

工装龙头经营稳健，受益于城市更新和出海

金螳螂 (002081.SZ)

核心观点

公司作为高端建筑装饰龙头，主业聚焦装修装饰及设计服务，布局洁净室、医疗健康等新兴业务，在手资金达 49.1 亿元，在手订单对营收业绩保障较好。在工装市场进入存量竞争时代和行业出清背景下，公司龙头优势凸显，我们预计存量办公等物业和酒店每年将给市场分别带来 500 亿和 8.4 万间高星酒店客房更新需求，公司将充分受益。境外业务方面，公司正借助 HBA 和自主出海寻求增量，截至 2024 年末，公司海外业务收入占比约为 8%，2025 年上半年公司海外收入同比增长 29%，保持强势发展势头。

摘要

业绩趋稳，在手资金充足。公司主业聚焦高端建筑装饰，连续 23 年获评装饰类企业第一，曾完成包括北京奥运会主会场等多个标志性工程，龙头地位稳固。截至 2025 年前三季度营收和归母净利润增速为-9.2%和-18.5%，业绩降幅收窄。经过近 5 年对地产敞口的消化，业绩已趋稳定，新签订单金额已连续 10 个季度保持正增长，在手订单合计 193.4 亿元，对公司营收业绩形成保障。在手货币资金达 49.1 亿元，具备抗风险能力。

工装存量竞争时代龙头优势凸显，受益于城市更新。我国工装市场已进入存量更新时代，竣工面积出现较大幅度下降，尽管 2025 年行业 CR5 集中度为 4.6%，集中度较 2021 年有所下降，但出现明显分化局面：23 个装修装饰上市公司中，TOP5 和剩余 18 家公司 2021-2024 年营收降幅分别为 10.5% 和 45.6%，行业出清加快。我们预计，存量办公等物业和酒店每年将给市场分别带来超过 400 亿和 8.4 万间高星酒店客房更新需求，公司将充分受益。

境外借助 HBA 和自主出海寻求增量。公司于 2013 年收购了全球酒店设计领域顶级公司 HBA 开始布局海外市场，与顶级酒店品牌方保持长久合作。公司正逐步借助 HBA 和通过自行出海实现海外项目拓展，在香港、澳门、柬埔寨、越南、迪拜、菲律宾、马来西亚等地均已进行属地化布局。截至 2024 年末，公司海外业务收入占比约为 8%，2025 年上半年公司海外收入同比增长 29%，保持强势发展势头。

首次覆盖给予买入评级。公司主营高端装饰装修，在工装市场进入存量竞争时代背景下发挥龙头和资金优势，通过积极跟进城市更新和出海拓展增量，海外营收和利润占比将大幅提升，洁净室等培育板块快速成长，地产风险逐步消纳，我们看好公司在存量更新时代实现长期稳健增长。我们预测公司 2025-2027 年 EPS 为 0.20/0.22/0.23 元，首次覆盖给予买入评级，对应 PE 倍数分别为 16.1/15.2/14.2 倍。

首次评级

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BPU491

曹恒宇

caohengyu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524080006

发布日期：2025 年 12 月 28 日

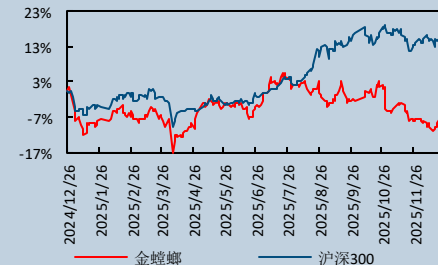
当前股价：3.29 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-0.60/-3.81	-6.27/-9.02	-12.73/-29.41
12 月最高/最低价 (元)			3.78/3.07
总股本 (万股)			265,532.37
流通 A 股 (万股)			264,460.49
总市值 (亿元)			87.36
流通市值 (亿元)			87.01
近 3 月日均成交量 (万)			2560.17
主要股东			
苏州金螳螂企业(集团)有限公司			24.58%

股价表现



相关研究报告

目录

一、在手资金充足，布局洁净室、医疗健康等专业工程领域.....	1
1.1 主业聚焦装修装饰，布局洁净室、医疗健康等新兴业务.....	1
1.2 在手资金充足，地产风险消纳释放.....	5
二、公装存量竞争时代龙头优势凸显，城市更新与出海带来业务增量.....	8
三、盈利预测和投资建议.....	12
风险分析.....	13
报表预测.....	14

图目录

图 1:2018-2025Q3 营业收入变化.....	1
图 2:2018-2025Q3 归母净利润变化.....	1
图 3:2018-2025H1 各业务营收占比.....	2
图 4:2018-2025H1 各业务毛利占比.....	2
图 5:2018-2025H1 各业务毛利率变化.....	2
图 6:浙江大学医学院附属儿童医院莫干山院区.....	3
图 7:姑苏实验室.....	3
图 8:公司新签订单金额趋稳，公装占比提升至 85% 以上（单位：亿元）.....	3
图 9:在手订单保障较好.....	4
图 10:新签订单金额趋稳，对营收保障逐步增强.....	4
图 11:公司发展历程.....	4
图 12:公司股权架构（截至 2025 年 11 月）.....	5
图 13:货币资金充足（亿元）.....	6
图 14:2016-2024 现金流量变化.....	6
图 15:地产风险消纳.....	6
图 16:2020-2024 年坏账、减值计提情况.....	6
图 17:2017-2025Q3 销售净利率&销售毛利率变化.....	7
图 18:2018-2025Q3 期间费用变化.....	7
图 19:ROE 承压.....	7
图 20:竣工面积 2023 年起出现下降，行业进入存量竞争.....	8
图 21:上市建筑装饰企业营收与 TOP 占比.....	8
图 22:装修装饰 CR5 有所下降.....	9
图 23:办公楼历史竣工面积.....	9
图 24:商业营业用房历史竣工面积.....	9
图 25:浙江龙游大南门历史文化街区.....	10
图 26:改造后的开明大戏院.....	10
图 27:我国三星级及以上酒店客房数（万间）.....	10
图 28:我国挂牌的三星级及以上酒店数（家）.....	10

