情况

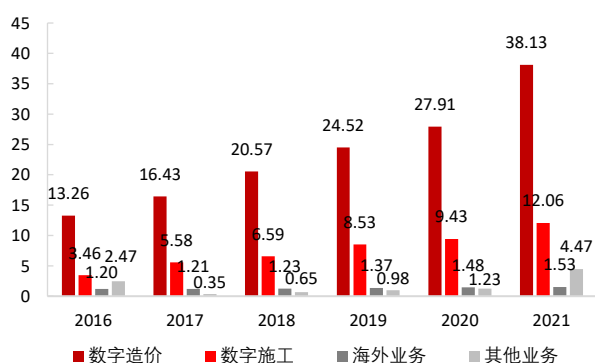


资料来源：wind，浙商证券研究所

公司各项主营业务均呈现稳健上升趋势，造价业务和施工业务贡献显著。

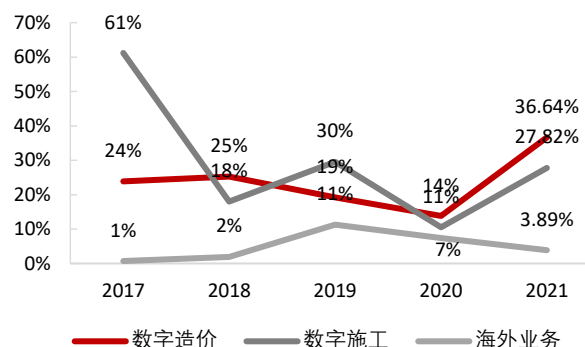
- **造价业务：**随着数字造价业务云转型继续深入推进，2021 年造价业务实现营业收入约 38.13 亿元，同比增长 36.64%，占主营业务比重为 68%，近 4 年来占比始终维持 70%左右。2016-2021 年营收 CAGR 为 23.52%，毛利率维持 92%+。
- **施工业务：**公司第二大收入来源，2021 年实现营业收入 12.06 亿元，同比增长 27.82%，2016-2021 年营收 CAGR 为 28.33%。
- **海外业务：**自 2015 年以后海外业务收入稳中有升，2021 年实现营业收入 1.53 亿元，同比增长 3.89%，占主营业务比重约 4%，2016-2021 年营收 CAGR 为 4.98%。
- **其他业务：**2017 年以来，公司加速布局数字设计以及创新业务，收入比重逐年上升，2021 年实现营业收入 4.47 亿元，同比增长 263%。其中数字设计业务实现营业收入 1.31 亿元，同比增长 250%，毛利率达 95.84%。

图 8：2016-2021 年公司各项主营业务收入（单位：亿元）



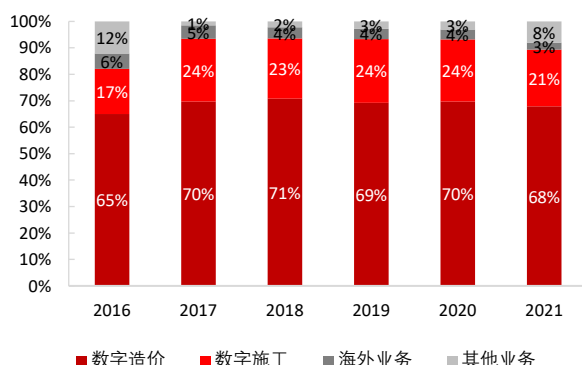
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：2017-2021 年公司各项主营业务收入增速（单位：%）



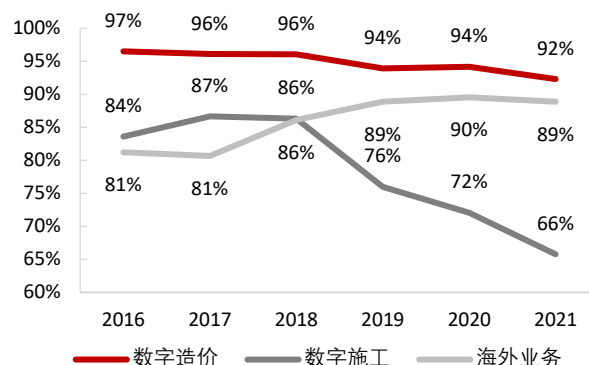
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：公司各项主营业务收入占比（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：公司各项主营业务毛利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 1.2. 八个“三年计划”，完美诠释“战略+执行”

公司核心内生驱动

= 战略规划 + 数字广联达 + DSTE（Develop Strategy To Execution）

= 目标 + 效率 + 执行。

图 12：公司核心内生驱动



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### （1）战略驱动：三年计划，持续创业

公司已经在思想、方法和工具三个层面上形成了一套成熟的战略思维：在思想，坚持“看终局——探路径——布当局”；在方法上，坚持“寻规律、衡外情、量己力、定方略”；在工具上，借鉴 BLM（Business Leadership Model）方法论和 DSTE（Develop Strategy To Execution）体系，从而可以实现“看九年、想三年、做一年”。

2020-2022 年，公司进入“八三”战略规划阶段，“八三”期间公司目标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。2021 年，公司数字造价、数字施工、数字设计以及创新赛道的战略坚定执行，各项业务转型加速推进。展望 2022 年（“八三”收官之年），公司各项业务发展目标有望超标准完成，业务转型红利或将持续释放。



表 1：公司最近三期“三年计划”

规划	日期	战略目标
八三计划	2020 年-2022 年	公司将着力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
七三计划	2017 年-2019 年	公司将以工程交易阶段、施工阶段以及项目全过程作为业务重点，保持持续健康的盈利能力，同时初步形成数字建造产业平台
六三计划	2014 年-2016 年	走专业化、平台化、全球化的发展道路 公司将进一步加大创新和产品孵化力度，进一步加快国际化业务拓展，并加大对平台型业务的投资力度

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 13：未来向产品服务化方向转型和升级



资料来源：广联达 2020 年投资者交流，浙商证券研究所

### 公司持续保持创业状态

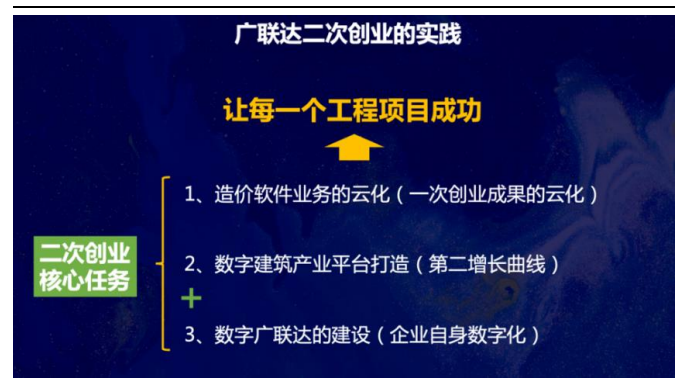
- 1998 年，公司在成立时提出“让预算员甩掉计算器”的目标。2015 年，中国造价协会宣布国内工程造价信息化普及率 100%，意味着广联达超额实现了创业的目标，跃居全国工程造价软件行业前列，引领了行业信息化的快速发展。
- 2016 年，公司正式提出“二次创业”，（1）新的业务使命：让每一个工程项目成功，让每一个建筑人有成就。（2）新战略目标：成为全球领先的数字建筑平台服务商。公司希望通过打造数字建筑产业平台，进而通过“数字建筑”引领整个建筑产业实现转型升级，实现在“零质量缺陷、零安全事故”的前提下，工程项目成本降低三分之一、二氧化碳排放量降低 50%、进度加快 50%的产业目标。公司通过战略检视及实践总结，不断清晰发展目标，提高建筑行业与技术的专业融合度。

