



德才股份 (605287.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

建筑企业全力发展 AI，动态漫 Agent

演绎极致景气

投资逻辑：

- 建筑龙头主业经营改善，战略布局 AI 漫剧及智算业务，26Q1 新业务订单加速释放。公司是国内建筑全产业链龙头企业，24 年起公司结构性优化建筑主业，经营韧性显著增强，25 年实现扭亏为盈，利润率与现金流有望持续修复。为打造第二增长引擎，公司于 2024 年 5 月以 3000 万元注册资本设立德才科创，旗下以 51% 比例控股两家核心子公司：一是主营 AI 智算的德芯智算（2025 年 8 月成立，据公司 25 年年报，2025 年新签合同约 1.97 亿元），二是主营 AI 漫剧与智能体的奇想无限网络（2025 年 12 月成立）。据公司 26Q1 经营数据公告，26Q1 公司 AI 新业务板块已实现单季新签总金额超 3.4 亿元。
- AI 漫剧迎来“黄金窗口期”，动态漫 Agent “卖铲人”逻辑或可演绎极致的景气。漫剧赛道已跨越概念验证期，进入供需共振的高速成长期，商业化数据呈指数级跃升；多模态技术推动产能与视觉表现双重升级，AI 漫与动态漫爆款频出（如《斩仙台下》播放量超 10.6 亿）。格局来看，字节跳动凭借“流量+IP+AI”全栈闭环稳居龙头，据艺恩数据，2025 年抖音端漫剧累计播放量超过 757.7 亿，2025H2 播放量复合增长率达 24%；同时，旗下红果短剧 MAU 达 2.36 亿。AI 正重构漫剧生产范式，生产周期从 50+ 天压缩至 30 天内，单集成本降至千元级，降本增效逻辑清晰。
- 奇想 Agent 打磨已久，打通底座模型、头部 IP 和分发平台。Agent 业务方面，奇想无限自研端到端 AIGC 智能体平台，将传统动画 11 个环节压缩至 5 步，作为 Seedance 2.0 首批邀测及合作方，奇想无限 Agent 有望展现出更好的用户体验。AI 漫剧方面，奇想无限深入合作头部 IP 和分发平台，优质作品产能爬坡，与阅文、番茄等达成合作锁定核心 IP，并为红果、腾讯等平台提供精品承制，全面打通商业变现。

盈利预测

- 因公司当前财报中尚未有 AI 业务相关业绩单独披露，本次盈利预测中暂不考虑 AI 业务业绩贡献。我们预测，26-28 年公司实现营业收入 33.90/33.17/32.68 亿元；归母净利润 0.83/0.95/1.08 亿元，同比 18.88%/13.87%/14.22%。给予“买入”评级。

风险提示

- AI 业务拓展不及预期的风险，房地产行业周期性波动带来的影响，成本上涨风险，对外担保风险，资产负债率和短期负债较高的风险。

计算机组

分析师：刘高畅（执业 S1130525120005）

liugaochang@gjzq.com.cn

分析师：陈芷婧（执业 S1130525120008）

chenzhijing@gjzq.com.cn

分析师：鲍淑娴（执业 S1130526020002）

baoshuxian@gjzq.com.cn

市价（人民币）：63.20 元



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,134	3,507	3,390	3,317	3,268
营业收入增长率	-32.26%	-15.16%	-3.35%	-2.13%	-1.48%
归母净利润(百万元)	-287	70	83	95	108
归母净利润增长率	-	-124.39%	18.88%	13.87%	14.22%
摊薄每股收益(元)	-2.049	0.500	0.594	0.676	0.772
每股经营性现金流净额	3.25	1.49	1.07	2.14	2.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	-18.63%	4.51%	4.81%	5.19%	5.60%
P/E	-5.93	51.88	93.14	81.80	71.61
P/B	1.11	2.34	4.48	4.25	4.01

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、建筑全产业链龙头企业，战略布局 AI 漫剧及智算业务.....	4
1.1 主业：建筑全产业链龙头企业，城市更新、三大工程等结构性机会下有望实现经营改善.....	4
1.2 股权结构：创始人控制权稳定、地方国资股东参与，管理层深耕建筑装饰设计行业.....	6
1.3 财务分析：建筑主业韧性提升，利润率显著回升.....	7
1.4 战略布局 AI 漫剧及智算，26Q1 AI 业务单季新签订单超 3.4 亿元.....	8
二、AI 漫剧迎来黄金窗口期，动态漫 Agent“卖铲人”逻辑或可演绎极致的景气.....	9
2.1 漫剧迎来黄金窗口期，字节系稳居赛道龙头.....	9
2.2 AI 重构漫剧生产范式，“卖铲人”逻辑或可演绎极致的景气.....	12
三、奇想 Agent 打通漫剧生产全链路，携手火山引擎共探行业新局.....	13
3.1 奇想 AI Agent 打通漫剧生产全链路.....	13
3.2 AI 漫剧深入合作头部 IP 和分发平台，优质作品产能爬坡.....	14
3.3 技术 Sora 2.0 卡位优秀，头部 IP 资源+分发平台合作紧密.....	15
四、盈利预测及投资评级.....	16
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：五大核心业务板块介绍.....	4
图表 2：公司资质齐全，其中 1 项特级资质、34 项壹级资质.....	4
图表 3：2025 年公司营业收入结构情况.....	5
图表 4：2025 年公司装修装饰业务收入结构情况.....	5
图表 5：公司参与的城市更新类项目.....	6
图表 6：公司参与的城市配套类项目.....	6
图表 7：股权结构图：实控人为叶德才，青岛国资委间接持股 1.08%.....	7
图表 8：24 年来公司致力于结构优化，业务规模缩减.....	7
图表 9：25 年多举措改善下公司净利润显著改善.....	7
图表 10：2025 年公司利润率显著回升.....	8
图表 11：公司分业务毛利率情况.....	8
图表 12：三费相对平稳.....	8
图表 13：经营活动现金流充足.....	8
图表 14：25 年 H2 漫剧用户规模、播放量、播放时长保持高增趋势.....	9
图表 15：抖音漫剧自然流量变现和商业变现相辅相成.....	10
图表 16：抖音漫剧市场商业化指标.....	10



图表 17:	2025 年累计抖音播放量 TOP10 漫剧统计, 前十中 AI 漫及动态漫居多	10
图表 18:	抖音对外开放番茄 IP, 且提供系列 AI 工具	11
图表 19:	红果短剧月活跃用户 (MAU) 增长轨迹 (亿用户)	12
图表 20:	红果短剧商业模式与分账机制示意图	12
图表 21:	AIGC 赋能漫剧生产全流程, 总生产周期预计有望缩短 50%+	12
图表 22:	奇想自研 AI 内容生产工具链将传统动画 11 个环节压缩至 5 步	13
图表 23:	覆盖“图像-视频-3D-语音-外部集成”全链路工具流生态	13
图表 24:	奇想 AI 首页界面	13
图表 25:	奇想 AI 真人素材库界面	13
图表 26:	奇想无限通过 Seedance2.0 模型制作 AI 漫剧	14
图表 27:	奇想无限动画电影级别的 AI 漫剧画面质感	14
图表 28:	奇想无限部分作品展示 (1)	14
图表 29:	奇想无限部分作品展示 (2)	14
图表 30:	承制剧模式: 合作 IP+成本补贴+流水分成, 低风险稳收益	15
图表 31:	奇想无限网络: IP 储备+多渠道合作	15
图表 32:	奇想无限打造可持续的内容生产和变现	15
图表 33:	与多款 IP 内容展开合作, 打造多样化题材	15
图表 34:	经营数据: 25 年累计新签项目金额企稳	16
图表 35:	盈利预测: 主业利润率改善、归母净利润稳健增长	17



一、建筑全产业链龙头企业，战略布局 AI 漫剧及智算业务

1.1 主业：建筑全产业链龙头企业，城市更新、三大工程等结构性机会下有望实现经营改善

建筑全产业链龙头企业，资质齐全。公司成立于 1999 年，业务涵盖内装装饰工程、幕墙门窗工程、智能化工程、古建筑工程、房屋建筑工程、市政工程、设计业务等领域，还能提供设计、采购和施工一体化服务。现已形成德才装饰、中建联合、中房设计、德才高科、德才幕墙五大核心业务板块，构建起覆盖规划设计、工程建设、装饰装修、新材料研发生产于一体的全产业链布局。公司实力稳居行业前列，现位列全国建筑装饰金属门窗行业第 1 名，全国建筑装饰行业第 2 名，全国建筑装饰设计行业第 3 名，全国建筑幕墙行业第 4 名，连续 20 年雄踞山东首位。公司企业资质齐全，截至目前，公司及子公司共计取得 1 项特级资质，34 项壹级/甲级资质。其中，公司在施工总承包为特级资质，在设计、装饰、幕墙、古建、智能化、展陈、博物馆、城市及道路照明等专业领域均是最高（壹级/甲级）资质。

