

002949.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 14.13

板块评级: 中性

本报告要点

■ 华阳国际 2023 年三季度点评

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	5.9	(3.8)	(4.7)	1.4
相对深圳成指	18.0	(0.5)	5.9	10.5

发行股数 (百万)	196.04
流通股 (百万)	149.11
总市值 (人民币 百万)	2,770.04
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	55.88
主要股东	
唐崇武	26.48

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2023 年 10 月 27 日收市价为标准

华阳国际

业务调整成效显著, 三季度毛利率超 40%

公司发布 2023 年三季报, 2023 1-3Q 公司营收 10.53 亿元, 同减 18.73%; 归母净利润 1.39 亿元, 同减 3.64%。公司盈利能力持续提升, 单三季度毛利率超 40%。公司深耕装配式建筑与 BIM 领域多年, 在建筑工业化与数字化转型过程中有望打开新成长空间。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩下降, 现金净流出规模大幅缩减。**2023Q3 公司营收 3.48 亿元, 同减 20.02%; 归母净利润 0.69 亿元, 同减 10.67%。2023 1-3Q 公司经营活动现金流量为 -0.30 亿元, 净流出规模同比大幅缩减 65.83%; 其中三季度公司经营活动现金流量净额为 -0.20 亿元, 同比由净流入转为净流出。截至三季度末, 公司应收账款及应收票据规模为 6.24 亿元, 同减 7.16%。
- **公司盈利能力持续攀升, 期间费用率小幅增加。**2023 1-3Q 公司综合毛利率为 31.95%, 同增 2.01pct; 归母净利率为 13.19%, 同增 2.06pct。其中三季度公司综合毛利率为 41.56%, 同增 4.46pct; 归母净利率为 19.75%, 同增 2.06pct。期间费用方面, 2023 1-3Q 公司期间费用率合计为 16.83%, 同增 0.79pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别增加 0.02/0.37/0.39/0.02pct。三季度公司期间费用率为 18.00%, 同增 0.99pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 0.08/0.95/0.21/-0.25pct。
- **业务结构调整取得成效, 公司持续深耕装配式建筑与 BIM。**公司持续调整业务结构, 聚焦业务覆盖区域, 毛利率较低的 EPC 业务占比不断下降, 且公司业务覆盖地区向先发优势较强的华南地区集中, 目前已取得一定成效, 2023Q3 毛利率超过 40%。公司作为最早开展装配式建筑设计和 BIM 技术研究的企业之一, 研究经验与成果丰富。未来公司将持续加强装配式建筑、BIM、绿建、双碳、人工智能等领域的研究和开发, 有望在建筑工业化与数字化转型过程中打开新成长空间。

估值

- 公司业绩基本符合我们预期, 我们维持原有盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 18.3、20.5、23.4 亿元; 归母净利为 1.8、2.1、2.5 亿元; EPS 为 0.92、1.06、1.28 元。维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 装配式建筑增速下滑, 下游需求恢复不及预期, 业务扩张效果不及预期。

相关研究报告

《华阳国际》20230825

《华阳国际》20230427

《华阳国际》20230417

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰: 工程咨询服务 II

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	2,876	1,825	1,828	2,047	2,342
增长率(%)	51.9	(36.5)	0.1	12.0	14.4
EBITDA(人民币 百万)	209	213	353	419	459
归母净利润(人民币 百万)	105	112	180	209	251
增长率(%)	(39.2)	6.5	60.6	15.9	20.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.54	0.57	0.92	1.06	1.28
市盈率(倍)	26.1	24.6	15.3	13.2	11.0
市净率(倍)	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA(倍)	15.7	9.9	6.3	4.7	4.0
每股股息(人民币)	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
股息率(%)	1.6	2.3	3.4	4.0	4.8

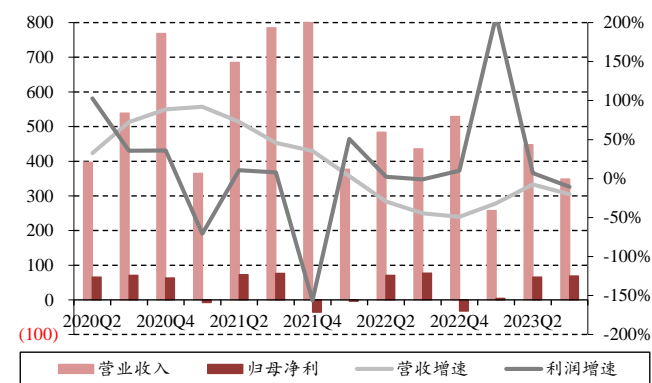
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、营收下滑，盈利能力持续提升