图 14：广联达的两次创业



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 15：广联达二次创业的实践



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表 2：公司二次创业的三大主要任务

任务	具体说明
造价软件业务的云化	广联达将一次创业的成果转化为云+端的产品形态，根据用户数据反馈进行软件优化更新，形成迭代优化的闭环，并扩展供应链金融、互联网保险等增值服务。产品形态的优化给广联达带来了一系列变化：收入模式方面，从卖软件 license+升级费转变为订阅费+增值服务费；运营模式方面，从研、营、销、服串型的流程驱动转变为研、营、销、服务的云化环型的数据驱动；文化氛围方面，从强调执行力转变为强调开放、创新、生态；成败关键要素方面，从营销为王转变为产品为王。在这一转型进程中，广联达坚持以空间换时间，分节奏、分结构、分层次推动转型变革，从一个地区、一个客户群、一个产品，到现在全地区、全客户群和全产品，变成云服务。
打造数字建筑产业平台	广联达将“让每一个工程项目成功”的二次创业目标量化：工程进度加快 50%，成本降低 1/3，二氧化碳的排放量减少 50%，零质量缺陷、零安全事故。为实现这一系列量化目标，广联达利用 SaaS 服务的经验、能力及市场影响力，着力打造建筑行业最核心的产业平台，即数字项目集成管理平台，其中包含数据中台、技术中台、业务中台。生态伙伴可以利用中台进行二次产品和服务开发，共同打造“平台+产品+服务”的解决方案，真正使能实体企业，让实体企业全生命周期、全价值链、全产业链得到数字化赋能。
建设数字广联达	助力建筑行业数字化转型的同时，广联达也在加快自身的数字化建设。经历多年探索，广联达终于找到了实现自身数字化的金钥匙：客户成功指标体系。以这一指标体系为牵引，拉动整个公司的经营管理活动。客户成功指标体系涉及研发、营销、服务等核心领域，这些核心领域又需要人力、财务、供应链等的支撑保障。以客户成功指标体系为纲，纲举目张，整个公司将力量聚焦在客户成功上，所有的价值活动都成为有效活动。企业唯有将最核心的价值业务数字化，才能真正实现数字化。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

## （2）经营效率：数字广联达建设

**数字广联达：**2020 年以来，公司持续加速“数字广联达”建设，以数字技术驱动公司组织转型升级，优化公司营销、研发、人力、财经等流程。2021 年，公司初步建立起用客户成功指标体系驱动流程建设、牵引组织升级的闭环。客户服务全面落地数字化升级，探索在线精准匹配模式，提升规模化服务能力；利用线上服务的特性实现客户反馈到产品价值链、运营价值链的多渠道闭环，支撑业务持续改进。业务端推进集团级 LTC（Lead to Cash，从线索到现金）流程与系统建设，打通重点业务条线数据，实现数据支持经营分析。

图 16：数字广联达：打造高效执行体系，形成有效战略闭环



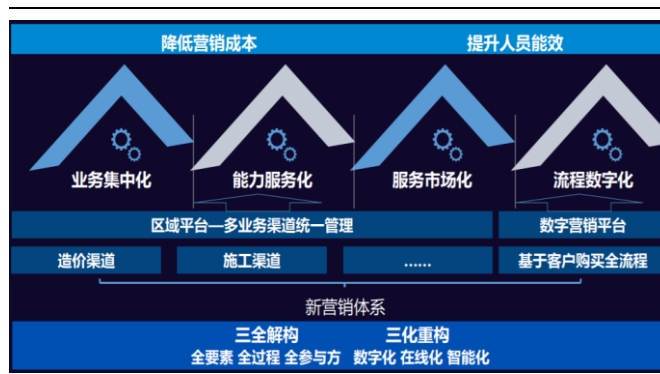
资料来源：广联达 2020 年投资者交流，浙商证券研究所

图 17：数字广联达实现路径（从 0-1，1-10,10-N）



资料来源：广联达 2020 年投资者交流，浙商证券研究所

图 18：广联达数字化营销体系



资料来源：广联达 2020 年投资者交流，浙商证券研究所

### （3）高效执行：DSTE+股权激励，强化执行力

- **DSTE**：2020 年，公司引进 DSTE（Develop Strategy To Execution）体系，重塑从战略规划到战略执行落地的方法和流程，保障战略意图从思想到落地执行。2021 年，公司完成了 DSTE1.0 版本战略管理方法论，落地从战略到执行的闭环管理体系；利用常态化股权激励、GTUP 激励计划（GlodonTimeUnitPlan）等工具持续优化覆盖短、中、长期的薪酬体系，推进薪酬与考核体系的制度化、规范化建设。
- 2021 年，公司披露限制性股票激励计划，向公司董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术（业务）骨干等共计 349 人，授予 549 万份限制性股票，授予价格为 30.48 元/股，授予日为 2021 年 9 月 17 日。激励方案同时设定业绩考核目标，要求 2021 年-2023 年归母净利润分别不低于 6.5、9.5、12.5 亿元。激励计划将有利于公司进一步完善公司长效激励机制，充分调动公司管理团队和骨干员工的积极性，绑定股东、公司、核心团队三方利益，助力公司长远发展。

**表 3：2021 年限制性股票激励计划股票分配情况**

姓名	职务	获授的限制性股 票数量（万股）	占授予限制性股 票总数的比例	占总股本 数的比例
袁正刚	董事、总裁	20.2	3.54%	0.02%
刘谦（暂缓授予）	董事、高级副总裁	14	2.45%	0.01%
王爱华	董事、高级副总裁	6	1.05%	0.01%
HE PING（何平）	董事、高级副总裁、财务 总监	6.4	1.12%	0.01%
李树剑	高级副总裁、董事会秘书	7.1	1.24%	0.01%
YUN LANG SHENG （云浪生）（暂缓授予）	高级副总裁	8	1.40%	0.01%
只飞	高级副总裁	6.5	1.14%	0.01%
汪少山	高级副总裁	8	1.40%	0.01%
核心管理人员、核心技术（业务）骨干（343 人）		494.8	86.66%	0.42%
合计		571	100.00%	0.48%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表 4：2021 年限制性股票激励计划业绩考核目标**

姓名	解除限 售比例	考核年度	业绩考核目标	目标业绩同比增幅
解除限售期一	40%	2021 年	净利润不低于 6.5 亿元	96.74%
解除限售期二	30%	2022 年	净利润不低于 9.5 亿元	46.15%
解除限售期三	30%	2023 年	净利润不低于 12.5 亿元	31.58%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所



## 2. 数字造价：全面云转型，开启新成长

### 2.1. 造价云完成全面推广，云收入持续高增

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（根据公司 2013 年披露交流，公司造价软件市占率约为 53%。），目前主要以订阅制 SaaS 模式为客户提供产品和服务。

表 5：公司数字造价产品线

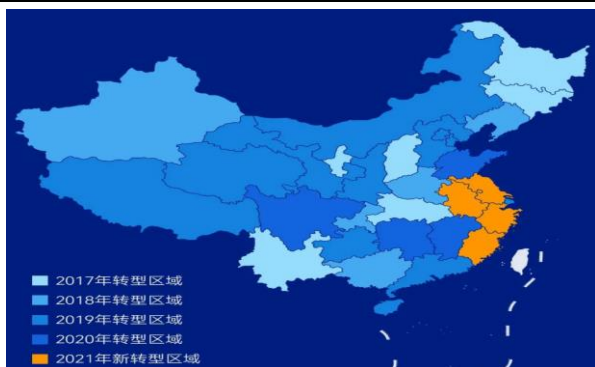
类别	主要产品
工程计价	云计价 GCCP6.0，公路云计价软件 GHW5.0，民航计价软件 GCA，水工云计价软件 GHC5.0-水工港口，市场化计价平台，广联达清标，冶金计价软件 GMT，水工云计价软件 GHC5.0，煤炭计价软件 GCN，地铁工程 GDT，土地整理计价软件 GLC2014，水利水电云计价软件 GWH5.0，石油石化云计价软件 GPC5.0，电力云计价软件 GEC5.0，指标网，企业指标应用平台
工程算量	广联达清标，BIM 土建计量 GTJ，BIM 装饰计量 DecoCost，BIM 安装计量 GQI，BIM 市政计量 GMA，BIM 钢结构计量 GJG，电力算量 GMS
工程信息	广材网，广材助手，指标网，企业指标应用平台

