



海通证券
HAITONG

证券研究报告
(优于大市, 维持)

江河集团：装饰龙头强者恒强

张欣昉（建筑工程行业首席分析师）

SAC号码: S0850518020001

郭好格（建筑工程行业分析师）

SAC号码: S0850524060001

2024年7月4日

- **幕墙龙头强者恒强，应给予溢价。** 行业总量承压背景下，公司业绩突出，今年有望继续保持双位数增长，23年新增订单总量稳居行业首位，龙头地位凸显。收入角度，公司已经连续4个季度保持双位数增长；利润角度，公司已经连续2个季度保持双位数增长；扣非后归母净利润已经连续6个季度保持双位数增长。我们认为公司龙头地位已经体现。
- **减值风险已充分释放，现金流有望持续好转。** 23年资产+信用减值已经开始下降、经营现金流净流入超过净利润。内装板块港源装饰已触底反弹，恢复盈利，且订单恢复正增长。目前客户类型以头部企业类为主。
- **光伏建筑大势所趋，公司已占领绝对优势。** 23年光伏建筑订单13.7亿元，我们预计24年或继续高增长。公司是国内首家面向城镇建筑提供“设计+产品生产”的定制化光伏组件企业。
- **盈利预测与评级：** 我们预计公司24-26年归母净利润分别为7.80、8.74、9.79亿元，同比增速分别为16.2%、12.0%、12.0%。公司龙头地位稳定，24-26年业绩复合13%增长，同时匹配现金流，分红比例达到30%+。目前估值位于底部，处于破净状态，预计24-25年 EPS 分别为0.69、0.77元，给予24年14-16倍市盈率，合理价值区间9.64-11.02元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：** 回款风险，业务拓展风险，政策风险。

表：主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	18056	20954	23448	25792	28617
(+/-)YoY(%)	-13.1%	16.0%	11.9%	10.0%	11.0%
净利润（百万元）	491	672	780	874	979
(+/-)YoY(%)	148.7%	36.9%	16.2%	12.0%	12.0%
全面摊薄EPS(元)	0.43	0.59	0.69	0.77	0.86
毛利率(%)	16.7%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%
净资产收益率(%)	7.7%	9.5%	10.2%	10.6%	10.9%

注：净利润为归属母公司所有者的净利润
资料来源：wind，海通证券研究所

表：可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS（元）			PE（倍）			PB（倍）
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
002081.SZ	金螳螂	81.78	0.39	0.38	0.42	9.75	8.01	7.39	0.58
600477.SH	杭萧钢构	56.38	0.12	0.14	0.16	26.55	17.20	15.32	0.96
均值			0.25	0.26	0.29	18.15	12.60	11.35	0.77

注：收盘价为2024年7月3日价格，EPS为wind一致预期。因原可比公司亚厦股份无盈利预测，更换其为杭萧钢构

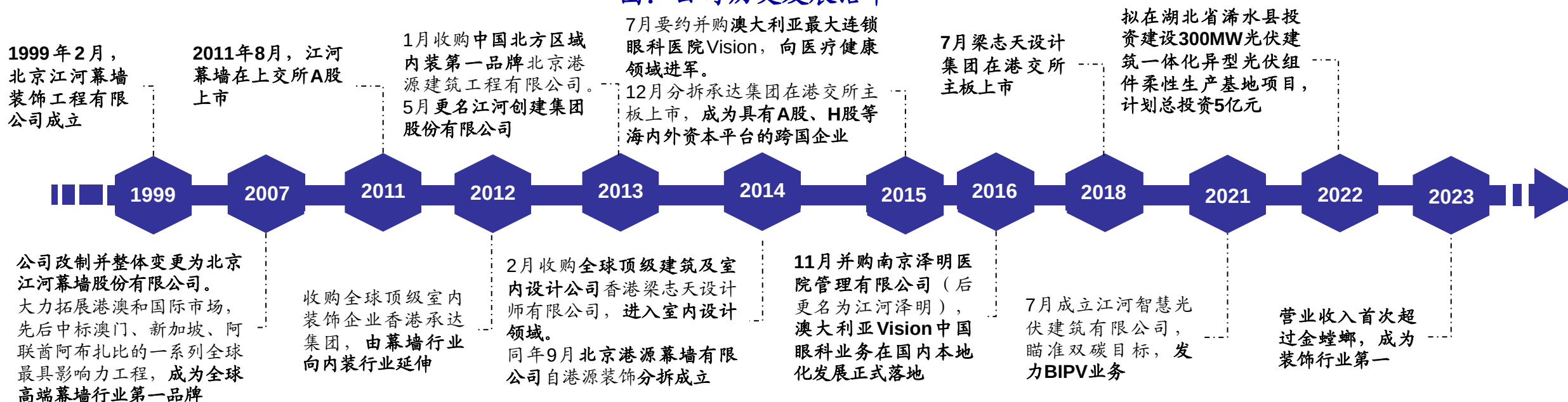
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

全球高端幕墙行业第一品牌，国内市占率第一

幕墙领域龙头，拥有建筑装饰和医疗健康两大业务板块，双主业多元化发展

- 江河集团前身北京江河幕墙有限公司，1999年成立，**2011年**在上交所A股上市；
- **2007年**大力拓展港澳市场，积极推进国际化发展，成为全球高端幕墙行业第一品牌；
- **2012年**收购全球顶级室内装饰企业香港承达集团，由幕墙行业向内装行业延伸；
- **2014年**收购全球顶级建筑及室内设计公司香港梁志天设计师有限公司，进入室内设计领域；
- **2015年**要约并购澳大利亚最大连锁眼科医院Vision，向医疗健康领域进军；
- **2021年**成立江河智慧光伏建筑有限公司，发力BIPV业务；
- **2022年**拟投资5亿元在湖北省浠水县投资建设300MW光伏建筑一体化异型光伏组件柔性生产基地项目；
- **2023年**营业收入首次超过金螳螂。