图 29:公司参与的柬埔寨暹粒吴哥国际机场.....11
图 30:公司参与的巴哈马瑰丽酒店.....11

表目录

表 1:重要财务指标.....12
表 2:可比公司估值表（截至 2025 年 11 月 30 日）.....12

一、在手资金充足，布局洁净室、医疗健康等专业工程领域

1.1 主业聚焦装修装饰，布局洁净室、医疗健康等新兴业务

公司主业为**高端建筑装饰**，业绩趋稳。金螳螂是一家以建筑装饰、室内外设计、软装等全产业链设计施工服务为核心的企业，在高端酒店、公共建筑内装领域拥有丰富的经验，曾完成包括北京奥运会主会场（鸟巢）、北京人民大会堂江苏厅、国家大剧院等多个标志性工程。2022年开始，公司开始积极调整战略，打造高质量的新兴增长点，布局 EPC 总承包、城市更新、医疗净化等业务，同时加速国际出海步伐，2024 年实现营收 183 亿元，同比下降 9.2%，实现归母净利润 5.4 亿元，同比下降 46.9%；2025 年前三季度实现营业收入 133 亿元，同比下降 9.2%，归母净利润 3.8 亿元，同比下降 18.5%。

图 1:2018-2025Q3 营业收入变化

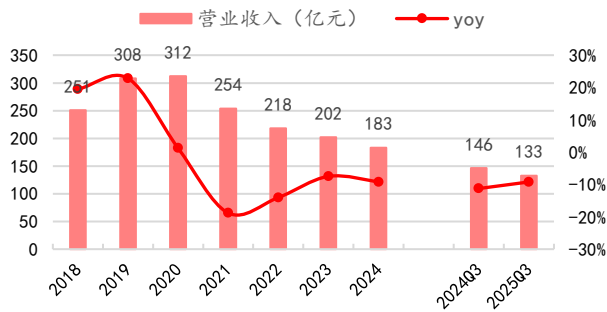
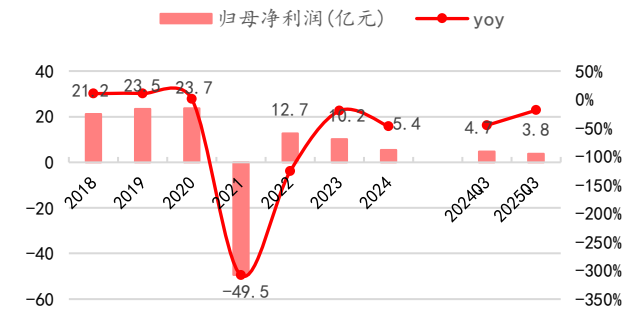


图 2:2018-2025Q3 归母净利润变化



数据来源：公司公告，中信建投证券

数据来源：公司公告，中信建投证券

公司主业聚焦于**装修业务**，设计业务毛利率较高。公司营收以装饰业务为主，2018 年-2024 年装饰业务营收占比稳定在 85%左右，2024 年营收占比下滑，系其他业务增长较快所致，毛利贡献稳定约 75%。设计业务毛利率高达 38%，虽然营收占比低，但毛利贡献较高，约为 20%。2025 年上半年，装饰、幕墙、设计业务营业收入分别为 80.3/6.9/6.5 亿元，分别占比 85%/7%/7%；毛利贡献分别为 10.0/0.5/2.0 亿元，分别占比 80%/4%/16%；毛利率分别为 13%/7%/31%。

图 3:2018-2025H1 各业务营收占比

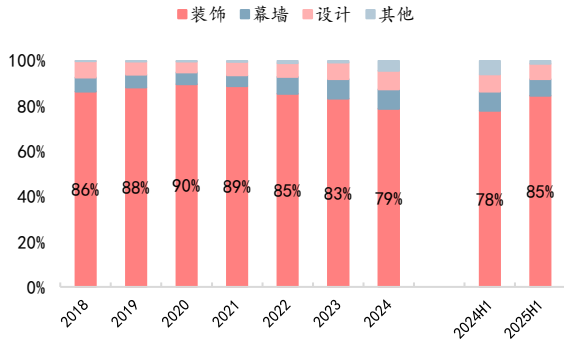
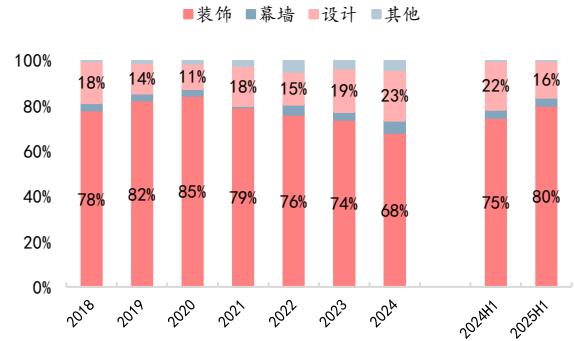


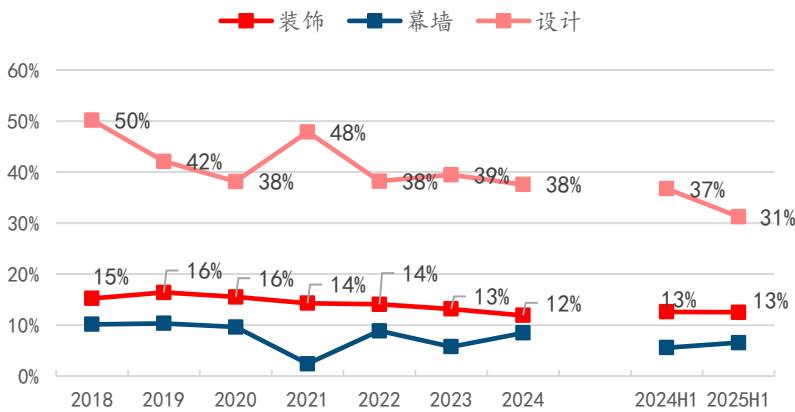
图 4:2018-2025H1 各业务毛利占比



数据来源：公司公告，iFinD，中信建投证券

数据来源：公司公告，iFinD，中信建投证券

图 5:2018-2025H1 各业务毛利率变化



数据来源：公司公告，iFinD，中信建投证券

探索洁净室、医疗健康等专业工程领域。在专业工程领域，公司设立金柏瑞洁净科技，依托长三角区位优势切入医疗健康、洁净室等专业工程领域，已形成覆盖半导体、锂电池、生物医药、实验室、医疗健康等高端制造领域的全产业链服务能力。除传统的医院项目外，在集成电路和锂电行业内，已参与建设和建成格科半导体 12 英寸 CIS 集成电路项目、苏州纳米城第三代半导体 EPC 项目、杰华特微电子高性能电源芯片项目、嘉兴智行微电子研发中心项目、中北锂电洁净厂房、姑苏实验室、南京集成电路产业服务中心等代表性项目。