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2013 年，公司正式发布云战略，造价业务全面转云。2017 年，公司造价云产品正式开始全国推广。2021 年，造价业务最后 4 个地区江苏、浙江、安徽、福建进入全面云转型，SaaS 订阅模式在全国 29 个区域全覆盖。

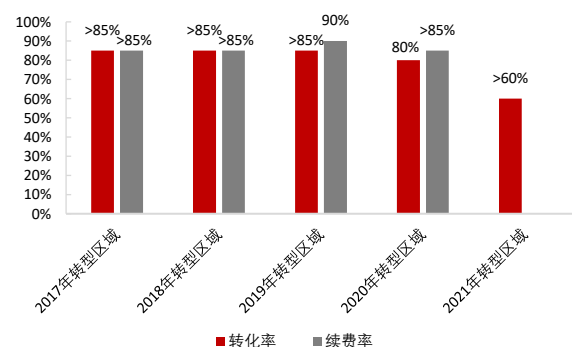
新转型区域转化率、老转型区域续费率双提提升。订阅模式提高了产品和服务的性价比，云计价、云算量主产品以及工程信息中广材网、广材助手等数据类服务应用率突破新高，进而带动了客户满意度以及转型率、续费率的提升。截至 2021 年末，2017 年和 2018 年转型区域的转化率、续费率均超过 85%，2019 年转型地区的转化率超过 85%、续费率 90%，2020 年转型地区转化率达到 80%，续费率超过 85%，2021 年新转型地区的转化率超过 60%，相较此前转型区域的第一年转化率进一步提高。

图 19：公司造价业务云转型区域分布



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

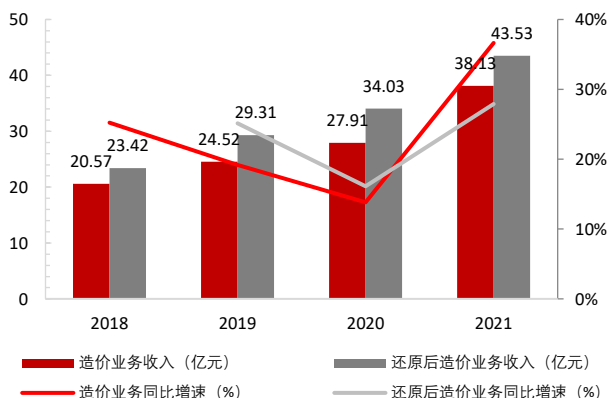
图 20：2021 年公司各年份转云区域的转化率和续费率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

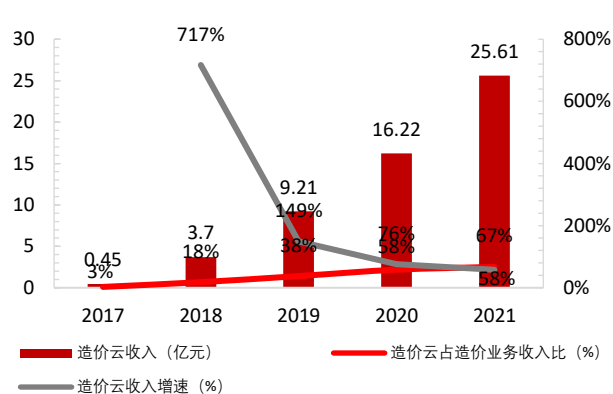
云转型成效进一步凸显，收入端实现高增长。自 2017 年后，公司云收入与云合同快速增长，2021 年，数字造价业务实现营业收入 38.13 亿元，同比增长 36.64%。若将云合同负债差额还原后，调整后营业收入 43.53 亿元，同比同口径增长 27.90%。2021 年，公司签署云合同 31 亿元，同比同口径增长 38.77%，期末云合同负债 20.47 亿元，相较年初增加 5.37 亿元，造价云收入 25.61 亿元，占造价业务收入比例达到 67.15%（2017 年：2.74%），其中云计价、云算量、工程信息分别实现云收入 9.24、8.30、8.07 亿元，2018-2021 年 CAGR 分别为 112%、142%、56%。

图 21：公司造价业务还原前后收入情况



资料来源：公司年报，浙商证券研究所，注：还原后造价业务收入=表观收入+期末云合同负债-期初云合同负债

图 22：公司造价云收入、增速、占造价业务收入比



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

## 2.2. “提价+增量”双路径，云化将助力新成长

根据公司披露 2020 年投资者交流文件，“八三”期间（2020 年-2022 年）公司将通过两大路径保证业务稳步进行。

- （1）**提升 ARPU 值。**通过新的端模块、云增值服务实现，根据公司公开数据，目前造价云化部分的客单价 5000 元左右。
- （2）**增加用户量。**包括存量客户使用版本的升级迭代，以及新客户的增加，其中盗版替换仍然存在较大空间。

图 23：公司八三目标造价业务成长路径



资料来源：广联达 2020 年投资者交流，浙商证券研究所



造价软件的云化进程，将对该业务发展带来多重改善，为业务的持续稳定增长增添动力：

- (1) **商业模式：**从 License 模式转边为订阅模式，原 License 模式下，用户多一次性获得版本永久授权，产品采购单价高，存量用户升级意愿不明显。订阅模式后，价格更具吸引力，用户持续订阅的可能性更强，收入确定性增加。
- (2) **迭代升级：**云化产品架构下，产品变得模块化、在线化、轻量化，产品升级迭代更为便捷，更容易激活存量客户的市场价值。
- (3) **打击盗版：**云化后产品在线使用，需要供应商搭建云基础设施，产品被盗版的难度大幅提升。同时，互联网环境中，盗版产品的监控力度明显提升。

图 24：云化订阅的商业模式开启新的增长空间



资料来源：广联达 2020 年投资者交流，浙商证券研究所

## 造价业务市场空间

### 1) 全国造价人员测算：

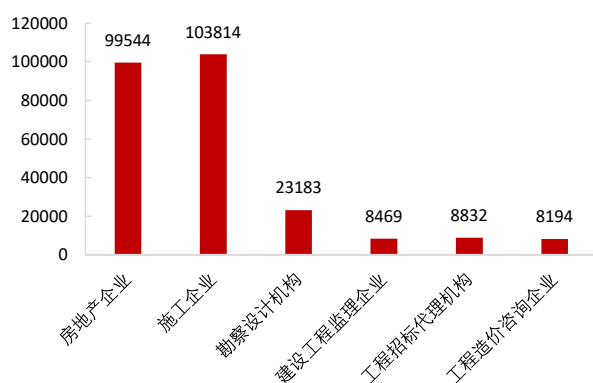
公司客户涵盖房地产企业、施工企业、勘察设计机构、工程造价咨询企业、工程监理企业、工程招标代理机构等类型，根据住建部、中建协、产业信息网数据，2019 年，公司主要客户企业合计超过 25 万家。

**A：公司造价业务市占率。**根据公司披露 2019 年 12 月投资者交流纪要，上市初期，公司数字造价业务的市场占有率约为 60%，经历近十年的发展，数字造价业务的市场占有率达到了更高水平。我们预计，2021 年公司数字造价业务市占率至少 60%+。

**B：公司造价产品用户量。**根据公司披露 2017 年 1 月投资者交流纪要，公司 PC 端应用有 70 余款产品、60 万+工具产品使用者、17 万+企业用户、100 万+管理产品使用者。结合公司收入结构和产品结构，假设工具产品用户中约 75%为造价软件用户，计算出 2016 年公司数字造价业务用户数 45 万+。2016-2021 年，我国造价咨询从业人员数量稳步增长，复合增速超过 14%，公司数字造价业务收入复合增速超过 23%，保守假设，公司数字造价用户数复合增速 10%，计算得出 2021 年公司数字造价业务用户数约 73 万。