图：公司历史发展沿革

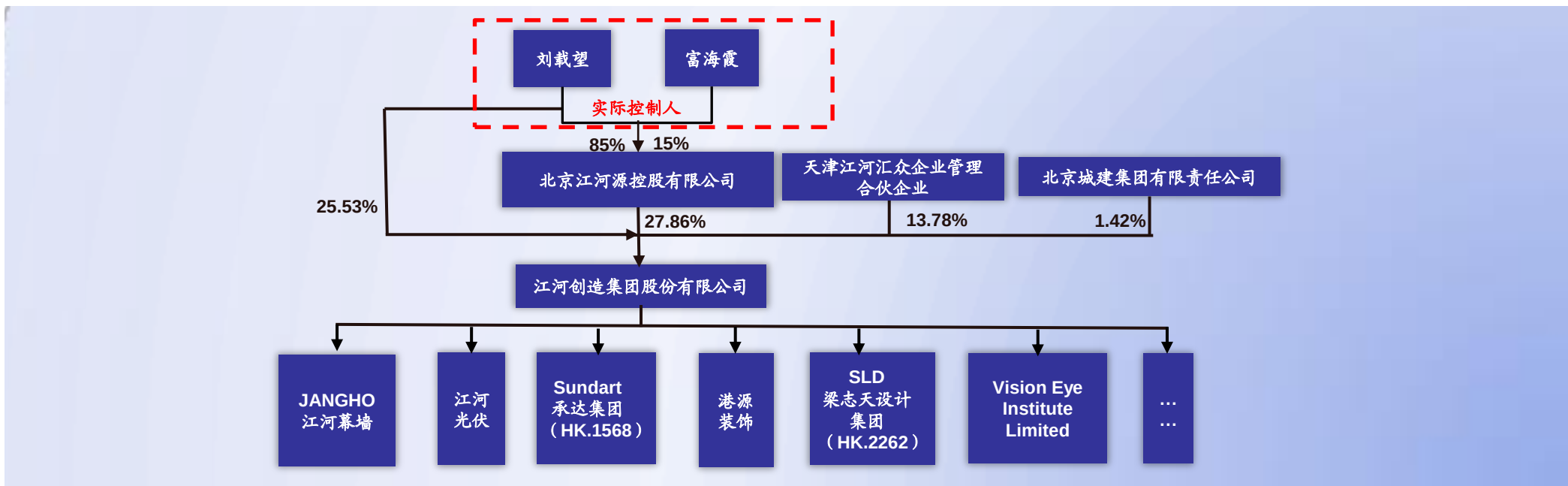


股权结构较为集中，管理层长期稳定

公司股权集中，管理层稳定

- 公司第一大股东为北京江河源控股有限公司，截至24Q1直接持股27.86%，实际控制人为公司创始人兼董事长刘载望及其妻子富海霞，两者共同持有**53.39%**的股份。董事长刘载望先生截至24Q1直接持股**25.53%**，通过北京江河源控股有限公司间接持股**23.68%**。
- 截至24Q1，公司前10大股东合计持有73.90%的股权，股权结构较为集中。除实际控制人之外，天津江河汇众企业管理合伙企业持股13.78%，北京城建持股1.42%，其余股东持股26.10%，股权较为集中，管理层稳定，有助于公司的长期发展。

图：公司股权结构（截至2024Q1）

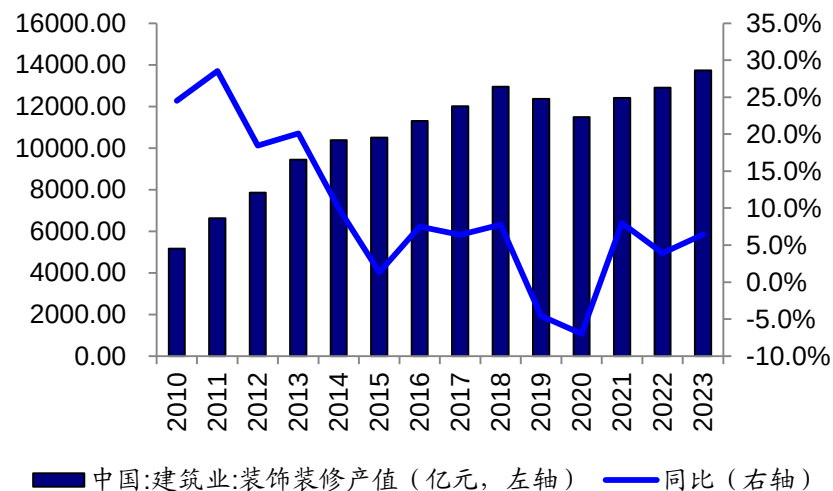


装饰装修行业：受地产影响较大，目前产值已恢复正增长

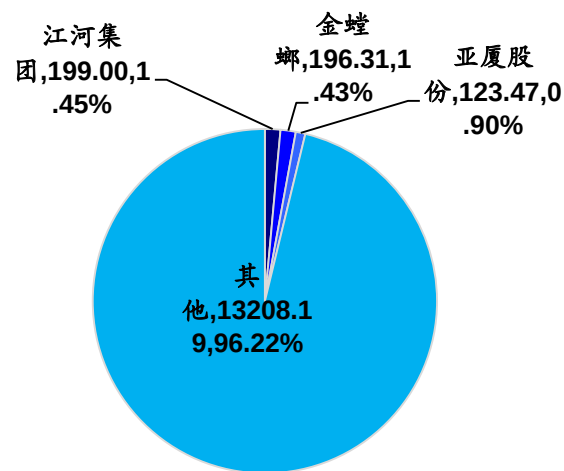
建筑装饰装修行业产值自2019-2020年有所下滑之后恢复正增长，行业龙头强者恒强

- **2019-2020年装饰装修产值有所下降之后，2021-2023年产值恢复正增长。**2019和2020年建筑装饰装修行业产值有所下滑，分别同降4.6%、7.0%；2021年开始恢复正增长，21-23年建筑装饰装修行业产值分别为12411.62、12898.93、13726.96亿元，分别同增8.0%、3.9%、6.4%。
- **装饰亏损企业占比呈上升趋势，行业龙头地位凸显。**按照龙头公司装饰装修业务收入计算市占率，2023年江河集团排名第一，占比1.45%，金螳螂排名第二，占比1.43%，亚厦股份排名第三，占比0.90%。此外，2022年建筑装饰行业中共计20177个公司，其中亏损企业5352个，且建筑装饰行业亏损企业占比呈现上升趋势，从2010年的15.22%上升至2022年的26.53%。我们认为江河集团作为行业龙头强者恒强，优势地位凸显。