图 6:浙江大学医学院附属儿童医院莫干山院区



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

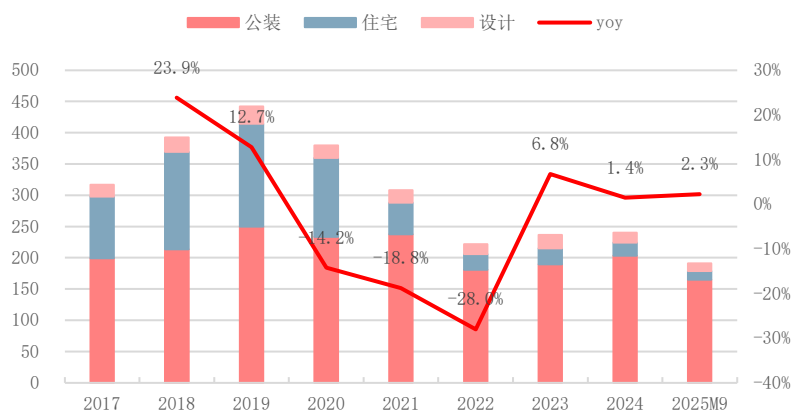
图 7:姑苏实验室



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

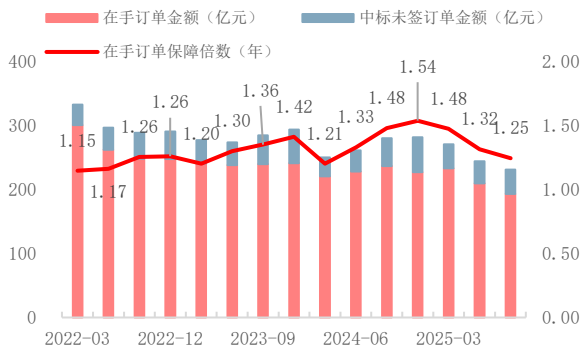
公装业务占比提升, 在手及新签订单保障较好。从订单来看, 公司 2022 年起因恒大等地产商出现风险事件大幅收缩的住宅业务占比, 聚焦公装业务, 年新签订单金额从 300-450 亿元下降至约 240 亿元, 2024 年公司新签订单 240.1 亿元, 较上年增长 1.4%, 其中公装/住宅/设计占比分别为 84.7%、8.7%和 6.6%, 2025 年前三季度公司新签订单金额 191.1 亿元, 同比增长 2.3%, 其中公装占比进一步提升至 86.4%。公司在手及新签订单保障性较好, 截至 2025 年三季度末, 在执行订单 193.4 亿元, 已中标未签约订单 38.3 亿元, 可覆盖 1.3 年的营收; 公司每季度新签订单金额对营收的保障倍数从 2022 年的 1 倍以下逐步抬升至 1.4 倍左右, 表明在消化风险业务、转型公装后公司业务可持续不断增强。

图 8:公司新签订单金额趋稳, 公装占比提升至 85%以上 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