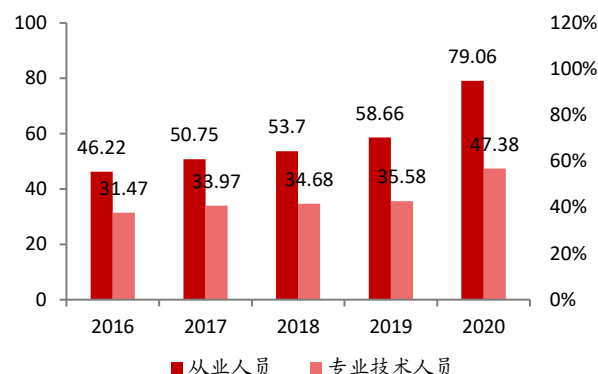
**C：全国造价软件用户数。**参考前文预测公司数字造价业务用户数和市占率情况，我们预计 2021 年，我国造价软件用户数 120 万人左右。

图 25：2019 年公司客户规模统计数据（单位：家）



资料来源：住建部，产业信息网，中建协，浙商证券研究所，注意：勘察设计机构为 2018 年数量

图 26：2016-2020 年中国造价咨询从业人员数量（单位：万人）



资料来源：住建部，浙商证券研究所

## 2) 造价云业务规模敏感性分析

A: 假设全国造价用户数 120 万人，公司市占率 70%-90%，且造价用户全面转云。

B: 在订阅价格 6000-10000 元之间，公司造价云业务的市场规模为 50-108 亿元，中位数为 77 亿元。

表 6：公司造价云产品规模敏感性分析

全国造价产品用户数 (万人)	120	120	120	120	120
公司市占率 (%)	70%	75%	80%	85%	90%
公司造价产品用户数 (万人)	84	90	96	102	108
订阅价格 (元)	产品规模 (亿元)				
6000	50	54	58	61	65
7000	59	63	67	71	76
8000	67	72	77	82	86
9000	76	81	86	92	97
10000	84	90	96	102	108

资料来源：浙商证券研究所

### 3. 数字施工：产品价值增，市场空间广

#### 3.1. 聚焦工程项目建造过程，“平台+组件”模式

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，以及面向施工企业层级的项企一体化产品。

施工业务发展历程：

(1) 2010年，公司与梦龙公司合并重组，整合双方的优势，聚集了国内项目管理业务尖端人才，重新进行平台和业务的规划，推出项目管理软件业务。

(2) 2014年，收购芬兰 Progam 公司，正式发布 BIM 5D；同年完成智慧工地的基本布局，工程施工业务总收入突破 8000 万元，同比增长超过 200%。

(3) 2018年，公司打破原来由多家子公司独立运作的模式，对整体施工业务进行战略整合，快速实现组织、人员、渠道及产品融合，施工业务平台架构初步显现，协同效应和整合优势日益明显

(4) 2019年，公司进一步融合原 BIM 与智慧工地相关产品，发布针对项目的数字项目管理（BIM+智慧工地）平台，在该平台基础上结合应用组件，实现“平台+组件”的业务形态，从而为项目管理提供可以快速规模化的综合解决方案。

(5) 2021年，数字施工业务积极拓展合同订单，数字项目集成管理平台基本成型，目前，施工行业的数字化转型仍在持续提升中，市场渗透率较低，发展前景广阔。

图 27：公司数字施工业务架构

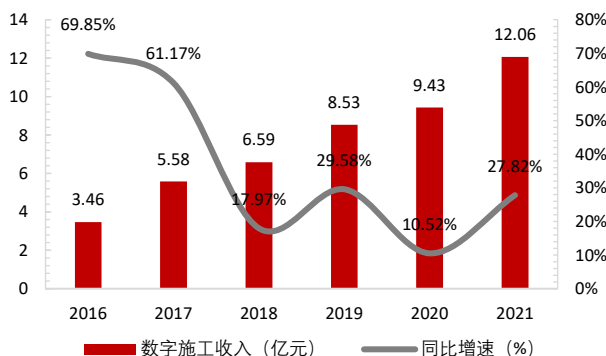


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司施工业务营业收入逐年递增，2021H2 回款策略成效明显。2021年，施工业务收入达到 12.06 亿元，同比增长 27.82%，2016-2021 年 CAGR 为 28.33%，超过公司整体增速。施工业务具有明显的季节性，营业收入大部分集中在下半年，2021年，公司紧抓施工企业客户数字化转型的机遇，利用上半年优先拓展合同扩大增量，下半年重点落实交付保障收入和回款的策略，采取了自主+生态、线上集中交付、客户自主交付、围绕大项目

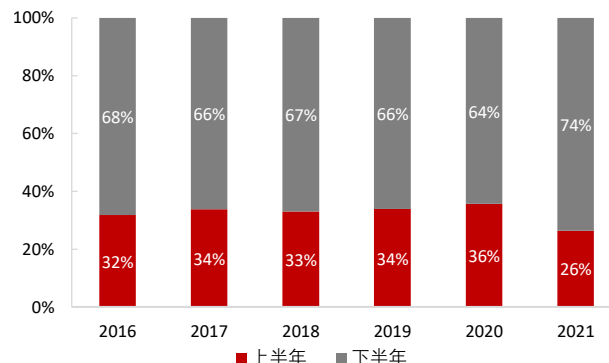
组件渠道和产品一体化的交付组织等多种模式,加速了合同向营业收入的转化,2021H2,施工业务收入占该业务全年收入的比重达到74%。

图 28: 公司数字施工业务收入及同比增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 29: 公司数字施工业务上半年和下半年收入占比情况

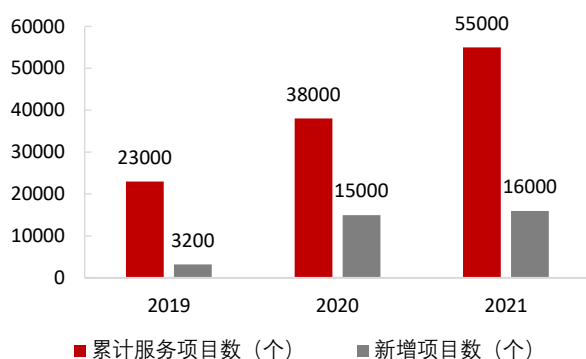


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**数字施工项目数、客户数快速增长。**自2018年公司施工业务项目数与客户规模均呈现快速上涨趋势,尤其是2020年客户数和项目数几乎翻倍。截至2021年底,数字施工项目级产品累计服务项目数突破5.5万个,累计服务客户超过5000家;2021年当年新增项目数1.6万个,新增客户1600家。2021年新签合同中,企业和项企一体化解决方案合同、项目级BIM+智慧工地合同占比分别约为15%、85%,其中项目级单品集团规模化采购的模式得到了快速推广,劳务、物料单产品合同中超过一半来自于规模化采购。

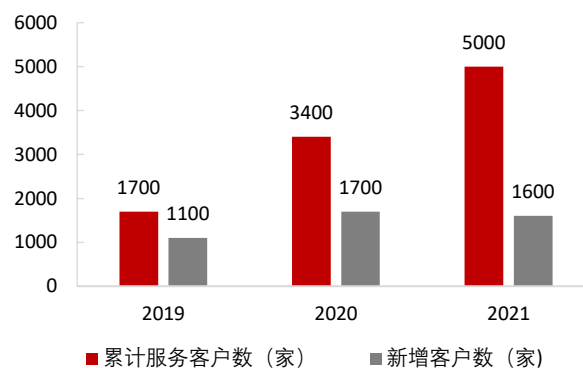
**数字施工产品价值持续落实,数字项目集成管理平台迭代升级。**2021年,公司项目级产品智慧物料覆盖7000多个项目的物资管理;智慧劳务累计服务超过800万产业工人,覆盖一万余工程项目;企业级解决方案与一批行业龙头形成深度合作。2021年2月发布“BIM工具类产品的普及计划”后,斑马进度全年新增用户18万,覆盖7万多个项目。数字项目集成管理平台中的业务中台、数据中台、技术中台、AI中台、知识中台等架构持续迭代升级。同时,数字项目集成管理平台和北京建工、中建七局等行业头部企业开启了物联网平台、数据中台的商业化合作探索,迈出了对内服务向对外开放的第一步。