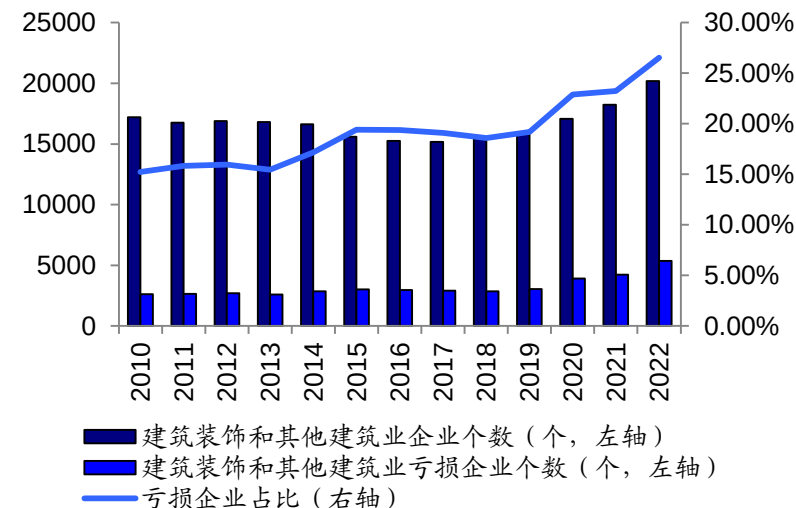
图：中国建筑装饰装修行业历年产值情况



图：2023年装饰装修行业龙头公司市占率情况（亿元）



图：历年建筑装饰行业公司个数及亏损情况



国家级政策持续发布，建筑光伏一体化是大趋势

- 2021年10月，住建部发布《建筑节能与可再生能源利用通用规范》2022年4月1日起实施，要求新建建筑应安装太阳能系统，太阳能建筑一体化应用系统的设计应与建筑设计同步完成，进一步打开新建建筑应用光伏的增量市场空间。
- 2022年3月，住建部发布《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》，提出“十四五”期间累计完成既有公共建筑节能改造2.5亿平方米以上；累计新增建筑太阳能光伏装机容量0.5亿千瓦。
- 2022年6月，住建部和发改委发布《城乡建设领域碳达峰实施方案》，提出推进建筑太阳能光伏一体化建设，到2025年新建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到50%。
- 2024年3月，国务院办公厅转发国家发改委、住建部发布的《加快推动建筑领域节能降碳工作方案》，我们认为这为建筑光伏一体化（BIPV）市场注入了强大动力，预示着BIPV即将迎来发展的黄金时代。