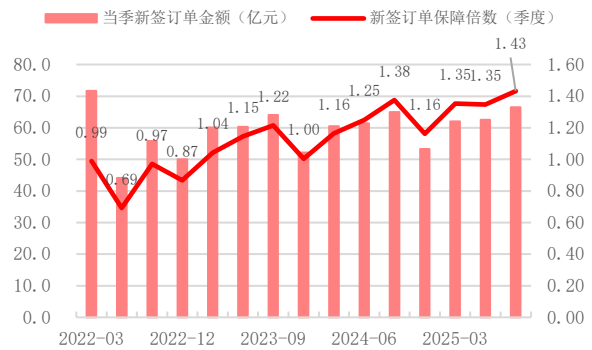
图 9:在手订单保障较好



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

注: 在手订单保障倍数=当季在手订单金额/过去一年营收

图 10:新签订单金额趋稳, 对营收保障逐步增强

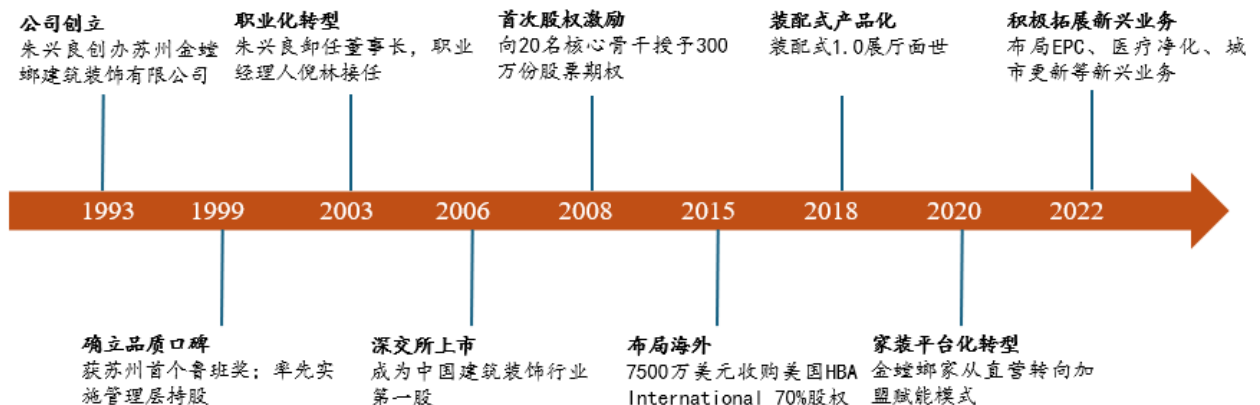


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

注: 订单保障倍数=当季新签订单金额/过去一季季度营收均值

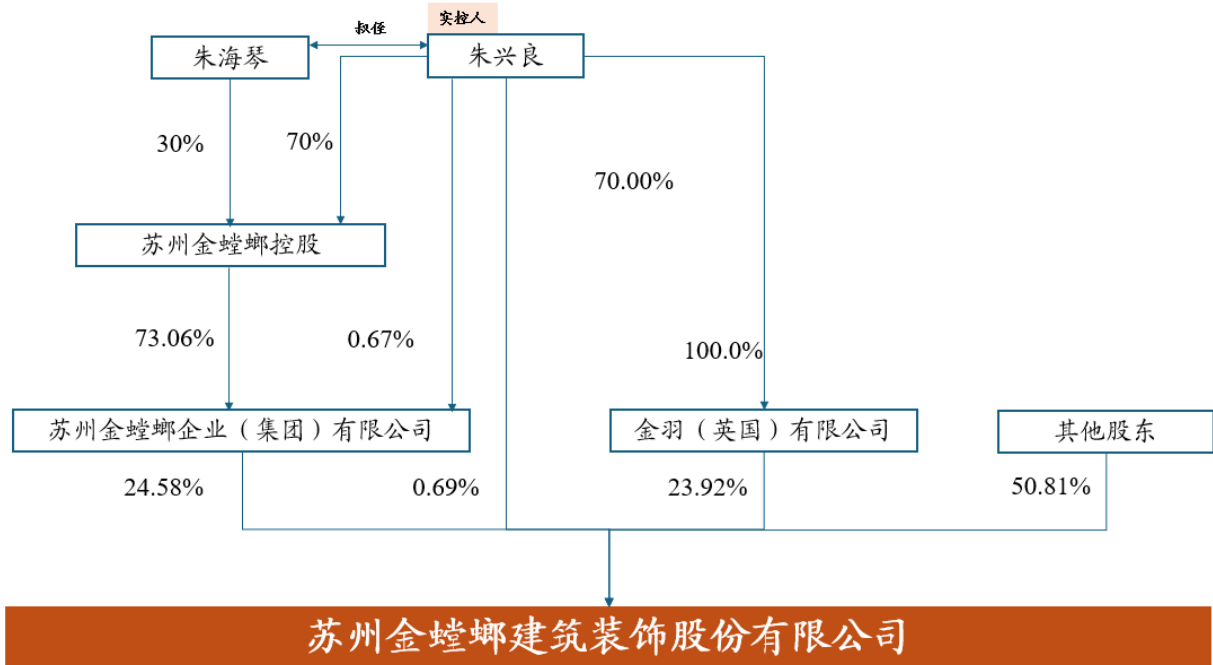
股权架构稳固, 经理人体系完善。公司由朱兴良一手创办, 从家族企业逐步过渡至职业经理人体系。1993 年朱兴良在苏州成立金螳螂, 1999 年公司获首个鲁班奖并实施管理层持股改革, 2003 年朱兴良卸任董事长职务, 逐步放权职业经理人团队, 实现公司职业化转型。2006 年在深圳证券交易所上市, 2008 年首次实施股权激励, 向 20 名核心骨干授予 300 万份股票期权。2013 年, 公司以 7500 万美元收购了美国 HBA 70% 的股权, 开始布局海外市场。2022 年公司积极拓展新兴业务, 布局 EPC、医疗净化、城市更新等新兴领域。在股权架构方面, 公司控股股东为苏州金螳螂企业 (集团) 有限公司, 持股约 24.58%, 实际控制人为朱兴良家族, 创始人朱兴良间接持股 36.98%, 股权架构稳固。管理层方面, 朱兴良家族中仅有朱明担任董事, 上市以来的历任董事长、总裁均为内部提拔、外部聘任, 完善的经理人体系为金螳螂发展作出突出贡献。

图 11:公司发展历程



数据来源: 公司公告, 公司官网, 中信建投证券

图 12:公司股权架构（截至 2025 年 11 月）

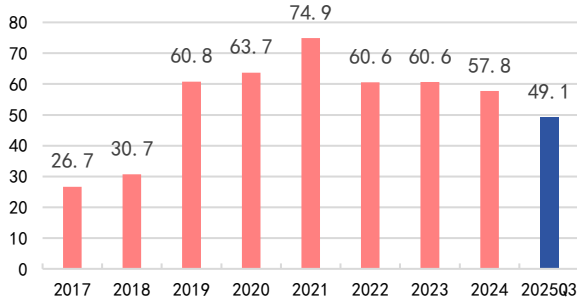


数据来源：公司公告，公司官网，中信建投证券

1.2 在手资金充足，应收款项风险可控

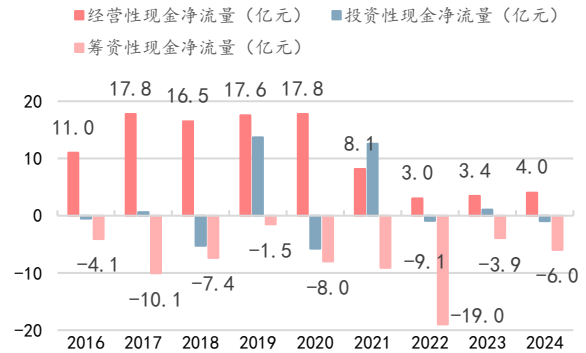
在手资金充足，应收款项风险可控。2016-2021 年，公司现金净流入连续 6 年为正，积累了大量资金，2022-2024 年，虽受到地产业务减值、行业景气度下行的影响，公司现金流流入承压，但公司在手资金仍然充裕，抗风险能力较强，截至 2025 年第三季度末在手货币资金为 49.1 亿元。在应收账款方面，2017-2020 年，应收账款随着公司应收逐步上扬，由 191 亿增长至 224 亿；2021 年地产风险爆发，重要客户发生违约，一次性计提了 76.9 亿元资产减值，风险释放充分；2022-2024 年，资产减值计提分别为 3.01/1.23/2.98 亿元。目前，应收账款坏账计提已逐步消纳，整体风险处于可控状态。

图 13:货币资金充足 (亿元)



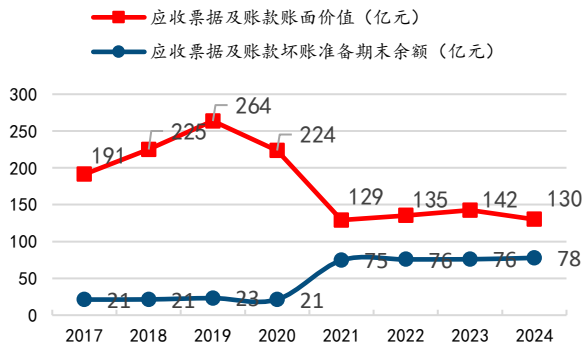
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 14:2016-2024 现金流量变化