图 30: 公司施工业务项目数情况



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 31: 公司施工业务客户数情况



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

### 公司数字施工核心产品的优势明显

(1) 广联达 BIM+智慧工地数据决策系统, 利用 IoT、BIM、大数据、AI 等核心技术, 集成项目软、硬件系统, 实时汇总数据, 实现建筑实体、生产要素、管理过程的全面数字化, 促进企业赋能和管理落地, 提升项目现场管理水平, 为企业积累数据资产, 支撑企业数字化转型升级。

(2) 广联达 BIM5D: 聚焦项目技术、生产、商务核心管理业务, 以基于 BIM 模型的三维虚拟建造为指导, 以项目现场各岗位作业数字化为手段, 实现虚实结合的项目现场过程精细化管理以及数字化集成交付。

(3) 广联达数字企业: 将实现横向打通企业的项目管理业务线, 纵向打通企业的运营管理职能线, 通过数字化、在线化、智能化的数字化系统, 帮助施工企业建立集约化经营、精益化管理、科学化决策的能力。通过覆盖项目管理、采购管理、协同办公等企业核心业务, 整合企业全域数据形成企业 BI, 从而建立数据驱动决策的能力, 最终帮助施工企业实现数字化转型。

图 32: 公司 BIM5D-助力项目精细化管理



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 33: 公司企业级管理应用



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

数字施工业务从房建到基建、从国内到国际, 具备广阔的成长空间。目前, 公司已经形成数字基建解决方案, 方案以“连接”和“赋能”为目标, 助力基建企业建设全面感知、智能处理、精准决策的新范式基建管理。

图 34: 公司数字施工业务发展路径



资料来源: 广联达 2021 年投资者交流, 浙商证券研究所



### 3.2. 数字建筑持续高景气，施工业务空间广阔

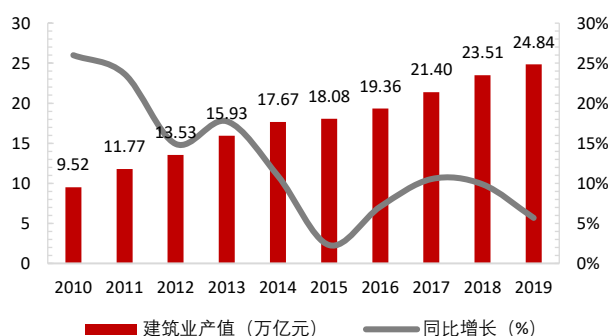
数字化转型是建筑产业的高质量发展的核心，是“十四五”期间的主旋律。

(1) 政策端：2020 年 7 月，住建部等 13 部门联合印发了《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》，2022 年 1 月，住建部印发《“十四五”建筑业发展规划》，均提到数字化创新引领，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。

(2) 需求端：2020 年，全国建筑业总产值 26.4 万亿元，占国内生产总值的 7.2%，人口红利递减、管理过程粗放、安全生产形式严峻、产业链参差不齐、缺乏有效的数据资产等成为阻碍建筑业发展的难题，数字化转型将是建筑业破解成长难题、实现高质量发展的重要必选路径。

(3) 技术端：当前，新一轮科技革命和产业革命的不断深化，以人工智能、大数据、物联网、5G 和区块链等为代表的新一代信息技术加速向各行业全面融合渗透。高清晰度测量和定位技术、数字化协同和移动技术、先进的设计和施工技术、物联网和高级分析技术、下一代 5D 建筑信息模型(BIM)将成为引领未来建筑业变革及发展的五大新技术。

图 35：2010-2020 年中国建筑业产值及增速



资料来源：建筑业协会，浙商证券研究所

图 36：公司数字建筑平台驱动建筑产业转型升级



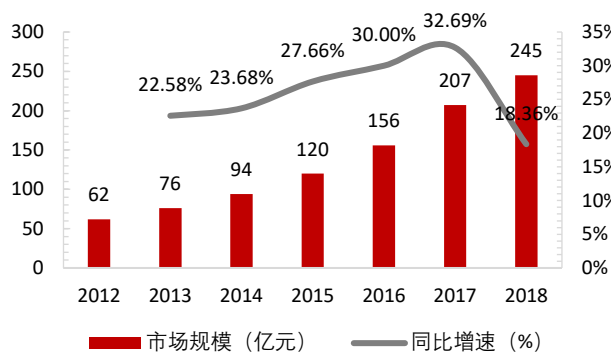
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

我国建筑信息化景气高、空间大。

- (1) 景气。根据前瞻产业研究院数据，2018 年我国建筑行业信息化投入规模达 245 亿元，同比增长 18.36%，2012-2018 年 CAGR 达 25.74%。
- (2) 空间。A：根据前瞻产业研究院数据，2018 年我国建筑行业信息化投入占建筑总产值比仅为 0.1%，美国等发达国家投入达 1%。根据公司公告披露，我国大中型建筑企业研发费用支出占企业营业额的比例不足 2%，而世界 500 强企业一般为 5%-10%以上。B：根据麦肯锡、Gartner 等数据，我国建筑业数字化水平在各行业中垫底。在整体数字化水平层面，中国房地产行业排名仅比农业稍高，而建筑业直接排行垫底。

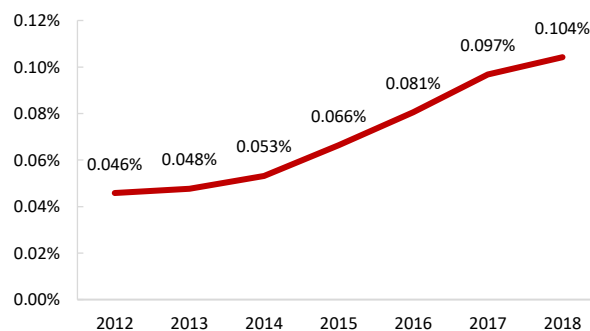


图 37：2012-2018 年我国建筑信息化投入规模



资料来源：前瞻产业网，浙商证券研究所

图 38：2012-2018 年我国建筑信息化投入占总产值比重



资料来源：前瞻产业网，浙商证券研究所

### 公司施工业务空间测算

#### (1) 施工业务策略：收入=项目数\*服务费

A: 项目数的核心驱动 = 规模化能力的产品 + 规模化能力的渠道

B: 服务费的核心驱动 = 提升产品和服务价值

#### (2) 收入测算，根据公司披露 2020 年投资者交流文件：

A: 假设每年新开 40 万项目，在施约 100 万项目，公司覆盖 10 万项目，单项目服务费年均 10 万元。

B: 数字施工市场规模 = 140 万项目 \* 10 万元/项目/年 = 1400 亿元/年。

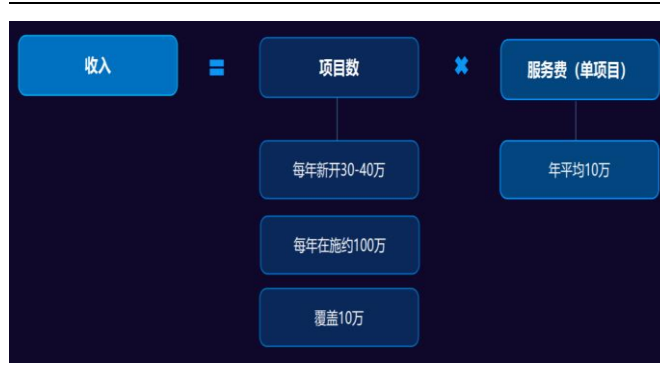
C: 公司施工业务规模 = 10 万项目 \* 10 万元/项目/年 = 100 亿元/年。