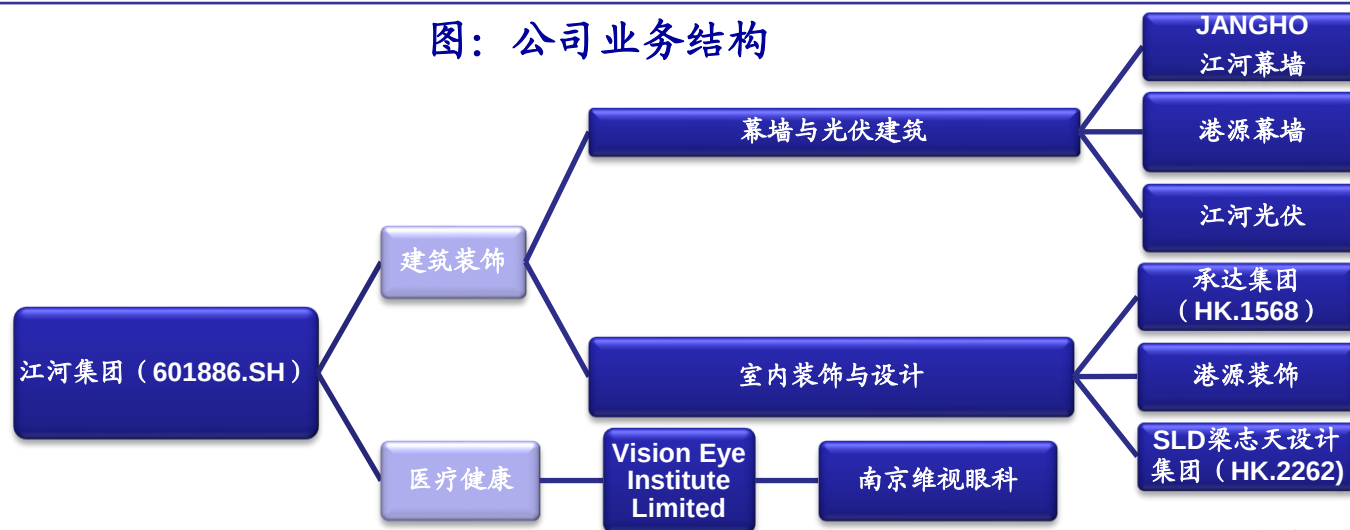
表：国家层面光伏建筑相关政策汇总

时间	发布单位	政策名称	BIPV相关内容
2024年3月	国家发展改革委、住建部	《加快推动建筑领域节能降碳工作方案》	各地区要结合实际统筹规划可再生能源建筑应用，确定工作推进时间表、路线图、施工图。制定完善建筑光伏一体化建设相关标准和图集， 试点推动工业厂房、公共建筑、居住建筑等新建建筑光伏一体化建设。加强既有建筑加装光伏系统管理。
2023年4月	国家能源局	《2023年能源工作指导意见》	实施风电“千乡万村驭风行动”和光伏“千家万户沐光行动”， 稳步推进整县屋顶分布式光伏开发试点 ，促进农村用能清洁化。开展农村能源革命试点建设，以点带面加快农村能源清洁低碳转型。
2022年10月	市场监管总局、国家发展改革委、工业和信息化部等9部门	《建立健全碳达峰碳中和标准计量体系实施方案》	开展高效光伏组件、大容量逆变器等关键产品技术要求和检测标准研究。 推进光伏组件、支架、逆变器等主要产品及设备修复、改造、延寿标准制定。 加快推进智能光伏产品、设备及光伏发电系统智能运维检修、安全标准制定。
2022年9月	国家能源局	《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》	加快完善风电、光伏等可再生能源标准。抓紧完善沙漠、戈壁、荒漠地区大型风电光伏基地建设有关技术标准，加快制定海上风电开发及多种能源综合利用技术标准， 推动分散式风电、分布式光伏、户用光伏等就近开发利用相关标准制修订 ，建立完善光伏发电、光热发电标准体系。制定风电机组、光伏组件退役回收与再利用相关标准。
2022年8月	工业和信息化部、财政部、商务部等5部门	《加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划》	推进新建厂房和公共建筑开展光伏建筑一体化建设 ，支持农（牧）光互补、渔光互补等复合开发，推动光伏与5G基站、大数据中心融合发展及在新能源汽车充换电站、高速公路服务区等交通领域应用。鼓励在沙漠、戈壁、荒漠、荒山、沿海滩涂、采煤沉陷区、矿山排土场等区域开发光伏电站。
2022年6月	住建部、国家发展改革委	《城乡建设领域碳达峰实施方案》	推进建筑太阳能光伏一体化建设， 到2025年新建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到50% 。推动既有公共建筑屋顶加装太阳能光伏系统。加快智能光伏应用推广。
2022年6月	科技部、国家发展改革委、工业和信息化部等9部门	《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022—2030年）》	研究光储直柔供电关键设备与柔性化技术，建筑光伏一体化技术体系 ，区域-建筑能源系统源网荷储用技术及装备。到2030年，建筑节能减碳各项技术取得重大突破，科技支撑实现新建建筑碳排放量大幅降低，城镇建筑可再生能源替代率明显提升。
2022年6月	国家发展改革委、国家能源局、财政部、等9部门	《“十四五”可再生能源发展规划》	重点推动可利用屋顶面积充裕、电网接入和消纳条件好的政府大楼、交通枢纽、学校医院、工业园区等建筑屋顶，发展“自发自用、余电上网”的分布式光伏发电，提高建筑屋顶分布式光伏覆盖率。 “十四五”期间，新建工业园区、新增大型公共建筑分布式光伏安装率达到50%以上。
2022年5月	国家发展改革委、国家能源局	《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	推动太阳能与建筑深度融合发展。完善光伏建筑一体化应用技术体系，壮大光伏电力生产型消费群体。 到2025年，公共机构新建建筑屋顶光伏覆盖率力争达到50% ；鼓励公共机构既有建筑等安装光伏或太阳能热利用设施。
2022年3月	住建部	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	“十四五”期间，累计完成既有公共建筑节能改造2.5亿平方米以上； 累计新增建筑太阳能光伏装机容量0.5亿千瓦 。力争到2025年，全国完成既有居住建筑节能改造面积超过1亿平方米。
2021年10月	国务院	《2030年前碳达峰行动方案》	到2025年，城镇建筑可再生能源替代率达到8%，新建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到50%。
2021年10月	住建部	《建筑节能与可再生能源利用通用规范》	新建建筑应安装太阳能系统 ；在既有建筑上增设或改造太阳能系统，必须经建筑结构安全复核，满足建筑结构的安全性要求； 太阳能建筑一体化应用系统的设计应与建筑设计同步完成。自2022年4月1日起实施。
2021年6月	国家能源局	《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	项目申报试点县（市、区）的党政机关建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于50%，学校、医院、村委会等公共建筑不低于40%，工商业厂房屋顶不低于30%，农村居民屋顶不低于20%。
2021年5月	住建部等15部门	《关于加强县城绿色低碳建设的意见》	通过提升新建厂房、公共建筑等屋顶光伏比例和实施光伏建筑一体化开发等方式，降低传统化石能源在建筑用能中的比例。

建筑装饰与医疗健康业务双主业发展

- **建筑装饰业务方面：**主要包括幕墙与光伏建筑、室内装饰与设计，旗下拥有JANGHO江河幕墙、江河光伏、Sundart 承达集团（HK.1568）、港源装饰、SLD梁志天设计集团（HK.2262）。
- 在高端幕墙领域，江河幕墙是全球高端幕墙领先品牌，在全球各地承建了数百项地标性建筑，为幕墙行业领军者。
- 在光伏建筑领域，江河光伏已承接多个光伏建筑项目，正借助幕墙领先品牌进军BIPV市场。
- 在室内装饰领域，承达集团是源自香港的全球顶级室内装饰品牌，是亚太地区装饰行业发展的引领者；港源装饰位居中国建筑装饰行业百强前列、北方地区第一内装品牌，“港源”连续多年被评为北京市著名商标；梁志天设计是享誉全球的顶级建筑及室内设计公司，是亚洲最大的室内设计公司之一。
- **医疗健康业务方面：**公司的医疗健康板块业务主要定位眼科医疗服务行业，旗下拥有Vision等知名品牌，Vision是澳大利亚最大的眼科医疗机构，目前公司旗下已拥有近十家专业眼科机构。南京维视眼科作为Vision在国内的首家眼科医院，秉承了Vision品牌的强者基因。

