

# 华阳国际 (002949.SZ)

## 盈利恢复可期, BIM 业务受益 AI 技术变革

营收业绩受制行业需求深度回调, 后续有望逐步恢复。公司发布 2022 年报, 实现营收 18.3 亿元, 同降 37%, 主要受地产行业下行及特殊宏观事件影响, 设计行业需求深度回调, 同时公司收缩 EPC 业务; 实现归母净利润 1.12 亿元, 同增 6%, 扣非后归母净利润同增 14%, 营收下滑但业绩有所增长, 主要系 2021 年计提资产+信用减值较多(1.58 亿), 2022 年计提规模减少(0.97 亿)。分业务板块看, 2022 年公司建筑设计/造价咨询/EPC/全过程咨询、代建管理及其他分别实现营收 12.3/2.2/3.2/0.5 亿元, 分别同比变化 -20%/-2%/-71%/+147%, 造价咨询表现平稳, EPC 业务明显收缩。装配式建筑设计业务收入 5.5 亿元, 同降 6%。订单上看, 2022 年公司建筑设计新签合同 15.2 亿元, 同降 38%, 其中装配式设计 6.2 亿元, 同降 43%, 占比 41%, YoY-4 个 pct; 造价咨询 2.2 亿元, 同降 53%; EPC 及全过程工程咨询 0.5 亿元, 同降 69%。人均产值上看, 剔除 EPC 业务后 2022 年人均产值 37.6 万元, YoY+3.0 万元, 虽然 2022 年公司员工总数减少 22%, 但人均产值延续提升趋势, 经营效率持续优化, 且人员成本下降有望为 2023 年业绩恢复奠定良好基础。公司发布 2023 年财务预算报告, 目标新签订单同增 25%, 营收稳中有升, 净利润增长 20% 以上, 后续有望步入业绩恢复期。毛利率明显提升, 费用率有所上升, 现金流表现持续优异。2022 年公司毛利率 29.2%, 较上年提升 8.3 个 pct, 主要系公司加大成本管控, 同时低毛利 EPC 业务占比大幅减小, 其中建筑设计/造价咨询/EPC 业务毛利率分别为 34.6%/38.4%/3.2%, YoY+2.9/+3.4/+0.5 个 pct。期间费用率 16.1%, 提升 4.9 个 pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动+0.7/+3.3/+1.0/-0.1 个 pct, 管理、研发、销售费用率上升, 预计主要系公司营收下降较多, 但销售、管理、研发人员成本相对刚性。归母净利率提升 2.5 个 pct 至 6.1%。2022 年公司经营性现金流净流入 2.7 亿元, 同比多流入 0.3 亿元, 延续大额净流入趋势, 主要系公司严控支出, 同时代建项目的代收代付资金增加所致(代收代付款同增 0.7 亿)。收现比 102%, YoY+1 个 pct。

**BIM 业务持续开拓, 有望重点受益 AI 技术变革。**公司自 2008 年至今持续开拓建筑 BIM 业务, 技术与开发能力储备丰富。目前华阳城市科技公司员工超过 120 人, 相继研发上线了 iBIM 平台 V4.14 版和华阳速建 2022 版。2022 年公司与中望软件成立合资公司, 共同开发国产 BIM 软件, 助力实现自主可控, 解决行业“卡脖子”问题。此外, 公司还与万科旗下从事地产科技研发的全资子公司万翼科技战略合作, 在基于 CAD 形式的 AI 审图、AI 审图平台与公司 iBIM 平台数据对接、AI 赋能设计场景、BIM 合作研发等方面展开合作, 持续强化 BIM 产品实力。BIM 是建筑数字化的基础, 建筑数字化则是 AI 运用于建筑设计及后续服务的基础, 公司作为华南房建设计龙头, BIM 技术领先、数据资源丰富, 随着产品持续成熟和推广, 后续有望重点受益 AI+设计发展浪潮。

**投资建议:** 我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.64/2.01/2.44 亿元, 同比增长 46%/22%/21% (2022-2025 年 CAGR 为 29%), EPS 为 0.84/1.02/1.24 元, 当前股价对应 PE 为 17/14/12 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 地产政策风险, 装配式及 BIM 业务拓展不及预期风险, 跨地域经营风险等。

| 财务指标          | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 2,876 | 1,825 | 1,917 | 2,313 | 2,776 |
| 增长率 yoy (%)   | 51.9  | -36.5 | 5.0   | 20.7  | 20.0  |
| 归母净利润(百万元)    | 105   | 112   | 164   | 201   | 244   |
| 增长率 yoy (%)   | -39.2 | 6.5   | 46.4  | 22.3  | 21.2  |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 0.54  | 0.57  | 0.84  | 1.02  | 1.24  |
| 净资产收益率(%)     | 8.7   | 9.1   | 11.3  | 12.7  | 14.0  |
| P/E(倍)        | 26.6  | 25.0  | 17.0  | 13.9  | 11.5  |
| P/B(倍)        | 2.1   | 2.1   | 1.9   | 1.7   | 1.6   |