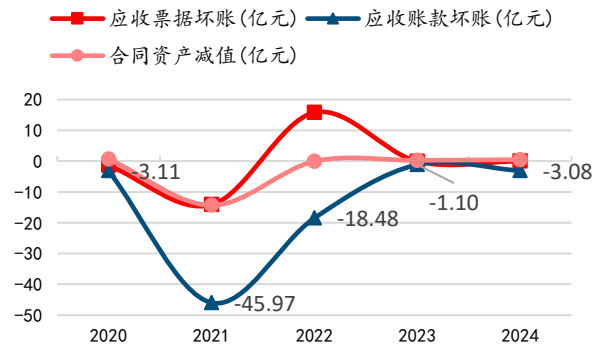
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 15:应收风险缓释



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

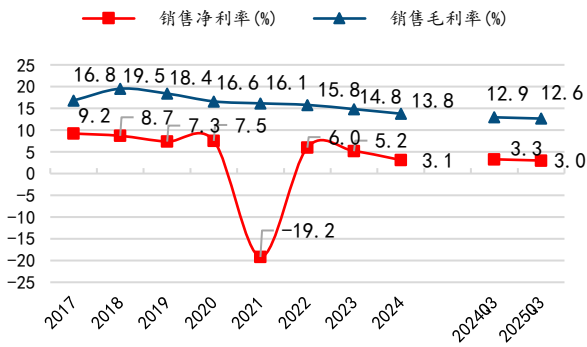
图 16:2020-2024 年坏账、减值计提情况



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

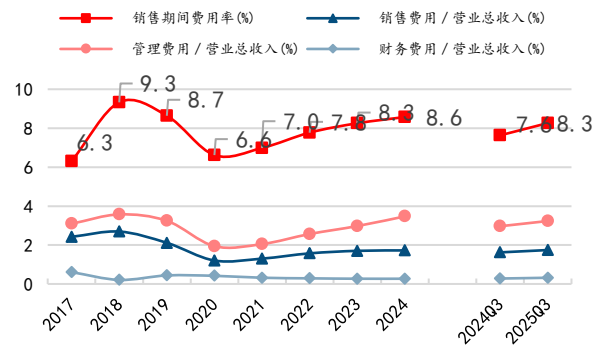
毛利率净利率因公司转型和行业竞争加剧出现下滑。2021年以来公司业务由公装、住宅并驾齐驱转向公装业务为主, 叠加地产长下行周期下行业竞争加剧, 公司毛利率净利率出现下滑。2024年公司毛利率下降至13.8%, 净利率从2020年的7.5%下降至3.1%。费用率方面公司营收在2022年起出现下降, 但期间费用没有等比例下调, 导致期间费用率逐渐上升, 由2020年的6.6%提升至2024年的8.6%。同时, ROE受净利率影响承压, 2020-2024年, ROE由14.8%降低至4.0%, 预计随着公司优化费用结构和扩展新业务, ROE有望回升。

图 17:2017-2025Q3 销售净利率&销售毛利率变化



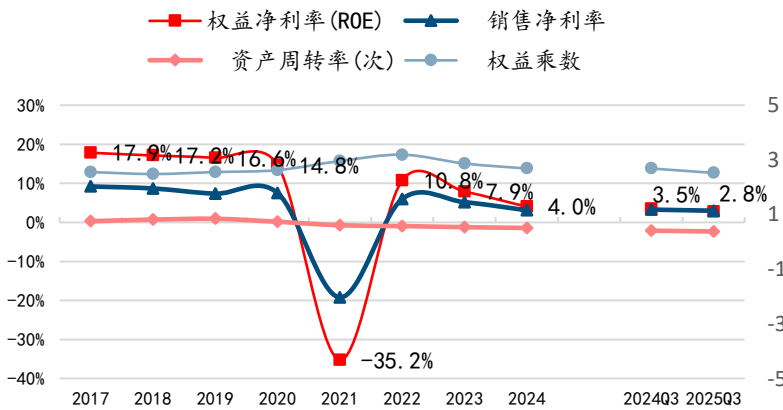
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 18:2018-2025Q3 期间费用变化



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 19:ROE 承压

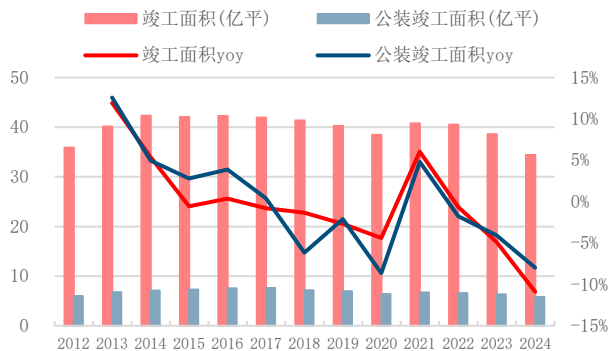


数据来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

二、工装存量竞争时代龙头优势凸显，城市更新与出海带来业务增量

市场进入存量竞争时代，龙头优势凸显。2024 年我国建筑业房屋竣工面积为 34.3 亿平，较上年下降 10.9%，2025 年前三季度竣工面积 18.1 亿平，同比下降 13.0%，装修装饰行业处于房屋工程末尾，行业产值与竣工面积关联度较大，已进入存量竞争时代。从上市装修装饰公司来看，2024 年申万建筑装饰指数成分股合计实现营收 895 亿元，同比下降 10.0%，行业 CR5 集中度为 4.6%，集中度较 2021 年有所下降，但出现明显分化局面：23 个上市企业中，TOP5 营收占比从 2021 年的 61.6% 提升至 2024 年 72.5%，合计营收保持在 648.9 亿元，降幅约为 10.5%，剩余 18 个上市企业营收从 2021 年 452.7 亿元快速收缩至 246.1 亿元，降幅达 45.6%。金螳螂已连续 23 年蝉联国内装饰和设计类企业第一，2021 年及时处置恒大风险敞口，在行业竞争格局优化的背景下龙头优势凸显。