图：公司业务结构

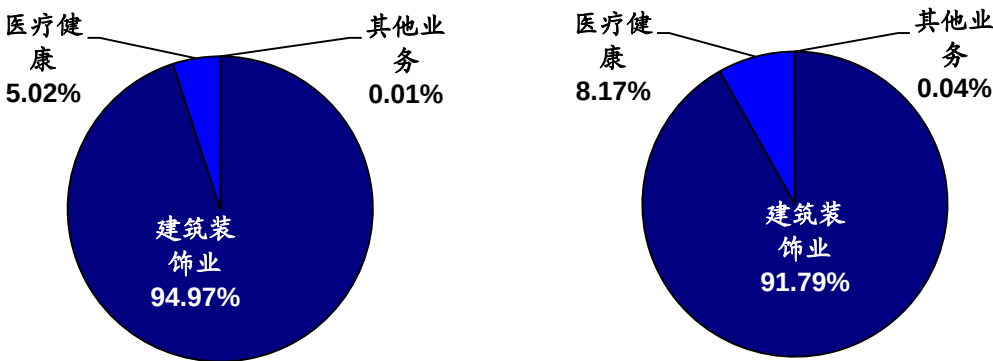


业务结构：建筑装饰业收入占比95%，毛利占比92%

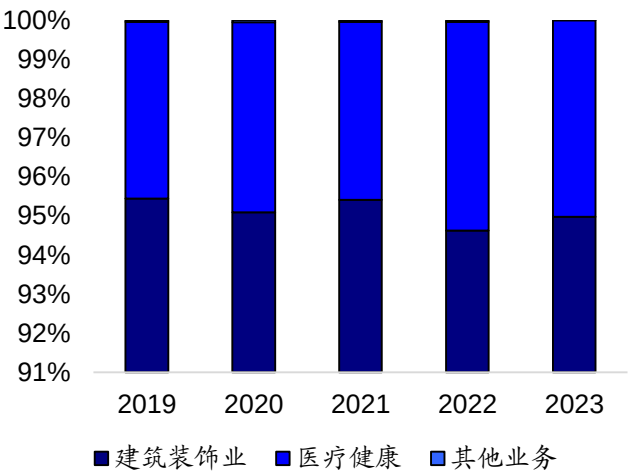
2023全年建筑装饰业务收入占比94.97%，毛利占比91.79%

- 2023年收入分业务看，公司建筑装饰业、医疗健康、其他业务分别实现营收199.00、10.53亿元、0.02亿元，分别同比+16.47%、+9.51%、-83.10%；分别占比94.97%、5.02%、0.01%。
- 2023年收入分地区看，公司中国大陆、港澳台、海外（不含港澳台）分别实现营收158.67、22.60、28.25亿元，分别同比+12.27%、-13.07%、+115.11%，分别占比75.72%、10.79%、13.48%。
- 2023年毛利分业务看，公司建筑装饰业、医疗健康、其他业务毛利分别占比91.79%、8.17%、0.04%。

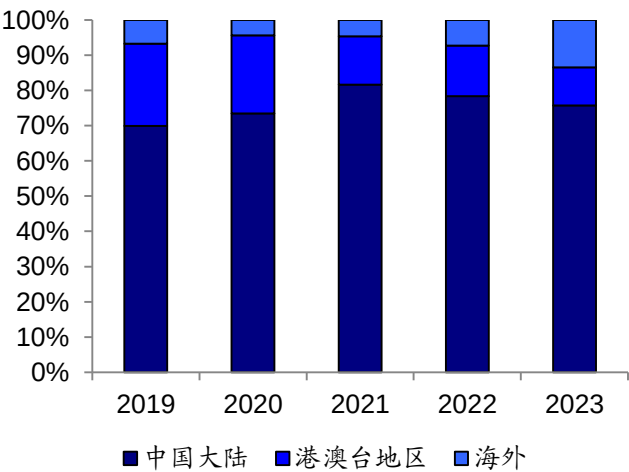
图：公司2023年营收（左）及毛利（右）占比情况（%）



图：公司历年分业务收入占比情况



图：公司历年分地区收入占比情况

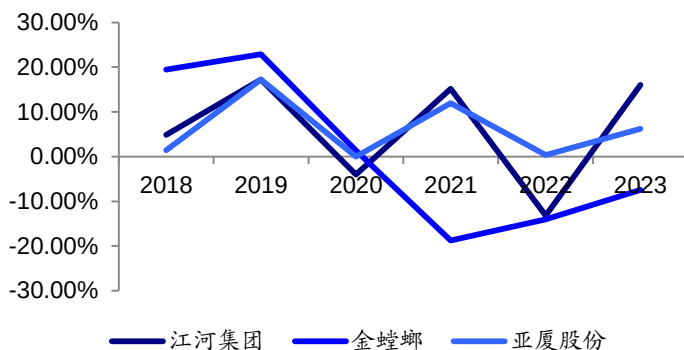


龙头强者恒强：装饰龙头同业对比，公司财务指标健康

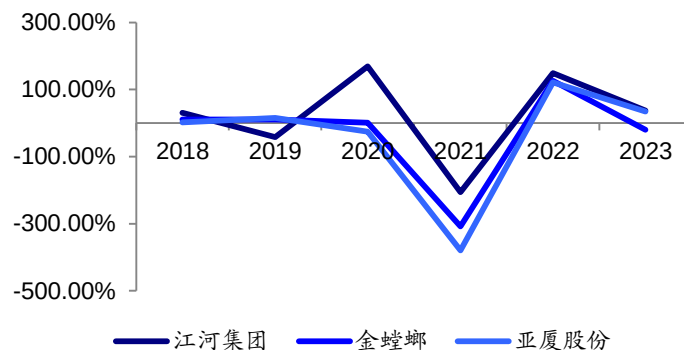
公司2023年营收、归母净利润同比增速，毛利率，经营现金流均好于同行业龙头公司

➤ 2023年江河集团、金螳螂、亚厦股份营收分别同比+16.05%、-7.46%、+6.21%；归母净利润分别同比+36.89%、-19.61%、+34.33%；综合毛利率分别为17.18%、14.81%、11.20%；经营现金流净额分别为8.61、3.44、2.04亿元；收现比分别为100.27%、103.99%、95.97%；资产负债率分别为70.96%、63.27%、64.38%。

