

多因素致业绩承压，核心技术持续进步

——广联达(002410.SZ)2023年半年度报告点评

事件：

公司于2023年8月21日收盘后发布《2023年半年度报告》。

点评：

● 多种因素导致公司业绩短期承压，数字造价业务保持较强韧性

2023年上半年，公司实现营业收入30.50亿元，同比增长10.71%；实现归母净利润2.48亿元，同比下降37.47%。房建行业景气度继续下降，项目投资和开工下滑，行业相关客户在数字化投入上变得谨慎。按产品分，数字造价业务实现收入23.59亿元，同比增长12.42%，其中云收入18.85亿元，占比80%，同比增长20.81%；数字施工业务实现收入4.61亿元，同比下降7.75%；数字设计业务实现收入4551.98万元，同比下降7.44%；海外业务实现收入9525.48万元，同比增长21.96%。

● 造价单岗产品稳健发展，数字新成本收入实现高增长

造价单岗位工具实现云收入15.82亿元，同比增长11.03%，主要系前期云合同确认及新签合同结转；签订云合同12.92亿元，同比下降4.06%，主要系房建行业景气度下降，部分客户特别是中小客户和散户的续费和新签受到一定影响，公司今年调整了造价业务的销售政策，取消了多年合同优惠签约的政策，将多年订单调整为年度订单，影响了上半年的云合同金额。数字新成本业务实现云收入3.03亿元，同比增长123.68%，主要系前期云合同确认以及新签合同结转；签订云合同2.74亿元，同比下降23.98%。公司在上半年重点夯实产品交付，未在营销侧进行大规模推广。下半年，随着造价市场化改革逐步深入与国家城市更新战略持续推进，公司将更加聚焦央国企等重点客户的拓展，提升大客户普及率，进一步拉动用户规模增长。

● 加大研发巩固技术壁垒，构建建筑行业AI能力

公司上半年研发投入总额为9.10亿元，同比增长15.19%，占营业收入比重为29.84%。上半年，公司发布建筑行业首个具有自主知识产权的数字化核心能力平台——建筑业务平台，为整个建筑行业提供了一个覆盖设计、施工、运维等建筑全生命周期服务的PaaS平台；推进建筑行业大模型研发和应用落地，构建建筑行业AI大模型层、工具平台层、产品应用层三层AI技术体系，其中大模型层是由建筑领域的专业数据经过有监督精调、专家反馈的强化学习的领域大语言模型与多模态大模型构成，在建筑设计、交易与成本、施工、运维等建筑全领域有更高质量的专业内容输出。

● 盈利预测与投资建议

公司作为数字建筑平台服务商，立足建筑产业，未来成长空间广阔。参考上半年经营情况，调整公司2023-2025年的营业收入预测至78.36、97.88、121.07亿元，调整归母净利润预测至11.19、14.77、19.08亿元，EPS为0.67、0.89、1.15元/股，对应PE为39.45、29.88、23.14倍。公司各主要业务处于不同发展阶段，成长空间有较大差异，适用分部估值法，2023年的目标市值为620.08亿元，目标价为37.24元。维持“买入”评级。

● 风险提示

建筑业数字化转型推进放缓的风险；数字造价业务发展不及预期的风险；数字施工业务拓展不及预期的风险；数字设计业务成长不及预期的风险。

买入|维持

当前价/目标价：26.52元/37.24元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：77.29 / 26.52

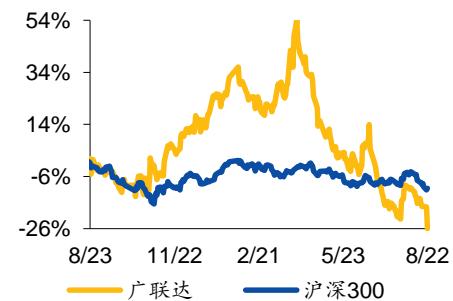
A股流通股(百万股)：1318.52

A股总股本(百万股)：1664.87

流通市值(百万元)：34967.13

总市值(百万元)：44152.34

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-广联达(002410.SZ)2022年年度报告点评：利润实现快速增长，九三规划目标清晰》
2023.03.30