事件：公司发布三季度报告。2023 年一至三季度公司实现营业收入 10.53 亿元，同减 18.73%；归母净利润 1.39 亿元，同减 3.64%。其中三季度公司实现营业收入 3.48 亿元，同减 20.02%；归母净利润 0.69 亿元，同减 10.67%。公司营收及净利润同比均有下降。现金流方面，2023 年一至三季度公司经营活动现金流量为-0.30 亿元，净流出规模同比大幅缩减 65.83%；其中三季度公司经营活动现金流量净额为-0.20 亿元，同比由净流入转为净流出。截至三季度末，公司应收账款及应收票据规模为 6.24 亿元，同减 7.16%。

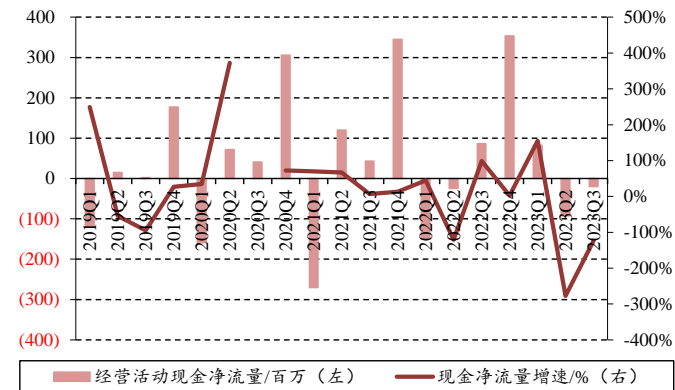
公司盈利能力持续攀升，期间费用率小幅增加。2023 年一至三季度，公司综合毛利率为 31.95%，同增 2.01pct；归母净利率为 13.19%，同增 2.06pct。其中三季度公司综合毛利率为 41.56%，同增 4.46pct；归母净利率为 19.75%，同增 2.06pct。三季度公司盈利能力持续增强。期间费用方面，2023 年一至三季度公司期间费用率合计为 16.83%，同增 0.79pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别增加 0.02/0.37/0.39/0.02pct。三季度公司期间费用率为 18.00%，同增 0.99pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动 0.08/0.95/0.21/-0.25pct。

图表 1. 2023Q3 公司营收净利均下滑，净利降幅较小
(单位：百万元)



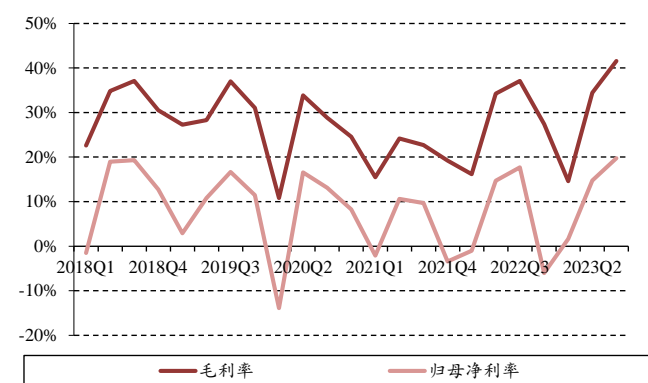
资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 2023 1-3Q 公司经营现金流净流出额同比大幅缩减
(单位：百万元)



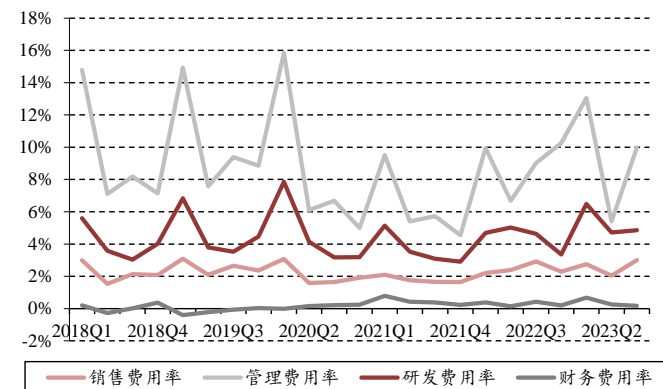
资料来源：Wind，中银证券

图表 3. 2023Q3 公司盈利能力持续增强



资料来源：Wind，中银证券

图表 4. 2023Q3 公司期间费用率同比小幅增加



资料来源：Wind，中银证券

二、业务结构调整取得成效，公司持续深耕装配式建筑与 BIM

业务结构调整卓有成效，单季度毛利率超 40%。公司持续调整业务结构，聚焦业务覆盖区域，毛利率较低的 EPC 业务占比不断下降，且公司业务覆盖地区向先发优势较强的华南地区集中，目前已取得一定成效，2023Q3 毛利率超过 40%，达到自上市以来最高单季度毛利率水平。

