

江河集团（601886.SH）

幕墙龙头稳步扩张，出海+产品化打造成长新动能

全球高端幕墙领先品牌，持续展现经营韧性。公司成立于 1999 年，自 2007 年以来持续开拓海外业务，在东南亚、中东、澳洲、美洲等地先后承接工程项目；2012-2015 年陆续收购承达集团、港源装饰、梁志天设计集团、澳大利亚眼科医院 Vision，布局内装、室内设计、眼科等业务；2021 年成立江河光伏，推动 BIPV 业务发展。公司系幕墙行业龙头，在全球各地承建了数百项地标性建筑，技术与品牌实力雄厚。近年来公司盈利保持稳健，2024 年实现营收 224 亿元，同增 6.9%；归母净利润 6.4 亿元，同降 5.1%（受行业毛利率下降及减值计提影响）；2024 年经营性现金流净流入 16.3 亿元，YoY+7.7 亿元，近年来公司持续重视订单现金流情况，杜绝垫资工程，同时优质业主为保障质量也会优先选择龙头幕墙企业承接订单，驱动公司现金流持续好转。

装饰需求稳健，市占率持续向头部集中。近年来我国装饰装修行业总产值保持小幅增长态势，行业规模稳健，2024 年总产值 1.41 万亿元，同增 2.4%。2015-2024 年 CAGR 为 3.3%。而随着行业竞争加剧，叠加地产行业风险，行业盈利承压、市场加速出清，市占率持续向长期经营稳健的头部装饰企业集中（其中江河集团 2024 年装饰行业市占率 1.51%，已连续两年呈上升趋势）。

进一步深化实施出海战略，2024 年海外订单大增 57%。2024 年以来，公司持续深化和实施“出海”战略，在海外构建了海外事业部、亚太大区、印太大区的幕墙与光伏建筑业务组织架构，并在原有新加坡、马来西亚、印度尼西亚等海外市场基础上，进一步拓展包括沙特、迪拜、泰国、越南等地区或国家业务。在室内装饰与设计领域以承达集团为海外内装业务的开拓主体，在中国香港、澳门市场基础上，进一步做大新加坡、菲律宾等国家业务。2024 年公司海外业务（含港澳）新增订单 76.3 亿元，同比大幅增长 57%，占年度总订单的 28%，海外订单占比持续提升，且海外毛利率近年来持续高于境内（2024 年境内/境外毛利率分别为 15.0%/19.2%），未来有望驱动公司收入、利润持续增长。

“产品化”打造增长新引擎。2024 年以来公司制定了“产品化”战略，面向全球定制化销售幕墙产品及异型光伏组件产品。1）幕墙产品化：公司面向澳/美/日/韩等发达国家定制化销售幕墙产品，2024 年已在澳洲签约 6500 万幕墙产品供货订单；2）BIPV 产品化：2024 年 BIPV 订单 5.3 亿元，较上年的 13.7 亿元有所收缩，主因 BIPV 工程竞争加剧、毛利率下降，在此情况下公司积极调整战略，将业务重点转为对国内外销售异型光伏组件，2024 年已签署销售订单约 4000 万元。

投资建议：预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.9/7.4/7.9 亿元，同比增长 7.5%/7.4%/7.2%，当前股价对应 PE 分别为 9.7/9.0/8.4 倍。公司常年保持分红，2024 年度分红 6.2 亿元，分红率 98%，当前市值对应股息率 9.4%。当前公司订单充裕保障后续业绩持续稳健、现金流优异保障持续分红能力，具备中长期高分红和高股息财务基础，假设公司后续保持 60%分红率，对应 2025-2027 年股息率分别为 6.2%/6.6%/7.1%，高股息具备显著投资吸引力，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业需求下滑风险，减值风险，海外经营风险，假设和测算结果误差风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20,954	22,406	23,844	25,377	26,975
增长率 yoy（%）	16.0	6.9	6.4	6.4	6.3
归母净利润（百万元）	672	638	685	736	790
增长率 yoy（%）	36.9	-5.1	7.5	7.4	7.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.59	0.56	0.60	0.65	0.70
净资产收益率（%）	9.5	8.7	9.2	9.9	10.5
P/E（倍）	9.9	10.4	9.7	9.0	8.4
P/B（倍）	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 18 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	装修装饰 II
04 月 18 日收盘价（元）	5.88
总市值（百万元）	6,662.05
总股本（百万股）	1,133.00
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	17.40

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

- 1、《江河集团（601886.SH）：装饰主业恢复可期，发力 BIPV 开启新增长曲线》 2022-08-09

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	23388	23509	25193	26934	28712
现金	4691	5352	6201	7072	7953
应收票据及应收账款	12557	12530	13134	13753	14389
其他应收款	190	159	169	180	191
预付账款	300	396	420	446	473
存货	1046	831	822	816	813
其他流动资产	4604	4241	4447	4665	4894
非流动资产	5318	5955	5869	5768	5651
长期投资	99	73	73	73	73
固定资产	1343	1889	1845	1785	1709
无形资产	709	771	791	809	824
其他非流动资产	3167	3222	3160	3101	3045
资产总计	28706	29463	31062	32701	34363
流动负债	19308	19673	21026	22448	23883
短期借款	1491	1283	1333	1383	1433
应付票据及应付账款	14687	15152	16328	17566	18811
其他流动负债	3129	3239	3365	3499	3639
非流动负债	1062	1052	1102	1152	1202
长期借款	559	618	668	718	768
其他非流动负债	503	434	434	434	434
负债合计	20369	20726	22128	23601	25085
少数股东权益	1267	1379	1500	1630	1769
股本	1133	1133	1133	1133	1133
资本公积	3696	3697	3697	3697	3697
留存收益	2114	2355	2431	2468	2506
归属母公司股东权益	7069	7358	7434	7471	7509
负债和股东权益	28706	29463	31062	32701	34363

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	861	1626	1749	1866	1932
净利润	743	772	806	866	929
折旧摊销	298	300	285	301	317
财务费用	157	124	110	115	120
投资损失	-27	-19	0	0	0
营运资金变动	-803	130	207	205	168
其他经营现金流	494	320	340	378	398
投资活动现金流	-152	-227	-260	-260	-260
资本支出	-546	-323	-180	-180	-180
长期投资	259	20	-50	-50	-50
其他投资现金流	135	76	-30	-30	-30
筹资活动现金流	-234	-952	-680	-735	-791
短期借款	175	-209	50	50	50
长期借款	247	60	50	50	50
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-656	-803	-780	-835	-891
现金净增加额	515	487	849	871	881

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20954	22406	23844	25377	26975
营业成本	17367	18811	19967	21193	22469
营业税金及附加	66	78	83	89	94
营业费用	257	304	346	381	410
管理费用	1142	1231	1407	1523	1672
研发费用	619	643	680	723	769
财务费用	146	105	68	65	63
资产减值损失	-141	-199	-140	-140	-140
其他收益	28	25	0	0	0
公允价值变动收益	-101	99	0	0	0
投资净收益	27	19	0	0	0
资产处置收益	-1	15	0	0	0
营业利润	906	920	955	1026	1100
营业外收入	3	3	5	5	5
营业外支出	5	9	5	5	5
利润总额	904	914	955	1026	1100
所得税	162	142	148	159	171
净利润	743	772	806	866	929
少数股东损益	71	134	121	130	139
归属母公司净利润	672	638	685	736	790
EBITDA	1548	1384	1307	1392	1480
EPS (元/股)	0.59	0.56	0.60	0.65	0.70