图 39：公司数字施工业务目标的实现策略



资料来源：广联达 2020 年投资者交流，浙商证券研究所

图 40：公司数字施工业务的市场空间



资料来源：广联达 2020 年投资者交流，浙商证券研究所

## 4. 数字设计：重点新业务，成长新引擎

### 4.1. 数字设计是重点新业务，营收规模快速扩大

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，具体包括了广联达数维设计产品集、BIMSpace 建筑设计产品集、计算分析产品集、Civil 市政设计产品集、广联达设计成果交付审查产品等，其中 BIMSpace、Civil 市政系列产品在市场中处于领先地位。2021 年，数字设计业务实现营业收入 1.31 亿元，同比增长 250.12%。

图 41：公司数字设计产品线



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**数字设计三大解决方案**从设计端到交付端，从供给端到需求端，改变了传统设计及审查的作业方式，通过实时、透明、精准的构件级协同，解决由于信息不对称等问题造成的高频次修改、由于标准不统一所造成的质量问题以及高沟通成本造成的校审复杂等问题，大大提升各项作业效率，从而推动设计企业的数字化发展进程。

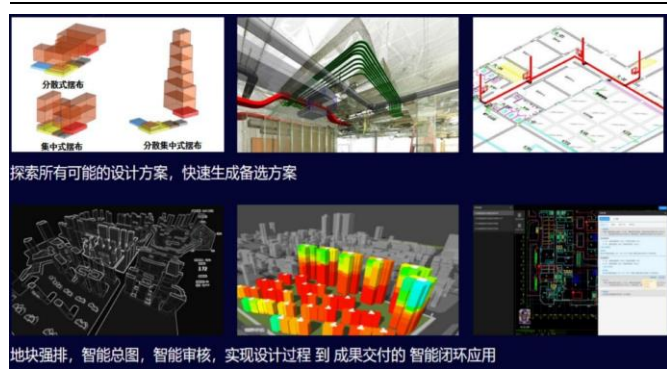
表 7：公司数字设计三大解决方案

解决方案	方案说明
建筑设计一体化正向设计解决方案	<b>BIMSpace 建筑设计产品集</b> 是基于 BIM 正向设计理念打造的全专业一体化 BIM 建筑设计一体化正向设计解决方案，依托 BIM 设计管理平台实现项目数据的统一集成管理，通过标准化的设计及分析工具，有效保障了方案设计阶段的设计效率，满足了设计阶段多方位的性能分析需求
基础设施设计一体化解决方案	<b>CIVIL 市政设计产品集</b> 是以 BIM 技术理念为指导思想，以工程大数据为基础开发的一系列基础设施工程设计软件集成，为基础设施工程行业提供从规划、设计到施工、运维的全生命周期 BIM 解决方案
设计成果数字化交付解决方案	<b>广联达设计成果交付审查产品集</b> 是基于自主知识产权的图形和 AI 技术，为项目各参与方打造的交付审查新模式，实现设计成果的专业智能审查和数据的高效率传递，推动设计行业的数字化转型升级

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

数字设计以数据驱动为核心，基于自主可控的技术平台，实现产业链利益攸关方在云平台实时协同，数字设计跨地域设计交互，实时精准的构件级协同。立体完整的 BIM 数据，让设计算量一体化和设计施工一体化成为可能，在设计阶段、施工阶段、运维阶段都将发挥其价值。

图 42：数字设计——算法驱动设计自动化、优化



资料来源：广联达 2021 年投资者交流，浙商证券研究所

图 43：数字设计——数据驱动协同打通全流程



资料来源：广联达 2021 年投资者交流，浙商证券研究所

**产品持续迭代，装机量取得突破。**2021 年，公司推出了 BIMSpace2022 全新版本并陆续迭代升级，进一步提升了管线综合工程调整效率和 BIM 深化设计质量。2021 年 10 月，在房建领域正式发布了基于广联达自主图形平台的**数维建筑设计产品(单机公测版)**，并加速结构、机电、构件和协同产品的研发，致力于打造全专业设计施工造价一体化的建筑设计解决方案。通过“端+云”产品架构的数字化集成设计环境，基于统一数据标准的构件级云端协同机制，数维设计产品集能够提供针对民用建筑中住宅建筑施工图设计的全专业设计协同解决方案，实现从项目策划、设计生产、成果交付、数据应用的全过程管理。截至 2021 年底，数维建筑设计产品公测版装机量超过 1700 个。

## 4.2. 完成鸿业科技整合，协同效应将持续显现

**公司完成与鸿业科技的整合，协同效应将持续显现。**2020 年 10 月，公司以 4.08 亿现金收购鸿业科技 90.67% 的股权，鸿业科技成为公司的全资子公司，2021 年，公司完成与鸿业科技的整合，并形成了广联达数字设计的统一品牌，公司与鸿业科技整合将产生多重协同效应。

- **完善公司产业链布局。**鸿业科技一直致力于建筑工程、市政工程等领域信息化应用软件的研发，其传统 CAD 设计产品、市政公路及管线设计产品、BIM 设计产品在市场均处于领先地位。本次收购将完善公司在数字建筑产业链的布局，增强公司的核心竞争力，并对财务方面产生积极影响。
- **共享渠道和营销体系。**收购鸿业后，双方团队共享渠道和市场营销体系，在产品质量管理、品牌管理、服务管理等多角度改善。同时，公司可以获得优秀的经营管理、研发及营销团队，为公司业务发展积累更多人才与资源。
- **工程设计领域的战略协同效应。**将鸿业科技整合进入广联达，有利于双方优势互补，为客户提供更有价值的服务，实现“1+1>2”。广联达在建筑产业深耕多年，拥有行业领先的 BIM 自主图形平台技术，能够结合行业理解，发挥鸿业科技丰富的设计软件经验、设计客户关系及设计院市场强大的渠道能力。

图 44：公司与鸿业科技整合

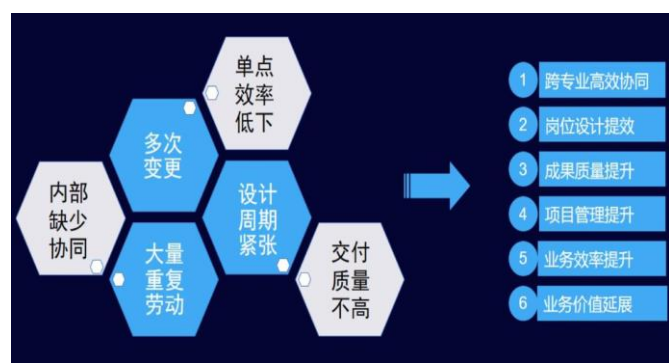


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

数字设计行业主要驱动和市场空间。

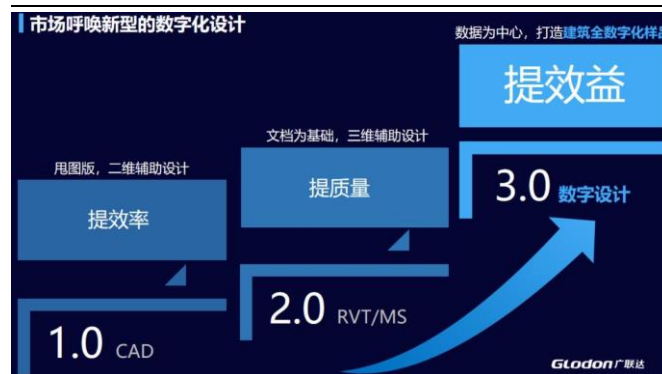
- (1) **工程设计重要性高**：设计是产业链的数据之源，是工程建设行业的龙头。设计阶段影响建造成本 70% 以上，设计为城市提供空间数据，是数字城市的基础设施。
- (2) **数字设计可解决当下工程设计领域的主要痛点和诉求**，是未来建筑数字化的主要方向。