深耕装配式建筑与 BIM，符合未来发展方向。公司作为最早开展装配式建筑设计和 BIM 技术研究的企业之一，从 2004 年至今取得了丰富的研究经验与研究成果。未来公司将持续加强装配式建筑、BIM、绿建、双碳、人工智能等领域的研究和开发，形成覆盖研发、设计、生产、施工、装修等核心环节的集成技术体系，巩固装配式建筑竞争优势；公司打造了华阳速建等正向设计平台，以 iBIM 平台为支撑，链接建筑产业链核心环节的优秀资源，打造贯穿建筑全产业链、全生命周期的数据平台；此外，公司依托丰富的行业应用场景及应用软件研发经验，结合中望软件在工业软件开发领域的优势，联手打造完全拥有自主知识产权的 BIM 软件，从底层几何建模引擎到应用层功能开发，以彻底解决国产软件自主可控及软件性能瓶颈，为建筑行业数字化转型提供安全、成熟的基础软件和生态环境。

三、风险提示

装配式建筑增速下滑，建筑设计需求恢复不及预期，业务扩张效果不及预期

图表 5. 2023 1-3Q 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022 1-3Q	2023 1-3Q	同比增长(%)
营业收入	1,296.11	1,053.32	(18.73)
营业税及附加	7.79	6.01	(22.90)
净营业收入	1,288.32	1,047.31	(18.71)
营业成本	908.05	716.83	(21.06)
销售费用	32.61	26.67	(18.21)
管理费用	171.31	147.23	(14.06)
财务费用	3.98	3.42	(14.01)
资产减值损失	3.00	15.00	400.00
营业利润	178.52	176.35	(1.22)
营业外收入	0.07	0.17	125.35
营业外支出	0.98	2.11	115.41
利润总额	177.62	174.40	(1.81)
所得税	23.14	23.95	3.51
少数股东损益	10.30	11.53	11.95
归属母公司股东净利润	144.17	138.92	(3.64)
扣除非经常性损益的净利润	116.55	104.51	(10.33)
每股收益(元)	0.74	0.71	(4.05)
扣非后每股收益(元)	0.59	0.53	(10.17)
毛利率(%)	29.94	31.95	增加 2.01 个百分点
净利率(%)	11.92	14.28	增加 2.37 个百分点
销售费用率(%)	2.52	2.53	增加 0.02 个百分点
管理费用率(%)	8.42	8.79	增加 0.37 个百分点
研发费用率(%)	4.80	5.19	增加 0.39 个百分点
财务费用率(%)	0.31	0.32	增加 0.02 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2023Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q3	2023Q3	同比增长(%)
营业收入	435.61	348.41	(20.02)
营业税及附加	3.95	2.59	(34.46)
净营业收入	431.66	345.82	(19.89)
营业成本	274.01	203.61	(25.69)
销售费用	12.73	10.46	(17.84)
管理费用	59.51	51.64	(13.22)
财务费用	1.84	0.59	(67.70)
资产减值损失	2.00	6.00	200.00
营业利润	100.76	93.44	(7.27)
营业外收入	(0.01)	0.07	1,256.62
营业外支出	0.95	0.56	(41.83)
利润总额	99.80	92.95	(6.86)
所得税	13.50	13.54	0.29
少数股东损益	9.26	10.59	14.46
归属母公司股东净利润	77.04	68.82	(10.67)
扣除非经常性损益的净利润	70.75	62.11	(12.21)
每股收益(元)	0.39	0.35	(10.26)
扣非后每股收益(元)	0.36	0.32	(11.11)
毛利率(%)	37.10	41.56	增加 4.46 个百分点
净利率(%)	19.81	22.79	增加 2.98 个百分点
销售费用率(%)	2.92	3.00	增加 0.08 个百分点
管理费用率(%)	9.02	9.97	增加 0.95 个百分点
研发费用率(%)	4.64	4.85	增加 0.21 个百分点
财务费用率(%)	0.42	0.17	减少 0.25 个百分点

