

公司研究

经营静待修复，文化数字业务增长可期

——华阳国际（002949.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：

公司发布 24 年年报及 25 年一季报,24 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 11.7/1.3/1.1 亿元，同比-22.6%/-22.3%/-12.7%。25Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 2.6/0.02/0.01 亿元，同比 15.4%/-20.2%/-51.8%。

点评：

业务结构有所优化，数字文化业务收入增加拉动 25Q1 收入增长：受地产行业持续低迷影响，公司 24 年经营仍持续承压，但业务结构有所优化。24 年公司建筑设计/造价咨询实现营业收入 9.5/1.5 亿元，同比-15.0%/-19.4%，毛利率分别为 36.4%/37.9%，同比+1.4/-4.3pcts。24 年建筑设计/造价咨询/工程总承包业务占营收的比重为 81.4%/13.2%/1.0%，较上年同期+7.3/+0.5/-9.6pcts。建筑设计业务毛利率略有提升且占营收比重扩大推动公司 24 年毛利率上行。24 年公司新设子公司华阳文化，积极布局数字文化赛道，打造全栈式微短剧平台，数字文化业务收入增加带动 25Q1 收入增长。

毛利率小幅提升，25Q1 财务费用率提升拖累利润：24 年公司毛利率/净利率为 35.1%/12.4%，同比+2.87/-0.19pcts。24 年公司销售/管理/财务/研发费用率为 2.4%/9.7%/0.7%/3.8%，同比-0.34/+1.67/+0.44/-0.68pcts。25Q1 年公司毛利率/净利率为 19.5%/0.8%，同比+1.88/-0.29pcts。销售/管理/财务/研发费用率为 2.6%/10.1%/2.5%/3.6%，同比-0.71/-2.38/+3.54/-2.60pcts。公司总部大厦转固，以及可转债利息资本化转为费用化导致财务费用率攀升，拖累利润增长。24 年公司经营性现金流净流入 1.7 亿元，较上年同期少流入 1.1 亿元，25Q1 公司经营性净现金净流出 1.3 亿元，较上年同期多流出 0.4 亿元。

数智化转型有望赋能成长，布局文化数字业务打造新增长点：公司深挖 AI 技术潜力，不断拓宽 AI 设计的应用边界，如 AI 辅助生成系统、智能审图平台、图形引擎、识图引擎、通用多模态大模型等，加快 AI 技术与设计全流程的深度融合，推动公司数智化转型。公司积极发展数字文化业务，培育新的业务增长点，布局微短剧业务，团队规模近百人，覆盖内容、制作、投流、版权运营等产业链核心环节，并在上海、杭州、成都等地开设分子公司，初步完成全栈式平台的搭建。

盈利预测、估值与评级：考虑公司经营持续承压及数字文化业务盈利尚需培育，我们下调公司 25-26 年归母净利润预测为 1.35/1.45 亿元(分别下调 40%/42%)，新增 27 年归母净利润预测为 1.51 亿元，随着地产逐步企稳，公司传统业务有望修复，同时文化数字业务增长可期，我们维持公司“买入”评级。

风险提示：下游居民建筑业景气度恢复不及预期，AI 前沿技术导入不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,507	1,167	1,298	1,349	1,427
营业收入增长率	-17.46%	-22.55%	11.24%	3.95%	5.78%
归母净利润（百万元）	161	125	135	145	151
归母净利润增长率	43.82%	-22.33%	8.13%	7.04%	3.96%
EPS（元）	0.82	0.64	0.69	0.74	0.77
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.19%	8.04%	8.34%	8.60%	8.63%
P/E	16	21	19	18	17
P/B	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-25

买入（维持）

当前价：13.39 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

分析师：吴钰洁

执业证书编号：S0930523100001

021-52523879

wuyujie@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.96
总市值(亿元):	26.25
一年最低/最高(元):	8.38/22.58
近 3 月换手率:	128.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-15.47	-22.35	9.43
绝对	-18.85	-23.13	15.09