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	16.0	6.9	6.4	6.4	6.3
营业利润(%)	34.7	1.5	3.8	7.4	7.2
归属母公司净利润(%)	36.9	-5.1	7.5	7.4	7.2
获利能力					
毛利率(%)	17.1	16.0	16.3	16.5	16.7
净利率(%)	3.2	2.8	2.9	2.9	2.9
ROE(%)	9.5	8.7	9.2	9.9	10.5
ROIC(%)	9.2	8.0	7.3	7.7	8.0
偿债能力					
资产负债率(%)	71.0	70.3	71.2	72.2	73.0
净负债比率(%)	-22.8	-30.0	-37.7	-45.5	-53.0
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9
应付账款周转率	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.56	0.60	0.65	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.44	1.54	1.65	1.71
每股净资产(最新摊薄)	6.24	6.49	6.56	6.59	6.63
估值比率					
P/E	9.9	10.4	9.7	9.0	8.4
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.6	2.5	2.5	1.8	1.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 18 日收盘价

内容目录

1. 公司概况：全球高端幕墙领先品牌，市占率稳步提升	4
1.1. 公司简介：全球高端幕墙领军者，主营业务稳步扩张	4
1.2. 财务分析：市占率稳步提升，现金流持续改善	6
2. 行业分析：装饰需求稳健，市占率持续向头部集中	9
3. 进一步深化实施出海战略，“产品化”打造增长新引擎	11
4. 具备中长期高分红高股息能力，投资吸引力强	13
5. 盈利预测、估值与投资建议	15
6. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	4
图表 2: 公司股权结构	5
图表 3: 公司分类型业务结构	5
图表 4: 公司分区域业务结构	5
图表 5: 公司历年营收及增速	6
图表 6: 公司历年归母净利润及增速	6
图表 7: 公司与可比公司毛利率对比	7
图表 8: 公司与可比公司销售净利率对比	7
图表 9: 公司两大核心主业历年毛利率	7
图表 10: 公司与可比公司期间费用率对比	8
图表 11: 公司历年期间费用率构成	8
图表 12: 公司与可比公司 ROE 对比	8
图表 13: 公司与可比公司资产负债率对比	8
图表 14: 公司杜邦分析	8
图表 15: 公司历年经营性现金流量净额	9
图表 16: 公司历年投资性现金流量净额	9
图表 17: 我国装饰行业历年总产值及增速	10
图表 18: 装饰上市公司整体毛利率与净利率走势	10
图表 19: 江河集团装饰行业市占率	11
图表 20: 装饰行业三大上市公司营收对比（亿元）	11
图表 21: 公司海外订单情况	11
图表 22: 公司境内和海外业务毛利率对比	12
图表 23: 公司幕墙及内装海外订单情况	12
图表 24: 公司历年分红总额及分红率	13
图表 25: 公司历史股息率（TTM，%）走势	13
图表 26: 公司与金螳螂、亚厦股份历年订单规模对比（亿元）	14
图表 27: 公司历年货币资金与有息负债对比	14
图表 28: 公司历年有息资产负债率	14
图表 29: 公司收入毛利拆分预测	15
图表 30: 公司期间费用率拆分预测	15
图表 31: 可比公司估值表	16

1. 公司概况：全球高端幕墙领先品牌，市占率稳步提升

1.1. 公司简介：全球高端幕墙领军者，主营业务稳步扩张

全球高端幕墙领先品牌，国内外业务同步开拓。公司成立于 1999 年；2007 年整体变更为股份公司，并开始大力开拓国际化发展，在东南亚、中东、澳洲、美洲等地先后承接工程项目；2011 年公司上交所上市；2012 年公司收购香港承达集团（2015 年实现港交所上市），布局内装行业（港澳及海外市场内装）；2013 年公司收购我国北方区域第一内装品牌港源装饰，进一步提升内装业务实力；2014 年公司收购全球顶级建筑及室内设计企业梁志天设计集团（2018 年实现港交所上市），补齐设计板块拼图；2015 年公司收购澳大利亚眼科医院 Vision，并在后续推动中国眼科业务发展；2021 年公司成立江河光伏，推动 BIPV 业务发展。经过多年深耕发展，公司当前是全球高端幕墙领先品牌，在全球各地承建了数百项地标性建筑。2024 年江河幕墙连续 7 年位居中国建筑装饰百强企业幕墙类第一名，港源装饰连续 6 年稳居装饰类第四。

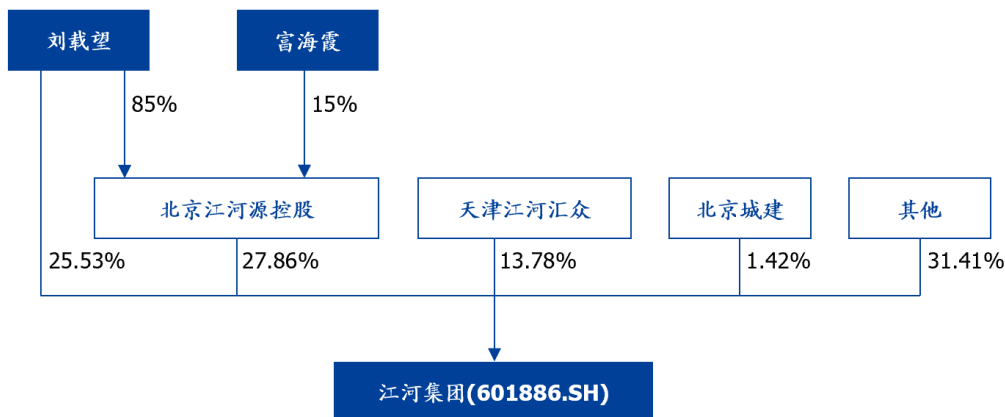
图表1: 公司历史沿革

时间	重点事件
1999 年	➤ 成立北京江河幕墙装饰工程有限公司
2007 年	➤ 北京江河幕墙装饰工程有限公司改制并整体变更为北京江河幕墙股份有限公司 ➤ 大力开拓港澳市场，积极推进国际化发展，在东南亚、中东、澳洲、美洲等区域拓展，先后中标澳门梦幻城、新加坡金沙娱乐城、阿联酋阿布扎比天空塔、阿联酋阿布扎比金融中心等一系列工程
2012 年	➤ 江河幕墙收购室内装饰企业香港承达集团有限公司，由幕墙行业向内装行业延伸
2013 年	➤ 江河幕墙收购中国北方区域品牌北京港源建筑装饰工程有限公司
2014 年	➤ 江河集团收购建筑及室内设计公司香港梁志天设计师有限公司，进入室内设计领域
2015 年	➤ 要约并购澳大利亚连锁眼科医院 Vision Eye Institute Limited，向医疗健康行业进军 ➤ 分拆承达集团在香港联交所主板上市，成为拥有 A 股、H 股等海内外资本平台的跨国企业
2016 年	➤ 并购南京泽明医院管理有限公司（后更名为江河泽明），澳大利亚 Vision 中国眼科业务在国内本地化发展正式落地
2018 年	➤ 梁志天设计集团在香港联交所主板上市
2021 年	➤ 成立北京江河智慧光伏建筑有限公司，瞄准双碳目标，发力 BIPV 业务

