

转型期业绩承压，夯实基础静待拐点

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年年度报告, 全年实现收入65.6亿元, 同比减少0.4%, 实现归母净利润1.2亿元, 同比减少88.0%, 实现扣非后归母净利润5442.8万元, 同比减少94.1%。
- **利润短期承压, 组织架构完成调整静待拐点到来。** 报告期内, 受建筑行业开工情况影响, 公司收入与2022年基本持平; 利润下滑幅度较大, 主要是人力成本、折旧摊销和资产减值增加所导致。费用端看, 公司销售、管理、研发费用率分别为30.6%(+4.95pp)、19.3%(+0.61pp)、28.9%(+5.88pp); 摊销减值方面, 公司募资项目转入无形资产后开始摊销、西安研发基地转固后折旧同比增加约2亿元, 同时受部分业务板块增速未达预期影响, 资产减值同比增加约1亿元。2023年为公司“九三战略”开局之年, 公司于年初开始组织架构升级, 经过一年的磨合现已基本调整完毕, 预计将逐步释放红利, 提升组织效益。
- **数字造价逆势稳盘, 数字新成本空间可期。** 公司数字造价业务实现收入51.7亿元, 同比增长8.3%, 签署云合同35.6亿元, 同比下降9.1%, 剔除三年期合同影响, 同比基本持平。公司提前完成造价业务云转型, 产品续费率、活跃度等保持高位, 帮助公司收入侧熨平行业景气度波动。数字新成本业务实现云收入6.0亿元, 同比增长52.4%, 签订云合同5.4亿元, 同比下降21.5%。公司于2023年主抓数字新成本产品交付和升级, 产品应用率和续费率有效提升, 续费率已经接近造价产品的续费率水平。我们认为, 下游建筑客户对成本管理的精细化要求将逐步提升, 数字新成本业务经历两年的基础打造, 标杆案例众多, 有望迎来广阔成长空间。
- **数字施工优化聚焦, 数字设计蓄势待发。** 受建设项目开工进展影响, 公司施工业务实现收入8.6亿元, 同比减少35.0%, 公司积极调整经营策略, 聚焦项目质量, 持续提升自研软硬件的占比, 加大对业务盈利性和现金流管理, 销售回款同比2022年有所提升。公司数字设计业务实现收入8727.4亿元, 同比减少27.5%, 报告期内公司数维设计产品完成价值验证, 后续有望加速推广。此外, 报告期内公司完成海外能耗模拟软件公司EQUA Simulation AB(瑞典)并表, 助力海外业务实现收入1.9亿元, 同比增长26.4%。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到公司在2023年已基本完成组织架构升级, 后续降本增效举措有望逐步兑现红利, 同时数字新成本等业务在打好标杆效应的基础上或将加速贡献业绩增量, 公司利润有望迅速恢复。预计公司2024-2026年EPS分别为0.29元、0.44元、0.60元, 对应动态PE分别为39倍、27倍、19倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 建筑行业景气度下行; 行业竞争加剧; 核心研发人员流失; 核心产品续费率不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6563.36	7036.37	7705.36	8445.32
增长率	-0.42%	7.21%	9.51%	9.60%
归属母公司净利润(百万元)	115.84	490.57	725.73	1004.60
增长率	-88.02%	323.50%	47.93%	38.43%
每股收益EPS(元)	0.07	0.29	0.44	0.60
净资产收益率ROE	1.87%	7.52%	10.12%	12.45%
PE	167	39	27	19
PB	3.28	3.01	2.74	2.45

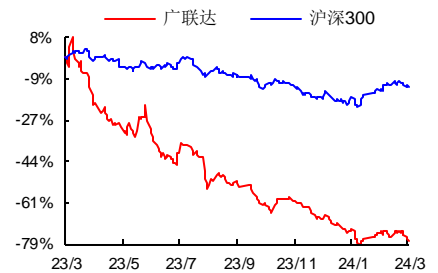
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 邓文鑫
执业证号: S1250523070002
电话: 15123996370
邮箱: dwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.65
流通A股(亿股)	15.89
52周内股价区间(元)	10.9-77.29
总市值(亿元)	192.96
总资产(亿元)	106.76
每股净资产(元)	3.53

相关研究

1. 广联达(002410): 利润加速释放, 数字新成本引领“九三”征程 (2023-03-27)