《国元证券公司研究-广联达(002410.SZ)2022年第三季度报告点评：营业收入稳健增长，各项业务稳步推进》
2022.11.02

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 王朗

邮箱 wanglang2@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5619.38	6590.84	7835.96	9788.21	12107.19
收入同比(%)	40.32	17.29	18.89	24.91	23.69
归母净利润 (百万元)	660.97	966.73	1119.19	1477.45	1908.46
归母净利润同比(%)	100.06	46.26	15.77	32.01	29.17
ROE(%)	11.42	15.32	15.87	18.37	20.57
每股收益 (元)	0.40	0.58	0.67	0.89	1.15
市盈率(P/E)	66.80	45.67	39.45	29.88	23.14

资料来源：Wind，国元证券研究所

附：分部估值逻辑

公司作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，为客户提供数字化软硬件产品、解决方案及相关服务。公司业务面向建设方、设计方、中介咨询方、施工方、制造厂商、供应商、运营方等产业链各参与方，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。2023-2025年，公司进入第九个三年战略规划期，也是二次创业的攻坚期和收获期。九三期间，公司将坚定不移地推动建筑产业实现数字化转型升级，加速行业数字化变革。

目前，公司收入主要来源于数字造价业务和数字施工业务。对于公司的估值，我们认为两大业务处于不同的发展阶段，用分部估值方法较为合适。我们预测2023年数字造价业务的收入将达到56.50亿元，根据公司披露的《2019年6月4日投资者关系活动记录表(二)》：“我们历史上最高净利润率约38%，转型完成之后我们希望能挑战历史最高点”，根据上半年的经营情况，我们调整净利润率预测至30%，则预期2023年该业务的净利润为16.95亿元。考虑到商业模式升级后经营性现金流的显著改善、客户黏性提升带来的增值服务空间、中长期的持续成长空间、未来估值水平的不确定性等多重因素，同时结合未来三年21.67%的复合增速预期，调整该业务2023年的目标PE至30倍，则2023年底数字造价业务的估值为508.50亿元。对于成长中的数字施工业务，我们预测2023年该业务收入为15.94亿元，由于公司未单独披露该业务的盈利状况，且处于加大研发投入和市场拓展阶段，我们参照成熟软件产品业务的净利润率一般为20%左右来假设该业务处于静态时的盈利能力(显著低于公司数字造价业务的净利润率)，同时考虑未来三年收入增速26.03%的预测、该业务未来广阔的成长空间、目前计算机(申万)指数的PE TTM为65.3倍等因素，调整该业务2023年的目标PE至35倍，则2023年底数字施工业务的估值为111.58亿元。对于数字设计与海外业务等业务，目前收入的体量较小，暂时不给予估值。综上，公司2023年的合理估值为：620.08亿元，按照最新总股本16.65亿股来计算，对应的目标价约为37.24元。

备注：在上述分部估值中，我们做出的各分部的盈利预测值的前提条件是：不考虑公司为未来持续成长所额外投入的研发费用、管理费用、营业费用、财务费用等，而公司层面的归母净利润预测值是考虑上述费用的，因此，公司的归母净利润预测值小于各分部盈利预测值之和。请投资者注意上述差异，谨慎使用上述各项预测值。