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

股权结构相对集中，民企决策效率高。公司控股股东及实控人为公司董事长刘载望先生，直接持股江河集团 25.53%，并通过北京江河源控股间接持股 23.68%，合计持股 49.21%。刘载望先生与富海霞女士为夫妻关系。天津江河汇众、北京城建分别持股公司 13.78%、1.42%。公司前十大股东合计持股 73.90%，持股相对集中，民企决策效率高。

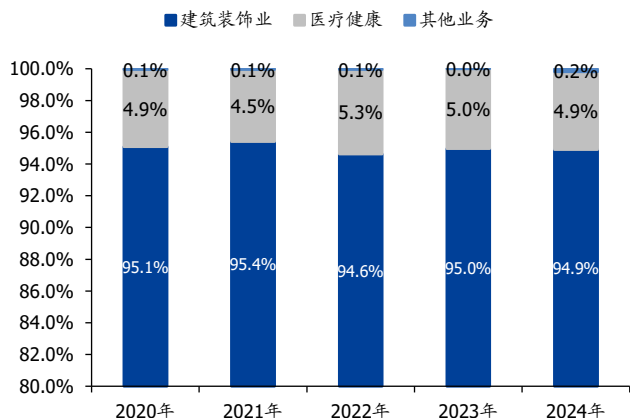
图表2: 公司股权结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

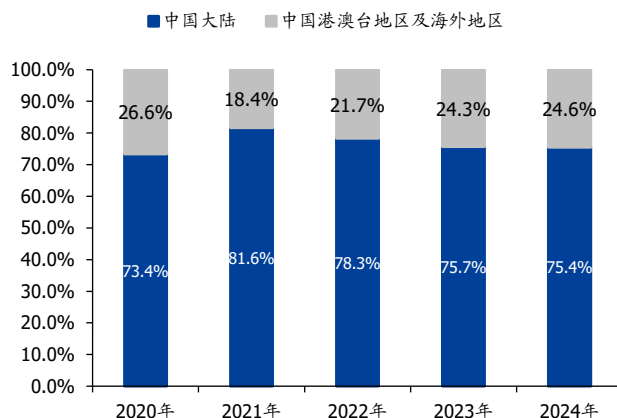
装饰为核心主业，海外业务占比稳步提升。分业务类型来看，2024 年公司建筑装饰/医疗健康分别实现营收 213/11 亿元，占比 95%/5%，建筑装饰为公司核心主业，占比近年来持续稳定在 95%左右。分业务区域来看，2024 年公司中国大陆/中国港澳台及海外分别实现营收 169/55 亿元，占比 75%/25%，随着公司近年来积极重视海外业务开拓，海外业务占比稳步提升。

图表3: 公司分类业务结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 公司分区域业务结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1) 建筑装饰业务

建筑幕墙业务: 公司主要承接高档写字楼、酒店、商业综合体、机场、火车站、体育馆、企事业单位办公楼等建筑幕墙工程。公司在北京、上海、广州、成都、武汉、济南等地建有一流的研发设计中心和生产基地。公司幕墙业务均由江河幕墙、港源幕墙子公司承接，其中江河幕墙定位高端幕墙领域，港源幕墙定位于中高端幕墙领域，形成双品牌错位发展。

室内装饰与设计业务: 公司室内装饰业务主要为大型公共建筑、高档酒店、高档住宅、长租公寓等项目提供室内装饰工程服务；公司室内设计业务主要向高档酒店、商场、餐饮、住宅等大型项目客户提供室内设计服务和室内陈设服务。公司旗下拥有总部位于香港的全球顶级室内装饰品牌承达集团（HK.1568），在内地拥有北方地区排名第一、装饰行业排名第四的港源装饰。在室内设计领域，公司拥有享誉全球的顶级建筑及室内设计品牌梁志天设计集团（HK.2262），其在住宅设计领域已经连续多年全球排名第一。

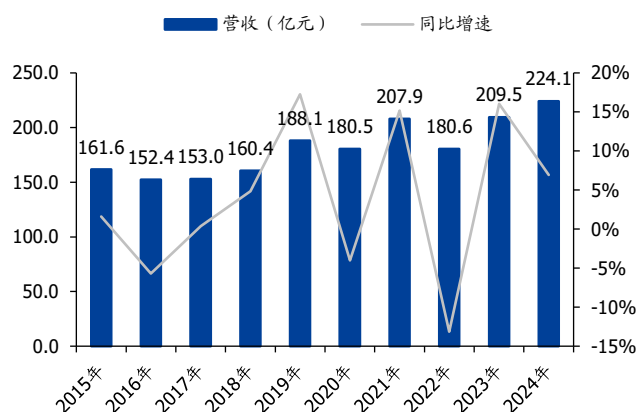
2) 医疗健康业务

公司在医疗健康领域定位于国际化的专业眼科医疗服务提供商，主要开展屈光、视光、眼底病等眼科诊疗业务。公司拥有澳洲最大眼科连锁品牌 Vision 和长三角区域知名品牌江河泽明。在国内眼科业务拓展上，除江河泽明等面向大众开展眼科医疗服务外，面向中高端客户主要以“维视眼科”品牌开展业务，并稳步推进中高端眼科医疗服务。

1.2. 财务分析：市占率稳步提升，现金流持续改善

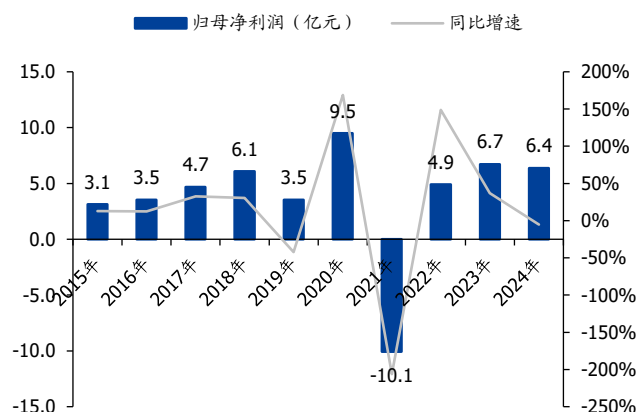
营收利润稳步增长，市占率持续提升。近年来公司营收利润表现基本稳健，其中 2021 年受地产行业风险公司相关减值计提增多而有所亏损，2022 年以来公司业绩稳步恢复。2024 年公司实现营收 224 亿元，同增 6.9%；实现扣非后归母净利润 4.2 亿元，同降 40%，降幅较大主因国内竞争加剧背景下毛利率有所下降，同时计提减值增多；实现归母净利润 6.4 亿元，同降 5.1%，降幅小于扣非归母主因 24 年公司所持股票公允价值变动收益较大（约 1.6 亿，而 23 年亏损 0.5 亿）。在行业竞争加剧下，公司依托技术、资金、品牌实力持续在标志性及重点幕墙项目中占据主导地位，稳步提升市占率，彰显龙头经营韧性。