图 45：工程设计业务当下的痛点和诉求



资料来源：广联达 2021 年投资者交流，浙商证券研究所

图 46：市场对新型数字化设计的需求强



资料来源：广联达 2021 年投资者交流，浙商证券研究所

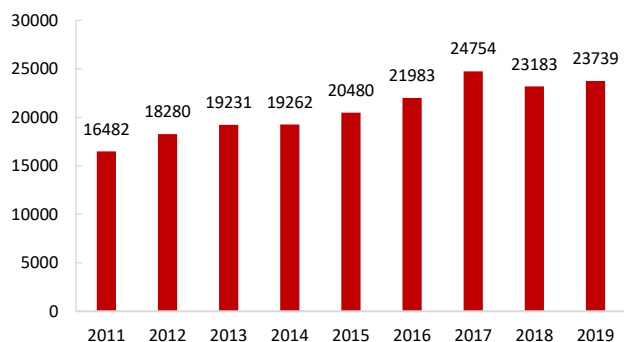
### (3) 市场空间

**A：企业规模。**根据工程勘察设计行业数据，2019 年，我国工程勘察设计企业达 23739 个，同比增加 2.4%。其中，工程勘察企业 2325 个，占企业总数 9.8%；工程设计企业 21327 个，占企业总数 89.8%。

**B：人员规模。**根据工程勘察设计行业数据，2019 年，我国具有勘察设计资质的企业年末从业人员 463.1 万人。其中，勘察人员 15.8 万人，同比增加 8.0%；设计人员 102.5 万人，同比增加 10.7%。

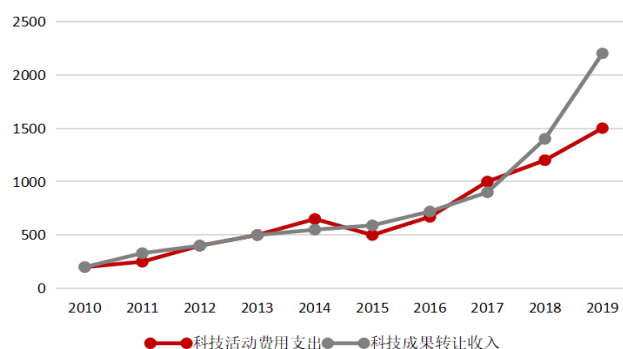
**C: 技术投入。**根据公司披露投资者交流纪要,我国每年工程勘察设计行业科技活动费用支出 1520 亿元,工程勘察设计企业信息化投入 100 多亿元。

图 47: 2010-2019 年工程勘察设计行业企业数量 (单位: 个)



资料来源: 华经情报网, 浙商证券研究所

图 48: 2010-2019 年工程勘察设计行业科技活动支出



资料来源: 广联达 2021 年投资者交流, 浙商证券研究所



## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测

收入端核心假设:

公司是主要业务包括数字造价、数字施工、数字设计、海外业务和其他业务。

#### (1) 数字造价:

A. 根据前文预测, 目前数字造价市占率 60%左右, 且存在一定的盗版用户。未来, 随着数字造价云转型深入, 产品和服务性价比有望持续提升, 公司市场份额有望进一步扩大。B. 公司持续加大数字造价业务技术投入, 产品迭代升级, 功能模块增加, 数字造价业务单客户价值有望实现稳步提升。C. 公司数字造价业务发展相对成熟, 订阅转型后客户粘性更强、收入确认方式更加具体, 有利于平滑收入增速。**我们预计数字造价业务 2022-2024 年营收增速分别为 27%、26%、25%。**

#### (2) 数字施工

A. 我国建筑业信息化投入占比行业产值比不足 0.1%, 未来, 随着建筑业数字化转型提速, 行业信息化投入有望进一步增长。B. 根据前文内容, 公司数字施工 2021 年新增项目数 1.6 万个, 累计服务项目数 5.5 万个, 根据公司披露数据, 我国全年在施工项目预计 140 万, 相比而言, 公司数字施工业务渗透空间仍然较低, 随着公司不断落实产品价值, 完善市场布局, 未来数字施工业务覆盖项目数有望加速增长。C. 2019 年以来, 公司大幅扩大施工业务投入, 施工团队规模大幅增长, 预计规模化效益将在未来 2-3 年得到体现。**我们预计数字施工业务 2022-2024 年营收增速分别为 35%、30%、25%。**

#### (3) 数字设计

A. 公司数字设计业务仍处于业务布局早期, 产品矩阵、客户数量、商业模式等均有持续得到改善, 2021 年, 数字设计业务实现营收 1.31 亿元, 同比增长 250.12%, 基数仍然较低, 未来维持高增长的确性较强。B. 根据前文内容, 我国数字设计行业潜在用户规模庞大, 市场空间广阔, 公司数字设计业务具备很强的增长潜力。C. 2021 年, 公司数字设计业务完成与鸿业科技整合, 双方共享渠道和营销体系, 未来协同效应将持续显现。D. 公司不断完善数字设计产品和解决方案, 业务竞争力不断提升。**我们预计 2022-2024 年数字设计业务营收增速分别为 100%、76%、58%。**

#### (4) 海外业务

海外业务主要是 Cubicost 数字造价产品和 MagiCAD 数字施工业务, 经过十多年的积累, 海外市场具备一定基础, 过去五年增速比较稳定。未来, 随着“一带一路”的发展, 以及全球疫情的逐渐缓解, 海外业务有望得到恢复,**我们预计 2022-2024 年海外业务营收增速分别为 10%、10%、11%。**

#### (5) 其他业务

其他业务主要包括公司新孵化的创新业务单元, 2021 年, 公司创新业务单元以产品打磨和标杆项目验证为主, 且已取得显著进展, 数字城市 CIM 平台上实现了从技术到产品、再到解决方案的拓展, 未来有望进一步放量。目前该业务基数相对较小, 未来增速将比较乐观。**我们预计 2022-2024 年海外业务营收增速分别为 55%、45%、32%。**

结合上述, 我们总体预计公司 2022-2024 年营收增速分别为 31%、30%、28%。



表 8：公司业务收入预测拆分（单位：亿元）

业务线	类别	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
数字造价	收入	27.91	38.13	48.43	61.02	76.27
	YOY	13.83%	36.64%	27.00%	26.00%	25.00%
数字施工	收入	9.43	12.06	15.91	21.16	27.73
	YOY	10.52%	27.82%	32.00%	33.00%	31.00%
数字设计	收入	0.37	1.31	2.62	4.60	7.27
	YOY	0.00%	250.12%	100.00%	76.00%	58.00%
海外业务	收入	1.48	1.53	1.69	1.85	2.06
	YOY	7.43%	3.89%	10.00%	10.00%	11.00%
其他业务	收入	0.86	3.16	4.91	7.11	9.40
	YOY	-12.57%	268.48%	55.00%	45.00%	32.20%
合计	收入	40.05	56.19	73.55	95.76	122.74
	YOY	13.10%	40.32%	30.88%	30.19%	28.18%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

#### 毛利率预测

（1）**数字造价**：随着造价云转型持续深入，数字造价业务毛利率或将有所提升，预计 2022-2024 年毛利率分别为 93.0%、93.5%、63.8%。

（2）**数字施工**：施工业务包含材料采购等多种硬件产品，随着硬件产品销售规模持续扩大，该业务毛利率或将下降，预计 2022-2024 年毛利率分别为 65.0%、64.5%、64.2%。

（3）**数字设计**：数字设计为公司重点发力新业务，产品化程度较高，预计该业务毛利率将维持稳定，预计 2022-2024 年毛利率分别为 95.0%、94.5%、95.5%。

（4）**海外业务**：主要是数字造价和数字施工的国际化软件产品，结合历史毛利率水平，预计 2022-2024 年毛利率分别为 89.0%、89.5%、88.8%。