资料来源：万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,876	1,825	1,828	2,047	2,342
营业收入	2,876	1,825	1,828	2,047	2,342
营业成本	2,276	1,292	1,273	1,413	1,601
营业税金及附加	15	13	13	14	16
销售费用	50	45	40	45	52
管理费用	164	163	150	168	192
研发费用	97	80	91	102	117
财务费用	11	5	3	5	3
其他收益	24	21	16	20	19
资产减值损失	(27)	(35)	(20)	(24)	(23)
信用减值损失	(131)	(62)	(11)	(11)	(11)
资产处置收益	0	1	1	1	1
公允价值变动收益	2	4	0	0	0
投资收益	17	15	14	15	15
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	148	172	259	300	362
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	11	5	6	7
利润总额	147	160	254	295	355
所得税	17	16	29	34	41
净利润	131	145	225	261	314
少数股东损益	25	32	45	52	63
归母净利润	105	112	180	209	251
EBITDA	209	213	353	419	459
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.54	0.57	0.92	1.06	1.28

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,946	2,035	2,074	2,646	2,746
现金及等价物	382	625	758	1,039	1,167
应收账款	512	602	513	735	693
应收票据	26	9	26	14	32
存货	0	0	0	0	0
预付账款	8	8	8	9	10
合同资产	218	240	211	290	278
其他流动资产	801	551	558	558	566
非流动资产	1,095	1,186	1,164	1,158	1,151
长期投资	32	52	52	52	52
固定资产	427	402	502	541	548
无形资产	195	191	206	219	230
其他长期资产	440	541	403	346	321
资产合计	3,041	3,221	3,238	3,804	3,897
流动负债	1,079	1,220	1,104	1,517	1,428
短期借款	24	2	60	60	60
应付账款	163	214	157	255	212
其他流动负债	893	1,003	887	1,202	1,156
非流动负债	464	422	424	425	425
长期借款	0	0	5	5	5
其他长期负债	464	422	419	420	420
负债合计	1,543	1,641	1,527	1,942	1,852
股本	196	196	196	196	196
少数股东权益	67	99	144	197	259
归属母公司股东权益	1,431	1,480	1,566	1,665	1,785
负债和股东权益合计	3,041	3,221	3,238	3,804	3,897

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	131	145	225	261	314
折旧摊销	92	78	123	150	130
营运资金变动	47	77	(80)	123	(61)
其他	(32)	(34)	25	(31)	(4)
经营活动现金流	238	265	293	503	379
资本支出	(146)	(156)	(130)	(130)	(130)
投资变动	(11)	222	0	0	0
其他	18	18	16	16	16
投资活动现金流	(140)	84	(114)	(114)	(114)
银行借款	(50)	(22)	63	0	0
股权融资	(236)	(51)	(94)	(109)	(132)
其他	128	(32)	(13)	0	(6)
筹资活动现金流	(159)	(105)	(45)	(109)	(137)
净现金流	(60)	244	134	280	128

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	51.9	(36.5)	0.1	12.0	14.4
营业利润增长率(%)	(33.1)	16.0	50.9	16.0	20.4
归属于母公司净利润增长率(%)	(39.2)	6.5	60.6	15.9	20.3
息税前利润增长(%)	(43.0)	16.0	70.0	17.0	22.6
息税折旧前利润增长(%)	(17.5)	1.9	65.6	18.9	9.6
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(39.2)	6.5	60.6	15.9	20.3
获利能力					
息税前利润率(%)	4.0	7.4	12.6	13.1	14.1
营业利润率(%)	5.1	9.4	14.2	14.7	15.5
毛利率(%)	20.9	29.2	30.4	30.9	31.6
归母净利润率(%)	3.7	6.1	9.9	10.2	10.7
ROE(%)	7.4	7.6	11.5	12.5	14.1
ROIC(%)	8.7	10.9	17.0	22.5	26.2
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
净负债权益比	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.3)
流动比率	1.8	1.7	1.9	1.7	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	6.3	3.3	3.3	3.3	3.3
应付账款周转率	16.7	9.7	9.8	9.9	10.0
费用率					
销售费用率(%)	1.7	2.5	2.2	2.2	2.2
管理费用率(%)	5.7	9.0	8.2	8.2	8.2
研发费用率(%)	3.4	4.4	5.0	5.0	5.0
财务费用率(%)	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.5	0.6	0.9	1.1	1.3
每股经营现金流(最新摊薄)	1.2	1.4	1.5	2.6	1.9
每股净资产(最新摊薄)	7.3	7.6	8.0	8.5	9.1
每股股息	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	26.1	24.6	15.3	13.2	11.0
P/B(最新摊薄)	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	15.7	9.9	6.3	4.7	4.0
价格/现金流(倍)	11.6	10.4	9.4	5.5	7.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371