图表5: 公司历年营收及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

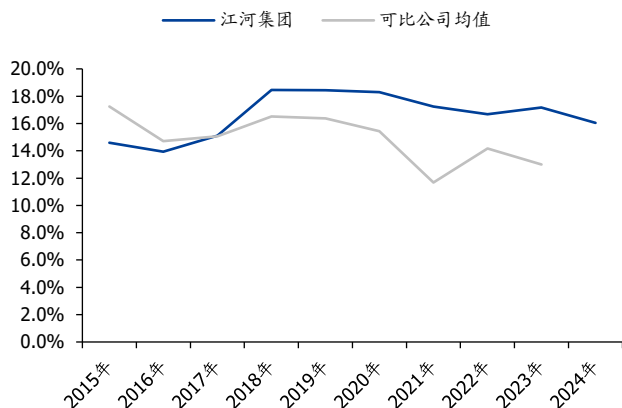
图表6: 公司历年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

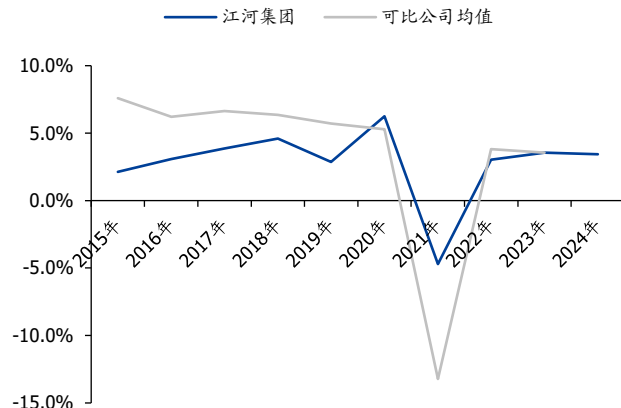
公司毛利率高于同业，净利率与同业基本持平。我们选取装饰行业龙头金螳螂、亚厦股份作为同业可比公司。公司毛利率高于同业可比公司，主因公司医疗健康业务毛利率较高，提升公司整体毛利率（2024 年公司建筑装饰/医疗健康业务毛利率分别为 15.6%/26.0%）。净利率上看，近年来公司净利率与同业可比公司基本持平。

图表7: 公司与可比公司毛利率对比



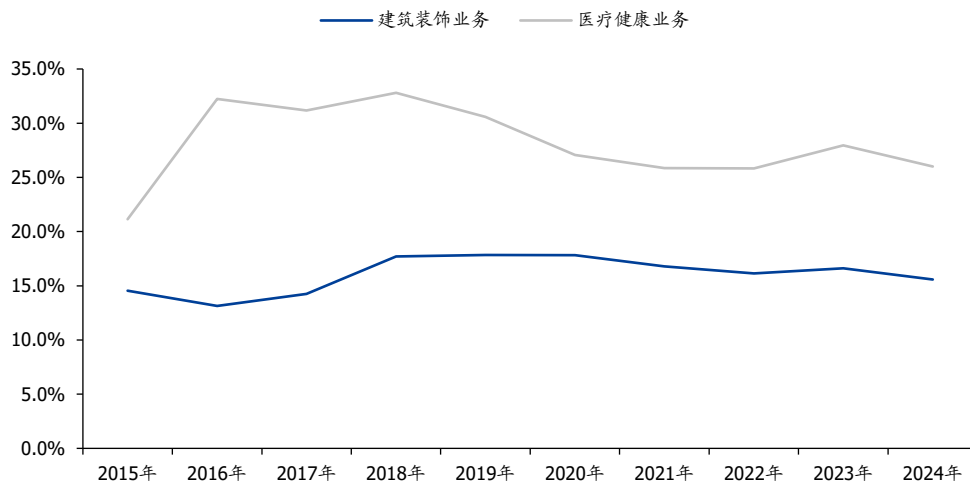
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 公司与可比公司销售净利率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

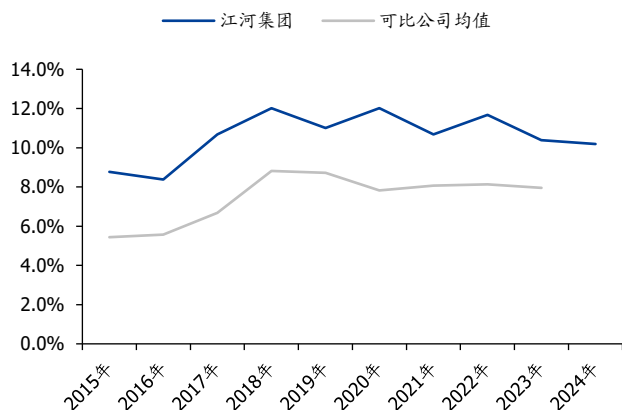
图表9: 公司两大核心主业历年毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

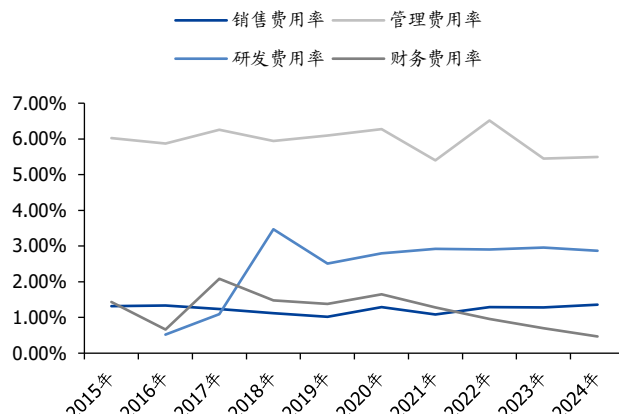
费用率高于同业，但呈下降趋势。公司历年来期间费用率高于同业可比公司，但呈稳步下降趋势。其中 2024 年公司期间费用率 10.2%，YoY-0.2pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 YoY+0.1/+0.1/-0.1/-0.2 pct，财务费用率下降略多，主因公司现金流好转后偿付贷款，利息支出减少。

图表10: 公司与可比公司期间费用率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

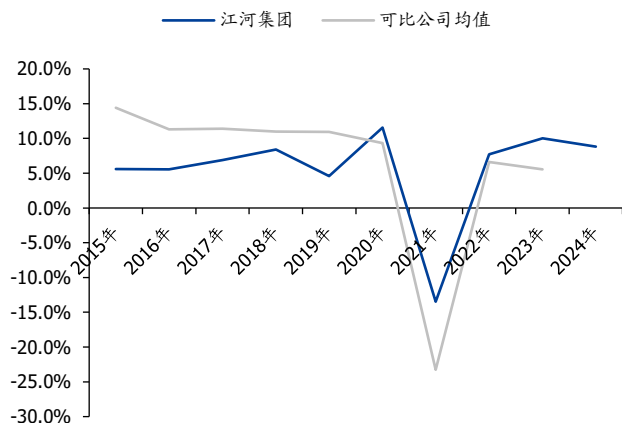
图表11: 公司历年期间费用率构成



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

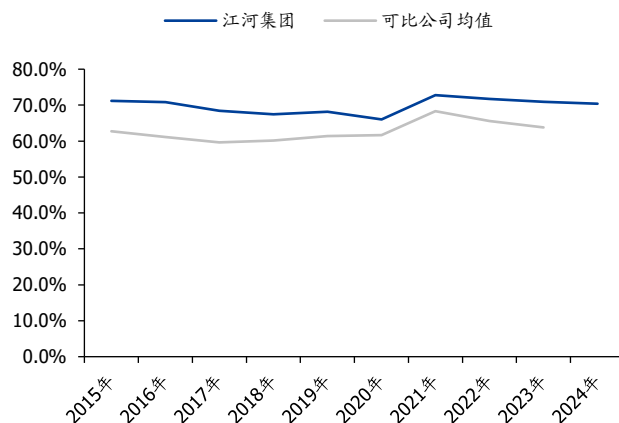
周转率上升、负债率下降, 公司 **ROE** 近年来高于可比公司。近年来在净利率与同业可比公司基本持平的情况下, 公司负债率略高可比公司, 同时总资产周转率稳步提升, 驱动公司近年来 ROE 高于可比公司。

图表12: 公司与可比公司 ROE 对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 公司与可比公司资产负债率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

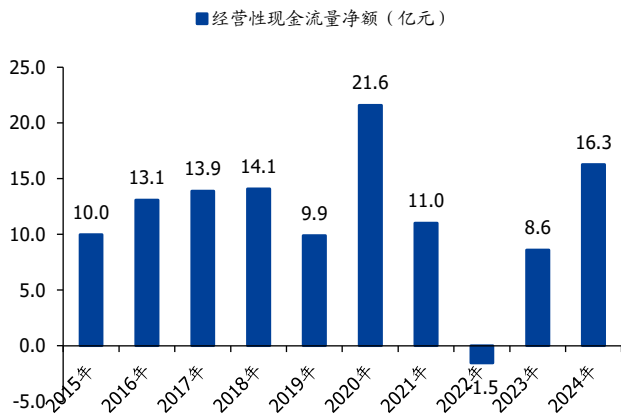
图表14: 公司杜邦分析

年份	ROE	杜邦分析拆解			营收(亿元)	平均总资产(亿元)	平均股东权益(亿元)
		销售净利率	总资产周转率	权益乘数			
2015年	5.58%	1.93%	0.77	3.76	161.6	210.8	56.0
2016年	5.56%	2.31%	0.64	3.77	152.4	238.4	63.2
2017年	6.87%	3.05%	0.62	3.64	153.0	247.3	67.9
2018年	8.39%	3.79%	0.62	3.54	160.4	257.0	72.6
2019年	4.58%	1.88%	0.67	3.63	188.1	279.6	77.0
2020年	11.56%	5.25%	0.62	3.54	180.5	290.1	82.0
2021年	-13.47%	-4.84%	0.72	3.85	207.9	287.8	74.8
2022年	7.71%	2.71%	0.66	4.34	180.6	275.6	63.5
2023年	10.01%	3.21%	0.75	4.15	209.5	278.2	67.1
2024年	8.84%	2.85%	0.77	4.03	224.1	290.8	72.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

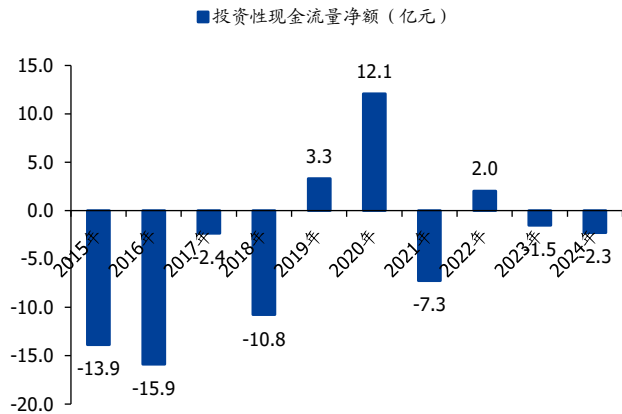
经营性现金流明显好转，投资性现金流净流出较少。公司近年来持续坚持“现金为王”理念，承接各行业优质客户项目，杜绝垫资工程。同时优质业主为保障质量也会优先选择龙头幕墙企业承接订单。2024 年实现经营性现金流量净额 16.3 亿元，是归母净利润的 2.5 倍。同时公司投资性现金流近年来保持低位，2024 年净流出 2.3 亿元。2024 年末公司在手现金 53.5 亿元，较上年末增加 6.6 亿元，现金流持续好转支撑公司具备较强的分红能力。

图表15: 公司历年经营性现金流量净额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 公司历年投资性现金流量净额



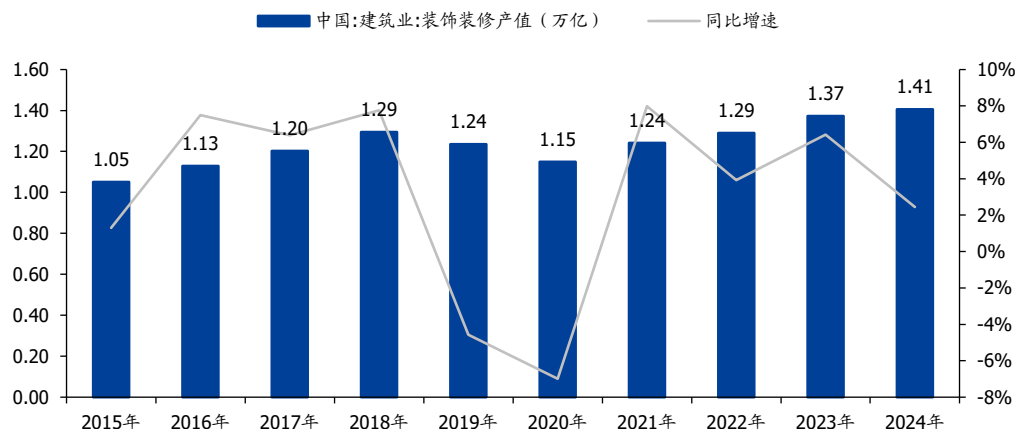
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 行业分析：装饰需求稳健，市占率持续向头部集中

国内装饰装修行业整体需求稳健。近年来我国装饰装修行业总产值保持小幅增长态势，行业规模持续稳健，2024 年总产值 1.41 万亿元，同增 2.4%（2015-2024 年 CAGR 为 3.3%）。

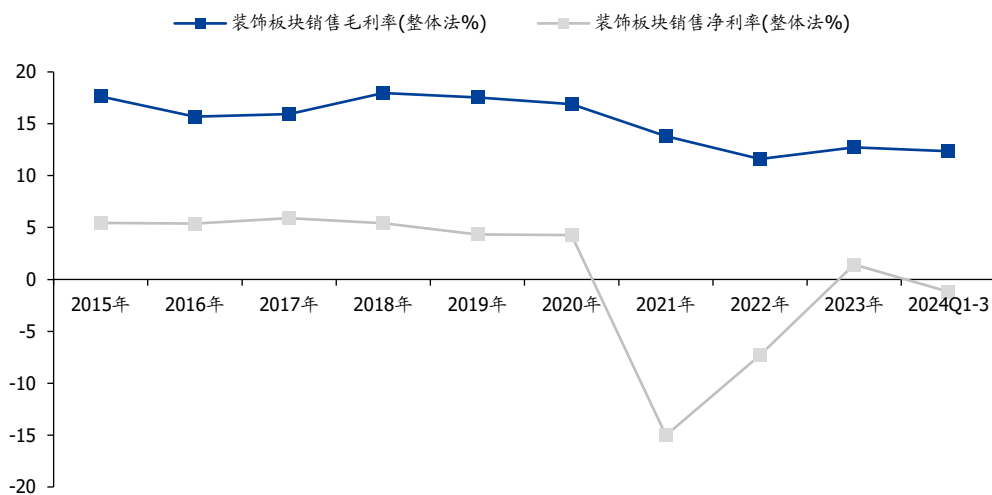
行业盈利承压，市场加速出清。近年来行业竞争有所加剧，叠加地产行业风险，装饰行业存盈利下降压力。从上市装饰公司整体来看，截至 2024Q1-3，装饰板块毛利率 12.4%，已较 2020 年及之前低约 4-5pct；装饰板块净利率-1.2%，板块自 2021 年起持续面临亏损压力，部分上市装饰公司已进入破产重整程序，在亏损压力下行业加速出清。

图表17: 我国装饰行业历年总产值及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

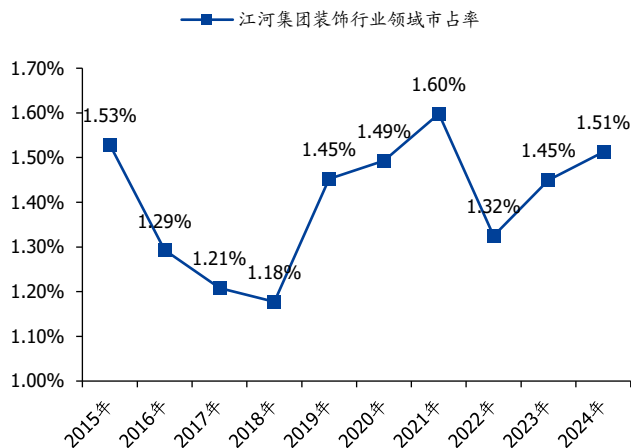
图表18: 装饰上市公司整体毛利率与净利率走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

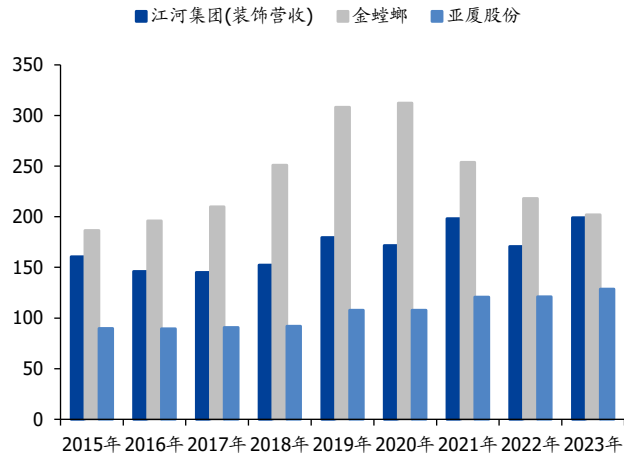
市占率持续向稳健经营的头部公司集中。当前上市装饰头部公司包括江河集团（装饰板块）、金螳螂、亚厦股份，2023 年分别实现营收 199/202/129 亿元，其中江河集团装饰板块营收规模持续追赶，2023 年已基本与金螳螂持平。江河集团 2024 年装饰行业市占率 1.51%，连续两年呈上升趋势。在行业盈利承压、市场加速出清背景下，市占率持续向长期经营稳健的头部装饰企业集中。

图表19: 江河集团装饰行业市占率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表20: 装饰行业三大上市公司营收对比 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. 进一步深化实施出海战略, “产品化” 打造增长新引擎

2024 年以来加速推动出海业务。2024 年以来, 公司持续深化和实施“出海”战略, 在海外构建了海外事业部、亚太大区、印太大区的幕墙与光伏建筑业务组织架构, 并在原有新加坡、马来西亚、印度尼西亚等海外市场基础上, 进一步拓展包括沙特、迪拜、泰国、越南等地区或国家业务。在室内装饰与设计领域以承达集团为海外内装业务的开拓主体, 在中国香港、澳门市场基础上, 进一步做大新加坡、菲律宾等国家业务。

2024 年海外订单占比已达 28%。2024 年公司海外业务(含港澳)新增订单 76.3 亿元, 同比大幅增长 57%, 占年度总订单的 28%, 海外订单占比持续提升, 且海外毛利率近年来持续高于境内(2024 年境内/境外毛利率分别为 15.0%/19.2%), 未来有望驱动公司收入、利润持续增长。

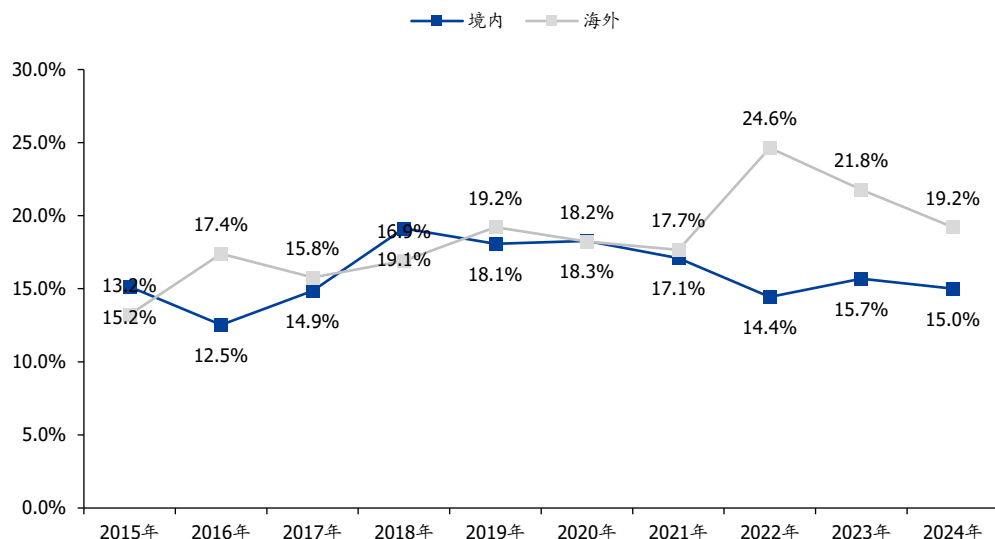
海外幕墙与内装订单同步扩张。2024 年公司新签境外幕墙/内装分别为 37.0/38.8 亿元, 同增 56%/58%, 订单规模及增速均基本持平, 海外幕墙及内装同步快速扩张。2024 年海外幕墙/内装订单分别占总幕墙/总内装订单的 22%/39%。

图表21: 公司海外订单情况

项目	单位	数值
2024 年总订单	亿元	270.5
2024 年海外订单	亿元	76.3
2024 年海外订单增速	--	57.0%
2024 年海外订单占比	--	28.2%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表22: 公司境内和海外业务毛利率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表23: 公司幕墙及内装海外订单情况

项目	单位	数值	项目	单位	数值
2024 年幕墙订单	亿元	172.1	2024 年内装订单	亿元	98.4
2024 年海外幕墙订单	亿元	37.0	2024 年海外内装订单	亿元	38.8
2024 年海外幕墙订单增速	--	56%	2024 年海外内装订单增速	--	58%
2024 年海外幕墙订单占比	--	21.5%	2024 年海外内装订单占比	--	39.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

面向全球推行“产品化”战略，已取得积极进展。2024 年以来公司制定了“产品化”战略，面向全球定制化销售幕墙产品及异型光伏组件产品。

1) 针对幕墙产品: 依托现有幕墙海外组织架构平台，以及国内 6 大生产基地的加工制造能力、设计能力，面向包括澳洲、美洲、日本、韩国等发达国家定制化销售幕墙产品。2024 年公司已在澳洲签约了 6500 万幕墙产品供货订单。

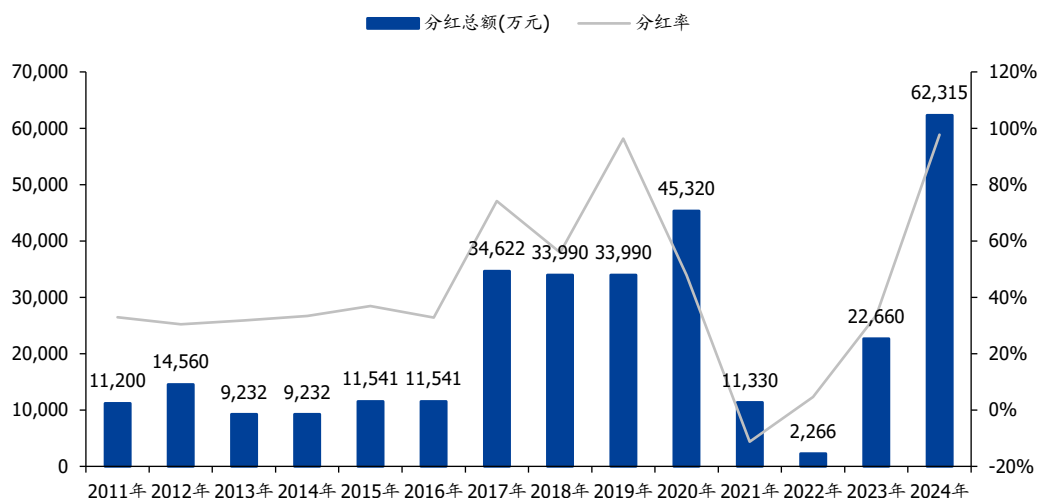
2) 针对 BIPV 业务: 公司 2024 年 BIPV 订单 5.3 亿元，较上年的 13.7 亿元有所收缩，主因 BIPV 工程竞争加剧、毛利率下降，在此情况下公司积极调整战略，走产品路线，将业务重点转为对国内外销售异型光伏组件。该策略能够进一步打开市场空间和扩大业务规模。江河光伏在国内有专门的销售团队，在海外借助幕墙市场海外平台和团队，面向发达国家定制化异型光伏组件，2024 年公司已向韩国、新西兰进行少量供货。2024 年公司异型光伏组件签署内外部销售订单约 4000 万元。

产品化模式比工程模式周转快、回款好，且毛利率一般更高，后续随着公司销售定制化的幕墙及 BIPV 产品规模持续提升，有望助力公司盈利能力持续向上恢复。

4. 具备中长期高分红高股息能力，投资吸引力强

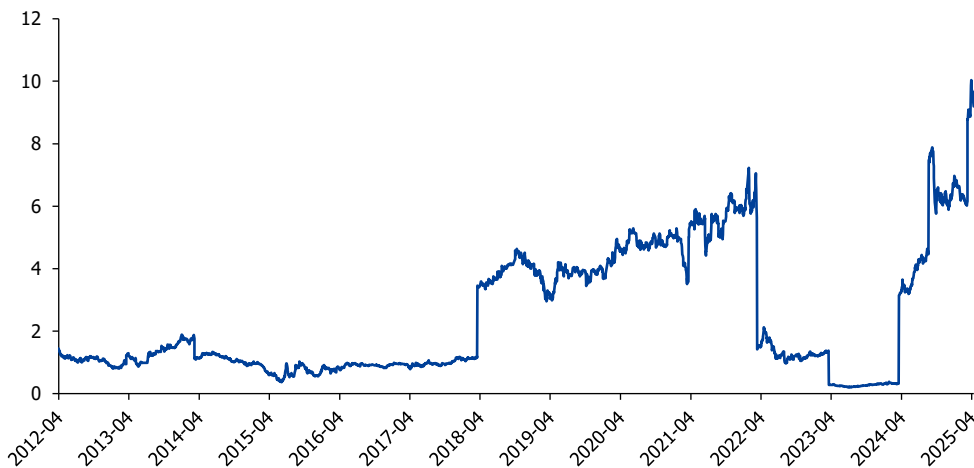
常年分红，当前股息率(ttm)已超 9%。公司自 2011 年上市以来每年保持分红，2011-2024 年均分红率约 43%。其中 2011-2016 年分红率保持在 30%-40%；2017-2020 年公司显著加大分红，其中 2019 年分红率达到 96%；后因宏观因素扰动业绩下滑，分红率短期降低；2023 年公司分红率恢复至 30%以上，2024 年进一步大幅提升至约 98%的分红率，推动公司股息率超过 9%。

图表24: 公司历年分红总额及分红率



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表25: 公司历史股息率 (TTM, %) 走势

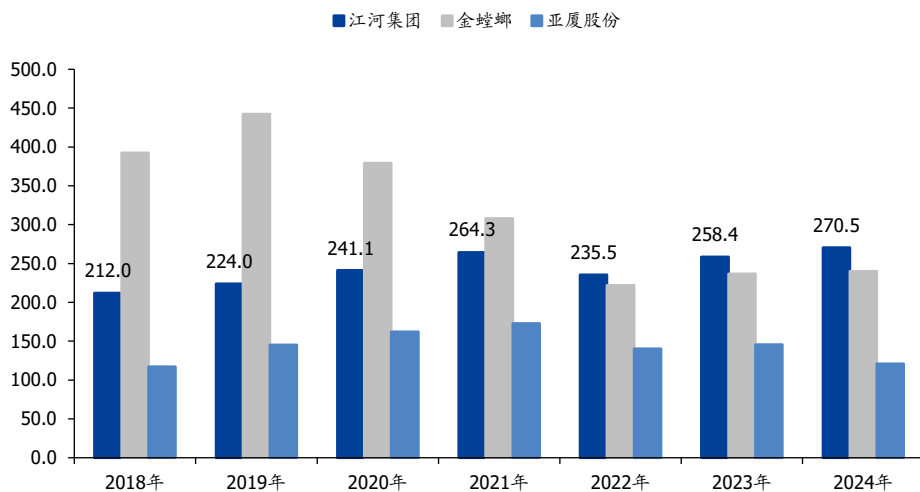


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

订单充裕、现金流优异，保障公司具备中长期高分红高股息能力。公司新签订单持续稳健增长，2024 年公司建筑装饰新增订单规模已连续 3 年行业第一。截至 2024 年底，公司在手订单 333 亿元（含已签合同尚未开工项目 59 亿元，以及在建项目中未完工部分 274 亿元），是 2024 年营收的 1.5 倍，订单充裕保障后续业绩持续稳健。同时公司近年

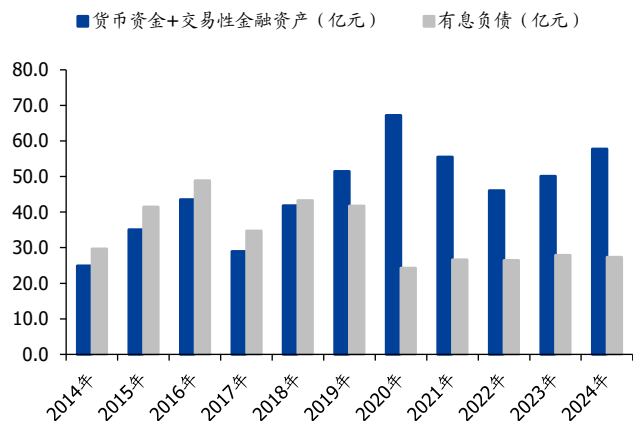
来现金流持续好转，在手资金持续增多，2024 年底货币资金+交易性金融资产达 57.8 亿元，而有息负债仅 27.3 亿，不及在手资金的一半，其中短期负债仅 12.8 亿元，债务偿付压力小。整体看，公司业绩稳健持续性强，现金流较好，在手货币资金充裕，债务偿付压力小，具备中长期高分红和高股息的财务基础。

图表26: 公司与金螳螂、亚厦股份历年订单规模对比 (亿元)



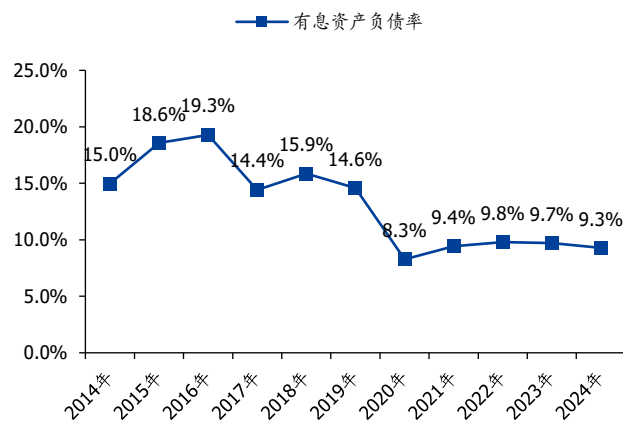
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表27: 公司历年货币资金与有息负债对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表28: 公司历年有息资产负债率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

收入方面：假设公司中国大陆业务 2025-2027 年保持 2% 的小幅增长趋势，而公司前期快速签署的海外订单逐步向收入进行转化，驱动公司海外业务 2025-2027 年收入增速分别为 20%/18%/16%。由此可预测 2025-2027 年公司整体营收分别为 238/254/270 亿元，同增 6.4%/6.4%/6.3%。

毛利率方面：假设公司中国大陆业务依托龙头优势，毛利率企稳后呈小幅提升趋势，2025-2027 年分别为 15.1%/15.2%/15.3%；海外业务随着持续开拓利润率较高的国家或地区业务，毛利率呈提升趋势，2025-2027 年分别为 19.3%/19.4%/19.5%。由此可预测 2025-2027 年公司整体毛利率分别为 16.3%/16.5%/16.7%。

图表29：公司收入毛利拆分预测

项目	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿元）	209.5	224.1	238.4	253.8	269.8
中国大陆	158.7	169.1	172.4	175.9	179.4
海外（含中国港澳台）	50.9	55.0	66.0	77.9	90.4
营收增速	16.1%	6.9%	6.4%	6.4%	6.3%
中国大陆	12.3%	6.5%	2.0%	2.0%	2.0%
海外（含中国港澳台）	29.9%	8.2%	20.0%	18.0%	16.0%
毛利（亿元）	36.0	36.0	38.8	41.8	45.1
中国大陆	24.9	25.4	26.0	26.7	27.4
海外（含中国港澳台）	11.1	10.6	12.7	15.1	17.6
毛利率	17.2%	16.0%	16.3%	16.5%	16.7%
中国大陆	15.7%	15.0%	15.1%	15.2%	15.3%
海外（含中国港澳台）	21.8%	19.2%	19.3%	19.4%	19.5%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

费用率方面：1）销售费用率：预计随着公司加速开拓海外业务，销售费用率有所上升，预测未来 3 年分别为 1.45%/1.50%/1.52%；2）管理费用率：同样因海外业务开拓而有所上升，预测未来 3 年分别为 5.90%/6.00%/6.20%；3）研发费用率：预测后续保持平稳，未来 3 年预测均为 2.85%；4）财务费用率：随着公司现金流好转，贷款偿还，财务费用率有望持续下降。由此预测公司 2025-2027 年期间费用率分别为 10.48%/10.61%/10.80%。

图表30：公司期间费用率拆分预测

项目	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.23%	1.36%	1.45%	1.50%	1.52%
管理费用率	5.45%	5.49%	5.90%	6.00%	6.20%
研发费用率	2.96%	2.87%	2.85%	2.85%	2.85%
财务费用率	0.70%	0.47%	0.28%	0.26%	0.23%
期间费用率	10.33%	10.19%	10.48%	10.61%	10.80%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.9/7.4/7.9 亿元,同比增长 7.5%/7.4%/7.2%,当前股价对应 PE 分别为 9.7/9.0/8.4 倍。考虑到公司主营装饰及眼科医疗业务,我们选取装饰行业龙头金螳螂,以及眼科行业龙头爱尔眼科作为可比公司,可比公司 2025 年平均 PE 为 20.9 倍,公司 PE 估值低于可比公司。假设公司后续保持 60%的分红率,对应 2025-2027 年股息率分别为 6.2%/6.6%/7.1%,高股息具备显著投资吸引力,首次覆盖给予“买入”评级。

图表31: 可比公司估值表

股票简称	股价(元)	EPS				PE				PB
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
金螳螂	3.28	0.39	0.26	0.25	0.25	8.5	12.7	13.0	13.1	0.64
爱尔眼科	5.67	0.08	0.14	0.20	0.31	71.1	39.3	28.7	18.1	1.31
均值						39.8	26.0	20.9	15.6	0.98

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 金螳螂与爱尔眼科的 EPS 取自 Wind 一致预期, 截至 2025/4/18

6. 风险提示

行业需求下滑风险, 减值风险, 海外经营风险, 假设和测算结果误差风险等。

1) 行业需求下滑风险: 若装饰、BIPV 产品、眼科等领域需求或价格下滑, 则公司订单、收入规模可能面临收缩。

2) 减值风险: 若公司大量业主出现资金紧张情况, 则公司应收款可能继续面临减值, 并影响公司在手现金量、经营性现金流、以及净利润等核心财务指标。

3) 海外经营风险: 若公司海外目标市场所在国家或地区的经济状况或是政治环境出现恶化, 公司海外业务的经营及未来进一步的开拓将受到不利影响。

4) 假设和测算结果误差风险: 报告内对未来预测的各个假设条件可能存在误差, 对应市场空间、财务指标的未来测算结果也可能存在误差。

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：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 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：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 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