盈利预测

关键假设：

1) 数字成本：数字造价已全面完成转云，产品续费率活跃度保持高位；同时伴随下游建筑客户对成本管理的精细化要求逐步提升，数字新成本已经完成标杆案例打造，后续推广有望加速，预计该业务 2024-2026 年收入增速分别为 8%、10%、10%。

2) 数字施工：受建设项目开工进展波动影响，公司施工业务短期承压，但公司及时调整经营策略，主抓回款和现金流管理，提升自研软硬件比例，预计该业务 2024-2026 年收入增速分别为 5%、5%、5%，毛利率逐步修复。

3) 数字设计：公司数维建筑设计等一体化解决方案产品已完成价值验证，后续增长潜力值得期待，预计该业务 2024-2026 年收入增速分别为 30%、30%、30%。

4) 海外业务：Cubicost 和 MagiCAD 产品持续推广，业务稳健发展，保守预计 2024-2026 年收入增速将维持在 4% 左右。

5) 其他业务：数字城市、数字供采等业新兴业务单元仍处于产品打磨与标杆项目建立阶段，预计 2024-2026 年收入增速将维持在 10% 左右。

6) 组织架构升级磨合逐步完成，费用管控效果逐步释放。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
数字成本	收入	5170.0	5583.6	6142.0	6756.2
	增速	8.3%	8.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	92.5%	92.5%	92.8%	93.2%
数字施工	收入	862.0	905.1	950.3	997.8
	增速	-35.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	31.5%	35.0%	37.0%	39.0%
数字设计	收入	87.3	113.5	147.5	191.7
	增速	-27.5%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	98.1%	94.0%	95.0%	95.0%
海外业务	收入	193.6	201.4	209.4	217.8
	增速	26.4%	4.0%	4.0%	4.0%
	毛利率	88.9%	89.0%	89.0%	89.0%
其他业务	收入	211.7	232.9	256.2	281.8
	增速	17.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	33.9%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	6563.4	7036.4	7705.4	8445.3
	增速	-0.4%	7.2%	9.5%	9.6%
	毛利率	82.6%	83.4%	83.8%	84.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 70.4 亿元（+7.2%）、77.1 亿元（+9.5%）和 84.5 亿元（+9.6%），归母净利润分别为 4.9 亿元（+323.5%）、7.3 亿元（+47.9%）、10.0 亿元（+38.4%），EPS 分别为 0.29 元、0.44 元、0.60 元，对应动态 PE 分别为 39 倍、27 倍、19 倍。

相对估值

选取 3 家具备云服务和 AIGC 工具类软件的可比公司进行估值比较，2024 年行业平均 PE 为 56 倍，公司 PE 为 39 倍，低于行业均值。考虑到广联达在 2023 年已基本完成组织架构升级，后续降本增效举措有望逐步兑现红利，同时数字新成本等业务在打好标杆效应的基础上或将加速贡献业绩增量，公司利润有望迅速恢复，给予公司 2024 年 50 倍 PE，对应目标价 14.50 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PS (倍)			
				23A/E	24E	25E	26E	23A/E	24E	25E	26E
688111.SH	金山办公	1353	293.00	2.85	3.71	4.94	6.14	111	79	59	48
600588.SH	用友网络	397	11.62	0.00	0.17	0.33	-	5504	67	35	-
600570.SH	恒生电子	420	22.08	0.75	1.02	1.23	1.28	38	22	18	18
平均值								1884	56	38	33
002410.SZ	广联达	193	11.59	0.07	0.29	0.44	0.60	167	39	27	19

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6563.36	7036.37	7705.36	8445.32	净利润	119.27	522.17	769.12	1059.72
营业成本	1140.75	1168.04	1248.27	1351.25	折旧与摊销	413.88	303.81	341.98	379.94
营业税金及附加	50.16	53.77	58.88	64.54	财务费用	-25.13	-45.56	-44.74	-59.89
销售费用	2007.58	1970.18	2080.45	2195.78	资产减值损失	-111.26	10.00	10.00	10.00
管理费用	1264.24	3307.09	3467.41	3631.49	经营营运资本变动	-30.66	-2653.87	2.20	3192.14
财务费用	-25.13	-45.56	-44.74	-59.89	其他	270.85	52.56	6.62	10.17
资产减值损失	-111.26	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	636.96	-1810.88	1085.18	4592.09
投资收益	-35.12	-20.00	-20.00	-20.00	资本支出	137.49	-450.00	-450.00	-450.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-806.08	-20.00	-20.00	-20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-668.59	-470.00	-470.00	-470.00
营业利润	169.55	552.84	865.09	1232.15	短期借款	-0.97	-2.83	0.00	0.00
其他非经营损益	-19.18	105.54	104.65	104.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	150.38	658.38	969.74	1336.15	股权融资	-417.15	0.00	0.00	0.00
所得税	31.11	136.21	200.62	276.43	支付股利	-473.98	-23.17	-98.11	-145.15
净利润	119.27	522.17	769.12	1059.72	其他	272.07	73.97	30.25	56.04
少数股东损益	3.43	31.60	43.39	55.12	筹资活动现金流净额	-620.02	47.97	-67.86	-89.11
归属母公司股东净利润	115.84	490.57	725.73	1004.60	现金流量净额	-644.08	-2232.91	547.32	4032.98
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3696.82	1463.91	2011.23	6044.21	成长能力				
应收和预付款项	932.40	1077.04	1127.41	1251.25	销售收入增长率	-0.42%	7.21%	9.51%	9.60%
存货	48.90	72.75	77.46	83.02	营业利润增长率	-84.53%	226.05%	56.48%	42.43%
其他流动资产	147.41	188.83	214.17	233.97	净利润增长率	-88.21%	337.81%	47.29%	37.78%
长期股权投资	270.71	270.71	270.71	270.71	EBITDA 增长率	-56.67%	45.28%	43.30%	33.54%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1525.37	1538.99	1547.69	1551.68	毛利率	82.62%	83.40%	83.80%	84.00%
无形资产和开发支出	2649.74	2785.08	2887.17	2956.01	三费率	49.47%	74.35%	71.42%	68.29%
其他非流动资产	1404.59	1401.83	1399.06	1396.29	净利率	1.82%	7.42%	9.98%	12.55%
资产总计	10675.95	8799.14	9534.90	13787.13	ROE	1.87%	7.52%	10.12%	12.45%
短期借款	2.83	0.00	0.00	0.00	ROA	1.12%	5.93%	8.07%	7.69%
应付和预收款项	1140.22	1237.57	1303.51	4635.66	ROIC	9.98%	15.13%	15.82%	35.35%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.51%	11.53%	15.08%	18.38%
其他负债	3154.30	617.41	630.72	640.07	营运能力				
负债合计	4297.35	1854.98	1934.23	5275.73	总资产周转率	0.59	0.72	0.84	0.72
股本	1664.87	1664.87	1664.87	1664.87	固定资产周转率	4.65	4.98	5.37	5.84
资本公积	2019.58	2019.58	2019.58	2019.58	应收账款周转率	6.69	7.80	7.85	7.96
留存收益	2710.30	3177.71	3805.32	4664.78	存货周转率	16.84	19.20	16.62	16.84
归属母公司股东权益	5882.55	6416.50	7029.63	7885.24	销售商品提供劳务收到现金营业收入	106.03%	—	—	—
少数股东权益	496.06	527.65	571.04	626.16	资本结构				
股东权益合计	6378.60	6944.16	7600.67	8511.40	资产负债率	40.25%	21.08%	20.29%	38.27%
负债和股东权益合计	10675.95	8799.14	9534.90	13787.13	带息债务/总负债	0.07%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.16	1.64	1.92	1.48
					速动比率	1.15	1.60	1.88	1.47
					股利支付率	409.17%	4.72%	13.52%	14.45%
					每股指标				
					每股收益	0.07	0.29	0.44	0.60
					每股净资产	3.53	3.85	4.22	4.74
					每股经营现金	0.38	-1.09	0.65	2.76
					每股股利	0.28	0.01	0.06	0.09
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	558.31	811.10	1162.33	1552.20					
PE	166.58	39.33	26.59	19.21					
PB	3.28	3.01	2.74	2.45					
PS	2.94	2.74	2.50	2.28					
EV/EBITDA	25.55	20.29	13.69	7.65					
股息率	2.46%	0.12%	0.51%	0.75%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