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,507	1,167	1,298	1,349	1,427
营业成本	1,021	757	879	913	966
折旧和摊销	32	38	51	65	80
税金及附加	12	10	11	11	12
销售费用	41	28	29	30	29
管理费用	121	113	117	115	114
研发费用	68	45	49	51	54
财务费用	4	8	3	7	10
投资收益	8	0	6	6	6
营业利润	217	172	201	221	237
利润总额	215	169	199	219	234
所得税	25	25	24	26	28
净利润	189	144	175	192	206
少数股东损益	28	19	39	47	55
归属母公司净利润	161	125	135	145	151
EPS (元)	0.82	0.64	0.69	0.74	0.77

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	287	174	315	253	293
净利润	161	125	135	145	151
折旧摊销	32	38	51	65	80
净营运资金增加	-294	-74	-53	2	4
其他	388	86	181	41	58
投资活动产生现金流	-128	-235	-205	-229	-204
净资本支出	-66	-123	-210	-210	-210
长期投资变化	54	43	0	0	0
其他资产变化	-117	-156	5	-19	6
融资活动现金流	-133	-215	176	2	-50
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	16	2	247	92	51
无息负债变化	-61	-157	120	40	61
净现金流	25	-276	286	26	39

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	32.2%	35.1%	32.3%	32.3%	32.4%
EBITDA 率	22.1%	24.1%	20.7%	22.1%	23.6%
EBIT 率	19.2%	20.3%	16.7%	17.3%	18.0%
税前净利润率	14.2%	14.5%	15.3%	16.2%	16.4%
归母净利润率	10.7%	10.7%	10.4%	10.7%	10.6%
ROA	5.8%	4.7%	4.9%	5.1%	5.1%
ROE (摊薄)	10.2%	8.0%	8.3%	8.6%	8.6%
经营性 ROIC	21.4%	18.3%	15.8%	15.1%	15.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	49%	47%	51%	51%	51%
流动比率	1.65	1.66	1.45	1.37	1.34
速动比率	1.65	1.66	1.45	1.37	1.33
归母权益/有息债务	3.67	3.59	2.38	2.18	2.12
有形资产/有息债务	6.95	6.49	4.82	4.55	4.53

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	3,263	3,062	3,536	3,777	4,004
货币资金	809	363	649	675	714
交易性金融资产	327	623	623	623	623
应收账款	445	389	385	401	424
应收票据	4	2	3	3	3
其他应收款 (合计)	19	14	15	16	17
存货	0	5	5	6	6
其他流动资产	8	9	9	9	9
流动资产合计	1,952	1,686	1,999	2,071	2,168
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	54	43	43	43	43
固定资产	326	704	812	924	1,025
在建工程	381	23	49	57	59
无形资产	187	177	183	189	196
商誉	1	1	1	1	1
其他非流动资产	118	111	112	112	112
非流动资产合计	1,311	1,376	1,537	1,706	1,836
总负债	1,597	1,442	1,809	1,941	2,053
短期借款	4	2	249	341	392
应付账款	252	273	317	329	348
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	49	44	43	43	43
流动负债合计	1,182	1,013	1,379	1,511	1,623
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	399	420	420	420	420
其他非流动负债	4	5	5	6	6
非流动负债合计	415	429	430	430	431
股东权益	1,666	1,621	1,727	1,836	1,950
股本	196	196	196	196	196
公积金	740	746	746	746	746
未分配利润	527	495	562	624	683
归属母公司权益	1,583	1,558	1,625	1,687	1,746
少数股东权益	83	63	102	149	204

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.70%	2.36%	2.20%	2.20%	2.00%
管理费用率	8.04%	9.71%	9.00%	8.50%	8.00%
财务费用率	0.26%	0.70%	0.26%	0.54%	0.69%
研发费用率	4.52%	3.84%	3.80%	3.80%	3.80%
所得税率	12%	15%	12%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.80	0.35	0.42	0.47	0.50
每股经营现金流	1.46	0.89	1.61	1.29	1.49
每股净资产	8.08	7.95	8.29	8.60	8.91
每股销售收入	7.69	5.95	6.62	6.88	7.28

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	16	21	19	18	17
PB	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.3	9.1	9.7	9.3	8.7
股息率	6.0%	2.6%	3.2%	3.5%	3.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP