

矩阵股份 (301365.SZ)

业绩触底回升, “AI+设计” 探索第二曲线

优于大市

核心观点

矩阵股份：高端室内设计龙头企业。公司主营“空间设计+软装陈设”，业务规模处于业内第一梯队。空间设计与软装陈设业务属于高端创意类设计，能够以相对有限的资源投入实现较高的设计溢价。当前，尽管房地产市场仍处于整体调整阶段，新开工与投资规模持续下行，但在国家鼓励建设“好房子”、推动房地产行业高质量发展的政策导向下，地产开发企业愈发依赖于通过高品质的设计与软装来提升产品力并实现差异化竞争，具备竞争优势的头部室内设计公司有望迎来新一轮发展机遇。

盈利能力修复，业绩触底回升。2022年至2023年受下游地产行业景气度下滑影响，公司收入和利润均有下滑。2025年起，随着地产相关应收款减值风险释放基本完成，同时行业供给出清，竞争压力缓解，公司毛利率显著改善，公司收入与利润明显复苏。根据公司业绩预告，2025全年预计实现归母净利润0.58-0.80亿元，同比大幅增长72%-137%。

“AI+设计”持续迭代，探索第二曲线。公司2024年推出“AI+设计”平台“暗壳AI”，以垂直行业AIGC平台为核心，支持线稿、文字、毛坯等多模式输入，高效生成室内设计方案，提升项目设计效率。“AI+设计”在公司空间设计和软装陈设业务流程中的全面应用，有望推动了人均效率和产值持续提升，实现毛利率企稳回升与利润率的持续改善。

财务健康，经营稳健，现金流充裕。公司现金与准现金资产规模保持高位，基本没有带息负债，现金、交易性金融资产及大额存单三项合计规模约16亿元，占总资产的74%，相当于总市值的37%。公司经营稳健，现金流充裕，且无大额资本开支需求，因此具备较强的分红能力，从2022年到2025上半年公司累计分红2.67亿元，占同时期归母净利润的98%。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。随着行业出清加速，公司在高端设计和软装领域的竞争地位有望进一步提升，叠加地产行业筑底回暖，以及“好房子”相关政策支持，公司新签订单有望持续保持稳健增长。随着新签订单稳定转化为收入的增长，同时毛利率持续回升，费用率被有效摊薄，减值压力缓解，公司归母净利润有望在未来几年持续回升，预测2025-2027年公司实现归母净利润0.69/1.60/2.24亿元，净利率为9.9%/17.3%/20.3%。综合绝对估值法与相对估值法，得到公司目标估值区间为29.12-31.15元，对应公司目标总市值52-56亿元，较当前股价有13%-21%的空间。

风险提示：宏观经济形势变化的风险、应收账款与合同资产减值风险、盈利能力下降的风险、“AI+设计”商业化不及预期的风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	529	530	700	925	1,103
(+/-%)	-33.4%	0.1%	32.2%	32.1%	19.3%
归母净利润(百万元)	34	34	69	160	224
(+/-%)	-79.4%	-0.8%	105.2%	131.9%	39.6%
每股收益(元)	0.19	0.19	0.38	0.89	1.24
EBIT Margin	15.8%	7.5%	16.3%	23.0%	26.2%
净资产收益率(ROE)	1.9%	1.9%	3.9%	8.9%	12.1%
市盈率(PE)	136.2	137.3	66.9	28.8	20.7
EV/EBITDA	56.6	111.5	42.9	24.1	18.2
市净率(PB)	2.65	2.63	2.61	2.57	2.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·深度报告

建筑装饰·工程咨询服务 II

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：朱家琪

021-60375435

zhujiqi@guosen.com.cn

S0980524010001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	29.12 - 31.15元
收盘价	25.50元
总市值/流通市值	4590/2585百万元
52周最高价/最低价	29.00/15.18元
近3个月日均成交额	144.44百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

矩阵股份：高端室内设计龙头企业	5
业绩触底回升，“AI+设计”探索第二曲线	8
盈利能力修复，业绩触底回升	8
“AI+设计”持续迭代，探索第二曲线	9
财务健康，经营稳健，现金流充裕	11
盈利预测：预测 2025-2027 年归母净利润为 0.69/1.60/2.24 亿元	13
估值与投资建议：目标估值 29.12-31.15 元	16
绝对估值：对应股价 29.12-34.18 元	16
相对估值：对应股价 28.48-31.15 元	17
投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级	17
风险提示	18
附表：财务预测与估值	20

图表目录

图 1: 公司主营业务部分代表作品	5
图 2: 公司股权结构示意	5
图 3: 公司分业务收入结构 (单位: 亿元)	6
图 4: 公司毛利率显著高于工程设计行业平均水平 (单位: %)	6
图 5: 公司前五大客户收入及占比变化 (单位: 亿元, %)	6
图 6: 公司收入地区结构 (单位: %)	7
图 7: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	8
图 8: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	8
图 9: 公司毛利率与净利率变化 (单位: %)	8
图 10: 公司人均创收与人均创利变化 (单位: 万元)	8
图 11: 公司减值损失变化 (单位: 亿元)	9
图 12: 公司应收类资产规模明显降低 (单位: 亿元)	9
图 13: 暗壳 AI 全设计流程解决方案	9
图 14: 暗壳 AI 企业版服务体系	10
图 15: 暗壳 AI 为三棵树建材产品提供场景化运用效果生成	10
图 16: 暗壳 AI 与东鹏合作生成实景效果图	10
图 17: 公司资产结构 (单位: %)	11
图 18: 公司负债规模小, 资产负债率低 (单位: 亿元, %)	11
图 19: 公司截至 2025 年三季度末的负债结构 (单位: %)	11
图 20: 公司经营性现金流充裕 (单位: 亿元)	12
图 21: 2025 年前三季度公司经营性现金流改善 (单位: 亿元)	12
图 22: 公司股利支付率高 (单位: 万元, %)	12
图 23: 公司新签合同额及预测 (单位: 亿元)	13
图 24: 公司合同负债及预收账款规模 (单位: 亿元)	13
图 25: 公司在手订单及预测 (单位: 亿元)	13
图 26: 公司营业收入及预测 (单位: 亿元, %)	13
图 27: 公司毛利率及预测 (单位: %)	14
图 28: 公司三项费用率及预测 (单位: %)	14
图 29: 公司与同业预收款与合同负债规模对比 (单位: 亿元)	14
图 30: 公司与同业毛利率变化对比 (单位: %)	14
图 31: 公司归母净利润及预测 (单位: 亿元, %)	15

表1: 公司各项指标预测 (单位: 亿元)	15
表2: 公司盈利预测假设条件	16
表3: 资本成本假设	16
表4: FCFF 估值表 (单位: 百万元)	16
表5: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	17
表6: 可比公司估值比较	17

矩阵股份：高端室内设计龙头企业

矩阵股份：高端室内设计龙头企业。公司全称为“矩阵纵横设计股份有限公司”，自2010年成立以来，依托“空间设计+软装陈设”的一体化能力，公司完成了从单一住宅售楼处/样板间设计向“住宅+办公+酒店+教育+康养等多业态”的拓展，成长为兼具业界影响力和当代代表性的中国设计品牌，业务规模处于业内第一梯队。

图1：公司主营业务部分代表作品



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

公司股权结构集中。公司实际控制人王冠直接持有公司22.06%股份，四家员工持股平台为实控人的一致行动人，控制公司52.63%的投票权。公司核心管理团队与公司利益高度绑定，副董事长刘建辉（持股17.21%）、总经理王兆宝（持股4.41%）持股比例较高，前十大股东合计持股比例超过75%。

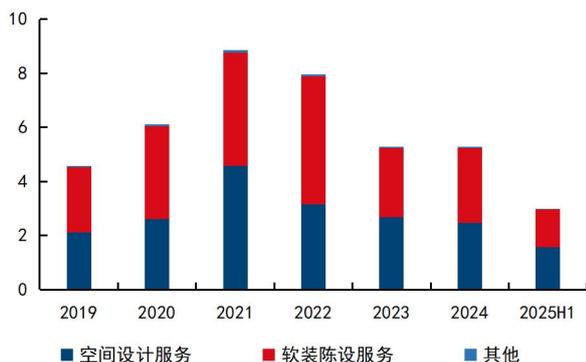
图2：公司股权结构示意



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

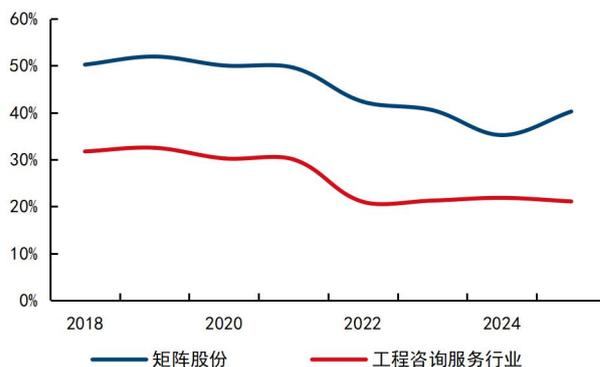
空间设计与软装陈设是高附加值的创意类设计业务。空间设计与软装陈设业务属于高端创意类设计，能够以相对有限的物质资源投入实现较高的设计溢价，毛利率水平高于传统工程设计。当前，尽管房地产市场仍处于整体调整阶段，新开工与投资规模持续下行，但在国家鼓励建设“好房子”、推动房地产行业高质量发展的政策导向下，地产开发企业愈发依赖于通过高品质的设计与软装来提升产品力并实现差异化竞争，具备竞争优势的头部室内设计公司有望迎来新一轮发展机遇。

图3: 公司分业务收入结构 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

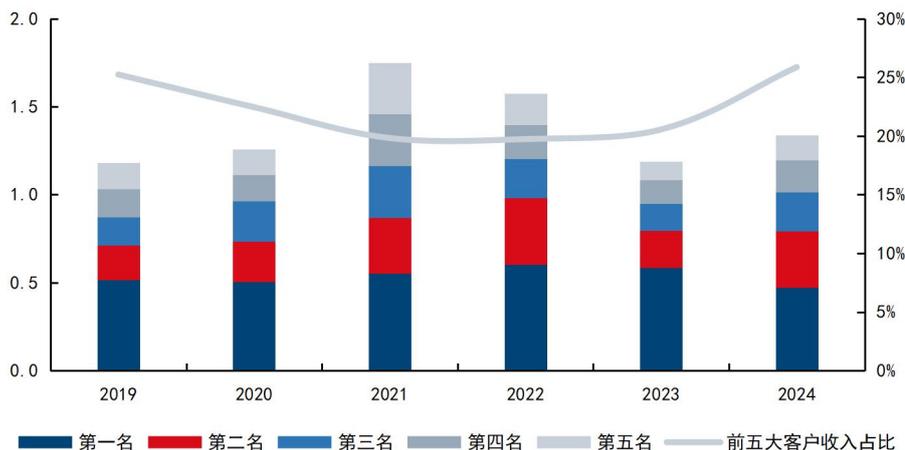
图4: 公司毛利率显著高于工程设计行业平均水平 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

与多家龙头房企深度合作，多业态布局提升经营韧性。公司与华润置地、招商蛇口等多家国内龙头地产企业建立了长期战略合作关系，但并不依赖于单一客户。公司始终与经营稳健的龙头企业合作，前五大客户收入占比始终保持在 30%以内。同时，公司积极拓展非住宅领域的多元业态，目前已成功延伸至办公、商业、酒店、康养、教育等多个板块，并落地了一系列具备行业示范效应的标杆项目，有效构建了跨越经济周期的经营韧性。

图5: 公司前五大客户收入及占比变化 (单位: 亿元, %)

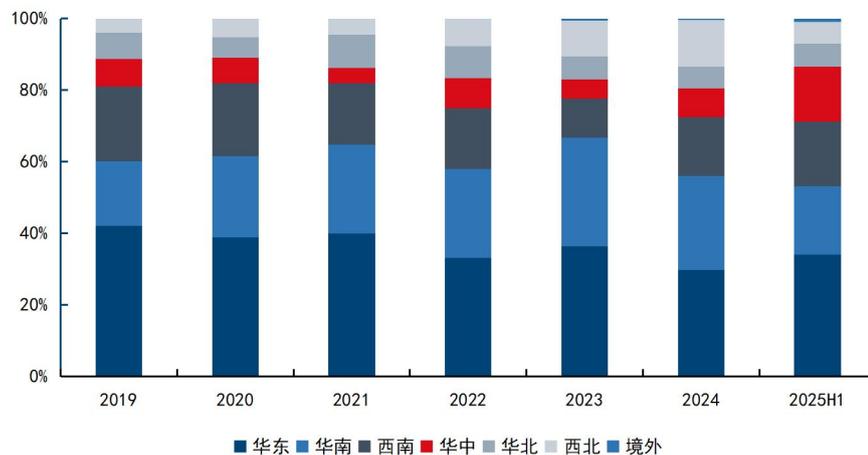


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

全国化布局完善，“总部品牌赋能”与“本地化服务”互相成就。公司总部位于深圳，同时在北京、上海、成都、西安、武汉等地设有分支机构，从而构建了一张覆盖全国重点经济区域的设计服务网络，具备较强的本地化快速响应能力。公

司所推行的“总部标准化管控与区域本地化服务”相结合的业务模式，在有效提升项目交付效率与深化客户关系的同时，也通过各地分支机构对区域标杆项目的持续参与和执行，不断强化公司在不同市场的品牌影响力与价值认知。

图6: 公司收入地区结构 (单位: %)



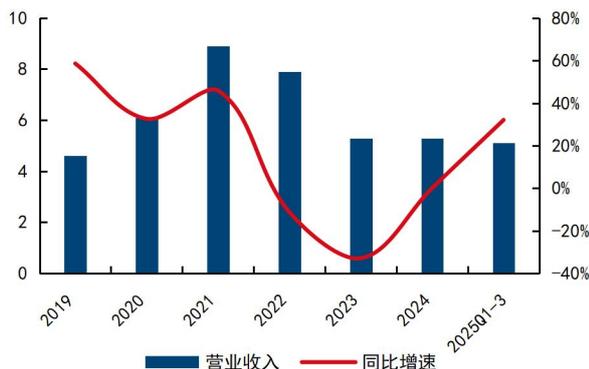
资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

业绩触底回升，“AI+设计”探索第二曲线

盈利能力修复，业绩触底回升

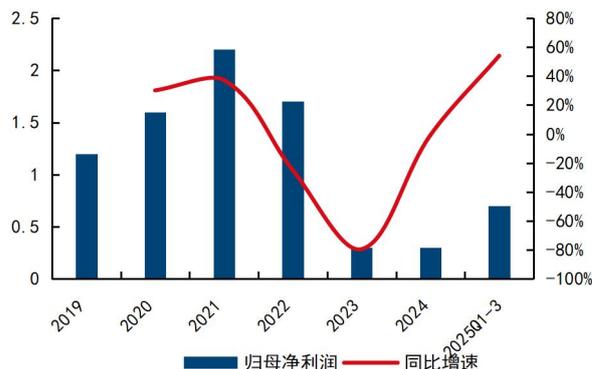
收入业绩触底后强势修复。2022年至2023年受下游地产行业景气度下滑影响，公司收入和利润均有下滑。2025年起，随着地产相关应收款的减值风险释放基本完成，公司收入与利润明显复苏，2025年前三季度，公司实现营业收入5.1亿元，同比增长32%，其中三季度实现营业收入2.1亿元，同比增长59%。根据公司业绩预告，2025全年预计实现归母净利润0.58-0.80亿元，同比增长72%-137%。

图7：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

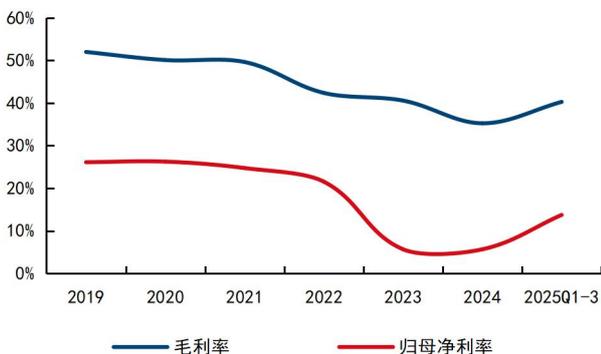
图8：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

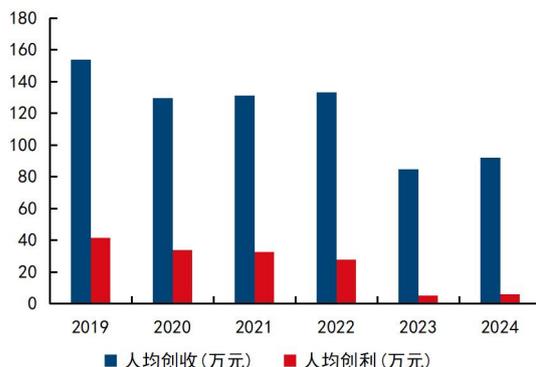
盈利能力明显改善。受下游地产行业下行影响，公司2023-2024年收入端承压，在手项目执行与回款周期延长，但人力薪酬成本相对刚性，人均产出与人均利润下滑，毛利率阶段性走弱。2024年公司整体毛利率为35%，虽然较2019年高点52%明显下滑，但相比同业，盈利能力仍然处于较高水平。进入2025年，受益于行业供给出清，竞争压力缓解，公司毛利率明显改善，2025年前三季度毛利率回升至40%，表现出较强的修复趋势。

图9：公司毛利率与净利率变化（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图10：公司人均创收与人均创利变化（单位：万元）

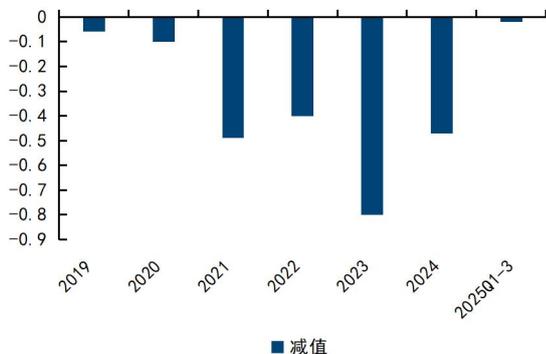


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

减值拖累缓解，支撑利润触底回升。受下游地产行业景气度下行影响，客户资金链承压，回款周期拉长，公司在2021-2024年分别计提减值0.5/0.4/0.8/0.5亿元，占当期营业收入的8%/4%/10%/9%，对利润产生明显拖累。在下游地产行业的

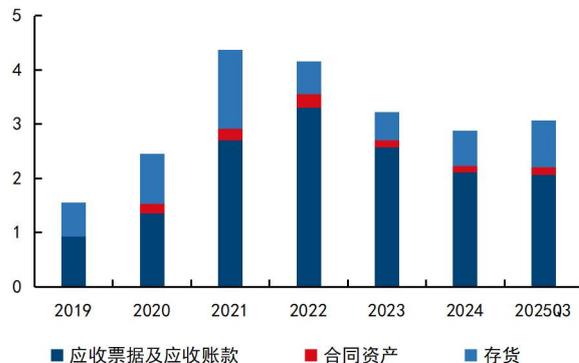
信用风险冲击下，公司及时收缩业务规模，加强应收款清收和减值计提，应收类资产规模明显降低。

图11: 公司减值损失变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图12: 公司应收类资产规模明显降低（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

“AI+设计”持续迭代，探索第二曲线

公司推出“AI+设计”平台“暗壳AI”。公司于2024年初正式推出了自主研发的室内设计垂类AI应用“暗壳AI”，暗壳AI以垂直行业AIGC平台为核心，支持线稿、文字、毛坯等多模态输入，高效生成室内设计方案，提升项目设计效率。平台在公司内部用于优化设计流程，降低人力成本，同时以SaaS付费模式对外服务，推动产品研发、营销和家居销售等多环节智能化。2025年，暗壳AI已正式上线，并与腾讯云合作，拓展居住全产业链生态应用。

图13: 暗壳AI全设计流程解决方案



资料来源：暗壳AI，国信证券经济研究所整理

数据壁垒与专业 Know-how 构建暗壳AI平台核心竞争力。公司依托十余年高质量原创设计案例和行业数据积累，秉承“以设计师专业视角深度参与参数建模”的策略，有效提升模型对创意类与专业性任务的理解度，形成面向设计实际、能迅速工程化落地的方案能力。持续研发投入和多项落地项目推动平台产品与服务

能力迭代，助力公司在 AI 设计市场抢占先发优势，筑牢竞争壁垒。

图14: 暗壳 AI 企业版服务体系



资料来源：暗壳 AI，国信证券经济研究所整理

“AI+设计”探索多元盈利模式。“AI+设计”在公司空间设计和软装陈设业务流程中的全面应用，有望推动了人均效率和产值持续提升，实现毛利率企稳回升与利润率的持续改善。同时，暗壳 AI 通过 SaaS 等付费模式对外输出，外销收入有望逐步放量，成为公司业绩的第二增长极。此外，深度参与行业生态联盟与战略合作，为公司获取稳定流量及 B 端优质客户资源，持续拓展 AIGC 生态下的多元变现场景。

图15: 暗壳 AI 为三棵树建材产品提供场景化运用效果生成



资料来源：暗壳 AI，国信证券经济研究所整理

图16: 暗壳 AI 与东鹏合作生成实景效果图

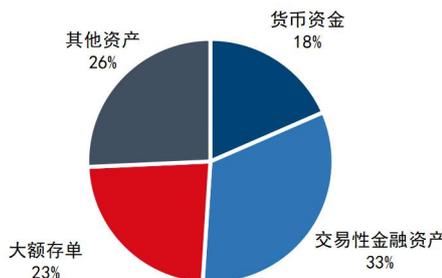


资料来源：暗壳 AI，国信证券经济研究所整理

财务健康，经营稳健，现金流充裕

现金与准现金资产规模保持高位。截至 2025 年三季度末，账面货币资金余额为 4 亿元，交易性金融资产余额为 7 亿元，两者合计占流动资产的 77%，非流动资产中主要为其他非流动资产科目下的大额存单。现金、交易性金融资产及大额存单三项合计规模约 16 亿元，占总资产的 74%，相当于总市值的 37%。

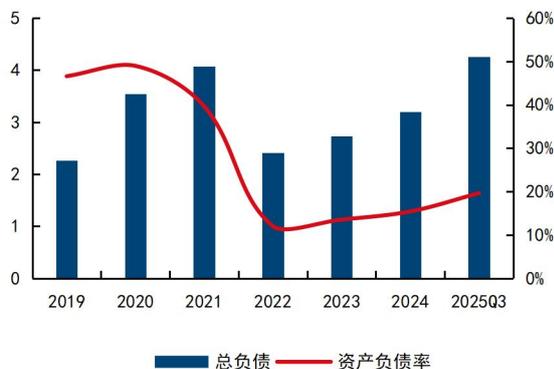
图17: 公司资产结构（单位：%）



资料来源：iFInD，国信证券经济研究所整理（截至 2025 年第三季度末）

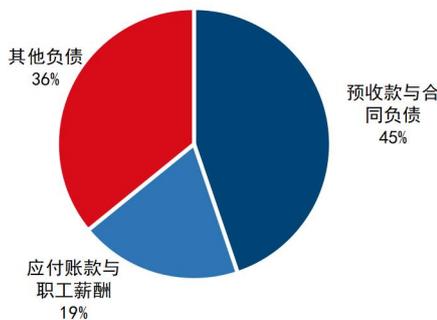
轻资产运营，基本无带息负债。2024 年末总负债为 3.2 亿元，对应资产负债率为 15.4%；截至 2025 年三季度末，总负债增至 4.3 亿元，资产负债率为 19.6%。从负债结构来看，除少量租赁负债外，公司基本无带息负债；截至 2025 年三季度末，预收款和合同负债余额为 1.9 亿元，占总负债的 45%。

图18: 公司负债规模小，资产负债率低（单位：亿元，%）



资料来源：iFInD，国信证券经济研究所整理

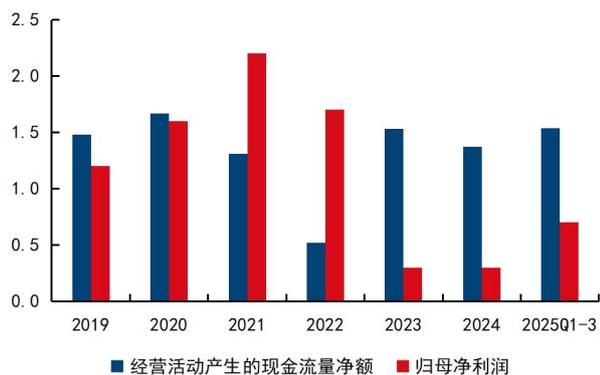
图19: 公司截至 2025 年三季度末的负债结构（单位：%）



资料来源：iFInD，国信证券经济研究所整理

经营性现金流持续稳定净流入。公司室内空间设计业务作为地产项目营销环节的投入，其设计费用占地产开发总支出的比例较低，且执行周期较短，因此回款风险相对较低，现金流持续保持稳定净流入。2023 年/2024 年/2025 年前三季度，公司经营活动产生的现金流净额分别为 1.5/1.4/1.5 亿元，分别是同期归母净利润的 4.5/4.0/2.2 倍。尽管近三年公司利润受计提减值等非现金因素影响有所下滑，但现金流始终保持稳定正向流入，且 2025 年前三季度较上年同期多流入 0.6 亿元，改善显著。

图20: 公司经营性现金流充裕 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

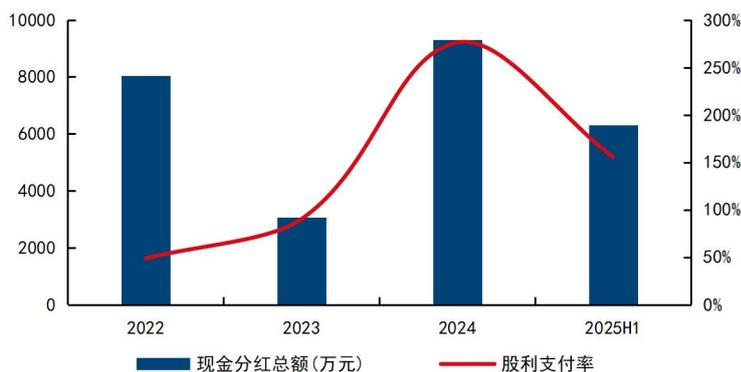
图21: 2025 年前三季度公司经营性现金流改善 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

充足的现金流保障高分红，上市以来累计分红比率接近 100%。公司经营稳健，现金流充裕，且无大额资本开支需求，因此具备较强的分红能力。从 2022 年到 2025 上半年公司累计分红 2.67 亿元，占同时期归母净利润的 98%；同期公司实现经营活动现金流量净额 3.98 亿元，有效保障了公司分红的可持续性。

图22: 公司股利支付率高 (单位: 万元, %)

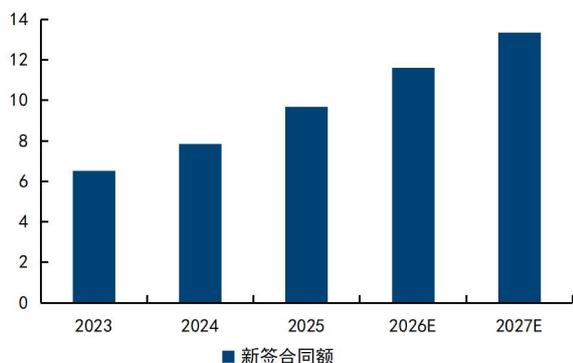


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

盈利预测：预测 2025-2027 年归母净利润为 0.69/1.60/2.24 亿元

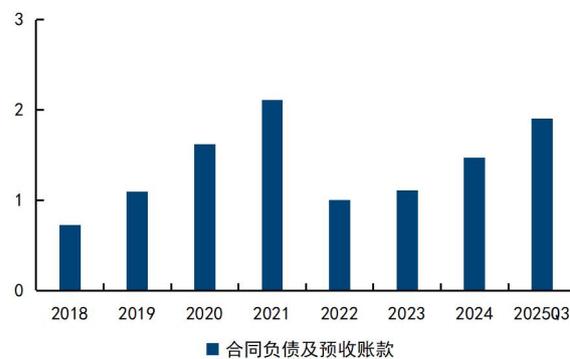
预测新签合同额保持稳健增长。在过去三年公司下游行业景气度持续下行的背景下，公司凭借在室内设计细分市场较强的竞争力，依然保持了新签合同额的稳步增长。展望未来，随着行业出清加速，公司在高端设计和软装领域的竞争地位有望进一步提升，叠加地产行业筑底回暖，以及“好房子”相关政策支持，公司新签订单有望持续保持稳健增长。2023-2025 年公司新签合同额符合增速约为 22%，在 2018-2021 年的快速增长期，公司预收款及合同负债复合增速达到 43%，均表明公司行业地位稳固，在下游景气度修复的情况下订单增长爆发力强，预测 2025-2027 年新签合同额同比+23.5%/+20.0%/+15.0%。

图23：公司新签合同额及预测（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

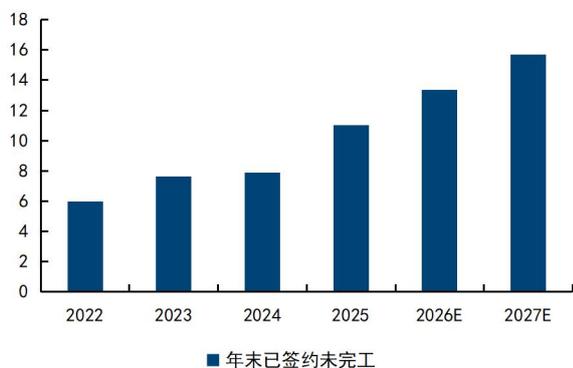
图24：公司合同负债及预收账款规模（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

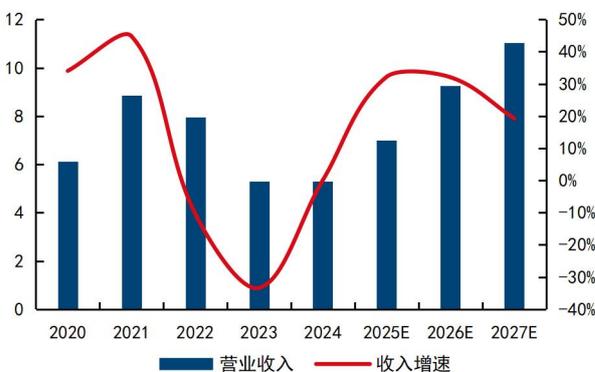
在手订单稳定结转，预测未来收入稳健增长。公司空间设计与软装陈设业务周转速度相对较快，历史订单执行周期普遍在一年左右，假设订单转化为收入的周期保持稳定，随着公司在手订单增加，公司收入将有望保持稳步增长，预测公司 2025-2027 年实现营业收入 7.0/9.2/11.0 亿元，同比+32.2%/+32.1%/+19.3%。

图25：公司在手订单及预测（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

图26：公司营业收入及预测（单位：亿元，%）

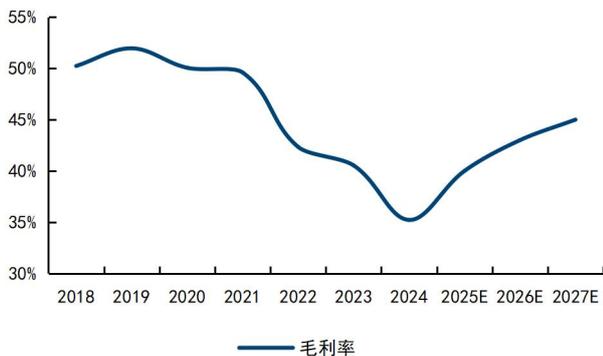


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

预测毛利率持续回升，费用支出将被有效摊薄。受益于行业供给出清和竞争压力缓解，公司毛利率在 2025 年已呈现明显改善态势，前三季度回升至 40%，修复趋

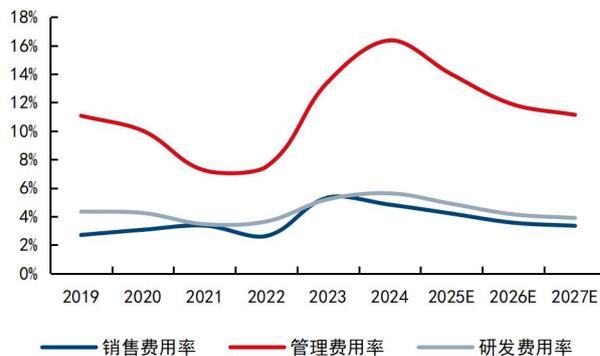
势强劲。预计未来毛利率将持续回升至 2021-2022 年水平，并有望在远期恢复至 2020 年之前的高位。费用方面，公司销售、管理及研发费用主要由人员薪酬构成，年度支出相对稳定，随着营收规模触底回升，费用将被有效摊薄，费用率预计显著下降。预测 2025-2027 年公司毛利率分别为 40%/43%/45%，除财务费用外的费用率分别为 23.1%/19.6%/18.4%。

图27: 公司毛利率及预测 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

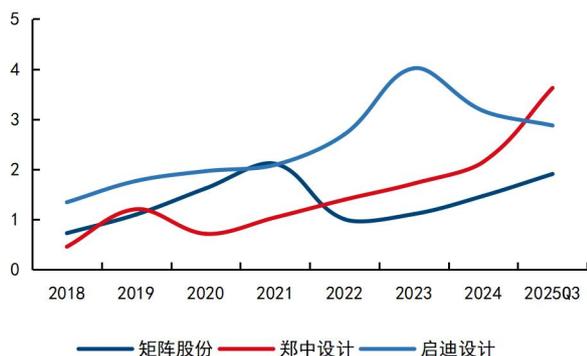
图28: 公司三项费用率及预测 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

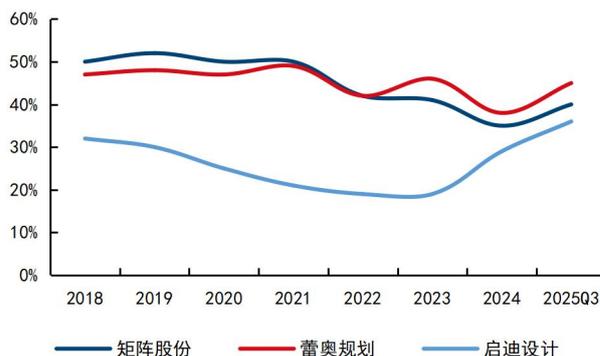
对高端室内设计的需求长期持续增长。售楼处与样板间设计作为地产营销的关键环节，其重要性日益凸显，居民对居住环境品质的要求不断提高，推动室内设计在创意、复杂度和艺术性上不断升级。因此，即使近年房地产行业整体承压，高端设计需求依然保持稳定且快速增长，显示出该业务较强的抗周期韧性，在一定程度上独立于地产销售规模的波动。对比行业同类公司，2018 年至 2025 年间，其主要设计公司的预收款及合同负债规模持续提升；毛利率虽因市场竞争加剧有所承压，但自 2024 年起已普遍呈现筑底回升态势。

图29: 公司与同业预收款与合同负债规模对比 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理及预测

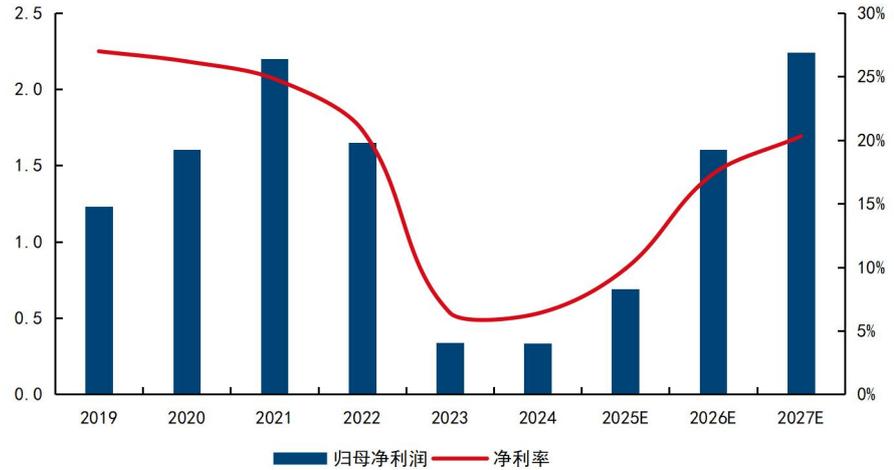
图30: 公司与同业毛利率变化对比 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理及预测

预测未来三年公司利润快速增长。受益于公司新签订单稳健增长，稳定转化为收入的增长，同时毛利率持续回升，费用率被有效摊薄，资产与信用减值在 2021-2024 年得到充分消化，未来减值压力有望缓解，公司归母净利润有望在未来几年持续回升，预测 2025-2027 年公司实现归母净利润 0.69/1.60/2.24 亿元，净利率为 9.9%/17.3%/20.3%。

图31: 公司归母净利润及预测 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

综上所述, 预测 2025-2027 年公司收入 7.0/9.2/11.0 亿元, 同比 +32.2%/+32.1%/+19.3%, 预测 2025-2027 年毛利率为 40%/43%/45%, 预测 2025-2027 年归母净利润为 0.69/1.60/2.24 亿元, 净利率为 9.9%/17.3%/20.3%。

表1: 公司各项指标预测 (单位: 亿元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新签订单	6.53	7.84	9.69	11.62	13.37
营业收入	5.29	5.30	7.00	9.25	11.03
毛利率	40.5%	35.2%	40.0%	43.0%	45.0%
销售费用	0.28	0.26	0.29	0.33	0.37
管理费用	0.71	0.87	0.98	1.10	1.23
研发费用	0.28	0.30	0.34	0.38	0.43
资产减值损失	-0.08	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-0.72	-0.47	-0.50	-0.40	-0.40
归母净利润	0.34	0.34	0.69	1.60	2.24
净利率	6.4%	6.4%	9.9%	17.3%	20.3%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

估值与投资建议：目标估值 29.12-31.15 元

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：对应股价 29.12-34.18 元

未来 5 年估值假设条件见下表：

表2：公司盈利预测假设条件

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	-10.36%	-33.38%	0.11%	32.18%	32.06%	19.30%	20.00%	20.00%
营业成本/营业收入	57.66%	59.46%	64.78%	60.00%	57.00%	55.00%	52.00%	47.00%
管理费用/营业收入	7.49%	13.45%	16.36%	13.99%	11.86%	11.13%	11.13%	11.13%
研发费用/营业收入	3.65%	5.21%	5.62%	4.89%	4.15%	3.90%	3.90%	3.90%
销售费用/销售收入	2.63%	5.33%	4.83%	4.20%	3.56%	3.35%	3.35%	3.35%
营业税及附加/营业收入	0.44%	0.76%	0.91%	0.57%	0.43%	0.45%	0.45%	0.45%
所得税税率	15.70%	19.47%	17.55%	17.58%	17.58%	17.58%	17.58%	17.58%
股利分配比率	48.67%	90.12%	186.95%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表3：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	17.58%
无风险利率	1.30%	Ka	12.10%
股票风险溢价	9.00%	有杠杆 Beta	1.20
公司股价（元）	25.7	Ke	12.13%
发行在外股数（百万）	180	E/(D+E)	99.69%
股票市值(E, 百万元)	4626	D/(D+E)	0.31%
债务总额(D, 百万元)	14	WACC	12.10%
Kd	3.50%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值，得出公司价值区间为 29.12-34.18 元。

表4：FCFF 估值表（单位：百万元）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	114.5	212.7	288.8	386.3	543.0
所得税税率	17.58%	17.58%	17.58%	17.58%	17.58%
EBIT*(1-所得税税率)	94.4	175.3	238.0	318.4	447.5
折旧与摊销	3.6	3.7	3.7	3.7	3.7
营运资金的净变动	31.6	(27.3)	(22.0)	(33.0)	(64.8)
资本性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCFF	129.6	151.7	219.7	289.0	386.5
PV(FCFF)	115.6	120.7	155.9	183.0	218.3
核心企业价值	5,675.7				
减：净债务	13.4				
股票价值	5,662.3				
每股价值	31.46				

资料来源：国信证券经济研究所预测

敏感性分析：该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表5: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		11.7%	11.9%	12.10%	12.3%	12.5%
永续增长	2.4%	34.18	33.22	32.30	31.42	30.58
	2.2%	33.70	32.77	31.87	31.02	30.20
	2.0%	33.24	32.33	31.46	30.62	29.83
率变化	1.8%	32.79	31.91	31.06	30.25	29.47
	1.6%	32.36	31.50	30.68	29.88	29.12

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：对应股价 28.48–31.15 元

选择华阳国际、中衡设计、郑中设计作为可比公司，三家可比公司与矩阵股份均属于“工程设计/室内设计”赛道，受地产与公共建筑投资驱动，周期属性、商业模式类似。

我们预测矩阵股份 2025–2027 年 EPS 分别为 0.38/0.89/1.24 元，对应 PE 分别为 67X/28X/21X，与可比公司 2026 年估值相比，略高于华阳国际、郑中设计，低于中衡设计。考虑到矩阵股份资产负债表稳健、净现金与大额存单储备充足、有息负债极低，经营现金流多年净流入；同时行业供给出清带来新签订单规模与盈利能力回升，“AI+设计”打造第二增长曲线，成长路径清晰，可给予适当的估值溢价，上浮目标估值至可比组中枢之上，给予 2026 年 32–38 倍，对应股价 28.48–31.15 元。

表6: 可比公司估值比较

证券代码	证券名称	收盘价	总市值（亿元）	EPS-2025E	EPS-2026E	PE-2025E	PE-2026E
002949.SZ	华阳国际	14.78	29	0.63	0.68	24	22
603017.SH	中衡设计	12.48	34	0.19	0.20	66	62
002811.SZ	郑中设计	14.67	45	0.53	0.60	28	24
301365.SZ	矩阵股份	25.31	46	0.38	0.89	67	28

资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理（可比公司盈利预测采用 iFind 一致预期）

综合绝对估值法与相对估值法，得到公司目标估值区间为 29.12–31.15 元，对应公司目标总市值 52–56 亿元，较当前股价有 13%–21% 的空间。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

随着行业出清加速，公司在高端设计和软装领域的竞争地位有望进一步提升，叠加地产行业筑底回暖，以及“好房子”相关政策支持，公司新签订单有望持续保持稳健增长。随着新签订单稳定转化为收入的增长，同时毛利率持续回升，费用率被有效摊薄，减值压力缓解，公司归母净利润有望在未来几年持续回升，预测 2025–2027 年公司实现归母净利润 0.69/1.60/2.24 亿元，净利率为 9.9%/17.3%/20.3%。综合绝对估值法与相对估值法，得到公司目标估值区间为 29.12–31.15 元，对应公司目标总市值 52–56 亿元，较当前股价有 13%–21% 的空间。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 29.12-31.15 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了主观判断,因此存在估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司营业收入和利润增长率估计乐观,导致未来自由现金流计算值偏高,从而导致估值乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.3%、风险溢价 9.00%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 1.3%,不排除公司所处行业在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面,我们选取了与公司业务结构相近的公司作为可比公司,但公司自身业务仍然具有一定的特殊性,可能存在高估公司价值的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们预测 2025-2027 年公司新签订单+23.5%/+20.0%/+15.0%,存在新签订单增长不及预期的风险;
- ◆ 我们预测 2025-2027 年公司毛利率为 40%/43%/45%,存在市场竞争加剧,毛利率下行的风险;
- ◆ 我们假设 2024-2026 年公司各项费用维持稳定增长,存在员工工资等成本上升快于收入增速,导致费用率上行的风险;
- ◆ 我们假设资产减值损失和信用减值损失在集中计提后逐步正常化,未来减值损失与营收规模变化正相关,但存在公司回款不及预期导致减值大幅上升的风险。

宏观经济形势变化的风险

公司业务与房地产链条高度相关,行业景气波动与政策调整的不确定性较大。当前房地产行业仍处调整期,公司强调将积极适应变化,但若后续需求修复不及预期,可能对订单拓展与资金回收形成压力,影响经营稳定性和成长节奏。

应收账款与合同资产减值风险

虽然与同业相比,公司应收账款与合同资产周转较快,但受制于行业特殊性,相关资产规模仍然较高,客户信用与回款节奏对现金流与利润影响敏感。公司虽设立结算中心、强化老旧项目回款管理,若下游客户财务状况超预期恶化,账期拉长或客户经营承压,坏账计提与信用减值的波动风险依旧存在。

盈利能力下降的风险

毛利率对项目周期、成本与竞争格局较敏感。如果客户对品质的要求提高，沟通与打磨轮次增加，叠加人工成本上涨，将会导致整体毛利率下降。若行业竞争延续或成本继续上行，而费用转嫁与效率提升未同步改善，盈利能力仍可能会面临下行压力。

“AI+设计”商业化不及预期的风险

公司 AI 设计工具（暗壳 AI）的商业化落地存在不确定性，AI 技术迭代迅速，若公司未能及时跟进或技术壁垒被突破，无法有效转化为实际订单或提升设计效率，可能面临市场份额流失的风险。同时，AI 应用研发需要持续投入，若无法形成规模效应或产生协同效应，研发成本可能侵蚀公司利润，导致投入产出比不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1060	1084	1138	1195	1255	营业收入	529	530	700	925	1103
应收款项	265	218	288	381	454	营业成本	315	343	420	527	607
存货净额	52	65	68	85	99	营业税金及附加	4	5	4	4	5
其他流动资产	27	24	32	42	49	销售费用	28	26	29	33	37
流动资产合计	1814	1392	1527	1703	1857	管理费用	71	87	98	110	123
固定资产	66	32	28	25	22	研发费用	28	30	34	38	43
无形资产及其他	0	0	0	0	0	财务费用	(28)	(26)	(11)	(10)	(9)
投资性房地产	141	652	652	652	652	投资收益	6	20	9	12	13
长期股权投资	1	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	2022	2077	2208	2381	2532	其他收入	(104)	(74)	(84)	(78)	(83)
短期借款及交易性金融负债	12	9	14	63	96	营业利润	41	41	84	195	272
应付款项	30	21	144	180	208	营业外净收支	1	0	0	0	0
其他流动负债	195	262	252	308	353	利润总额	42	41	84	195	272
流动负债合计	236	292	410	551	657	所得税费用	8	7	15	34	48
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	37	28	28	28	28	归属于母公司净利润	34	34	69	160	224
长期负债合计	37	28	28	28	28	现金流量表（百万元）					
负债合计	273	320	438	579	685	净利润	34	34	69	160	224
少数股东权益	0	0	(0)	(0)	(0)	资产减值准备	0	2	(0)	(0)	(0)
股东权益	1749	1757	1770	1802	1847	折旧摊销	3	5	4	4	4
负债和股东权益总计	2022	2077	2208	2381	2532	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(28)	(26)	(11)	(10)	(9)
						营运资本变动	80	(424)	32	(27)	(22)
						其它	(0)	(2)	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	经营活动现金流	117	(385)	104	137	205
每股收益	0.19	0.19	0.38	0.89	1.24	资本开支	0	28	0	0	0
每股红利	0.17	0.35	0.31	0.71	0.99	其它投资现金流	(410)	410	0	0	0
每股净资产	9.72	9.76	9.84	10.01	10.26	投资活动现金流	(411)	438	0	0	0
ROIC	6%	3%	6%	10%	13%	权益性融资	0	0	0	0	0
ROE	2%	2%	4%	9%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
毛利率	41%	35%	40%	43%	45%	支付股利、利息	(31)	(63)	(55)	(128)	(179)
EBIT Margin	16%	7%	16%	23%	26%	其它融资现金流	(4)	98	5	48	33
EBITDA Margin	16%	8%	17%	23%	27%	融资活动现金流	(65)	(28)	(50)	(80)	(146)
收入增长	-33%	0%	32%	32%	19%	现金净变动	(359)	24	54	57	60
净利润增长率	-79%	-1%	105%	132%	40%	货币资金的期初余额	1419	1060	1084	1138	1195
资产负债率	14%	15%	20%	24%	27%	货币资金的期末余额	1060	1084	1138	1195	1255
股息率	0.7%	1.4%	1.2%	2.8%	3.9%	企业自由现金流	151	(359)	130	152	220
P/E	136.2	137.3	66.91	28.85	20.66	权益自由现金流	147	(239)	144	209	261
P/B	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5						
EV/EBITDA	56.6	111.5	42.9	24.1	18.2						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032