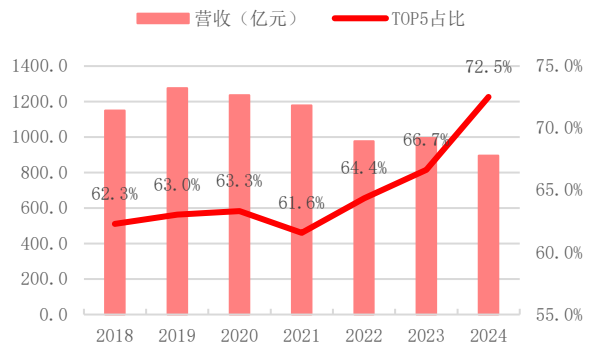
图 20:竣工面积 2023 年起出现下降，行业进入存量竞争



数据来源：国家统计局，中信建投证券

注：工装竣工面积为办公用房、商业及服务用房、科研教育医疗用房、文化体育娱乐用房合计竣工面积

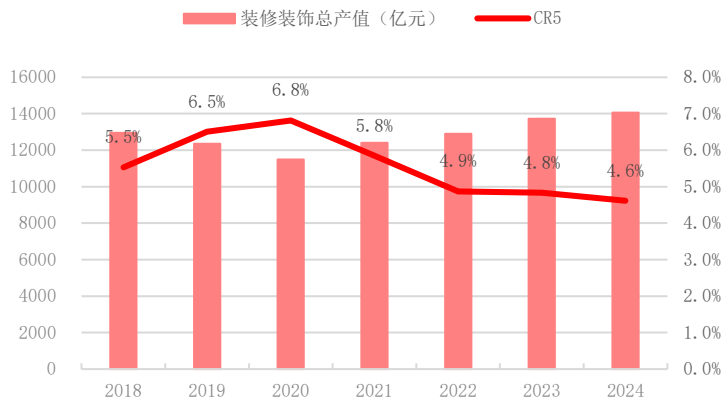
图 21:上市建筑装饰企业营收与 TOP5 占比



数据来源：wind，公司公告，中信建投证券

注：维业股份仅计算装修装饰业务收入

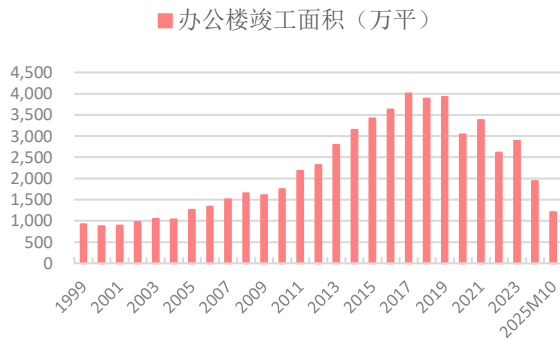
图 22: 装修装饰 CR5 有所下降



数据来源: 国家统计局, 中信建投证券

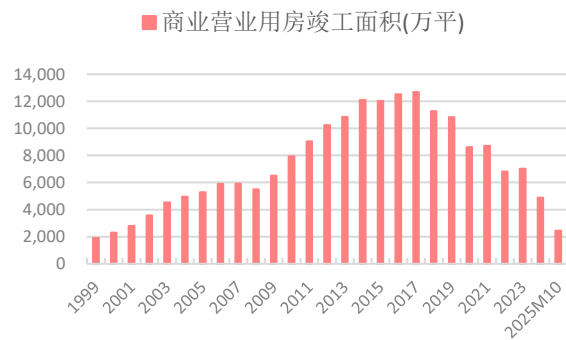
政策推动存量提质增效与城市更新。在历时超 30 年的城市化进程中, 我国形成了多样且丰富的存量办公楼、商业文娱设施、医疗等公共建筑, 今年 7 月的中央城市工作会议明确指出, 我国城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段, 要着力优化现代化城市体系, 并对城市产业、宜居、智慧化、安全、低碳环保等方面提出要求。存量公共建筑多位于城市建成区, 部分位于核心商务区, 具有稀缺属性, 对存量公共建筑的重装升级是城市更新的必由之路, 也是各地政府推进重点。上海市于 7 月印发《关于推进上海市商务楼宇更新提升的实施意见》, 对写字楼升级、能级提升和功能聚集、提升智能化运营水平等提出要求。

图 23: 办公楼历史竣工面积



数据来源: 国家统计局, 中信建投证券

图 24: 商业营业用房历史竣工面积



数据来源: 国家统计局, 中信建投证券

存量办公楼及商业用房提升需求 2300 亿元, 年新增市场需求超四百亿。存量的办公商业用房往往存在能源利用效率低下、楼宇智慧化程度低、装修老化严重、消防安全标准过时、幕墙电梯等关键设备亟待更新等问题, 存量更新将大幅提升城市面貌、楼宇智能、消防与安全水平, 对能耗成本有一定下降, 同时对于一二线城市而言, 位于主城区的存量公共建筑翻新将有效促进城市界面改造。从国家统计局数据来看, 截至 2025 年 10 月我国存量办公用房超过 5.9 亿平, 其中建成 20 年以上的约为 0.7 亿平, 且每年新增 1300 万平以上, 假设按照每平 1500 元改造装修标准, 存量升级市场约 1050 亿元, 年新增 195 亿元; 我国存量商业及服务用房超过 19.7 亿平, 其中建成 20 年以上的约为 2.5 亿平, 且每年新增 5000 万平以上, 假设按照每平 500 元改造装修标

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

准，存量升级市场约 1250 亿元，年新增 250 亿元市场需求。

公司在复杂城市更新项目中经验丰富。公司具备城市更新项目策划、设计、建设及运营一体化综合能力，可提供全链条服务，已完成城市街区改造、历史建筑改造升级、村落改造和生态绿地改造等多种城市更新项目。2023 年启动、2024 年完工的浙江龙游大南门历史文化街区改造工程已获得“2025 年度 AURA 亚洲城市更新奖”，表明公司在历史街区改造开发上具备独到表现。此外，公司还先后完成了苏州开明大戏院、杭州亚运公园、武汉民众乐园、喀什高台民居等城市更新标杆项目。