图表 1：五大核心业务板块介绍

业务板块	涉及业务	项目案例
德才装饰	业务主要涉及装饰装修、智能化、展陈、古建。德才装饰作为中国建筑装饰协会副会长单位、中国民族建筑研究会副会长单位，现居全国建筑装饰行业第 2 名。	
中建联合	业务主要涉及建筑施工总承包（特级）、市政工程。中建联合拥有建筑工程施工总承包特级资质，标志着德才股份的总承包业务已跻身全国建筑施工企业的第一梯队。	
中房设计	业务主要涉及建筑、装饰、古建、园林等设计，中房设计于 23 年底成功挂牌新三板。	
德才高科	业务主要涉及系统门窗。	
德才幕墙	业务主要涉及建筑幕墙产研销一体。	

来源：公司官方公众号，国金证券研究所

注：中房设计为公司控股 70% 的子公司，德才装饰、中建联合、德才高科为公司的全资子公司。

图表 2：公司资质齐全，其中 1 项特级资质、34 项壹级资质



来源：公司官方公众号，国金证券研究所

在中央财政积极发力、基建投资持续加码的背景下，建筑行业有望在城市更新、“三大工程”建设等领域迎来结构性发展机会。受房地产市场深度调整影响，建筑企业在新签订单、回款效率等方面仍面临压力，但随着基建投资效能持续释放、城市更新深化实施、“三大工程”全面落地以及专项债与特别国债资金集中投放，建筑行业的结构性增长空间将进一步打开。

➢ 城市更新的战略定位持续升级。25 年上半年，中央办公厅、国务院办公厅发布《关



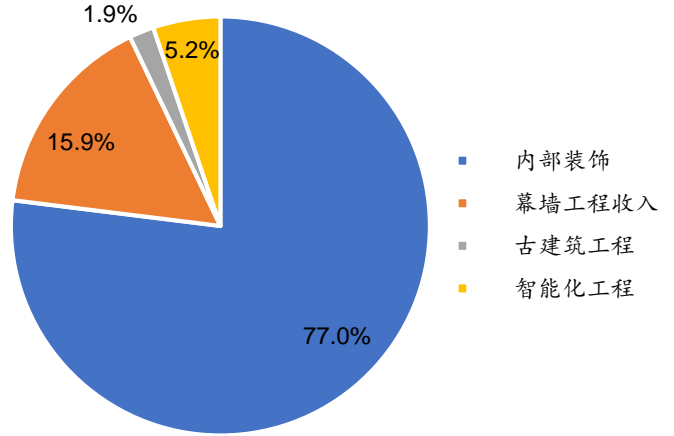
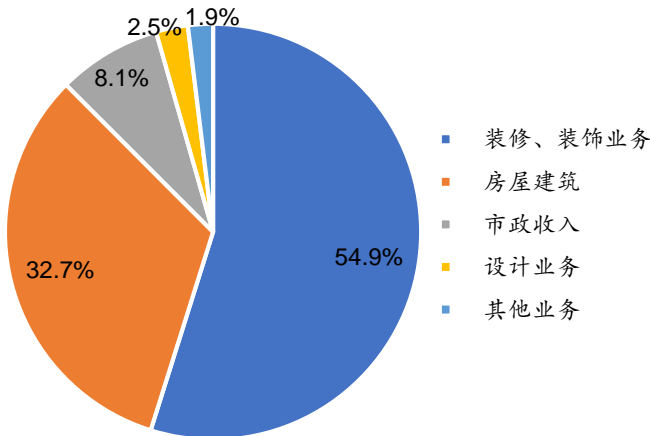
于持续推进城市更新行动的意见》提出要“大力实施城市更新”；中央城市工作会议明确将城市更新作为推进未来城市发展的“重要抓手”。据住建部统计，2025年，全国计划新开工改造城镇老旧小区2.5万个，全国新开工改造城镇老旧小区2.71万个。分地区看，北京、天津、河北、江西等22个地区和新疆生产建设兵团已完成年度城镇老旧小区改造计划。2026年政府工作报告进一步将城市更新置于“坚持城市内涵式发展，优化现代化城市体系”的顶层框架之下，城市内涵式质量提升的战略要求持续加深。

- “三大工程”建设稳步推进。自2023年中央层面多次提及在超大特大城市积极稳步推进城中村改造以来，政策支持力度不断加码，2024年城中村改造政策支持范围从最初的35个城市扩围至近300个地级及以上城市，实施城中村改造项目1,790个。2025年要在2024年新增100万套的基础上，继续扩大改造规模。同时，住建部加大配售型保障性住房建设和供给，财政部支持用好专项债券收购存量商品房用作各地的保障性住房，这些举措为建筑企业提供了丰富的业务机会，进一步打开了“三大工程”建设领域的增长空间。
- 财政政策的实施力度进一步加大。主要投向交通基础设施建设及城市更新等领域，同时，多省市重启土地储备专项债券发行。2025年，我国共发行了1.3万亿元超长期特别国债，持续支持“两重”建设和“两新”；地方政府新增专项债累计发行额4.61万亿元，同比实现增长，多地重启土地储备专项债，重点投向交通、城市更新、保障性住房及城中村改造等民生与基建领域；同时，2万亿元地方政府隐性债务置换额度加速落地，为建筑企业回款安全、现金流稳定提供制度性保障。

公司顺应行业趋势，不断拓展“城市更新”和“城市配套”两大业务板块，持续优化订单结构。从收入结构来看，2025年，公司装修装饰/房屋建筑/市政收入/设计业务收入占比分别为55%/33%/8%/3%，装修装饰业务中内部装饰/幕墙工程/古建筑工程/智能化工程收入占比分别为77%/16%/2%/5%。从订单结构看，2025年，公司新签“城市更新”类项目金额约16.25亿元，新签“城市配套”类项目金额约18亿元，两类项目占全年新签项目总金额的78.15%，整体订单结构持续优化。

图表3：2025年公司营业收入结构情况

图表4：2025年公司装修装饰业务收入结构情况



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

- 城市更新类：公司参与的项目基数庞大，涵盖了老旧小区改造、历史风貌建筑保护修缮、低效片区（园区）开发建设等多个维度，形成了稳健的基本盘。公司低效片区（园区）开发建设领域表现突出，承接青岛人工智能产业集聚区项目、青岛生物医药协同创新中心、湾谷科技园功能提升工程等项目，涵盖生物医药、人工智能、先进制造、文旅融合等多个产业方向。



图表5: 公司参与的城市更新类项目



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 城市配套类: 公司持续拓展“城市配套”领域业务, 重点涵盖市政基础设施、公共交通基础设施以及公共服务设施三大板块, 稳固业务发展根基。公司传统机电装修优势稳固, 并在青岛地铁8号线胶州北车辆基地落地光伏发电项目、中标厦门轨道交通3号线机电工程, 打造多元化、多区域业务矩阵。全面拓展公共服务设施领域布局, 落地深圳博物馆、福永小学改扩建、宝安中医院扩建等高价值公建项目, 同步拓展北京、上海、广东等省外项目。开拓海外基础设施建设市场, 承接沙迦走廊改善工程、沙特红海 Laheq Souq 标段砌筑工程等海外项目。

图表6: 公司参与的城市配套类项目



来源: 公司公告, 国金证券研究所

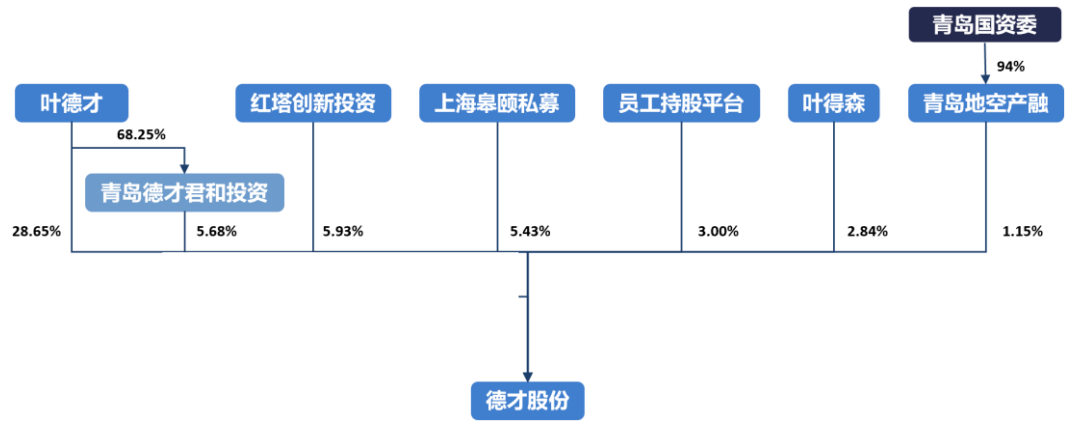
1.2 股权结构: 创始人控制权稳定、地方国资股东参与, 管理层深耕建筑装饰设计行业

股权结构集中, 青岛国资委间接持股 1.08%。公司董事长叶德才直接和间接通过德才君和合计持股公司 32.53% 的股权, 为公司控股股东、实际控制人。青岛国资委间接通过青岛地空产融合计持股公司 1.08% 的股权。

公司管理层深耕建筑装饰设计行业。如公司董事长叶德才先生为国家一级项目经理, 中国建筑装饰协会副会长、中国民族建筑研究会副会长、青岛市工商联副主席, 青岛市人大代表; 董事、副总经理裴文杰为中国建筑装饰协会设计委员会专家、施工委员会专家, 高级室内建筑师, 全国资深室内建筑师。



图表7: 股权结构图: 实控人为叶德才, 青岛国资委间接持股 1.08%



来源: 公司公告, 企查查, 国金证券研究所

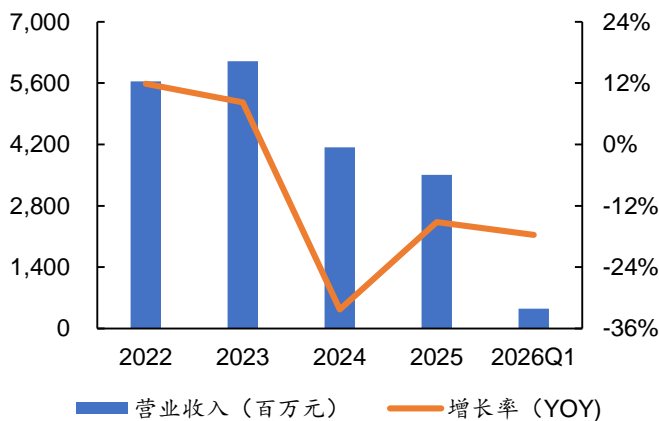
注: 数据截至 2026 年 5 月 1 日

1.3 财务分析: 建筑主业韧性提升, 利润率显著回升

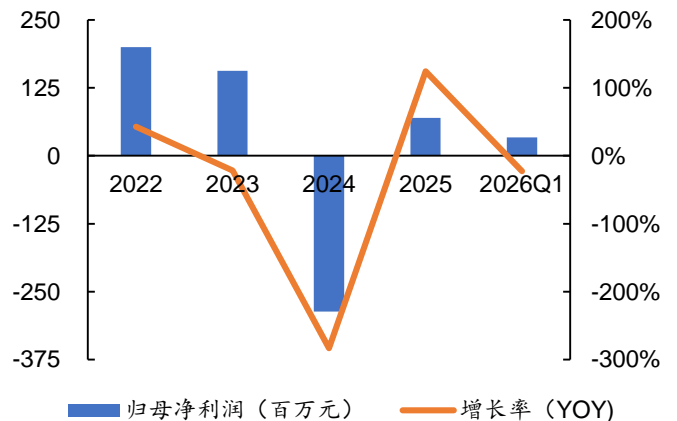
25 年来公司财务韧性不断提升, 业务结构持续优化。

- 收入端: 2024 年以来公司业务规模缩减, 致力于结构优化。2024 年起, 建筑行业市场需求整体放缓且竞争加剧, 公司为实现强质提效, 从源头提高项目效益, 故主动提高了订单准入门槛, 聚焦进度款支付条件较好的项目。25 年公司订单结构优化和业务布局调整初见成效: 从新签订单来看, 公司 2025 年全年新签项目金额较上年同比增加, 其中新签“城市更新”类项目金额约为 16.25 亿元, 新签“城市配套”类项目金额约为 18 亿元, 上述两类项目约占 2025 年全年累计新签项目总金额的 78.15%。
- 利润端: 2025 年扭亏为盈, 财务韧性显现。2024 年受业务规模缩减、信用与资产减值损失计提金额增加影响, 公司利润为负。2025 年公司净利润实现扭亏为盈, 实现归母净利润 6,994 万元, 实现扣非归母净利润 4,294 万元, 主要由于: 1) 公司聚焦核心主业, 深度参与国家“三大工程”建设项目, 优化订单结构、项目质量提升; 2) 深化精细化运营, 全面落实降本增效措施, 运营效率与财务稳健性增强; 3) 强化应收账款管理, 加大应收款项回收力度, 加快抵债资产去化进程, 2025 年公司信用减值损失 1.40 亿元, 资产减值损失转回 273.7 万元, 两项减值损失合计 1.37 亿元, 较 2024 年的 3.71 亿元大幅收窄 2.34 亿元。

图表8: 24 年来公司致力于结构优化, 业务规模缩减



图表9: 25 年多举措改善下公司净利润显著改善



来源: iFind, 国金证券研究所

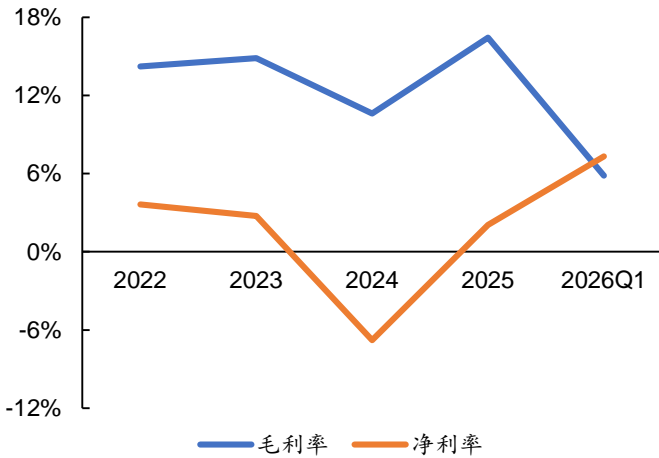
来源: iFind, 国金证券研究所

净利润转正, 经营质量提升。公司持续聚集高质量项目, 经营质效同步提升, 2025 年公司毛利率由去年同期的 10.6% 显著回升至 16.4%, 净利率由去年同期的 -6.8% 转正至 2.1%, 经营质量显著提升。2026Q1, 公司毛/净利率分别为 5.9%、7.3%, 同比 -3.3pcts、-0.4pcts, 信用减值损失大幅转回 9,560 万元。2026Q1 公司建筑主业 (装饰装修、房屋建筑、市政) 新签项目合计 38 个, 较去年同期增加 7 个, 公司持续着力建筑主业结构优化, 期待后续

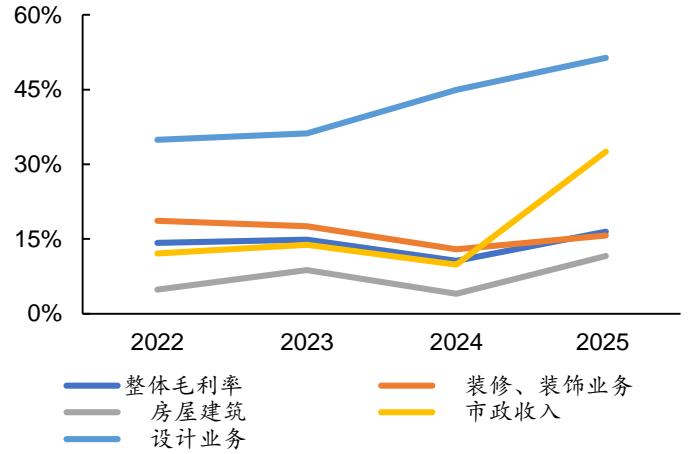


高质量订单支持利润向上。

图表10: 2025 年公司利润率显著回升



图表11: 公司分业务毛利率情况

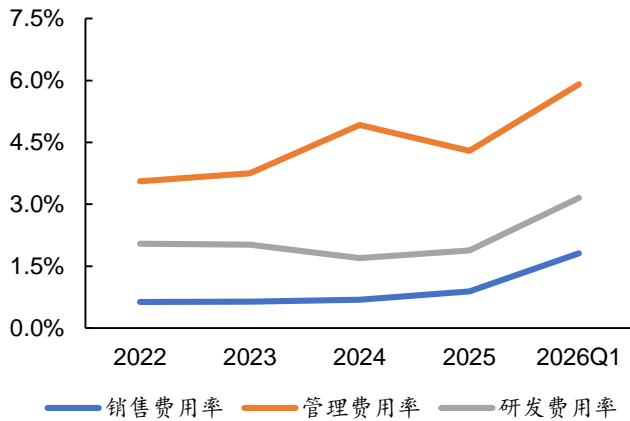


来源: iFind, 国金证券研究所

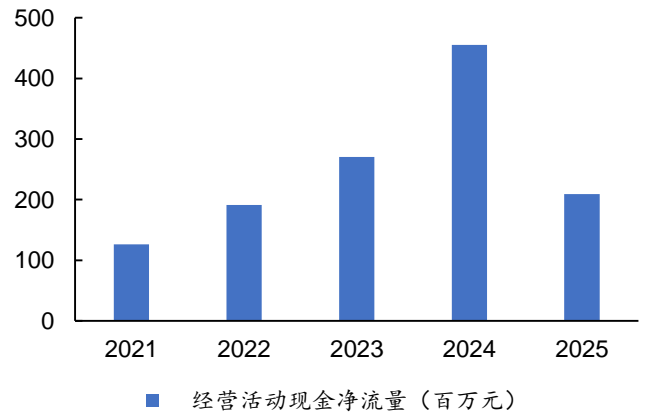
来源: iFind, 国金证券研究所

费用管理良好, 现金流充足。在 2025 年公司业务规模缩减的情况下, 公司三费费用率合计同比下降 0.2pcts, 表明公司降本增效及费用管控举措有效。2025 年工程类业务量下降导致销售回款减少, 公司主动筛选优质项目、强化应收账款管理、加强回款催收力度等举措下, 2025 年公司经营性现金流为 2.1 亿元, 持续保持坚挺。

图表12: 三费相对平稳



图表13: 经营活动现金流充足



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

1.4 战略布局 AI 漫剧及智算, 26Q1 AI 业务单季新签订单超 3.4 亿元

前瞻布局 AI 漫剧及智算业务, 打造第二增长引擎。2024 年 5 月, 公司以 3000 万元的注册资本设立子公司德才科创, 德才科创业务性质为软件和信息技术, 德才科创旗下控股子公司包括奇想无限网络 (控股 51%) 和德芯智算 (控股 51%)。

- 奇想无限网络: 成立于 2025 年 12 月, 注册资本 1000 万元, 是由公司控股 51% 的高科技企业, 主营业务为 AI 漫剧生产和 AI 智能体研发及推广;
- 德芯智算: 成立于 2025 年 8 月, 注册资本 1000 万元, 公司控股 51%, 主营业务为 AI 算力服务器、GPU 显卡的研发生产与销售。在国内算力需求持续爆发式增长的背景下, 德芯智算也将紧抓历史机遇, 以高效、稳定的算力硬件解决方案为核心, 全方位满足用户多元需求, 为公司打造可持续的业务增长引擎。2025 年, 德芯智算及其子公司共计新签合同金额约为 1.97 亿元, 营业收入金额约为 3,594 万元, 净利润金额约为 49.62 万元。

26Q1 AI 相关业务加速放量, 单季新签订单超 3.4 亿元。2026 年一季度, 代表公司 AI 智算及漫剧业务的新业务板块 (涵盖服务器、显卡、存储等硬件贸易与软件技术服务) 呈现爆发态势。单季度内, 公司累计新签项目达 27 个, 新签总金额达 3.4 亿元。强劲的订单



获取能力表明，公司前期在 AI 领域的战略投入已转化为实质性的业务增量，第二增长曲线加速成型。

二、AI 漫剧迎来黄金窗口期，动态漫 Agent“卖铲人”逻辑或可演绎极致的景气

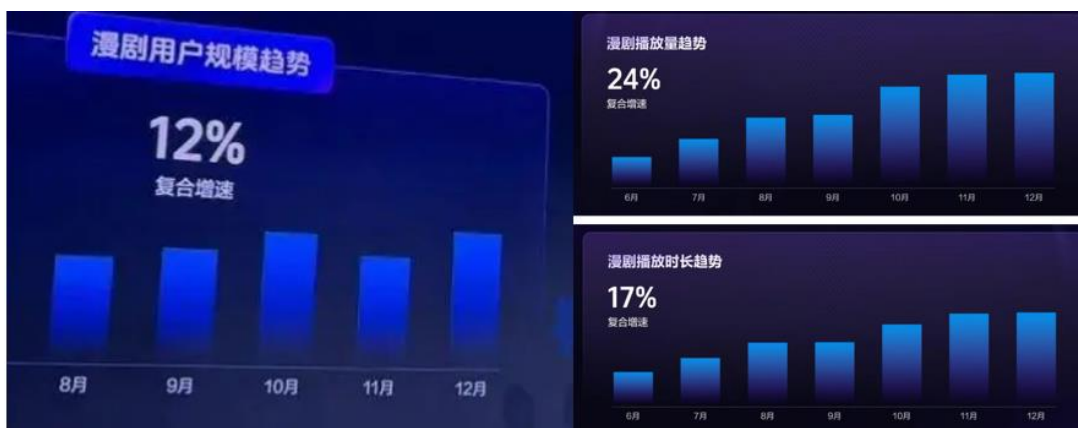
2.1 漫剧迎来黄金窗口期，字节系稳居赛道龙头

短剧千亿赛道筑基，AI 漫剧供需共振开启第二增长极。根据 26 年 1 月巨量引擎在漫剧大会上的演讲，25 年短剧市场的规模将近 1000 亿，已经超过了电影甚至长视频行业的规模。现在全网的短剧用户数接近 7 亿，月活和粘性在不断地提升。2025 年用户的单日看剧时长突破了 100 分钟，增速在 11% 左右。短剧行业的发展，给漫剧铺垫了成熟清晰的商业化变现路径。在这个基础上，预测 2026 年，漫剧的市场规模会突破 220 亿，贡献短剧行业 50% 的增量。

2025 年至今，漫剧市场已度过概念验证期，迅速迈入规模化增长与商业化爆发的“黄金窗口期”。

- 1) 供需端看：2025 年上半年，漫剧剧目供给与需求规模均呈现井喷状态，基本进入供需双驱动的良好发展阶段；25 年下半年漫剧继续保持高增趋势，25 年 6-12 月，抖音端内漫剧用户规模保持着复合 12% 的增速，漫剧播放量趋势的复合增速达 24%，播放时长复合增速达 17%。

图表 14：25 年 H2 漫剧用户规模、播放量、播放时长保持高增趋势



来源：巨量引擎漫剧大会，巨量引擎营销观察官方公众号，国金证券研究所

- 2) 商业变现角度看：漫剧的生意经营模式不断健全，自然流量变现和商业化变现相辅相成，自 2025 上半年起漫剧市场商业化高速增长。2025 年上半年，漫剧的流水规模翻 12 倍，广告+自然双爆发式增长。具体来说，25 年上半年日均 GMV 破千万，增长 1532%；投流日耗破 400 万，增长 568%；周均在投剧目数 482，增加 110 部；累计上线剧目 3000 部，增长 603%。根据巨量引擎与火山引擎统计，抖音端漫剧付费自然流：从 2024 上半年的 0，一路跑到 2025 年二季度的 300+万/天、2025 年 8 月的 1000+万/天；抖音端漫剧商业化投流：从 2024 下半年的 1 万/天，逐步上涨至春节的 20 万/天、2025 年二季度的 80 万/天，并在 2025 年 8 月破峰，达到 400 万/天。



图表15: 抖音漫剧自然流量变现和商业化变现相辅相成



来源：巨量引擎与火山引擎线下沙龙数据，国金证券研究所

图表16: 抖音漫剧市场商业化指标



来源：巨量引擎与火山引擎线下沙龙数据，国金证券研究所

多模态技术红利释放，动态漫、AI漫剧已成“爆款”。2025年多模态技术收敛推动视觉表现力跨越式提升。供给端，AI大幅压缩制作周期，实现低成本批量化产出；需求端，紧凑节奏与高情绪密度精准击中用户痛点。供需双侧适配，驱动赛道从边缘迈向主流。根据短剧自习室公众号统计，从2025年度抖音端漫剧累计播放量TOP100榜单来看，共有52部沙雕漫、28部AI漫剧、17部动态漫、3部解说漫上榜，分别占比52%、28%、17%、3%。其中仅有1部突破5亿播放——AI漫《斩仙台下，我震惊了诸神》，10月份上线，截至26年1月初累计播放量10.6亿，成为当之无愧的2025年度“剧王”。

图表17: 2025年累计抖音播放量TOP10漫剧统计，前十中AI漫及动态漫居多

2025年累计抖音播放量TOP100漫剧

短剧自习室综合整理 | 统计期：2025.1.1-2025.12.31

排名	剧名	累计播放量	类型
1	斩仙台下 我震惊了诸神!	1011362087	AI漫
2	全民诡异 开局掌握零元购【第一季】	365575519	动态漫
3	气运擂台 华夏诸神震惊全世界!	337751415	AI漫
4	洪荒 代管截教 忽悠出了一堆圣人	279649175	AI漫
5	我在末世当老板 员工全是S级变异体	266314072	AI漫
6	冰冰巨鱼	259313489	解说漫
7	大明贤婿【第一季】	247600354	沙雕漫
8	地狱模式 你能活到第几关【第一季】	247131902	动态漫
9	边关不用我守	244932308	AI漫
10	无限突破 敌人越强我越强【第一季】	221857292	动态漫



来源：短剧自习室公众号统计，国金证券研究所

不仅如此，我们认为，动态漫 Agent 还具备极强的技术延展力，未来有望向游戏、建筑等领域渗透，成为生成虚拟世界的基建平台。

技术同构打破场景壁垒，从“漫剧生产”跃迁至“世界构建”。动态漫 Agent 的核心壁垒在于其“文本-3D 时空-动作驱动”的一站式生成能力，这与游戏开发、建筑可视化及元宇宙构建的底层逻辑存在本质的技术同构。