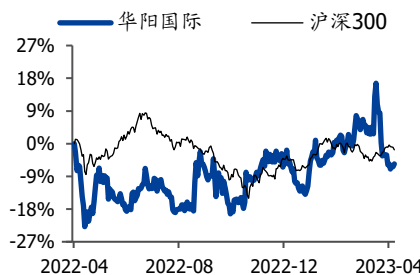
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 13 日收盘价

买入(维持)

### 股票信息

|               |          |
|---------------|----------|
| 行业            | 工程咨询服务   |
| 前次评级          | 买入       |
| 4月13日收盘价(元)   | 14.28    |
| 总市值(百万元)      | 2,799.44 |
| 总股本(百万股)      | 196.04   |
| 其中自由流通股(%)    | 76.07    |
| 30日日均成交量(百万股) | 3.83     |

### 股价走势



### 作者

|         |                       |
|---------|-----------------------|
| 分析师     | 何亚轩                   |
| 执业证书编号: | S0680518030004        |
| 邮箱:     | heyaxuan@gszq.com     |
| 分析师     | 廖文强                   |
| 执业证书编号: | S0680519070003        |
| 邮箱:     | liaowenqiang@gszq.com |
| 分析师     | 程龙戈                   |
| 执业证书编号: | S0680518010003        |
| 邮箱:     | chenglongge@gszq.com  |

### 相关研究

- 《华阳国际(002949.SZ): 主业稳步扩张, 装配式与 BIM 共舞》2022-04-08
- 《华阳国际(002949.SZ): 联合中望共研平台软件, BIM 业务未来可期》2022-02-18