（5）**其他业务**：预计该业务毛利率将维持稳定，2022-2024 年毛利率分别为 49.0%、51.0%、50.0%。

预计 2022-2024 年公司销售毛利率分别为 83.99%、83.90%、83.77%。

表 9：公司业务毛利率预测（单位：%）

业务线	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
数字造价	94.17%	92.31%	93.00%	93.50%	93.80%
数字施工	72.07%	65.77%	65.00%	64.50%	64.20%
数字设计	91.69%	95.84%	95.00%	94.50%	95.50%
海外业务	89.54%	88.89%	89.00%	89.50%	88.80%
其他业务	88.38%	48.05%	49.00%	51.00%	50.00%
合计	88.65%	84.12%	83.99%	83.90%	83.77%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

**销售费用率：**(1) 2021 年，公司销售团队规模大幅增加，同比增长 19%，预计未来销售人员增速将有所趋缓。(2) 随着公司销售团队更加成熟，人均产出或将增加，销售费用率有望得到改善。预计 2022-2024 年销售费用率分别为 27.8%、27.5%、27.3%。

**管理费用率：**(1) 随着公司业务规模扩大，股权激励计划顺利实施，预计公司管理人员数量和薪资水平将持续上涨。(2) 公司进一步加强费用管控，持续推进数字广联达和 DSTE 体系建设，将改善公司经营效率。预计 2022-2024 年管理费用率分别为 19.5%、19.3%、19.0%。

**研发费用率：**(1) 公司坚持技术为本，扩大研发人员数量，在图形平台、人工智能、云计算、物联网等重点领域加大投入，预计研发费用将维持增长。(2) 公司在经营管理、研发投入方面进行精细化管理，提升研发效率。预计 2022-2024 年研发费用率分别为 23.0%、22.8%、23.1%。

**表 10：公司费用率预测（单位： %）**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售费用率	31.35%	28.24%	27.80%	27.50%	27.30%
管理费用率	21.95%	19.56%	19.50%	19.30%	19.00%
研发费用率	27.04%	23.73%	23.00%	22.80%	23.10%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

## 5.2. 估值分析与投资评级

我们选择用友网络、金山办公作为可比公司，根据 Wind 一致预期，2022 年 3 月 31 日，用友网络、金山办公 2022-2024 年 PE 估值的平均值为 71.88、54.23、43.22 倍，平均三年归母净利润 CAGR 为 31.24%。

公司是国内数字建筑领军企业，“清晰战略+高效执行”驱动公司从造价软件龙头迈向横跨造价、设计、施工等多业务的综合型数字建筑产品和服务提供商，市场竞争力不断提升，成长空间持续被打开。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.53、12.53、16.31 亿元，对应 PE 分别为 61.93、47.10、36.19 倍，维持“买入”评级。

**表 11：可比公司估值**

业务	股票名称	EPS（元/股）			PE		归母净利润 CAGR	
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2021-2023E
600588.SH	用友网络	0.28	0.36	0.45	83.19	63.73	50.91	29.74%
688111.SH	金山办公	3.10	4.19	5.28	60.57	44.74	35.52	32.74%
	平均值	1.69	2.28	2.87	71.88	54.23	43.22	31.24%
002410.SZ	广联达	0.80	1.05	1.37	61.93	47.10	36.19	31.45%

资料来源：WIND，浙商证券研究所 注：股价为 2022 年 3 月 31 日收盘价，除广联达以外，其他公司盈利预测均为 Wind 一致预期

## 6. 风险提示

**(1) 建筑行业数字化转型不及预期。**公司客户主要是建筑产业链相关企业，产品直接服务于企业数字化转型需求，如果建筑产业数字化转型进程放缓，将有可能影响客户对公司软件产品和服务的需求。

**(2) 技术及产品研发不及预期的风险。**当前建筑业处在转型升级过程中，公司必须快速、准确地理解转型中的客户业务需求，及时洞察未来的发展趋势，并将其转化为产品及解决方案。如果公司对客户业务的理解不够深入，则会面临产品设计不佳，与客户需求契合度不高的风险。

**(3) 人才竞争加剧的风险。**作为技术类公司，公司业务快速发展需要大量优秀人才。在人才招聘与吸引方面，公司面临与其他优秀互联网企业的激烈竞争，人才竞争的加剧可能使得公司面临人才短缺或人力成本上升的风险。。

### 表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5122	8194	9877	12373
现金	4050	6886	8322	10421
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	524	873	997	1266
其它应收款	75	114	153	184
预付账款	36	88	112	125
存货	71	77	104	141
其他	366	156	189	237
非流动资产	4946	4596	4716	4752
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	326	271	284	294
固定资产	824	851	863	859
无形资产	531	562	589	665
在建工程	396	316	253	203
其他	2870	2595	2727	2732
资产总计	10068	12789	14593	17125
流动负债	3637	4548	5089	5940
短期借款	0	364	122	162
应付款项	268	304	394	541
预收账款	0	671	291	498
其他	3369	3208	4281	4740
非流动负债	158	99	129	129
长期借款	0	0	(0)	(0)
其他	158	99	129	129
负债合计	3795	4647	5218	6069
少数股东权益	485	568	692	837
归属母公司股东权益	5788	7575	8683	10219
负债和股东权益	10068	12789	14593	17125
现金流量表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1601	1383	1967	2164
净利润	776	1036	1378	1776
折旧摊销	158	131	125	108
财务费用	(53)	(68)	(96)	(128)
投资损失	16	(5)	0	4
营运资金变动	379	303	550	434
其它	325	(14)	11	(29)
投资活动现金流	(1541)	223	(246)	(146)
资本支出	(226)	(2)	(8)	(8)
长期投资	(70)	54	(13)	(10)
其他	(1246)	170	(225)	(129)
筹资活动现金流	(819)	1230	(285)	81
短期借款	(3)	364	(242)	40
长期借款	0	0	0	0
其他	(816)	866	(43)	41
现金净增加额	(760)	2837	1436	2099

利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5619	7355	9576	12274
营业成本	893	1178	1541	1991
营业税金及附加	46	74	96	123
营业费用	1587	2045	2633	3351
管理费用	1099	1434	1848	2332
研发费用	1333	1692	2183	2835
财务费用	(53)	(68)	(96)	(128)
资产减值损失	27	6	18	17
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(16)	5	(0)	(4)
其他经营收益	86	97	100	117
营业利润	816	1097	1452	1866
营业外收支	(9)	1	2	1
利润总额	806	1098	1453	1867
所得税	31	62	76	91
净利润	776	1036	1378	1776
少数股东损益	58	83	124	145
归属母公司净利润	718	953	1253	1631
EBITDA	903	1158	1478	1844
EPS (最新摊薄)	0.60	0.80	1.05	1.37
主要财务比率				
	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	40.32%	30.88%	30.19%	28.18%
营业利润	72.87%	34.52%	32.34%	28.52%
归属母公司净利润	85.11%	32.75%	31.47%	30.14%
获利能力				
毛利率	84.12%	83.99%	83.90%	83.77%
净利率	13.81%	14.09%	14.39%	14.47%
ROE	11.19%	13.23%	14.31%	15.97%
ROIC	12.18%	12.15%	14.48%	15.80%
偿债能力				
资产负债率	37.69%	36.33%	35.76%	35.44%
净负债比率	0.77%	8.04%	2.59%	2.95%
流动比率	1.41	1.80	1.94	2.08
速动比率	1.39	1.79	1.92	2.06
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.64	0.70	0.77
应收账款周转率	12.26	10.85	10.34	10.89
应付账款周转率	4.92	4.11	4.41	4.26
每股指标(元)				
每股收益	0.60	0.80	1.05	1.37
每股经营现金	1.35	1.16	1.65	1.82
每股净资产	4.87	6.37	7.30	8.59
估值比率				
P/E	82.21	61.93	47.10	36.19
P/B	10.20	7.79	6.80	5.78
EV/EBITDA	80.39	45.88	34.90	26.94

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn