

2025 年 08 月 01 日

江河集团 (601886. SH)

投资评级：买入（首次）

——出海开拓增长点，分红共享成长性

投资要点：

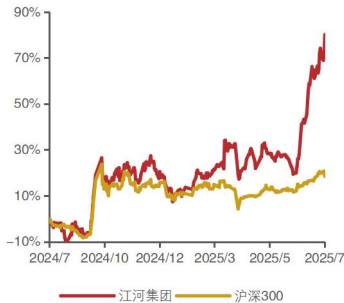
证券分析师

王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
郇悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com
林高凡
lingaofan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 07 月 31 日

收盘价 (元)	7.86
一年内最高/最低 (元)	7.99/4.27
总市值 (百万元)	8,905.40
流通市值 (百万元)	8,905.40
总股本 (百万股)	1,133.00
资产负债率 (%)	67.94
每股净资产 (元/股)	6.63

资料来源：聚源数据

➤ **建筑装饰主业稳固增长，现金流充沛支撑高分红回报。**江河集团专注高端幕墙与室内装饰，构建“幕墙+内装”核心业务体系，在多个细分领域稳居行业前列。依托工程交付能力与优质客户资源，公司持续拓展港澳、东南亚、中东、澳洲等国际市场，品牌影响力不断提升。2024 年公司实现营业收入 224.06 亿元，同比增长 6.93%；归母净利润 6.38 亿元，在减值计提增加与毛利承压背景下仍展现良好韧性。近年来公司强化“现金为王”理念，回款机制持续优化，2024 年经营活动现金净额达 16.26 亿元，较 2023 年多流入 7.65 亿元，净现比达 211%，利润兑现能力持续增强。分红方面，2024 年公司分红比例大幅提升至约 98%，截至 2025/7/31，24 年江河集团对应股息率 7.00%，在行业中处于领先水平，高股息属性值得重视。

➤ **行业修复与出清加速，龙头优势持续兑现。**经历前期调整后，装饰装修行业自 2021 年起温和修复，2024 年产值达 1.41 万亿元，实现连续四年正增长。受信用风险与需求收缩影响，行业出清加快，集中度持续提升。具备品牌、管理与交付能力的龙头企业展现更强韧性。江河集团稳定核心团队，压降住宅装饰占比，持续优化结构，2024 年行业市占率升至 1.63%，连续两年提升，龙头“强者恒强”格局有望延续。

➤ **订单稳步增长，海外扩张与产品化转型打造新增长极。**2024 年公司新增订单达 270.49 亿元，同比增长 4.68%，连续三年位居国内建筑装饰行业上市公司首位，稳居龙头。其中室内装饰订单增长显著，展现良好韧性。海外市场（含港澳）快速放量，新增订单 76.3 亿元，同比大增 57%，占比升至 28%，成为主要增量来源。公司加快“产品化”转型，聚焦异型光伏组件与标准化幕墙产品出海，2024 年已实现首批出口，海外销售体系初步建立，未来增长曲线有望加速打开。

➤ **盈利预测与评级：基于以上假设，我们预计公司 2025–2027 年有望实现归母净利润分别为 6.83、7.37、7.98 亿元，增速分别为+7.06%、+7.97%、+8.25%。**公司持续推进产品化战略，加快幕墙与异型组件标准化、模块化，核心业务韧性强。我们选取同类装修装饰如金螳螂、亚厦股份作为可比公司，可比公司 25 年平均 PE 为 16.50 倍。在“高股息+出海”逻辑驱动下，公司具备较强中长期配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：海外业务拓展不及预期；行业竞争加剧及成本上行风险；BIPV 业务战略转型推进不达预期。**

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	20,954	22,406	23,793	25,496	27,322
同比增长率 (%)	16.05%	6.93%	6.19%	7.15%	7.16%
归母净利润 (百万元)	672	638	683	737	798
同比增长率 (%)	37.35%	-5.07%	7.06%	7.97%	8.25%
每股收益 (元/股)	0.59	0.56	0.60	0.65	0.70
ROE (%)	9.50%	8.67%	9.11%	9.65%	10.23%
市盈率 (P/E)	13.26	13.96	13.04	12.08	11.16

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

基于以上假设，我们预计公司 2025–2027 年有望实现归母净利润分别为 6.83、7.37、7.98 亿元，增速分别为+7.06%、+7.97%、+8.25%。公司持续推进产品化战略，加快幕墙与异型组件标准化、模块化，核心业务韧性强。我们选取同类装修装饰如金螳螂、亚厦股份作为可比公司，可比公司 25 年平均 PE 为 16.50 倍。在“高股息+出海”逻辑驱动下，公司具备较强中长期配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预计 2025–2027 年公司营收增速分别为+6.19%、+7.15%和+7.16%，2024–2027 年均复合增速为 6.84%。公司作为装饰行业龙头，凭借深厚的品牌与项目管理能力在行业出清中优势持续巩固，强者恒强格局不断强化。我们预计公司建筑装饰业务将在订单充足、海外市场拓展及 BIPV 产品化转型驱动下保持较快增长，2025–2027 年营收预计分别增长 6.0%、7.0%、7.0%。医疗健康业务预计将延续 2023 年以来的稳定增长趋势，2025–2027 年营收预计分别增长 10%、10%、10%，有望成为公司中长期利润增长的重要支撑。

投资逻辑要点

江河集团是国内高端幕墙与室内装饰领域的龙头企业，凭借深厚的设计施工能力、强大的品牌影响力以及全球化项目经验，长期在细分赛道中占据领先地位。近年来，公司积极推动由“工程输出”向“产品输出”转型，依托海外组织架构与六大生产基地，逐步形成异型光伏组件与标准化幕墙产品的海外销售体系，产品化路径初见成效。2024 年海外新增订单同比大增 57%，占比提升至 28%，成为订单增长核心动能，展现出国际化拓展带来的长期成长潜力。同时，公司持续强化现金回款管理，2024 年经营性现金净额达 16.26 亿元，净现比达 211%；分红比例回升至 98%，截至 2025/7/31，24 年江河集团对应股息率 7.00%，突显“高分红+稳现金流”特征。在行业出清加速背景下，公司持续压降住宅装饰占比，公装主业市占率稳步提升，具备穿越周期的结构优势。综合来看，公司具备业绩修复与长期成长的基础，当前估值偏低，重估空间充分。

核心风险提示

海外业务拓展不及预期；行业竞争加剧及成本上行风险；BIPV 业务战略转型推进不达预期。

内容目录

1. 聚焦建筑装饰主业，海外扩张与高分红共塑价值	5
1.1. 多元装饰布局协同推进，股权集中保障战略执行	5
1.2. 建筑装饰贡献核心收入，医疗健康与海外业务协同发力	6
1.3. 盈利能力稳步修复，现金回报提升配置吸引力	8
2. 行业结构优化持续推进，龙头份额有望提升	11
3. 海外布局持续深化，产品化战略打开新增长空间	13
4. 盈利预测与评级	14
4.1. 盈利预测	14
4.2. 投资建议	15
5. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 江河集团发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构示意图 (截至 25Q1)	6
图表 3: 2020-2024 年建筑装饰业营收及增速	7
图表 4: 2020-2024 年医疗健康业营收及增速	7
图表 5: 2020-2024 年公司业务结构占比	7
图表 6: 2020-2024 年各业务毛利率	7
图表 7: 2019-2024 年分地区营收情况	8
图表 8: 2019-2024 年分地区毛利率	8
图表 9: 2020-2024 年营业收入及增速	8
图表 10: 2020-2024 年归母净利润及增速	8
图表 11: 2019-2024 年江河集团及可比公司毛利率	9
图表 12: 2019-2024 年江河集团及可比公司净利率	9
图表 13: 2019-2024 年江河集团及可比公司期间费用率	9
图表 14: 2020-2024 年公司各项费用率情况	9
图表 15: 2020-2024 年 CFO 净额和净现比	10
图表 16: 2020-2024 年公司收/付现比情况	10
图表 17: 2011-2024 年现金分红及分红比例	10
图表 18: 2011-2024 年公司及可比公司股息率 (截至 25/7/31)	10
图表 19: 2010-2024 年中国建筑装饰装修行业产值 (单位: 亿元)	11
图表 20: 2020-2024 年公司市占率	12
图表 21: 2020-2024 年江河集团及可比公司新签订单 (单位: 亿元)	13
图表 22: 2024 年新签订单区域占比	13
图表 23: 公司分业务营收预测 (单位: 亿元)	14
图表 24: 费用率预测	15
图表 25: 可比公司估值表	15

1. 聚焦建筑装饰主业，海外扩张与高分红共塑价值

1.1. 多元装饰布局协同推进，股权集中保障战略执行

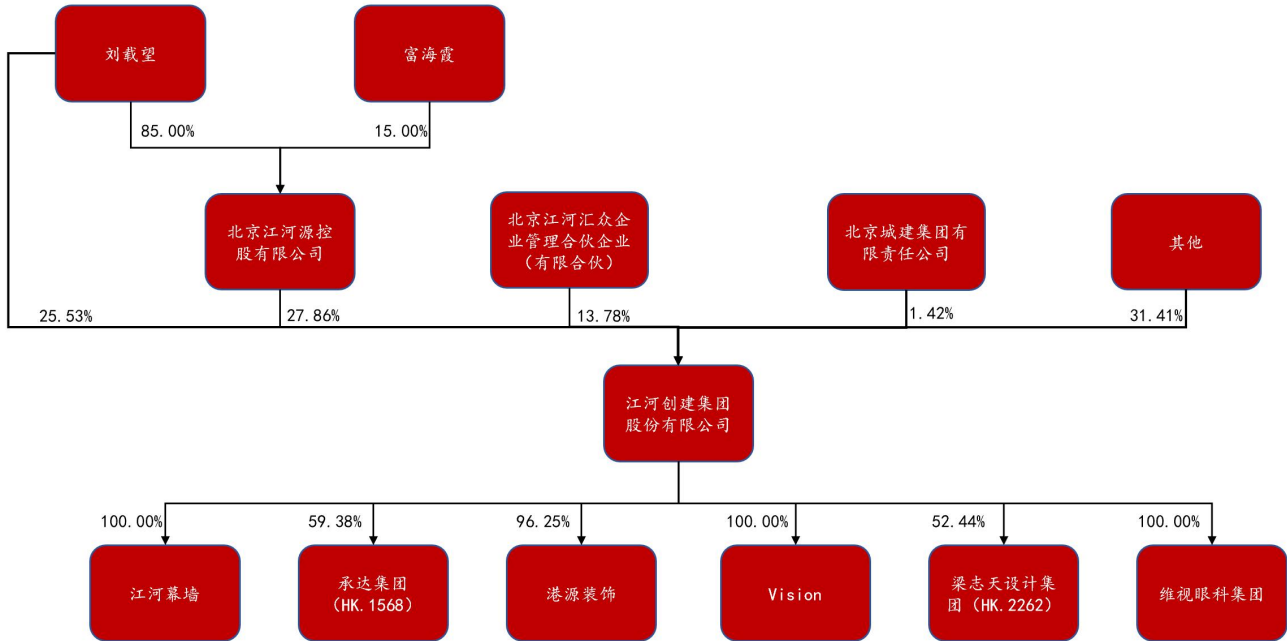
深耕高端幕墙主业，延伸装饰产业链并拓展绿色建筑业务。江河创建集团股份有限公司前身为北京江河幕墙装饰工程有限公司，成立于1999年，2011年在上交所上市。公司自成立以来始终专注于高端建筑幕墙系统的研发与施工，依托深厚的技术积累与丰富的项目经验，持续巩固行业领先地位。自2007年起，公司加快国际化布局，积极拓展港澳及海外市场，先后中标澳门梦幻城、新加坡金沙娱乐城、阿联酋阿布扎比天空塔、阿联酋阿布扎比金融中心等一系列工程。在巩固幕墙主业基础上，公司通过并购香港承达集团有限公司与香港梁志天设计师有限公司，延伸至室内装饰与设计领域，形成覆盖幕墙、装饰、设计的一体化建筑装饰体系。近年来，公司顺应绿色建筑与低碳发展趋势，于2021年设立北京江河智慧光伏建筑有限公司，发力光伏建筑一体化（BIPV）业务，并于2022年在湖北浠水投资建设300MW异型柔性光伏组件生产基地，进一步丰富装饰主业的技术延展。截至2024年，江河幕墙已连续七年位列中国建筑装饰百强企业“幕墙类”第一名，港源装饰亦连续六年稳居“装饰类”前列，集团已发展成为专注于建筑装饰主业并积极布局绿色建筑的新型国际化企业。

图表 1：江河集团发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

公司实际控制人持股比例高，股权结构较为集中。截至2025年一季度，公司实际控制人为董事长刘载望先生，其通过直接和间接方式合计持有江河创建集团49.21%的股份。其中，刘载望先生本人直接持股25.53%，并通过其控股85%的北京江河源控股有限公司间接持股23.68%。北京江河源控股为公司第一大股东，持股比例为27.86%，由刘载望与其配偶富海霞共同持有。两人合计控制江河集团半数股权，实际控制权高度集中。此外，北京江河汇众企业管理合伙企业（有限合伙）持股13.78%，北京城建持股1.42%。截至25Q1，公司前十大股东合计持股达74.24%，股权结构清晰稳定，有助于提升公司战略执行效率与治理协同性。

图表 2：公司股权结构示意图（截至 25Q1）


资料来源：Wind，华源证券研究所

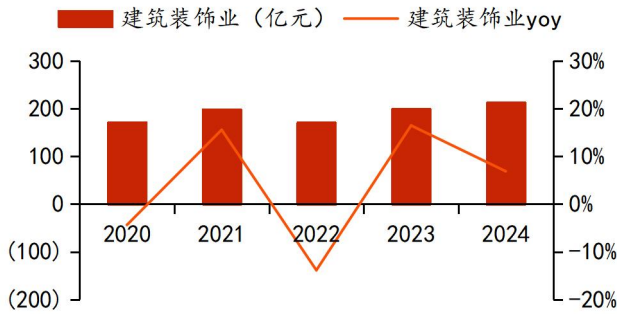
1.2. 建筑装饰贡献核心收入，医疗健康与海外业务协同发力

建筑装饰为公司核心主业，收入占比长期保持在高位。公司业务涵盖建筑装饰业务与医疗健康业务板块。2020–2024 年，公司建筑装饰业务营收 CAGR 为 5.51%，2024 年建筑装饰实现营业收入 212.66 亿元，占总营收的 95.10%，同比增长 6.87%，为公司收入的核心来源。同期，医疗健康业务实现收入 10.95 亿元，同比增长 4.05%，营收占比小幅下降 0.13pct 至 4.90%。毛利率方面，2024 年建筑装饰与医疗健康板块毛利率分别为 15.57%和 25.99%，分别同比下滑 1.03pct 和 1.95pct，整体盈利能力总体保持平稳。

- 建筑装饰业务板块：**公司建筑装饰业务涵盖幕墙与光伏建筑、室内装饰与设计两大板块，是公司营业收入的核心来源。1) 幕墙与光伏建筑：其中，幕墙与光伏建筑业务以江河幕墙和港源幕墙为主体，分别定位高端和中高端市场，形成双品牌协同格局。公司具备幕墙系统研发、设计、制造、施工与出口全流程能力，并积极推进绿色转型，布局光伏建筑一体化（BIPV）业务，已具备异型光伏组件的设计、制造与系统集成能力。2) 室内装饰与设计：室内装饰与设计业务则由承达集团、港源装饰及梁志天设计集团共同构建，覆盖高端住宅、酒店、商业等领域。承达集团在港澳市场定位高端，港源装饰在内地装饰行业排名第四，梁志天设计集团在全球住宅设计领域连续多年位列第一，构成公司室内业务的核心竞争力。
- 医疗健康业务板块：**公司定位于国际化专业眼科医疗服务提供商，聚焦屈光、视光及眼底病等诊疗服务，旗下拥有澳洲最大眼科连锁品牌 Vision 以及长三角区域知名品牌江河泽明。在国内市场，公司以“江河泽明”服务大众客户，以“维视眼科”拓展

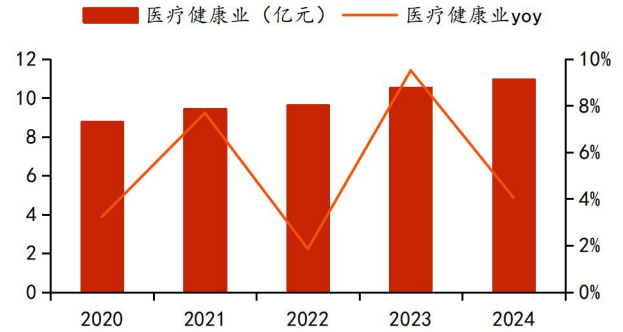
中高端市场。2024 年，公司在北京、南京、合肥新设 3 家眼科医院，持续完善服务网络，提升品牌影响力。

图表 3：2020-2024 年建筑装饰业营收及增速



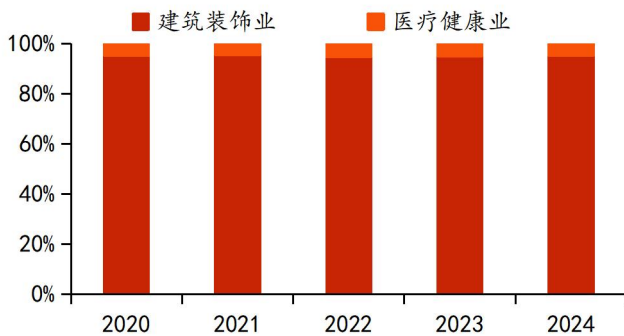
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 4：2020-2024 年医疗健康业营收及增速



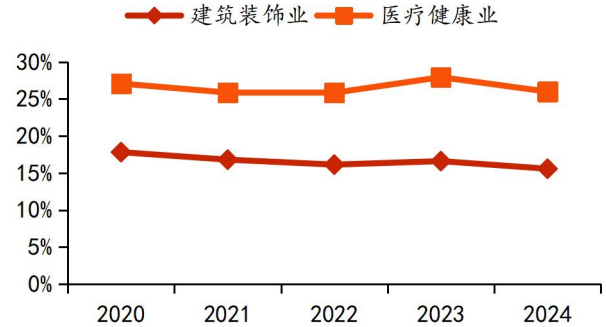
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 5：2020-2024 年公司业务结构占比



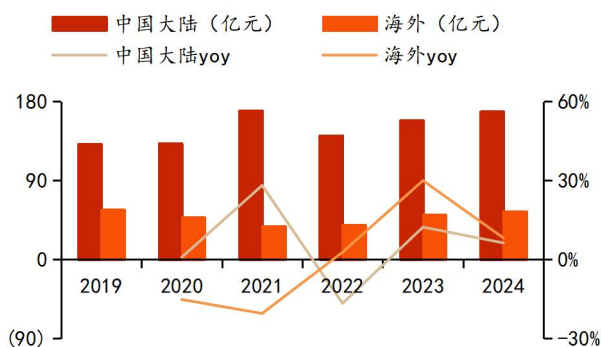
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：2020-2024 年各业务毛利率

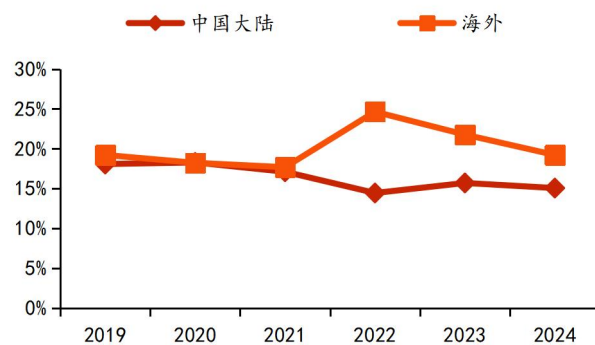


资料来源：Wind，华源证券研究所

中国大陆市场保持稳健增长，海外业务实现恢复性反弹。从区域收入来看，2020-2024 年，公司中国大陆地区业务营业收入复合增长率为 6.22%，近三年占总营收比重维持在 75% 左右。2024 年，中国大陆业务实现收入 168.61 亿元，同比增长 6.26%。与此同时，公司持续加大海外市场开拓力度，优化资源配置，加速国际市场布局。受港澳台业务下滑及公共卫生安全事件影响，2020-2021 年海外营收一度承压，但随着公共卫生安全事件影响减弱，2023 年海外业务实现同比增长 29.95%。2024 年公司海外营收达 55.01 亿元，同比增长 8.16%。毛利率方面，近年来海外市场持续优于国内，2024 年中国大陆与海外业务毛利率分别为 15.06% 与 19.21%，境外业务有望成为公司未来收入和利润增长的重要驱动力。

图表 7：2019-2024 年分地区营收情况


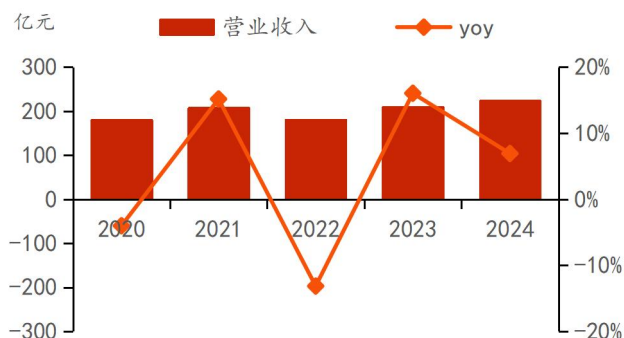
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：2019-2024 年分地区毛利率


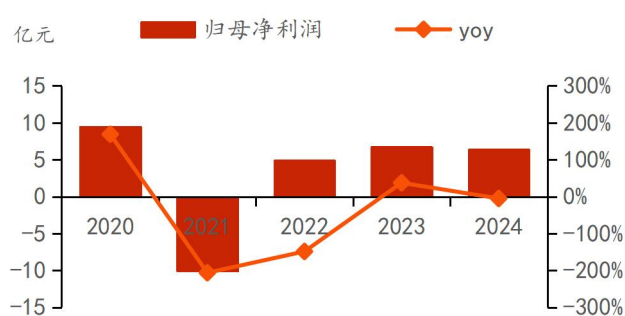
资料来源：Wind，华源证券研究所

1.3. 盈利能力稳步修复，现金回报提升配置吸引力

营收保持稳健增长，利润端短期承压。2020-2024 年，公司营业总收入由 180.50 亿元增长至 224.06 亿元，CAGR 为 5.55%。2024 年营收同比增长 6.93%，主要得益于公司持续推进品牌战略、深耕核心市场以及在手订单充足带来的业务增长。归母净利润方面，公司自 2021 年受地产行业风险影响出现亏损后，业绩于 2022 年起逐步恢复。2024 年实现归母净利润 6.38 亿元，同比下降 5.07%；扣非归母净利润为 4.19 亿元，同比下降 39.65%，主要系行业竞争加剧、整体毛利率下滑及减值计提增加所致。2025 年一季度，公司实现营收 42.03 亿元，同比+2.87%，归母净利润 1.44 亿元，同比下降 20.53%。归母净利润下滑的主要原因是非经常性亏损同比增加约 0.40 亿元，对当期利润形成扰动。剔除非经常性损益影响后，扣非归母净利润为 1.79 亿元，同比增长 1.46%。我们认为，在在手订单充足、海外业务持续增长的支撑下，公司营收与扣非归母净利润有望保持稳健发展态势。

图表 9：2020-2024 年营业收入及增速


资料来源：Wind，华源证券研究所

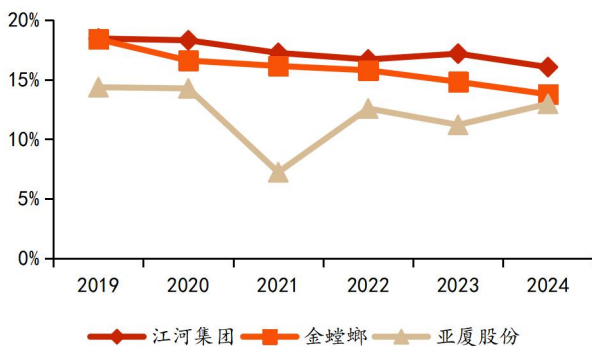
图表 10：2020-2024 年归母净利润及增速


资料来源：Wind，华源证券研究所

盈利韧性较强，费用率稳中趋降。2024 年公司毛利率为 16.04%，虽较上年小幅回落，但整体仍维持在较高水平，展现出良好的盈利韧性。与同行相比，24 年公司毛利率显著高于金螳螂（13.76%）和亚厦股份（12.97%），主要系医疗健康板块毛利率显著较高，有效抬

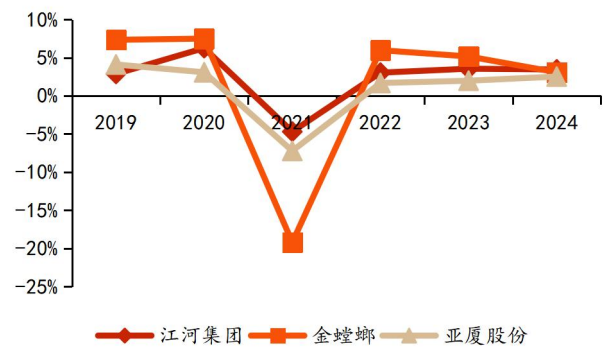
升了整体水平。净利率方面，公司 2021 年因房地产行业风险出现亏损，2022 年起逐步修复，2024 年回升至 3.44%，整体处于行业中上水平。期间费用率方面，公司 2024 年为 10.19%，同比下降 0.19pct，呈持续回落趋势。分项来看，2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.36%、5.49%、2.87%、0.47%，同比+0.08pct、+0.05pct、-0.08pct、-0.23pct。整体来看，尽管公司费用率仍高于金螳螂和亚厦股份，但随着营收增长、业务结构优化，费用率或仍具备进一步下降空间。

图表 11：2019-2024 年江河集团及可比公司毛利率



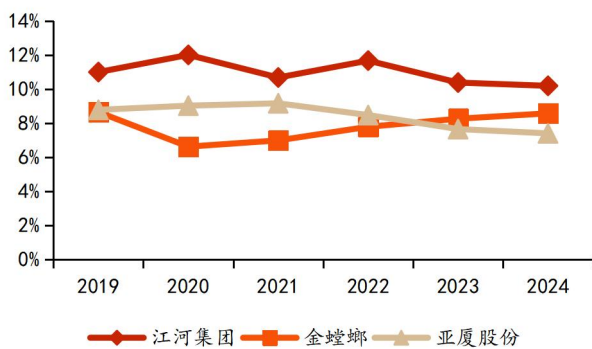
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：2019-2024 年江河集团及可比公司净利率



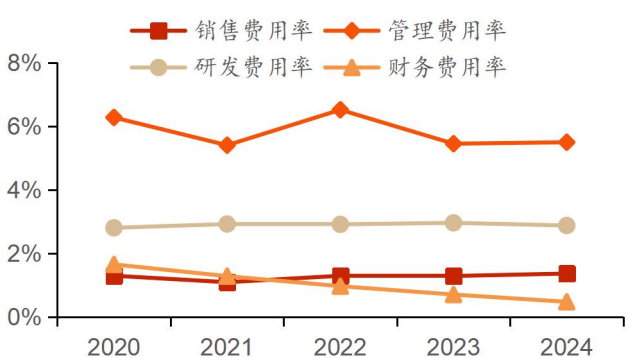
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 13：2019-2024 年江河集团及可比公司期间费用率



资料来源：Wind，华源证券研究所

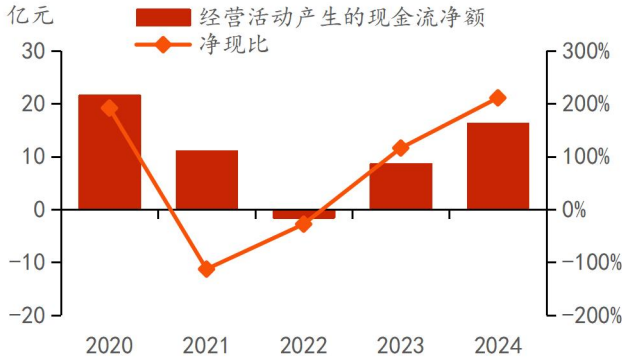
图表 14：2020-2024 年公司各项费用率情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

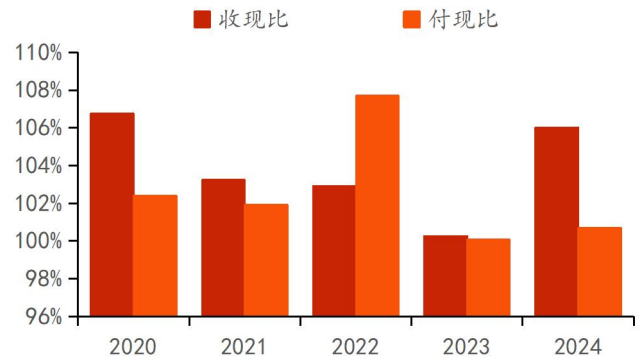
现金流持续改善，收入质量不断提升。公司近年来持续坚持“现金为王”理念，优选优质客户，严控垫资风险，叠加龙头幕墙企业的客户议价能力，经营性现金流持续向好。2024 年，公司经营活动现金净额达 16.26 亿元，较 2023 年多流入 7.65 亿元，净现比达 211%，利润兑现质量显著提升。收付现比方面，2024 年公司收付现比分别为 106%和 101%，同比分别提升 5.75 和 0.63 个百分点，反映出项目回款效率稳步提高。期末公司在手现金达 53.5 亿元，较上年末增加 6.6 亿元，为稳定分红与未来拓展提供有力支撑。

图表 15：2020-2024 年 CFO 净额和净现比



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 16：2020-2024 年公司收/付现比情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

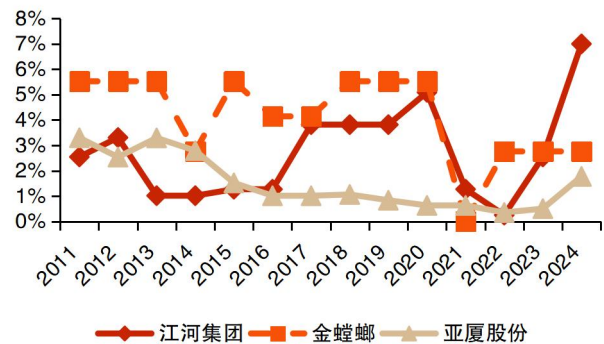
高比例现金分红提升投资吸引力，股息率较高具备配置吸引力。公司自上市以来整体保持良好分红传统。2011-2016 年，公司分红比例稳定在 30%以上，2017 年起，公司分红水平明显提升，虽年度间有所波动，但整体高于前期，2019 年分红比例一度达到 96.33%的历史高点。受宏观环境波动及业绩短期下滑影响，2020-2022 年公司分红比例阶段性回落。随着业绩修复，公司于 2023 年重新回归高分红水平，2024 年分红比例进一步大幅提升至约 98%，截至 2025/7/31，24 年江河集团对应股息率 7.00%，高于可比公司金螳螂与亚厦股份，在行业中处于领先水平。公司已明确提出，在符合相关法律法规及《公司章程》的前提下，2025-2027 年每年将以不低于归母净利润的 80%或按每股 0.45 元（以总股本 1,133,002,060 股为基数，含税）计算的金额中较高者进行现金分红，充分体现出公司强回报意愿，高股息属性值得重视。

图表 17：2011-2024 年现金分红及分红比例



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 18：2011-2024 年公司及其可比公司股息率（截至 25/7/31）



资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 行业结构优化持续推进，龙头份额有望提升

装饰产值由降转升，行业总量稳步修复。近年来，尽管受房地产周期波动、政策调整及信用收缩等因素叠加影响，建筑业整体进入结构性调整期，装饰装修板块总体仍保持稳定。经历 2019–2020 年连续两年产值负增长后，行业自 2021 年起逐步回暖，2024 年装饰装修产值达 1.41 万亿元，同比增长 2.4%，已连续四年保持正增长，行业总量重回温和增长轨道，产业基本面持续改善。

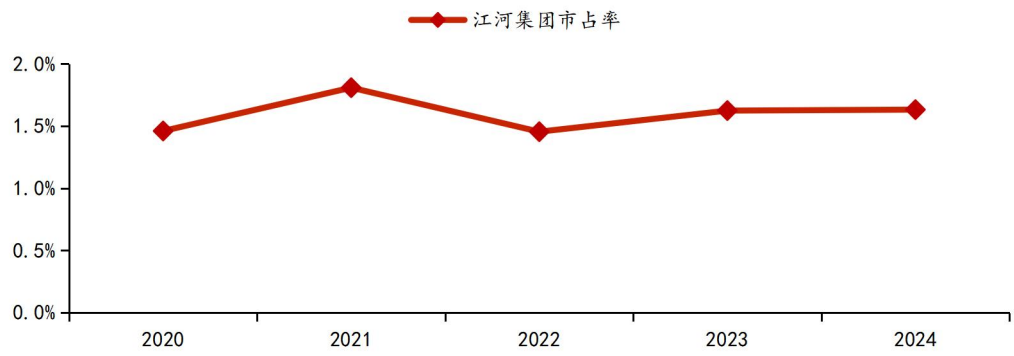
图表 19：2010–2024 年中国建筑装饰装修行业产值（单位：亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

行业出清加速，龙头份额有望持续提升。近年来，受房地产信用风险持续冲击，住宅精装修需求大幅收缩，建筑装饰行业整体进入深度调整期。行业盈利能力下行，板块出清步伐明显加快，抗风险能力较弱的中小企业加速退出，部分上市公司连续亏损、股权转让，甚至主动转型、逐步淡出装饰主业，行业供给结构持续优化。在此背景下，具备稳固品牌、完善管理体系和 EPC 一体化能力的龙头企业展现出更强韧性。尽管住宅精装业务普遍承压，江河集团等少数头部企业核心工装团队基本保留，工装主业竞争力依然稳固，且积极调整业务结构、持续压缩住宅装饰占比，有效降低周期波动带来的冲击。市占率方面，江河集团 2024 年在装饰行业市占率达 1.63%，连续两年稳步提升，充分体现公司在行业出清中的抗压能力与规模优势。我们认为，随着行业优胜劣汰趋势延续，市场份额或将进一步向经营稳健、现金流充沛的龙头企业集中，江河集团“强者恒强”逻辑有望持续兑现。

图表 20：2020-2024 年公司市占率

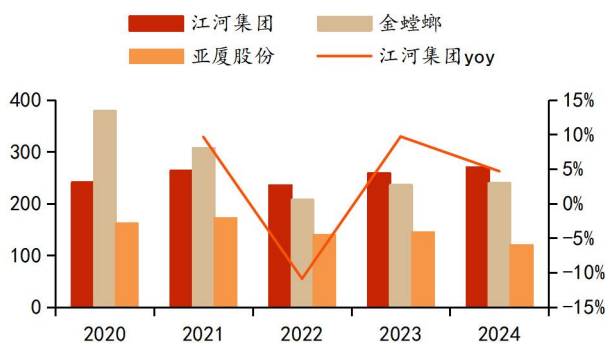


资料来源：Wind，华源证券研究所

3. 海外布局持续深化，产品化战略打开新增长空间

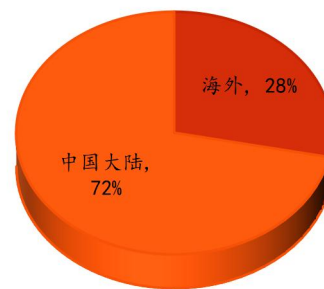
新增订单稳步增长，海外订单占比显著提升。2024年，在行业整体仍承压的背景下，公司建筑装饰业务实现新增订单约270.49亿元，同比增长4.68%，维持稳健增长态势。其中，幕墙及光伏建筑业务新增订单172.05亿元，同比微增0.17%；室内装饰与设计业务新增订单98.44亿元，同比增长13.62%，展现出较强韧性。公司新增订单总量已连续三年蝉联国内建筑装饰行业上市公司首位，充分体现其在行业内的市场领先地位。随着公司持续加快海外市场布局，海外新增订单显著增长。2024年，公司海外（含港澳）新增订单总额达76.3亿元，同比增长57%，其中幕墙业务订单约37亿元，内装业务订单约38.8亿元，分别同比增长56%和58%。海外新增订单占总订单的比例提升至28%，成为订单增长的重要来源。伴随海外组织架构日益完善、项目覆盖区域不断拓展，我们预计公司海外订单占比仍有进一步提升空间，将为整体业务增长注入持续动能。

图表 21：2020-2024 年江河集团及可比公司新签订单（单位：亿元）



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 22：2024 年新签订单区域占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

推进“产品化”战略，光伏与幕墙产品加速出海。2024年，江河集团明确提出“产品化”战略，推动公司由“工程输出”向“产品输出”加快转型。公司依托成熟的幕墙海外组织架构及国内六大生产基地的设计与加工能力，积极推动幕墙产品及异型光伏组件向全球市场销售。在幕墙方面，重点拓展澳洲、美洲、日本、韩国等发达国家市场，2024年已在澳洲签约供货订单约6,500万元，正逐步交付中。在光伏领域，公司2024年BIPV项目承接金额为5.3亿元，虽同比下降61.31%，主要系行业竞争加剧及毛利率下行影响，但公司积极调整战略，将业务重心从BIPV工程总包转向异型光伏组件的定制化销售，寻求更大市场空间与更优盈利水平。目前公司已建立起覆盖国内外的销售体系，2024年实现向韩国、新西兰首批异型组件出口，尽管金额尚小（全年累计签署内外部销售订单约4,000万元），但标志着海外销售模式的正式落地。未来，随着产品化路径逐步成熟，相关业务有望成为公司新的增长极。

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

作为国内建筑装饰板块龙头企业，江河集团深耕幕墙、室内装饰及光伏建筑系统业务，近年来持续推动“产品化”战略与国际化布局，核心业务保持稳健增长。随着高端幕墙市场复苏、“BIPV+异型组件”双线推进逐步落地，我们看好公司在行业出清背景下的市占率提升与中长期增长潜力。

收入预测方面，我们预计 2025 - 2027 年公司营收增速分别为+6.19%、+7.15%和+7.16%，2024-2027 年均复合增速为 6.84%。公司作为装饰行业龙头，凭借深厚的品牌与项目管理能力在行业出清中优势持续巩固，强者恒强格局不断强化。我们预计公司建筑装饰业务将在订单充足、海外市场拓展及 BIPV 产品化转型驱动下保持较快增长，2025 - 2027 年营收预计分别增长 6.0%、7.0%、7.0%。医疗健康业务预计将延续 2023 年以来的稳定增长趋势，2025 - 2027 年营收预计分别增长 10%、10%、10%，有望成为公司中长期利润增长的重要支撑。

毛利率预测，我们认为，随着公司装饰类业务客户结构和收款条件持续优化，以及产品化战略推动高毛利异型组件销售占比提升，毛利率有望逐步改善。2024 年公司整体毛利率为 16.04%，较 2023 年小幅回落 1.14pct，主要受国内竞争加剧影响，部分项目毛利承压。分业务来看，装修装饰业务或受益于海外高毛利订单占比提升、项目执行效率改善以及产品化战略初步落地，盈利能力有望逐步恢复；医疗健康业务毛利率预计维持高位，延续稳定增长态势。整体来看，公司装饰主业有望温和修复，医疗业务贡献稳定高利润，综合毛利率中枢或稳中有升。

图表 23：公司分业务营收预测（单位：亿元）

		2024	2025E	2026E	2027E
营收合计	营业收入	224.06	237.93	254.96	273.22
	YOY	6.93%	6.19%	7.15%	7.16%
	总毛利率	16.04%	16.45%	16.65%	16.77%
装修装饰	收入	212.66	225.42	241.20	258.09
	收入 YOY	6.87%	6%	7%	7%
	毛利率	15.57%	15.80%	15.99%	16.09%
医疗健康	收入	10.95	12.05	13.25	14.58
	收入 YOY	4.05%	10%	10%	10%
	毛利率	25.99%	26.09%	26.18%	26.24%
其他业务	收入	0.44	0.46	0.50	0.55
	收入 YOY	2545.78%	5%	8%	10%
	毛利率	-0.83%	85.00%	85.00%	85.00%

资料来源：I find，华源证券研究所

费用率方面，随着公司加快海外市场拓展和“产品化”战略推进，销售与管理费用预计将小幅上行。2024 年，公司销售、管理及研发费用率分别为 1.36%、5.49%和 2.87%，同比 +0.08pct、+0.05pct、-0.08pct。我们预计 2025 - 2027 年，销售费用率将逐年上升至 1.45%、