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1946  | 2035  | 1985  | 2234  | 2200  |
| 现金             | 382   | 625   | 780   | 873   | 996   |
| 应收票据及应收账款      | 538   | 611   | 398   | 546   | 379   |
| 其他应收款          | 29    | 25    | 32    | 36    | 46    |
| 预付账款           | 8     | 8     | 9     | 11    | 13    |
| 存货             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动资产         | 989   | 767   | 767   | 767   | 767   |
| <b>非流动资产</b>   | 1095  | 1186  | 1232  | 1365  | 1506  |
| 长期投资           | 32    | 52    | 76    | 101   | 126   |
| 固定资产           | 427   | 402   | 449   | 555   | 658   |
| 无形资产           | 195   | 191   | 203   | 223   | 246   |
| 其他非流动资产        | 440   | 541   | 504   | 487   | 476   |
| <b>资产总计</b>    | 3041  | 3221  | 3217  | 3599  | 3706  |
| <b>流动负债</b>    | 1079  | 1220  | 1152  | 1405  | 1328  |
| 短期借款           | 24    | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 应付票据及应付账款      | 163   | 214   | 179   | 295   | 274   |
| 其他流动负债         | 893   | 1003  | 971   | 1107  | 1051  |
| <b>非流动负债</b>   | 464   | 422   | 350   | 299   | 248   |
| 长期借款           | 355   | 378   | 306   | 255   | 204   |
| 其他非流动负债        | 109   | 44    | 44    | 44    | 44    |
| <b>负债合计</b>    | 1543  | 1641  | 1503  | 1704  | 1576  |
| 少数股东权益         | 67    | 99    | 128   | 168   | 222   |
| 股本             | 196   | 196   | 196   | 196   | 196   |
| 资本公积           | 645   | 642   | 642   | 642   | 642   |
| 留存收益           | 469   | 522   | 627   | 748   | 894   |
| 归属母公司股东权益      | 1431  | 1480  | 1586  | 1728  | 1908  |
| <b>负债和股东权益</b> | 3041  | 3221  | 3217  | 3599  | 3706  |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 238   | 265   | 300   | 340   | 375   |
| 净利润            | 131   | 145   | 193   | 241   | 298   |
| 折旧摊销           | 55    | 47    | 37    | 43    | 45    |
| 财务费用           | 11    | 5     | -11   | -17   | -22   |
| 投资损失           | -17   | -15   | -13   | -15   | -15   |
| 营运资金变动         | -110  | -33   | 97    | 91    | 72    |
| 其他经营现金流        | 168   | 117   | -2    | -3    | -3    |
| <b>投资活动现金流</b> | -140  | 84    | -66   | -160  | -168  |
| 资本支出           | 146   | 156   | 22    | 109   | 115   |
| 长期投资           | 8     | -15   | -23   | -25   | -25   |
| 其他投资现金流        | 14    | 225   | -68   | -76   | -78   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -159  | -105  | -78   | -87   | -84   |
| 短期借款           | -45   | -22   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 16    | 22    | -71   | -51   | -51   |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 3     | -3    | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -133  | -103  | -7    | -35   | -33   |
| <b>现金净增加额</b>  | -60   | 244   | 155   | 94    | 122   |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2876  | 1825  | 1917  | 2313  | 2776  |
| 营业成本            | 2276  | 1292  | 1350  | 1628  | 1954  |
| 营业税金及附加         | 15    | 13    | 12    | 14    | 17    |
| 营业费用            | 50    | 45    | 47    | 56    | 67    |
| 管理费用            | 164   | 163   | 172   | 207   | 244   |
| 研发费用            | 97    | 80    | 84    | 109   | 125   |
| 财务费用            | 11    | 5     | -11   | -17   | -22   |
| 资产减值损失          | -27   | -35   | 58    | 58    | 69    |
| 其他收益            | 24    | 21    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 2     | 4     | 2     | 3     | 3     |
| 投资净收益           | 17    | 15    | 13    | 15    | 15    |
| 资产处置收益          | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 148   | 172   | 221   | 276   | 340   |
| 营业外收入           | 0     | 0     | 1     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 1     | 11    | 4     | 4     | 5     |
| <b>利润总额</b>     | 147   | 160   | 219   | 272   | 335   |
| 所得税             | 17    | 16    | 26    | 31    | 37    |
| <b>净利润</b>      | 131   | 145   | 193   | 241   | 298   |
| 少数股东损益          | 25    | 32    | 29    | 40    | 54    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 105   | 112   | 164   | 201   | 244   |
| EBITDA          | 216   | 214   | 246   | 300   | 360   |
| EPS (元)         | 0.54  | 0.57  | 0.84  | 1.02  | 1.24  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 51.9  | -36.5 | 5.0   | 20.7  | 20.0  |
| 营业利润(%)         | -33.1 | 16.0  | 29.1  | 24.5  | 23.2  |
| 归属于母公司净利润(%)    | -39.2 | 6.5   | 46.4  | 22.3  | 21.2  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 20.9  | 29.2  | 29.6  | 29.6  | 29.6  |
| 净利率(%)          | 3.7   | 6.1   | 8.6   | 8.7   | 8.8   |
| ROE(%)          | 8.7   | 9.1   | 11.3  | 12.7  | 14.0  |
| ROIC(%)         | 7.4   | 7.8   | 9.2   | 10.8  | 12.5  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 50.7  | 51.0  | 46.7  | 47.3  | 42.5  |
| 净负债比率(%)        | 7.8   | -11.0 | -21.0 | -26.3 | -31.2 |
| 流动比率            | 1.8   | 1.7   | 1.7   | 1.6   | 1.7   |
| 速动比率            | 1.6   | 1.5   | 1.5   | 1.4   | 1.5   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 1.0   | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.8   |
| 应收账款周转率         | 5.6   | 3.2   | 3.8   | 4.9   | 6.0   |
| 应付账款周转率         | 13.2  | 6.9   | 6.9   | 6.9   | 6.9   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.54  | 0.57  | 0.84  | 1.02  | 1.24  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.22  | 1.35  | 1.53  | 1.74  | 1.91  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 6.71  | 6.96  | 7.50  | 8.22  | 9.14  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 26.6  | 25.0  | 17.0  | 13.9  | 11.5  |
| P/B             | 2.1   | 2.1   | 1.9   | 1.7   | 1.6   |
| EV/EBITDA       | 10.3  | 10.3  | 8.3   | 6.5   | 5.1   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 13 日收盘价