图 25:浙江龙游大南门历史文化街区



数据来源：公司官网，中信建投证券

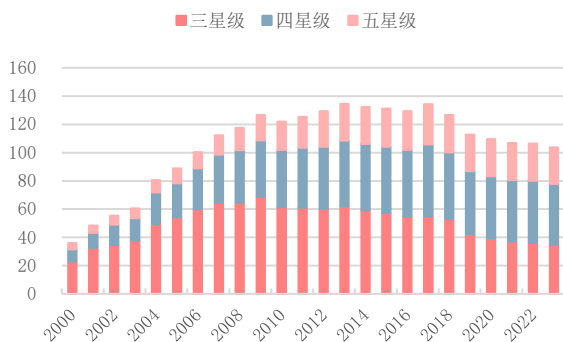
图 26:改造后的开明大戏院



数据来源：公司官网，中信建投证券

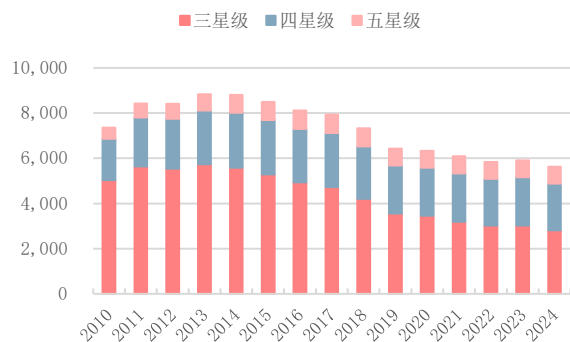
存量酒店改造：预计年新增改造需求三星级及以上酒店 450 家。公司在高端酒店领域具有丰富的经验，先后参与超 50 家国内高端酒店内装工程，深度参与了北京华尔道夫酒店、杭州西湖国宾馆、南京钟山国际高尔夫酒店、苏州金普顿竹辉酒店等高端酒店的改造升级。酒店改造升级是维持高端酒店长期竞争力的关键步骤，对高端酒店而言老化/过时周期多在 8-10 年，需要及时整体改造才能维持相应高端体验和品牌特色。根据文旅部数据，截至 2024 年末我国三星/四星/五星级酒店数量分别为 2811/2073/736 家，其中 2011-2014 年为相对高峰期，2015 年及以后三星级及以上酒店数量相对减少，我们假设现存三星级及以上酒店年更新率为 8%（按约 12 年更新周期计），折算每年待更新三星/四星/五星级酒店数量分别为 225/166/59 家，对应客房数约为 2.8/3.5/2.1 万间。

图 27:我国三星级及以上酒店客房数（万间）



数据来源：文旅部，中信建投证券

图 28:我国挂牌的三星级及以上酒店数（家）



数据来源：文旅部，中信建投证券

境外：借助 HBA 和自主出海寻求增量。公司于 2013 年收购了全球酒店设计领域顶级公司 HBA 开始布局海外市场，HBA 已连续 18 年获得全球酒店室内设计公司第一名，目前在全球 80 个国家拥有 25 个工作室超过 1500 名设计师，与顶级酒店品牌方保持长久合作。公司正逐步借助 HBA 和通过自行出海实现海外项目拓展，在香港、澳门、柬埔寨、越南、迪拜、菲律宾、马来西亚等地均已进行属地化布局，已先后参与万象欧峰会官邸区、巴哈马瑰丽酒店等多个标志性项目。截至 2024 年末，公司海外业务收入占比约为 8%，2025 年上半年公司海外收入同比增长 29%，保持强势发展势头，预计海外将成为公司高端装饰业务核心增长区域。

图 29:公司参与的柬埔寨暹粒吴哥国际机场



数据来源：公司官网，中信建投证券

图 30:公司参与的巴哈马瑰丽酒店



数据来源：公司官网，中信建投证券

三、盈利预测和投资建议

首次覆盖给予买入评级。公司主营高端装饰装修，在公装市场进入存量竞争时代背景下发挥龙头和资金优势，通过积极跟进城市更新和出海拓展增量，海外营收和利润占比将大幅提升，洁净室等培育板块快速成长，地产风险逐步消纳，我们看好公司在存量更新时代实现长期稳健增长。我们预测公司 2025-2027 年 EPS 为 0.20/0.22/0.23 元，首次覆盖给予买入评级，对应 PE 倍数分别为 16.1/15.2/14.2 倍。

表 1:重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,186.62	18,329.22	18,164.70	18,640.49	18,831.61
YoY(%)	-7.46	-9.20	-0.90	2.62	1.03
净利润(百万元)	1,024.08	543.84	543.27	574.16	616.83
YoY(%)	-19.52	-46.89	-0.10	5.69	7.43
毛利率(%)	14.81	13.76	13.97	14.11	14.33
净利率(%)	5.07	2.97	2.99	3.08	3.28
ROE(%)	7.70	4.00	3.91	4.05	4.26
EPS(摊薄/元)	0.39	0.20	0.20	0.22	0.23
P/E(倍)	8.53	16.06	16.08	15.22	14.16
P/B(倍)	0.66	0.64	0.63	0.62	0.60

资料来源: iFind, 中信建投证券

表 2:可比公司估值表 (截至 2025 年 11 月 30 日)

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
江河集团	601886.SH	90.4	6.7	6.4	6.8	7.4	13	14	13	12
建发合诚	603909.SH	33.7	0.7	1.0	1.2	1.4	51	35	27	25
金螳螂	002081.SZ	87.9	10.2	5.4	5.3	5.6	9	16	17	16

资料来源: wind, 中信建投证券

风险分析

公司的主要风险包括资产和信用减值超预期、地产超预期下行和新业务拓展不及预期的风险：

1、资产和信用减值超预期的风险：公司曾于 2021 年因恒大等风险事件计提一次性计提减值 76.9 亿元，目前仍有诉讼、仲裁正在推进中，涉及资产 14.69 亿元，可能造成资产和信用减值超预期；公司截至 2025Q3 有应收账款及票据 110.5 亿元，可能造成资产和信用减值超预期。假设 2025 年信用减值损失/营收比例上升 0.10/0.25/0.50 个百分点，公司归母净利润将下降 0.15/0.39/0.80 亿元。

2、地产超预期下行的风险：公司住宅业务相对较少，但地产超预期下行仍可能对公司营收、业绩造成影响；

3、新业务拓展不及预期的风险：公司近年来受益于城市更新和存量酒店更新等更新类业务，可能因业主方需求不足、竞争加剧等影响导致新业务增长不及预期；公司积极向海外拓展，但海外经济环境复杂多变，可能有拓展不及预期的风险。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	32,269.59	30,410.28	32,048.71	32,854.04	33,174.59
现金	6,063.06	5,777.12	7,629.17	7,829.01	7,909.28
应收票据及应收账款	22,052.78	21,024.45	20,835.73	21,381.48	21,600.71
其他应收款	271.38	226.37	224.34	230.22	232.58
预付账款	316.70	292.63	290.01	297.60	300.65
存货	1,954.00	1,433.21	1,416.93	1,451.72	1,462.75
其他流动资产	1,611.67	1,656.50	1,652.53	1,664.01	1,668.62
非流动资产	4,812.18	4,878.73	4,606.11	4,333.44	4,088.60
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,380.48	1,554.38	1,343.37	1,132.32	921.23
无形资产	102.41	93.32	60.02	26.73	-6.56
其他非流动资产	3,329.30	3,231.04	3,202.71	3,174.39	3,173.93
资产总计	37,081.78	35,289.02	36,654.82	37,187.48	37,263.19
流动负债	22,705.92	20,589.35	21,460.26	21,678.18	21,415.74
短期借款	303.59	119.96	1,221.42	940.87	518.56
应付票据及应付账款	17,319.97	16,343.33	16,157.60	16,554.41	16,680.14
其他流动负债	5,082.36	4,126.05	4,081.25	4,182.90	4,217.04
非流动负债	753.90	687.07	884.13	884.13	884.13
长期借款	704.91	649.20	846.26	846.26	846.26
其他非流动负债	48.99	37.86	37.86	37.86	37.86
负债合计	23,459.82	21,276.41	22,344.39	22,562.30	22,299.87
少数股东权益	315.44	406.78	426.59	447.52	470.01
股本	2,655.32	2,655.32	2,655.32	2,655.32	2,655.32
资本公积	156.68	18.50	18.50	18.50	18.50
留存收益	10,494.52	10,931.99	11,210.01	11,503.83	11,819.48
归属母公司股东权益	13,306.52	13,605.82	13,883.83	14,177.65	14,493.31
负债和股东权益	37,081.78	35,289.02	36,654.82	37,187.48	37,263.19

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	405.33	462.14	871.91	821.69	863.90
净利润	1,039.78	563.66	563.08	595.09	639.31
折旧摊销	228.83	249.04	272.63	272.67	244.84
财务费用	53.92	48.91	47.96	67.79	52.01
投资损失	-43.84	-22.75	-33.29	-28.02	-30.66
营运资金变动	-1,023.78	-636.11	-16.91	-107.04	-80.40
其他经营现金流	150.42	259.37	38.45	21.20	38.79
投资活动现金流	104.50	-95.68	-5.16	6.82	-8.14
资本支出	52.90	100.03	0.00	0.00	0.00
长期投资	48.86	-92.40	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	2.73	-103.31	-5.16	6.82	-8.14
筹资活动现金流	-394.24	-597.87	985.30	-628.68	-775.49
短期借款	20.55	-183.63	1,101.46	-280.55	-422.31
长期借款	-94.99	-55.70	197.06	0.00	0.00
其他筹资现金流	-319.80	-358.53	-313.22	-348.13	-353.18
现金净增加额	156.38	-255.97	1,852.05	199.83	80.27

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,186.62	18,329.22	18,164.70	18,640.49	18,831.61
营业成本	17,196.74	15,806.75	15,627.11	16,010.90	16,132.51
营业税金及附加	60.03	56.20	55.75	57.21	57.79
销售费用	343.68	316.17	313.33	321.53	324.83
管理费用	601.18	638.67	632.94	649.52	656.18
研发费用	668.25	568.06	562.96	577.71	583.63
财务费用	53.92	48.91	47.96	67.79	52.01
资产减值损失	14.15	12.03	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-137.05	-310.45	-307.66	-315.72	-318.96
其他收益	17.33	14.47	18.00	18.00	18.00
公允价值变动收益	-28.06	-15.30	-41.68	-28.49	-45.08
投资净收益	43.84	22.75	33.29	28.02	30.66
资产处置收益	-6.38	15.06	4.34	9.70	7.02
营业利润	1,166.65	633.02	630.95	667.35	716.30
营业外收入	4.16	0.95	2.55	1.75	2.15
营业外支出	5.90	5.53	5.71	5.62	5.67
利润总额	1,164.91	628.44	627.79	663.48	712.79
所得税	125.13	64.78	64.71	68.39	73.48
净利润	1,039.78	563.66	563.08	595.09	639.31
少数股东损益	15.70	19.83	19.81	20.93	22.49
归属母公司净利润	1,024.08	543.84	543.27	574.16	616.83
EBITDA	1,447.66	926.40	948.38	1,003.94	1,009.64
EPS (元)	0.39	0.20	0.20	0.22	0.23

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-7.46	-9.20	-0.90	2.62	1.03
营业利润(%)	-18.05	-45.74	-0.33	5.77	7.34
归属于母公司净利润	-19.52	-46.89	-0.10	5.69	7.43
获利能力					
毛利率(%)	14.81	13.76	13.97	14.11	14.33
销售净利率(%)	5.07	2.97	2.99	3.08	3.28
ROE(%)	7.70	4.00	3.91	4.05	4.26
ROIC(%)	7.26	3.74	4.86	4.55	4.87
偿债能力					
资产负债率(%)	63.27	60.29	60.96	60.67	59.84
净负债比率(%)	-37.11	-35.74	-38.86	-41.31	-43.74
流动比率	1.42	1.48	1.49	1.52	1.55
速动比率	1.30	1.37	1.39	1.41	1.45
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.52	0.50	0.50	0.51
应收账款周转率	0.93	0.88	0.88	0.88	0.88
应付账款周转率	1.29	1.32	1.32	1.32	1.32
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.20	0.20	0.22	0.23
每股经营现金流(最新)	0.15	0.17	0.33	0.31	0.33
每股净资产(最新摊薄)	5.01	5.12	5.23	5.34	5.46
估值比率					
P/E	8.38	15.77	15.79	14.94	13.90
P/B	0.64	0.63	0.62	0.60	0.59
EV/EBITDA	6.84	9.92	10.12	9.31	8.86

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

曹恒宇

建筑行业分析师

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610） 56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csc.hk