1.50%和 1.55%，管理费用率将分别达到 5.60%、5.80%和 6.00%，主要反映全球业务拓展与管理的持续投入。研发费用率则有望维持在 2.87%，公司将继续聚焦于幕墙系统与光伏建筑系统等核心领域的技术创新，为长期竞争力夯实基础。

图表 24：费用率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.29%	1.28%	1.36%	1.45%	1.50%	1.55%
管理费用率	6.52%	5.45%	5.49%	5.60%	5.80%	6.00%
研发费用率	2.91%	2.96%	2.87%	2.87%	2.87%	2.87%

资料来源：Ifind，华源证券研究所

4.2. 投资建议

基于以上假设，我们预计公司 2025–2027 年有望实现归母净利润分别为 6.83、7.37、7.98 亿元，增速分别为+7.06%、+7.97%、+8.25%。公司持续推进产品化战略，加快幕墙与异型组件标准化、模块化，核心业务韧性强。我们选取同类装修装饰如金螳螂、亚厦股份作为可比公司，可比公司 25 年平均 PE 为 16.50 倍。在“高股息+出海”逻辑驱动下，公司具备较强中长期配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 25：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
002081	金螳螂	96.12	3.62	0.20	0.22	0.23	0.24	17.67	16.58	15.97	14.88
002375	亚厦股份	52.80	3.94	0.23	0.24	0.25	0.27	17.44	16.42	15.76	14.59
	平均							17.56	16.50	15.86	14.74
601886	江河集团	89.05	7.86	0.56	0.60	0.65	0.70	13.96	13.04	12.08	11.16

资料来源：Ifind，华源证券研究所

注：时间截止于 2025/7/31，除江河集团外，其余盈利预测来源于 ifind 一致预期。

5. 风险提示

海外业务拓展不及预期风险。公司海外订单快速增长、“产品化”战略持续推进，但若海外项目执行进度不及预期、地缘政治不稳定或国际贸易环境变化，可能影响相关业务的交付和利润释放。

行业竞争加剧及成本上行风险。建筑装饰行业仍处于出清周期，整体毛利承压。若未来行业恢复慢于预期，或原材料、人工成本大幅上升，可能进一步压缩公司盈利空间。

BIPV 业务战略转型推进不达预期。公司正由 BIPV 工程转向异型光伏组件产品销售，若客户接受度、产能布局或销售网络建设未能顺利落地，可能影响产品化路径的效果及业务拓展节奏。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,352	7,138	7,649	8,196
应收票据及账款	15,728	17,680	18,838	19,899
预付账款	396	372	398	427
其他应收款	159	347	372	398
存货	831	1,144	1,223	1,309
其他流动资产	1,043	1,167	1,220	1,277
流动资产总计	23,509	27,848	29,701	31,506
长期股权投资	73	78	83	88
固定资产	2,309	2,321	2,441	2,642
在建工程	419	513	523	367
无形资产	771	740	710	680
长期待摊费用	118	107	90	67
其他非流动资产	2,265	2,249	2,234	2,218
非流动资产合计	5,955	6,009	6,080	6,061
资产总计	29,463	33,857	35,781	37,568
短期借款	1,283	3,146	3,559	3,708
应付票据及账款	15,152	17,169	18,354	19,642
其他流动负债	3,239	3,708	3,971	4,257
流动负债合计	19,673	24,023	25,885	27,607
长期借款	1,005	814	624	416
其他非流动负债	48	48	48	48
非流动负债合计	1,052	862	672	464
负债合计	20,726	24,885	26,557	28,070
股本	1,133	1,133	1,133	1,133
资本公积	3,697	3,697	3,697	3,697
留存收益	2,529	2,665	2,813	2,972
归属母公司权益	7,358	7,495	7,642	7,802
少数股东权益	1,379	1,476	1,581	1,695
股东权益合计	8,737	8,971	9,224	9,497
负债和股东权益合计	29,463	33,857	35,781	37,568

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	772	732	794	863
折旧与摊销	300	326	358	399
财务费用	105	119	155	156
投资损失	-19	-24	-24	-24
营运资金变动	130	-67	106	316
其他经营现金流	339	54	54	54
经营性现金净流量	1,626	1,139	1,443	1,764
投资性现金净流量	-227	-362	-412	-362
筹资性现金净流量	-952	1,009	-521	-854
现金流量净额	487	1,786	511	548

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,406	23,793	25,496	27,322
营业成本	18,811	19,878	21,250	22,741
税金及附加	78	82	88	95
销售费用	304	345	382	423
管理费用	1,231	1,332	1,479	1,639
研发费用	643	683	732	785
财务费用	105	119	155	156
资产减值损失	-199	-213	-184	-184
信用减值损失	-273	-255	-264	-254
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	19	24	24	24
公允价值变动损益	99	0	0	0
资产处置收益	15	5	5	5
其他收益	25	32	32	32
营业利润	920	947	1,022	1,106
营业外收入	3	4	4	4
营业外支出	9	6	6	6
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	914	945	1,020	1,104
所得税	142	164	178	192
净利润	772	780	842	912
少数股东损益	134	97	105	114
归属母公司股东净利润	638	683	737	798
EPS(元)	0.56	0.60	0.65	0.70

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	6.93%	6.19%	7.15%	7.16%
营业利润增长率	1.51%	2.96%	7.95%	8.23%
归母净利润增长率	-5.07%	7.06%	7.97%	8.25%
经营现金流增长率	88.79%	-29.95%	26.72%	22.17%
盈利能力				
毛利率	16.04%	16.45%	16.65%	16.77%
净利率	3.44%	3.28%	3.30%	3.34%
ROE	8.67%	9.11%	9.65%	10.23%
ROA	2.16%	2.02%	2.06%	2.12%
估值倍数				
P/E	13.96	13.04	12.08	11.16
P/S	0.40	0.37	0.35	0.33
P/B	1.21	1.19	1.17	1.14
股息率	7.00%	6.13%	6.62%	7.17%
EV/EBITDA	7	10	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。