财务预测表

资产负债表						利润表					
会计年度	单位:百万元					单位:百万元					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	5121.55	5796.96	6976.90	8244.60	9819.17	营业收入	5619.38	6590.84	7835.96	9788.21	12107.19
现金	4049.52	4344.50	5204.24	6237.83	7546.37	营业成本	892.63	1123.82	1337.50	1684.65	2109.12
应收账款	494.63	1039.64	1124.46	1303.79	1486.76	营业税金及附加	45.59	48.31	56.42	69.50	84.75
其他应收款	75.23	58.08	67.39	83.20	100.49	营业费用	1586.83	1690.07	2027.95	2510.68	3082.49
预付账款	36.32	71.79	75.57	79.68	90.90	管理费用	1098.96	1229.26	1439.47	1793.20	2214.41
存货	70.89	86.60	103.79	130.22	162.19	研发费用	1333.49	1515.24	1761.64	2106.47	2500.10
其他流动资产	394.96	196.36	401.46	409.88	432.46	财务费用	-53.04	-32.88	-21.88	-26.69	-32.55
非流动资产	4946.07	5748.53	5636.52	5728.90	5814.46	资产减值损失	-1.25	-9.14	-1.85	-1.64	-1.38
长期投资	325.81	342.15	344.38	349.47	356.52	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	823.94	1424.12	1436.87	1447.88	1460.92	投资净收益	-16.23	-8.00	-5.31	-4.64	-4.01
无形资产	530.60	675.90	680.59	684.12	686.31	营业利润	758.41	1096.14	1267.76	1665.58	2144.46
其他非流动资产	3265.73	3306.36	3174.68	3247.42	3310.71	营业外收入	0.93	1.31	2.37	2.49	2.61
资产总计	10067.63	11545.49	12613.42	13973.50	15633.64	营业外支出	10.09	19.74	21.74	23.53	25.86
流动负债	3637.08	4575.93	4873.23	5162.70	5491.11	利润总额	749.25	1077.71	1248.39	1644.54	2121.21
短期借款	0.00	3.80	0.00	0.00	0.00	所得税	30.57	65.68	75.28	98.18	126.21
应付账款	267.97	531.20	546.50	603.44	649.40	净利润	718.68	1012.03	1173.12	1546.36	1995.00
其他流动负债	3369.11	4040.93	4326.73	4559.26	4841.72	少数股东损益	57.71	45.30	53.93	68.91	86.55
非流动负债	157.80	168.46	146.48	155.11	163.78	归属母公司净利润	660.97	966.73	1119.19	1477.45	1908.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	863.16	1288.65	1416.65	1819.25	2302.42
其他非流动负债	157.80	168.46	146.48	155.11	163.78	EPS (元)	0.56	0.81	0.67	0.89	1.15
负债合计	3794.88	4744.39	5019.71	5317.81	5654.89						
少数股东权益	485.01	489.36	543.29	612.20	698.74						
股本	1189.32	1191.30	1664.87	1664.87	1664.87						
资本公积	3173.71	2910.30	2436.72	2436.72	2436.72						
留存收益	2431.91	3063.48	3706.15	4699.22	5935.73						
归属母公司股东权益	5787.74	6311.75	7050.42	8043.49	9280.00						
负债和股东权益	10067.63	11545.49	12613.42	13973.50	15633.64						

现金流量表						主要财务比率					
会计年度	单位:百万元					主要财务比率					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1601.35	1647.60	1379.96	1745.86	2228.13	成长能力					
净利润	718.68	1012.03	1173.12	1546.36	1995.00	营业收入(%)	40.32	17.29	18.89	24.91	23.69
折旧摊销	157.79	225.39	170.76	180.36	190.51	营业利润(%)	83.10	44.53	15.66	31.38	28.75
财务费用	-53.04	-32.88	-21.88	-26.69	-32.55	归属母公司净利润(%)	100.06	46.26	15.77	32.01	29.17
投资损失	16.23	8.00	5.31	4.64	4.01	盈利能力					
营运资金变动	568.55	169.25	-236.20	-114.73	-139.45	毛利率(%)	84.12	82.95	82.93	82.79	82.58
其他经营现金流	193.13	265.81	288.85	155.92	210.61	净利率(%)	11.76	14.67	14.28	15.09	15.76
投资活动现金流	-1541.38	-964.23	-147.74	-255.76	-283.03	ROE(%)	11.42	15.32	15.87	18.37	20.57
资本支出	720.43	849.51	73.46	91.28	106.52	ROIC(%)	24.17	26.23	28.47	36.10	44.52
长期投资	946.15	107.99	-104.29	24.80	28.71	偿债能力					
其他投资现金流	125.20	-6.74	-178.57	-139.68	-147.80	资产负债率(%)	37.69	41.09	39.80	38.06	36.17
筹资活动现金流	-819.50	-374.34	-372.48	-456.50	-636.56	净负债比率(%)	0.77	0.89	0.60	0.59	0.60
短期借款	-3.00	3.80	-3.80	0.00	0.00	流动比率	1.41	1.27	1.43	1.60	1.79
长期借款	-0.07	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.39	1.25	1.41	1.57	1.76
普通股增加	3.61	1.97	473.57	0.00	0.00	营运能力					
资本公积增加	39.07	-263.42	-473.57	0.00	0.00	总资产周转率	0.57	0.61	0.65	0.74	0.82
其他筹资现金流	-859.10	-116.70	-368.68	-456.50	-636.56	应收账款周转率	11.29	8.35	7.24	8.06	8.68
现金净增加额	-772.31	332.19	859.74	1033.59	1308.54	应付账款周转率	4.92	2.81	2.48	2.93	3.37

资料来源: Wind, 国元证券研究所

投资评级说明：

(1) 公司评级定义

买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心
A座国元证券
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16
楼国元证券
邮编：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188