图表 1: 重点财务数据一览

| 单位: 百万元         | 2021年         | 2022年         | 2021一季单季      | 2021二季单季      | 2021三季单季      | 2021四季单季      | 2022一季单季      | 2022二季单季      | 2022三季单季      | 2022四季单季      |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入            | 2,876         | 1,825         | 365           | 685           | 785           | 1,041         | 377           | 484           | 436           | 529           |
| 营业成本            | 2,276         | 1,292         | 308           | 520           | 607           | 841           | 316           | 318           | 274           | 384           |
| <b>毛利率</b>      | <b>20.88%</b> | <b>29.21%</b> | <b>15.49%</b> | <b>24.18%</b> | <b>22.72%</b> | <b>19.21%</b> | <b>16.18%</b> | <b>34.22%</b> | <b>37.10%</b> | <b>27.41%</b> |
| 销售费用            | 50            | 45            | 8             | 12            | 13            | 17            | 8             | 12            | 13            | 12            |
| 管理费用            | 164           | 163           | 35            | 37            | 45            | 47            | 38            | 32            | 39            | 54            |
| 研发费用            | 97            | 80            | 19            | 24            | 24            | 30            | 18            | 24            | 20            | 18            |
| 财务费用            | 11            | 5             | 3             | 3             | 3             | 2             | 1             | 1             | 2             | 1             |
| 销售费用率           | 1.73%         | 2.45%         | 2.10%         | 1.75%         | 1.65%         | 1.64%         | 2.21%         | 2.39%         | 2.92%         | 2.29%         |
| 管理费用率           | 5.70%         | 8.95%         | 9.51%         | 5.41%         | 5.72%         | 4.55%         | 9.95%         | 6.68%         | 9.02%         | 10.26%        |
| 研发费用率           | 3.38%         | 4.38%         | 5.13%         | 3.53%         | 3.09%         | 2.90%         | 4.69%         | 5.03%         | 4.64%         | 3.36%         |
| 财务费用率           | 0.39%         | 0.27%         | 0.79%         | 0.42%         | 0.37%         | 0.23%         | 0.38%         | 0.15%         | 0.42%         | 0.19%         |
| <b>期间费用率</b>    | <b>11.20%</b> | <b>16.06%</b> | <b>17.53%</b> | <b>11.11%</b> | <b>10.84%</b> | <b>9.32%</b>  | <b>17.23%</b> | <b>14.24%</b> | <b>17.01%</b> | <b>16.11%</b> |
| 资产(含信用)减值损失     | -158          | -97           | -7            | -12           | -10           | -128          | -12           | -22           | 9             | -72           |
| 投资收益            | 17            | 15            | 2             | 5             | 6             | 3             | 2             | 5             | 5             | 2             |
| 营业外收入           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 营业外支出           | 1             | 11            | 0             | 0             | 0             | 1             | 0             | 0             | 1             | 10            |
| 税前利润            | 147           | 160           | -9            | 85            | 90            | -19           | -7            | 85            | 100           | -17           |
| 所得税             | 17            | 16            | -2            | 10            | 11            | -3            | -1            | 11            | 14            | -7            |
| <b>所得税率</b>     | <b>11.22%</b> | <b>9.83%</b>  | <b>18.91%</b> | <b>12.25%</b> | <b>11.72%</b> | <b>14.41%</b> | <b>20.12%</b> | <b>13.02%</b> | <b>13.53%</b> | <b>42.67%</b> |
| 少数股东损益占比        | 19.30%        | 22.39%        | -2.05%        | 2.93%         | 4.43%         | -118.18%      | 31.26%        | 3.77%         | 10.72%        | -222.06%      |
| 归母净利润           | 105           | 112           | -8            | 73            | 76            | -36           | -4            | 71            | 77            | -32           |
| <b>归母净利润率</b>   | <b>3.66%</b>  | <b>6.14%</b>  | <b>-2.12%</b> | <b>10.60%</b> | <b>9.70%</b>  | <b>-3.43%</b> | <b>-1.01%</b> | <b>14.67%</b> | <b>17.69%</b> | <b>-6.04%</b> |
| 摊薄EPS(元)        | 0.54          | 0.57          | -0.04         | 0.37          | 0.39          | -0.18         | -0.02         | 0.36          | 0.39          | -0.16         |
| <b>经营性现金流净额</b> | <b>238</b>    | <b>265</b>    | <b>-271</b>   | <b>120</b>    | <b>44</b>     | <b>345</b>    | <b>-150</b>   | <b>-25</b>    | <b>87</b>     | <b>353</b>    |
| 收现比             | 101%          | 102%          | 72%           | 91%           | 98%           | 120%          | 67%           | 73%           | 112%          | 145%          |
| 付现比             | 61%           | 40%           | 49%           | 42%           | 78%           | 66%           | 24%           | 34%           | 48%           | 52%           |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级               | 说明                     |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入               | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有               | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   |      | 减持               | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   | 行业评级 | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性               | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持  |      | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |                        |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com