1) 资产通用性：漫剧制作要求较高的人物一致性与场景空间感，倒逼该平台沉淀了工业级的 3D 资产库。这些资产天然适配 Unity、Unreal 等主流引擎标准(如 USD/glTF 格式)，可无缝迁移至游戏开发中，大幅降低 3D 建模与关卡设计的门槛。

2) 场景泛化：其空间计算算法不仅能生成二次元场景，稍加微调即可应用于建筑设计的概念呈现与数字孪生。据 NVIDIA 在 GTC 大会上提出的观点，生成式 AI 与图形学的结合将重塑 3D 互联网，而该 Agent 正处于这一融合趋势的核心生态位。

字节“流量+IP+AI”全栈闭环，稳居漫剧赛道绝对龙头。流量侧，抖音短视频、红果短剧月活领先，成为漫剧内容的核心入口；内容/IP 侧，从内容端看，近半年来的爆款漫剧中，IP 改编作品占据相当比例，抖音对外开放 6 万余部番茄小说网文原创 IP(含长篇、短篇，覆盖网文 35 个品类方向)，合作方可直接改编，成品后续通过短剧版权中心上线至抖音、红果短剧等集团多渠道分发，收益模式为全渠道免付费净收益 90%分成；在 AI 能力与工具侧，字节在推荐算法、AIGC 模型、多模态生成工具上具有长期积累，从文本生成、分镜辅助、配音、视频生成到内容测试与分发反馈，字节具备将 AI 能力以平台化方式嵌入内容生产全流程的潜力。据艺恩数据，2025 年抖音端漫剧全年的累计播放量超过 757.7 亿，2025H2 播放量复合增长率达 24%。

图表 18：抖音对外开放番茄 IP，且提供系列 AI 工具

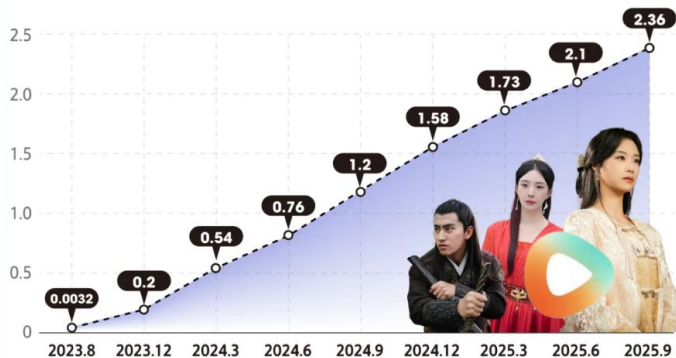


来源：巨量引擎与火山引擎线下沙龙数据，国金证券研究所

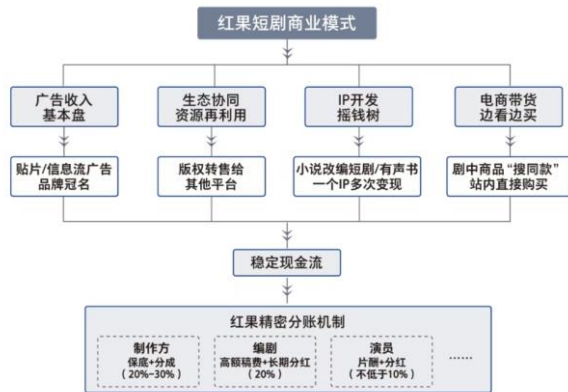
“免费+分账”重塑流量格局，红果已跻身行业 TOP。1) 根据 QuestMobile，2024 年 4 月，红果短剧的用户单日使用时长为 1.38 小时，超越爱奇艺、优酷等长视频平台。QuestMobile 数据显示，2025 年 9 月，红果短剧月活跃用户已达 2.36 亿，首次超越 B 站的 2.27 亿，远超优酷的 1.73 亿，跻身在线视频行业 TOP 4，用户单日使用时长超 2 小时。2) 红果短剧的盈利模式是一个多元化的生态闭环。广告收入是基本盘，如同免费电视靠插播广告赚钱，红果短剧通过贴片、信息流广告和品牌冠名能获得稳定收入。生态协同好比“资源再利用”，将热门短剧的播放权转售给其他平台，实现一次制作，多处收益。



图表19: 红果短剧月活跃用户 (MAU) 增长轨迹 (亿用户)



图表20: 红果短剧商业模式与分账机制示意图



来源: 财经天下, 国金证券研究所

来源: 财经天下, 国金证券研究所

2.2 AI 重构漫剧生产范式, “卖铲人”逻辑或可演绎极致的景气

AI 重构漫剧生产全链路, 有望打通“创意即成品”的生产闭环。在各环节均有不同程度提效的基础上, AI 预计有望可助力漫剧总的生产周期缩短 50%+, 从原本的 50-60+天降至 30 天内。传统漫剧改编制作流程涉及编剧/策划将剧本内容拆解为分镜脚本, 主笔/分镜/色彩进行分镜制作、线稿绘制、线稿上色, 动效/CV 进行动效、特效和配音、剪辑工作, 需要多人团队协作, 且制作周期长、成本高。而 AI 漫剧将传统冗长链路压缩为“创意输入-AI 生成-人工优化”闭环, 从根本上降低创作门槛与成本, 生成过程包括:

- 1、创意结构化:** 以大语言模型 (LLM) 为核心, 承担着将模糊创意转化为标准化制作指令的关键角色, 彻底打通了“文字创意”与“视觉呈现”的鸿沟。它不仅能快速解构网文 IP、小说文本, 自动提取核心情节、优化叙事节奏, 还能生成符合漫剧节奏的分镜脚本, 甚至精准输出画面描述提示词 (Prompt)。用户输入一句话创意或文本, NLP 10 分钟内即可完成剧本扩写、分镜拆解与提示词生成, 输出标准化制作方案, 无需专业分镜师。
- 2、视觉批量生成:** 扩散模型依据提示词批量生产素材, 借助多模态技术保障全片风格统一, 将传统 30 人团队 30 天的工作量, 压缩至 1 人 3 天完成, 效率大幅提升。扩散模型是实现视觉落地的“双手”, 其核心价值在于高效生成高质量、风格统一的漫剧视觉素材, 解决了传统漫剧原画创作耗时耗力的痛点。目前主流的 Stable Diffusion (SDXL/Flux)、Midjourney V6 等工具, 均基于扩散模型原理, 可快速生成角色立绘、场景背景、道具元素等核心视觉内容。
- 3、视听融合优化:** 多模态模型自动将静态分镜转为动态视频, 匹配配音、音效与字幕; 人工仅需微调细节, 单集成本从数万元降至千元, 个人创作者可轻松上手。

图表21: AIGC 赋能漫剧生产全流程, 总生产周期预计有望缩短 50%+



来源: 巨量引擎与火山引擎线下沙龙数据, 国金证券研究所

什么样的 Agent 是可用的——70%质量基准。动态漫 Agent 需达到一定质量基准, 才能跨越玩具和工具鸿沟。以做出多款漫剧爆款的巨日禄 AI 为例, 当前巨日禄 AI 生成的产品中, 70%的画面是可以用的, 只有 30%还需要人工去补齐一下。当 Agent 生成的镜头语言、景别构图、神态动作, 都无限接近于一个爆款导演的 SOP 时, 这 70%的直接可用率才足以变革生产力。

为什么必须做 Agent——真正实现降本增效。降本角度, 根据巨日禄 AI, 过去单部制作成本约 1000 元/分钟 (工具成本 200 元+人工成本 800 元); 使用巨日禄 Agent 后, 6 人团队



1个月从做1部变成做5部，工具成本200元不变，但原本800元的人工成本因为人效被放大了5倍，被5个项目摊薄，骤降到了200元左右，最终，总成本可以控制在400元/分钟左右。增效角度，过去制作公司80%的预算花在重复劳动上，如今这部分成本被AI大幅压缩，省下来的钱和时间，可以真正投入到内容本身，如签订优质剧本、打磨剧本、尝试新题材、招揽更多优秀人才等。

三、奇想 Agent 打通漫剧生产全链路，携手火山引擎共探行业新局

3.1 奇想 AI Agent 打通漫剧生产全链路

奇想无限将自身大量内容制作积累的行业诀窍 (know-how) 融入自研 workflow，形成高效的 AIGC 生产工具。其中，自主研发的 AIGC 智能体平台 (奇想 AI 平台) 深度整合自然语言处理 (NLP)、扩散模型、多模态建模等核心技术，将传统动画 11 个环节压缩至 5 步，实现“1人1天完成1分钟精品内容”；集成 20+ 主流画风，通过 LoRA 微调与专属模型库彻底解决“跨镜头变脸”“风格漂移”等行业痛点，融合 VIDU、SORA、即梦等工具实现真动态效果。该 AI 智能体产品不仅用于精品漫剧的规模化量产，未来更可发展为通用技术基座，跨界赋能游戏、教育、文旅、建筑设计等多元行业的内容生成与效率提升。

图表22: 奇想自研 AI 内容生产工具链将传统动画 11 个环节压缩至 5 步



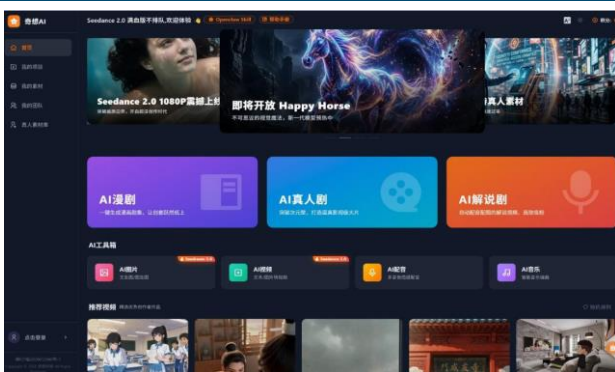
图表23: 覆盖“图像-视频-3D-语音-外部集成”全链路工具流生态



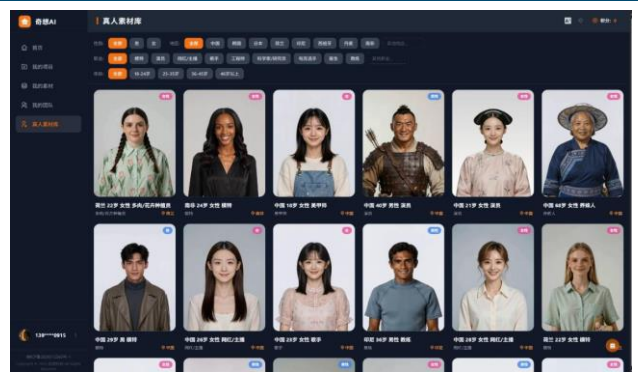
来源: 奇想无限网络官方公众号, 国金证券研究所

来源: 奇想无限网络官方公众号, 国金证券研究所

图表24: 奇想 AI 首页界面



图表25: 奇想 AI 真人素材库界面



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

首批接入 Seedance 2.0，生产效率跃升加速 AI 漫剧量产落地。奇想无限为 Seedance 2.0 的首批邀测企业客户、火山引擎的早期生态合作伙伴，在 Seedance 2.0 开放测试初期，公司便迅速围绕 2D、3D、仿真人类型，在都市脑洞、玄幻仙侠等多个漫剧题材打造成熟的落地案例，并在 4 月 2 日的火山引擎“FORCE LINK AI 创新巡展”上获得公开宣传。Seedance 2.0 生成视频可用率接近 90%，以工业级创作标准带来了实质性的生产力跃迁，据火山引擎总裁谭待表示，奇想无限接入该模型后，高水准 AI 漫剧每分钟生成成本从此前 1 万元以上降至 4000-5000 元，能力投入从 20+人/天压缩至 3 人/天，整体生产效率提升近 10 倍。Seedance 2.0 从成本与效益两端强化奇想无限的 Agent 生产力，公司与火山引擎保持深度协同，以最新模型能力持续提升漫剧质感与生产效率，加快高品质 AI 漫剧量产落



地的步伐。

图表26: 奇想无限通过 Seedance2.0 模型制作 AI 漫剧

图表27: 奇想无限动画电影级别的 AI 漫剧画面质感



来源: 奇想无限网络官方公众号, 国金证券研究所

来源: 奇想无限网络官方公众号, 国金证券研究所

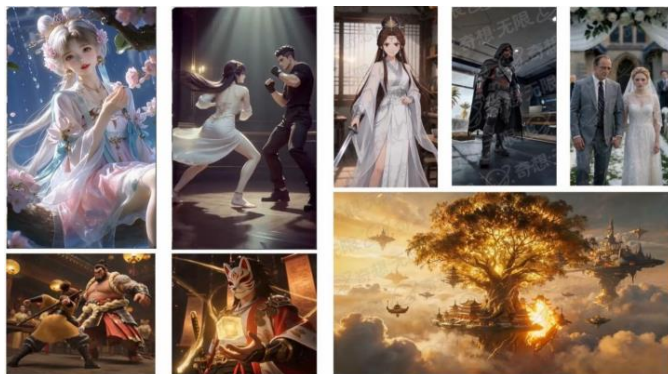
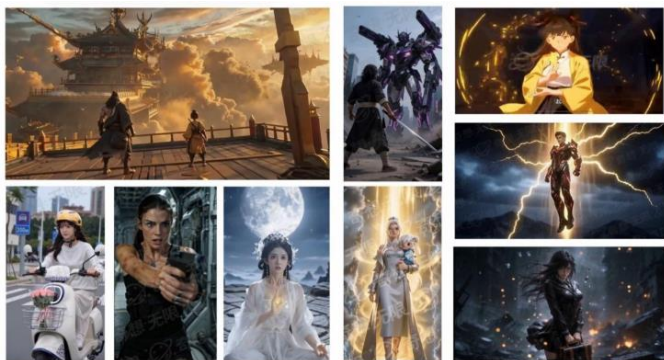
3.2 AI 漫剧深入合作头部 IP 和分发平台, 优质作品产能爬坡

奇想无限聚焦 AIGC 驱动的精品漫剧及仿真人漫剧内容生产制作, 提供“技术研发-内容生产-多渠道发行-商业变现”的全链路解决方案。以自研 AI 智能体平台为核心生产工具, 通过多模态大模型协同实现漫剧内容的高效、高品质、规模化量产, 目前已形成玄幻、穿越、都市悬疑等多题材精品内容矩阵, 并与头部 IP 平台、短视频平台建立深度合作关系。后续逐步拓展到互动影游制作、电商教育素材生成、文旅数字人交互、建筑设计渲染等 AIGC 技术应用前景巨大的行业领域。

奇想无限漫剧制作主攻“精品漫剧”, 自起步之初便确立了高标准, 利用 AI 技术降本的同时确保画质与连贯性达到精品水准。结合不同平台的实际情况展开合作, 以仿真人漫剧、高品质 3D 剧目、连载或季更等形式进行差异化内容输出, 重点发力代入感更强、受众更广的“仿真人漫剧”新蓝海市场, 团队正积极投入制作并持续产出相关作品。在火山引擎举办的 2026“FORCE LINK AI 创新巡展”上, 奇想无限基于新一代模型制作的 AI 漫剧作品精彩亮相, 充分展现了 AI 技术在内容创作领域的落地成果。通过深度应用 Seedance2.0, 实现了精品漫剧生产效率的飞跃。

图表28: 奇想无限部分作品展示 (1)

图表29: 奇想无限部分作品展示 (2)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

从 AI 漫剧的变现模式来看, 承制剧与自制剧两大模式占据主流, 适配不同团队资源禀赋, 是核心变现路径, 其中承制剧商业模式为合作 IP+成本补贴+流水分成, 低风险稳收益; 自制剧主要为原创 IP+买量变现, 是高风险高回报的增长路径。奇想无限网络通过承制剧与自制剧双轨并行, 以丰富 IP 为基石、高效技术为引擎、多元渠道为纽带, 正在构建从 IP 到成片的全链路变现生态。

- 技术层面: 率先接入并深度应用 Seedance2.0 等国产顶级多模态模型, 生产内容获得了火山引擎官方的高度认可, 在融入国产 AI 生态方面占据先发优势。
- IP 储备双轮驱动: 一方面通过与红果、阅文、腾讯动漫等头部平台合作, 手握多部 IP 资源; 另一方面加快原创与采购节奏, 覆盖玄幻、都市、穿越等热门题材, 形成



“合作 IP 快速变现、原创 IP 长线增值”的良性循环。

- 多渠道布局全覆盖：不仅深度绑定抖音、红果短剧等主流短视频平台，还与 bilibili、小米互娱等建立合作关系，构建多维度分发网络。同时搭建“内容出海与多语种发行体系”，通过 AI 快速实现语音克隆、字幕翻译，抢占海外市场增量。

图表30：承制剧模式：合作 IP+成本补贴+流水分成，低风险稳收益

图表31：奇想无限网络：IP 储备+多渠道合作

平台名称	扶持计划名称	核心补贴/政策细节	合作模式
抖音	番茄 IP 版权补贴计划	番茄 IP 版权中心补贴 100% 漫剧改编版权费用，付费分成充值金额的 6%，火山引擎大模型技术成本补贴	IP 合作 + 技术补贴 + 付费分成
B站	漫剧分级扶持计划	引入 SS、S、A、B 评级体系，SS 级作品可获百万级创作基金 + 全站推广，开放必剪 AI 专业制作功能	分级补贴 + 技术赋能 + 流量推广
爱奇艺	漫剧剧本合作计划	单部剧本合作最高提供 5 万 + 剧本费，对持续合作方预付 30% 框架合作资金	剧本采购 + 框架合作预付
快手	剧燃有漫计划	提供返货 + 现金双重补贴，当月消耗超 2 万条的前 100 名创作者最高获 2 万元额外奖励	流量返货 + 现金奖
腾讯	腾讯动漫漫剧扶持计划	开放自有 IP 授权，提供制作指导，优质作品接入腾讯视频、腾讯动漫双平台分发	IP 授权 + 双平台分发



来源：奇想无限网络官方公众号，国金证券研究所

来源：奇想无限网络官方公众号，国金证券研究所

3.3 技术优势：Seedance2.0 卡位优秀，头部 IP 资源+分发平台合作紧密

首批接入 Seedance 2.0，悉心打磨 Agent 产品。奇想无限作为火山引擎早期的生态合作伙伴，接入 Seedance 2.0 等新模型并成为首批合作方，利于 Agent 产品调优及精品漫打磨。4月2日，在火山引擎举办的“FORCE LINK AI 创新巡展”上，奇想无限的漫剧切片作品亮相，印证了奇想技术能力与作品水准。奇想 AI 首页的标语显示“Seedance 2.0 满血版不排队，欢迎体验”，也体现了公司卓越的模型理解和应用优化能力。此外早在 2026 年 1 月 26 日，奇想无限便作为漫剧制作以及提出 AIGC 领域智能体一站式解决方案的团队，受邀参与火山引擎擎大模型游戏+漫剧 AI 工坊广州企业沙龙，与百余位行业同仁共探技术落地路径。

爆款 IP 资源+巨大分发平台，全面打开商业化空间。据巨量引擎数据表明，近期爆款漫剧中约有 60% 源于成熟小说 IP 改编，此类 IP 具备完整世界观与用户基础，能够大幅降低冷启动难度；同时，IP 变现对单剧 ROI 的优化效果超过 20%，AI 漫剧发展与 IP 孵化密不可分，IP 商业化价值凸显。1) 内容端：与红果、阅文合作，实现优质 IP 价值转化。奇想无限于 4 月 7 日宣布与阅文集团、番茄小说等头部内容平台展开深度合作，覆盖 IP 改编、制作、分发、变现的全链路联动。2) 分发端：为红果、腾讯提供 AI 漫剧，流量池规模可观。据 QuestMobile 数据，腾讯火龙漫剧 APP 日活跃用户规模近百万级，红果免费漫剧 APP 上线 4 个月流量已达 2400 万、人均单日使用时长超过 1.5 小时，奇想无限于 4 月 7 日宣布将为红果、腾讯提供漫剧作品，将迅速触达海量用户。公司热门 IP 资源储备丰富，积极把握 AI 漫剧核心流量分发渠道，可实现“网文 IP+AI 漫剧”商业价值与流量的双重提升。

图表32：奇想无限打造可持续的内容生产和变现

图表33：与多款 IP 内容展开合作，打造多样化题材



来源：奇想无限网络官方公众号，国金证券研究所

来源：奇想无限网络官方公众号，国金证券研究所



四、盈利预测及投资评级

因公司当前财报中尚未有 AI 业务相关收入、利润单独披露，基于审慎性原则，我们在盈利预测中暂不考虑 Agent、AI 漫剧及 AI 智算相关的业绩贡献。

从公司新签项目这一前瞻性指标来看：2025 年公司累计新签项目总金额 43.8 亿元，较 24 年实现同比小幅增长，其中 4Q25 单季度新签项目金额较上年同期增加 25.20%；2026Q1 公司新签项目金额为人民币 11.82 亿元，新签项目金额较上年同期减少 10.95%。公司业务布局调整初见成效，2025 年实现企稳并向好发展趋势。

图表34：经营数据：25 年累计新签项目金额企稳

	2022 年 总计	2023 年 总计	2024 年 总计	2025 年				
				装饰装修业务	房屋建筑业务	市政业务	其他	总计
累计新签项目数量 (个)	4	34		93	12	12		
YoY		-9%	18%	-2%	-37%	-33%	-39%	-28%
累计新签项目总金额 (亿元)	100.9	76.1	43.5	21.8	15.7	1.7	4.7	43.8
YoY		-25%	-43%	23%	1%	-74%	23%	1%

来源：公司财报，国金证券研究所

收入及毛利率方面，我们认为，公司 26/27/28 年收入有望达 33.90/33.17/32.68 亿元，综合毛利率有望达 16.7%/16.9%/16.8%。2025 年，公司深耕一线城市，加强与头部企业、优质客户的战略合作，成功收获一系列优质客户订单，同时海外公司设立事项也在稳步推进中，为公司长期稳健发展奠定坚实基础。展望未来，公司主动从“规模扩张”转向“结构优化与价值深耕”，聚焦“城市更新”与“城市配套”领域，实现项目稳步推进，经营质效同步提升，深化战略客户合作，积极拓展省外市场，发力布局海外市场，并通过精细化管理等多维举措进一步实现高质量发展。

1) 装修、装饰业务：公司在“城市更新”领域深耕多年，具有深厚的产业基础，尤其在老旧小区改造、历史风貌建筑保护修缮和低效片区（园区）开发建设领域积累了丰富的项目经验，形成了坚实的基本盘。2025 年，公司装修、装饰业务累计新签项目金额达到 21.8 亿元，同比增长 23%，为未来扎实业绩打下坚实的订单基础。因此我们预计 26/27/28 年装修、装饰业务收入增速分别为-2%/-1%/-1%。

2) 房屋建筑：随着城市更新相关的城中村改造、保障性住房建设持续推进，公司房屋建筑业务获得了更多行业增量。25 年房屋建筑业务累计新签项目总金额为 15.7 亿元，同比增长 1%，订单实现企稳，因此我们预计 26/27/28 年房屋建筑收入增速分别为-5%/-3%/-1%。

3) 市政收入：公司在城市配套项目方面持续聚焦市政基础设施（包括道路桥梁、地下综合管廊、生态基础设施）、公共交通和“平急两用”、科教文卫等公服设施，有望获得更多业务增量。我们预计 26/27/28 年市政收入增速分别为-5%/-5%/-5%。

4) 设计业务：公司控股子公司中房设计院于 2023 年 12 月成功在“新三板”挂牌，其主要提供规划建筑设计、室内设计、景观园林设计及其他设计咨询等业务，专注于为客户提供建筑空间设计的一体化综合性解决方案，中房设计院具有工程设计建筑行业甲级资质。我们预计 26/27/28 年设计业务增速分别为-5%/-5%/-5%。

5) 其他业务：公司以智能建造为抓手，全面推动二三维协同设计平台、建筑产业互联网平台、三维扫描仪、施工辅助无人机、放样机器人、测量机器人、3D 打印机、MR 头盔、智能门窗生产线、智慧工地管理系统、智慧楼宇 IOC 管理平台等创新应用；全资子公司德才高科聚焦绿色建造，积极布局智能系统门窗赛道。我们预计 26/27/28 年其他业务增速分别为-5%/-5%/-5%。

毛利率方面，我们认为：公司战略聚焦“城市更新”与“城市配套”领域，深度参与国家“三大工程”建设项目，订单结构持续优化，项目质量稳步提升，未来毛利率有望持续改善，预计 26/27/28 年综合毛利率分别为 16.7%/16.9%/16.8%。

费用率方面，我们认为：公司坚定推进精细化管理和降本增效措施，通过费用管控不断提升运营效率和财务健康水平，预计 26-28 年销售及管理将保持在低位并有望进一步下降，公司前瞻布局第二增长引擎，坚定投入 Agent、AI 漫剧及 AI 智算业务，因此预计研发费用率有所增长。

给予“买入”评级。考虑到公司建筑主业经营改善，战略布局 AI 漫剧及智算业务高景气



赛道，其中奇想 Agent 打磨已久，打通基座模型、头部 IP 和分发平台，给予“买入”评级。

图表35：盈利预测：主业利润率改善、归母净利润稳健增长

(百万元, %)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,103	4,134	3,507	3,390	3,317	3,268
YoY	8.2%	-32.3%	-15.2%	-3.4%	-2.1%	-1.5%
1、装修、装饰业务	3,073	2,019	1,924	1,885	1,866	1,848
YoY	-5.0%	-34.3%	-4.7%	-2.0%	-1.0%	-1.0%
毛利率	17.6%	12.9%	15.7%	15.7%	16.0%	16.0%
2、房屋建筑	1,856	1,372	1,145	1,088	1,055	1,045
YoY	12.6%	-26.1%	-16.5%	-5.0%	-3.0%	-1.0%
毛利率	8.7%	4.0%	11.6%	12.0%	12.0%	12.0%
3、市政收入	964	545	283	269	256	243
YoY	53.6%	-43.5%	-48.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
毛利率	13.8%	9.8%	32.6%	32.0%	32.0%	32.0%
4、设计业务	159	126	87	83	79	75
YoY	36.0%	-20.7%	-30.8%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
毛利率	36.2%	44.9%	51.4%	51.0%	51.0%	51.0%
5、其他业务	52	73	68	65	61	58
YoY	305.7%	41.3%	-6.8%	6	6	6
毛利率	30.0%	19.4%	7.5%	20.0%	20.0%	20.0%
综合毛利率	14.9%	10.6%	16.4%	16.7%	16.9%	16.8%
销售费用率	0.64%	0.68%	0.89%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用率	3.75%	4.92%	4.29%	4.2%	4.2%	4.1%
研发费用率	2.02%	1.70%	1.88%	1.9%	2.0%	2.0%
归母净利润	156	-287	70	83	95	108
归母净利率	2.6%	n.a	2.0%	2.5%	2.9%	3.3%

来源：公司财报，国金证券研究所（注：表格中标紫部分为预测值。）

五、风险提示

■ AI 业务拓展不及预期的风险

公司以 3,000 万元注册资本设立全资子公司德才科创，战略布局 AI 漫剧及智算业务。由于相关业务尚处于早期培育阶段，存在以下细分风险：

奇想无限网络业务拓展风险：奇想无限网络成立于 2025 年 12 月，由德才科创控股 51%，另外 49% 股权由合作方（福州奇想宇宙科技有限公司）持有。由于公司设立时间较短，仍处于初步发展期。大模型技术迭代迅速且市场竞争激烈，若双方合作协同、技术产品化及后续商业变现进展受阻，其 AI 漫剧与智能体业务的拓展可能面临不达预期的风险。

德芯智算业务拓展风险：德芯智算成立于 2025 年 8 月，由德才科创控股 51%，剩余 49% 的股权由少数股东持有。由于成立时间较短，德芯智算在 2025 年年报中披露的营收（约 3594 万元）以及 2026 年 Q1 的新业务订单，均主要来自 AI 算力服务器、GPU 显卡及存储类产



品的贸易业务。若未来算力硬件市场需求出现波动，或公司在该领域的市场拓展与核心竞争力建设低于预期，可能对公司第二增长曲线的兑现带来不利影响。

■ 房地产行业周期性波动带来的影响

房地产行业具有典型的周期性，并与宏观经济和调控政策密切相关。房地产行业政策、市场行情，以及房地产企业的整体经营状况等都可能对下游建筑行业产生一定的影响。

■ 成本上涨的风险

劳务成本上升、材料涨价成为建筑装饰行业常态，公司与客户结算仍然依照定额及信息价，材料价格的透明化使建筑装饰行业整体盈利水平持续下降，工程利润趋于微利。

■ 对外担保风险

为满足子公司经营发展，公司对其全资及控股子公司提供担保，截至 2026 年 4 月 30 日，公司对外担保总额 12.5 亿元，占期末净资产比例约为 80.4%，担保规模相对净资产体量较大。若未来子公司因经营困难等原因无法按期偿付债务，公司将面临代偿风险，进而对公司自身流动性及财务稳健性产生不利影响。

■ 资产负债率、短期借款较高的风险

建筑行业项目周期较长、回款节奏偏慢，公司受所处行业的商业结算模式影响，资产负债率处于较高水平，2025 年公司的资产负债率为 84.7%。负债结构方面，公司债务主要以流动负债为主，短期借款占比偏高，2025 年公司短期借款占总资产的比重为 20.9%，集中偿付压力较为突出。若未来出现融资环境收紧、银行授信收缩、回款进度持续滞后等情况，公司的资金压力将加剧，对公司正常经营周转及资本支出计划产生不利影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	6,103	4,134	3,507	3,390	3,317	3,268
增长率		-32.3%	-15.2%	-3.4%	-2.1%	-1.5%
主营业务成本	-5,195	-3,695	-2,931	-2,822	-2,758	-2,720
%销售收入	85.1%	89.4%	83.6%	83.3%	83.1%	83.2%
毛利	908	439	576	568	559	548
%销售收入	14.9%	10.6%	16.4%	16.7%	16.9%	16.8%
营业税金及附加	-30	-19	-18	-24	-23	-23
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-39	-28	-31	-27	-26	-25
%销售收入	0.6%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-229	-203	-151	-142	-138	-134
%销售收入	3.7%	4.9%	4.3%	4.2%	4.2%	4.1%
研发费用	-123	-70	-66	-64	-65	-65
%销售收入	2.0%	1.7%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	487	118	311	310	308	301
%销售收入	8.0%	2.9%	8.9%	9.1%	9.3%	9.2%
财务费用	-93	-101	-97	-65	-60	-54
%销售收入	1.5%	2.4%	2.8%	1.9%	1.8%	1.6%
资产减值损失	-197	-371	-137	-163	-151	-134
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	2	2	2	2
%税前利润	0.0%	-0.6%	2.7%	1.9%	1.7%	1.5%
营业利润	207	-347	99	104	118	135
营业利润率	3.4%	n.a	2.8%	3.1%	3.6%	4.1%
营业外收支	4	12	-9	0	0	0
税前利润	211	-336	90	104	118	135
利润率	3.5%	n.a	2.6%	3.1%	3.6%	4.1%
所得税	-44	55	-18	-21	-24	-27
所得税率	20.8%	n.a	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	167	-281	72	83	95	108
少数股东损益	11	6	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	156	-287	70	83	95	108
净利率	2.6%	n.a	2.0%	2.5%	2.9%	3.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	167	-281	72	83	95	108
少数股东损益	11	6	2	0	0	0
非现金支出	283	436	208	208	199	186
非经营收益	18	-1	37	89	75	68
营运资金变动	-198	301	-108	-231	-70	29
经营活动现金净流	270	455	209	149	299	390
资本开支	-338	-102	-4	-66	-76	-86
投资	25	0	-60	0	0	0
其他	60	-105	37	2	2	2
投资活动现金净流	-253	-207	-26	-64	-74	-84
股权募资	0	0	6	96	0	0
债权募资	248	-445	-128	-389	-182	-257
其他	4	-72	-241	-83	-77	-70
筹资活动现金净流	251	-518	-364	-377	-259	-327
现金净流量	268	-270	-181	-292	-34	-21

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,165	1,867	1,821	1,528	1,493	1,472
应收款项	4,669	4,376	4,401	4,244	4,090	3,890
存货	30	45	95	67	66	65
其他流动资产	3,390	3,219	2,623	2,697	2,648	2,615
流动资产	10,254	9,508	8,939	8,537	8,297	8,042
%总资产	87.5%	84.3%	81.7%	80.9%	80.3%	79.5%
长期投资	83	234	328	328	328	328
固定资产	972	848	769	784	806	836
%总资产	8.3%	7.5%	7.0%	7.4%	7.8%	8.3%
无形资产	78	75	74	80	87	93
非流动资产	1,459	1,773	2,003	2,010	2,038	2,073
%总资产	12.5%	15.7%	18.3%	19.1%	19.7%	20.5%
资产总计	11,713	11,281	10,942	10,547	10,335	10,115
短期借款	1,966	2,654	2,432	2,045	1,862	1,605
应付款项	6,566	5,830	5,587	5,495	5,370	5,296
其他流动负债	1,003	871	725	641	642	646
流动负债	9,535	9,355	8,745	8,180	7,874	7,547
长期贷款	190	262	515	515	515	515
其他长期负债	13	12	12	3	2	2
负债	9,738	9,629	9,272	8,698	8,391	8,063
普通股股东权益	1,868	1,539	1,550	1,729	1,823	1,931
其中：股本	140	140	140	140	140	140
未分配利润	798	495	561	644	739	847
少数股东权益	107	113	121	121	121	121
负债股东权益合计	11,713	11,281	10,942	10,547	10,335	10,115

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.116	-2.049	0.500	0.594	0.676	0.772
每股净资产	13.345					
每股经营现金净流	1.930	3.253	1.493	1.066	2.136	2.789
每股股利	0.120	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.37%	-18.63%	4.51%	4.81%	5.19%	5.60%
总资产收益率	1.33%	-2.54%	0.64%	0.79%	0.92%	1.07%
投入资本收益率	9.32%	2.16%	5.36%	5.63%	5.70%	5.78%
增长率						
主营业务收入增长率	8.25%	-32.26%	-15.16%	-3.35%	-2.13%	-1.48%
EBIT 增长率	15.79%	-75.74%	162.94%	-0.16%	-0.70%	-2.14%
净利润增长率	-21.82%	-283.52%	-124.39%	18.88%	13.87%	14.22%
总资产增长率	16.27%	-3.68%	-3.00%	-3.61%	-2.01%	-2.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	236.9	361.4	422.0	440.0	450.0	450.0
存货周转天数	2.7	3.7	8.7	8.7	8.7	8.7
应付账款周转天数	348.4	489.8	534.2	534.2	534.2	534.2
固定资产周转天数	56.7	73.3	80.0	83.9	87.6	91.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.44%	63.47%	67.28%	55.65%	45.37%	31.49%
EBIT 利息保障倍数	5.2	1.2	3.2	4.8	5.1	5.6
资产负债率	83.14%	85.35%	84.73%	82.47%	81.19%	79.71%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究