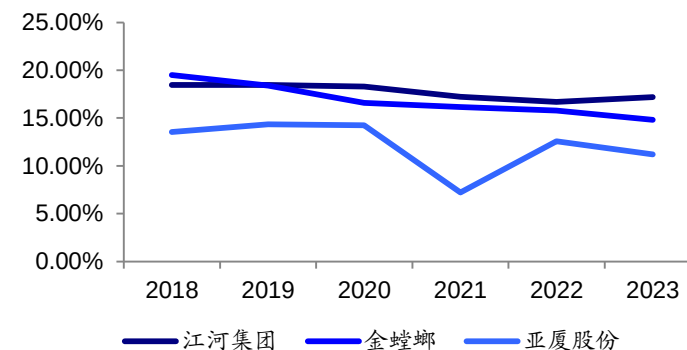
图：装饰龙头公司营收增速情况



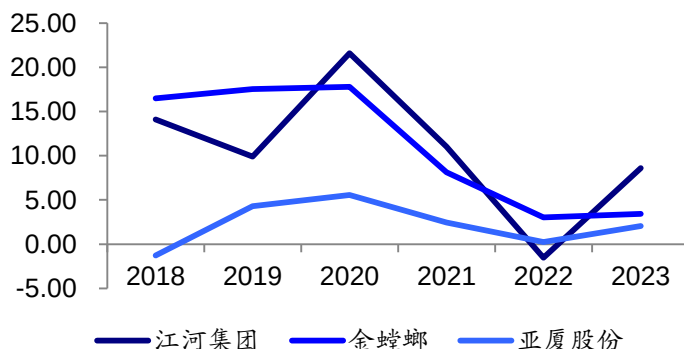
图：装饰龙头公司归母净利润增速情况



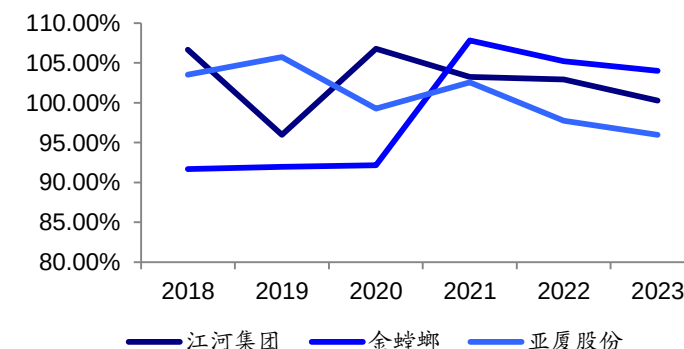
图：装饰龙头公司毛利率情况



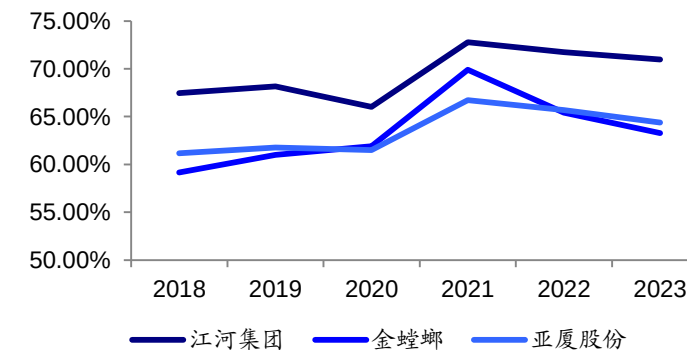
图：装饰龙头公司经营现金流情况



图：装饰龙头公司收现比情况



图：装饰龙头公司资产负债率情况



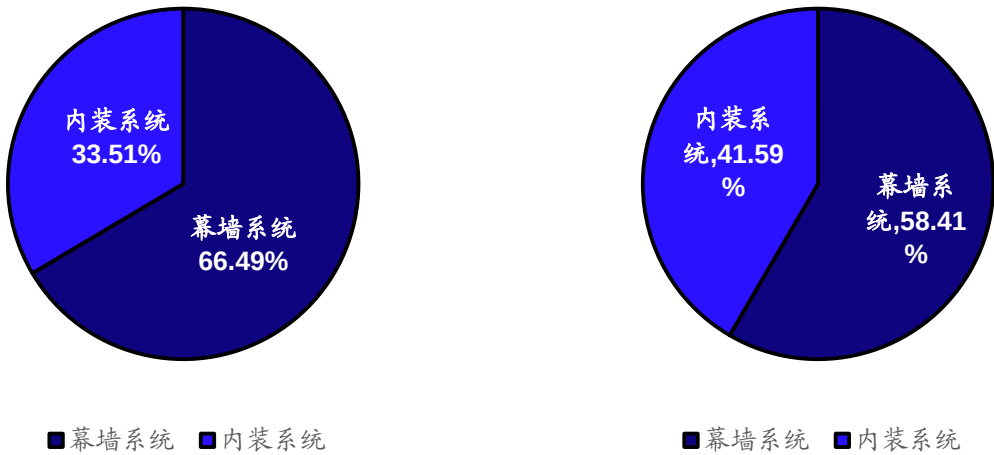
龙头强者恒强：行业容量收缩背景下，新签订单持续增长



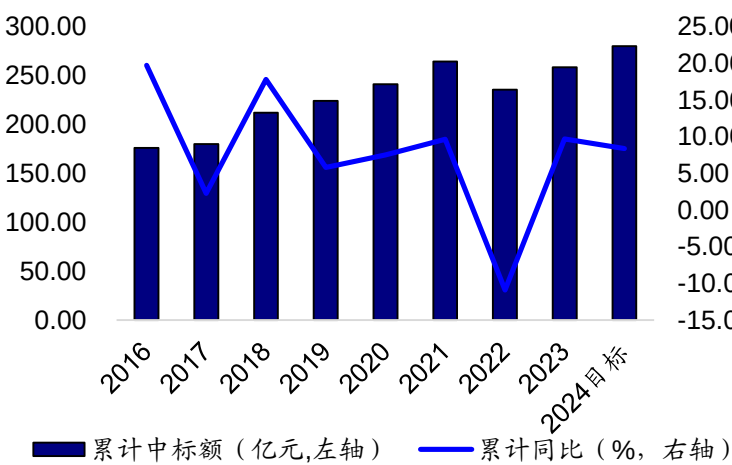
2023年中标金额同增9.70%，24Q1内装业务中标额恢复正增长15%

- 公司2023年建筑装饰板块中标金额258.4亿元，同比增长9.70%。分业务看，幕墙、内装业务中标额分别为171.8、86.6亿元，分别同比+21.00%、-7.43%。
- 2024Q1，公司建筑装饰板块累计中标金额51.89亿元，同比增长5.95%；其中幕墙、内装中标额分别约30.31、21.58亿元，分别同增0.27%、15.09%。公司内装业务中标金额自23Q2以来恢复正增长。
- 截至2023年，公司在手订单333.88亿元，同增2.69%，为公司后续业绩持续释放奠定了坚实基础。
- 2024年公司计划建筑装饰板块中标额为280亿元，同增8.36%。

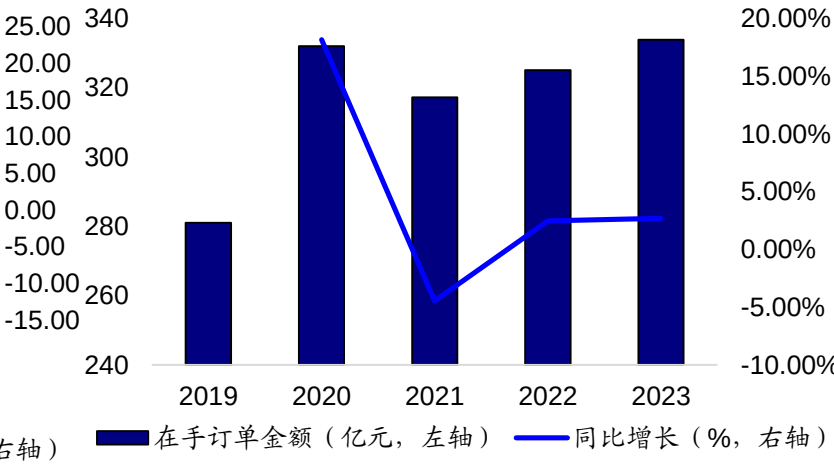
图：2023年（左）及2024Q1（右）建筑装饰中标金额分业务占比情况



图：公司历年建筑装饰中标情况



图：公司历年在手订单情况

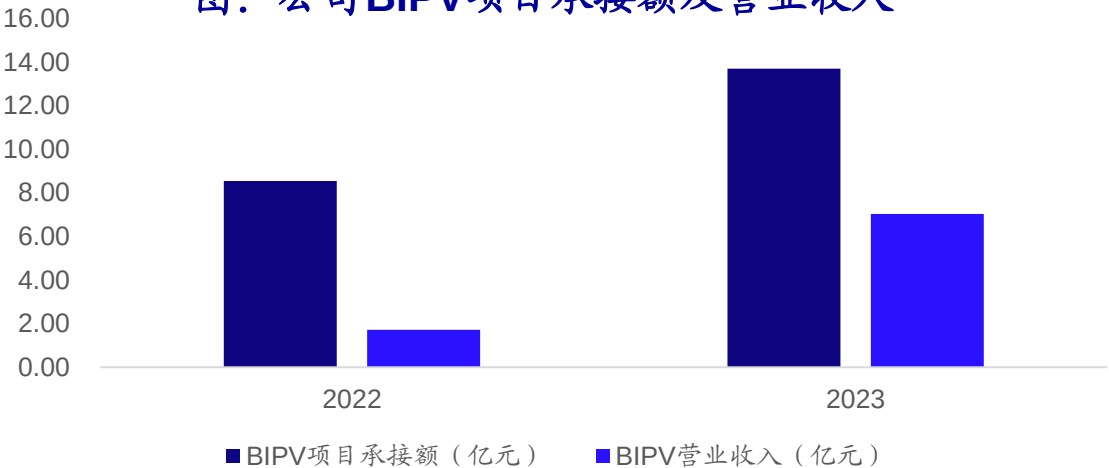


资料来源：公司经营情况公告、历年年报，海通证券研究所

依托幕墙龙头效应及技术实力，加速推进BIPV在建筑中的应用和转型

- 2023年公司光伏业务在市场上渐露头脚，中标了以厦门机场、青岛特来电总部基地、深圳中海大厦、珠海华润银行总部等为代表的多项重点BIPV工程。**2023年公司累计承接光伏建筑项目（BIPV）约13.7亿元，同比增长60.42%。全年光伏建筑项目实现收入7.04亿元，同比增长309.30%。**2024Q1累计承接光伏建筑项目（BIPV）约0.5亿元，同比下降41.07%，我们认为BIPV项目中标额波动幅度较大，跟一季度基数比较小有关。
- 异型光伏组件业务协同现有幕墙业务，从产品路线打造公司新的利润增长点。公司投资建设的湖北浠水BIPV光伏定制化组件柔性生产基地于2023年6月份投产，为国内首家面向城镇建筑提供“设计+产品生产”的定制化光伏组件企业，也标志着公司正式向新光伏产品、新光伏技术方向发力。目前江河光伏组件工厂不仅承接内部订单，也逐渐承接外部客户订单，并取得一定成效，市场认可度持续提升。

图：公司BIPV项目承接额及营业收入



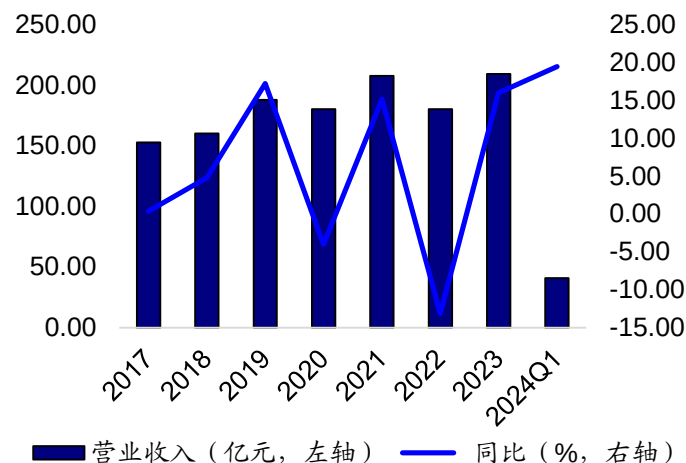
资料来源：公司2022、2023年报，海通证券研究所

2023年财报：收入恢复高增，2024Q1收入增20%

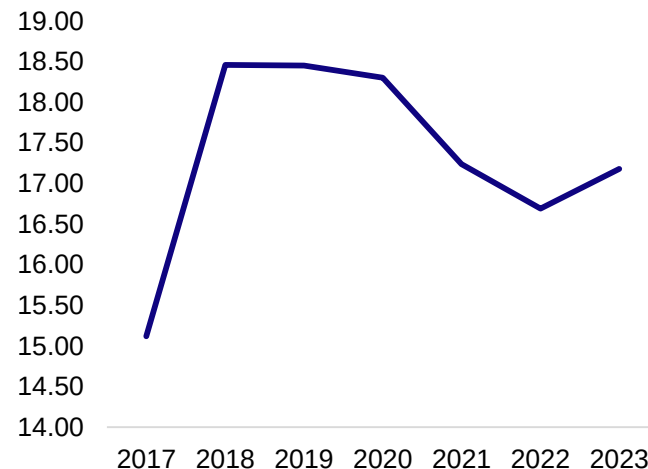
营收较快增长，2023年同增**16.05%**；毛利率有所恢复，2023年同增**0.49个pct**至**17.18%**

- 公司营收持续稳健增长。2023年实现营收209.54亿元，同比增长16.05%。2024Q1实现营收40.86亿元，同比增长19.50%。
- 公司毛利率有回升趋势。2023年毛利率同增0.49个pct至17.18%，其中分业务看，建筑装饰、医疗健康业务毛利率分别为16.60%、27.94%，分别同增0.47、2.11个pct；分地区看，中国大陆、港澳台、海外（不含港澳台）毛利率分别为15.70%、16.77%、25.77%，分别同比+1.26、-7.04、-0.52个pct。
- 营收规模、扣非归母净利润创历史新高。

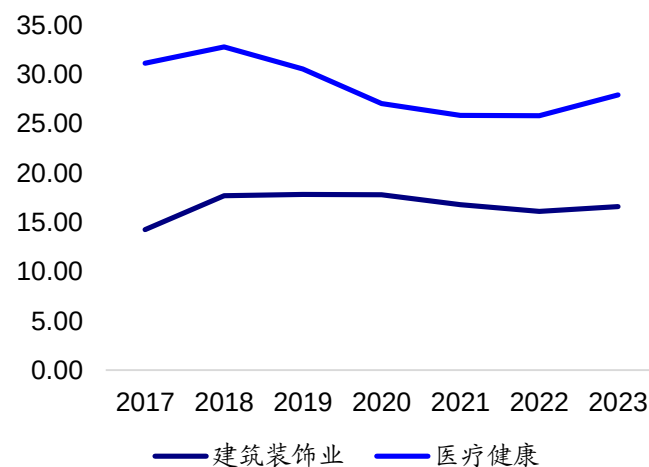
图：公司历年营收及增速情况



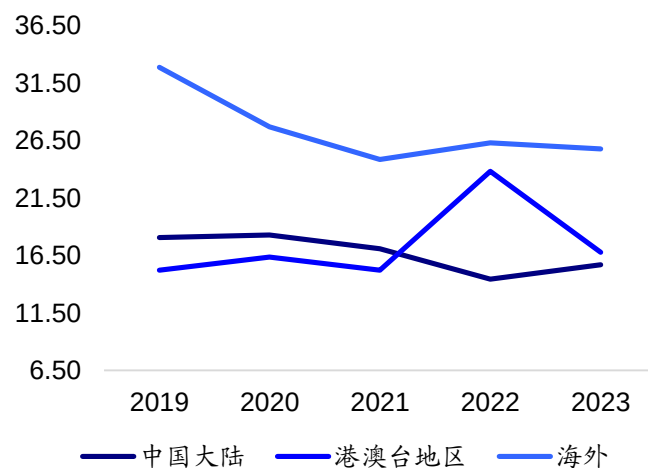
图：公司历年综合毛利率情况 (%)



图：公司历年分业务毛利率情况 (%)



图：公司历年分地区毛利率情况 (%)



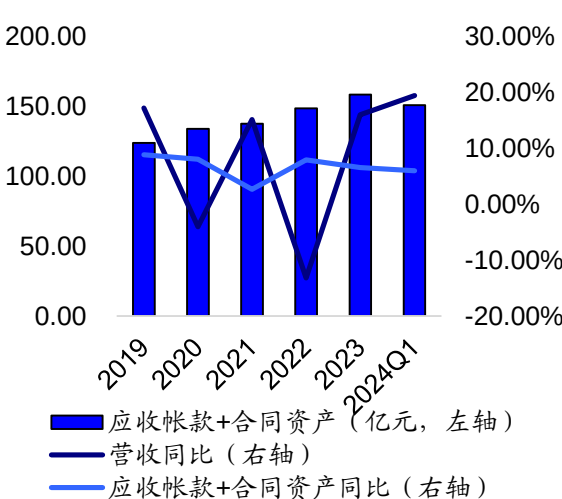
2023年财报：收入提速同时减值损失下降，收入质量上升



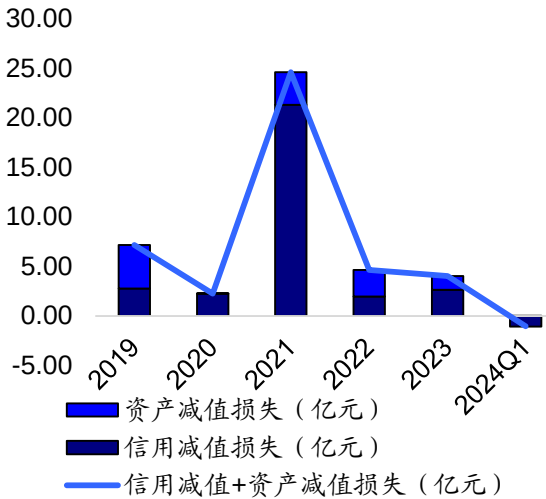
2023年营收增速高于应收账款+合同资产增速，收入质量有所上升

- 营收和应收账款+合同资产增速对比方面，2023年营收同比上升16.05%，应收账款+合同资产同比上升6.60%，应收账款+合同资产同比增速低于营收同比增速，收入质量有所上升。
- 2023年减值损失有所下降，2024Q1减值转回有所增加。
 - 2023年资产减值+信用减值损失4.05亿元，同降13.09%。其中信用减值损失2.64亿元，同比有所增加主要因计提应收账款坏账准备增加所致，资产减值损失1.41亿元，同比有所减少，主要因22年同期计提较大商誉减值损失所致。
 - 2024Q1资产减值+信用减值转回1.04亿元，同增37.25%。
- 公司应收账款+合同资产减值计提比例趋于平稳。截至2023年末，公司应收账款+合同资产账面余额203.93亿元，计提比例22.21%，计提比例同比2022年的22.41%下降0.20个pct。

图：公司营收增速和应收账款+合同资产增速情况对比



图：公司资产减值、信用减值损失情况



表：公司历年应收账款+合同资产减值计提情况

年份	应收账款+合同资产账面余额 (亿元)	减值准备 (亿元)	计提比例	账面价值 (亿元)
2018	49.05	4.95	10.10%	44.10
2019	143.66	19.55	13.61%	124.11
2020	152.66	18.51	12.13%	134.15
2021	173.48	35.68	20.57%	137.80
2022	191.79	42.97	22.41%	148.82
2023	203.93	45.29	22.21%	158.64

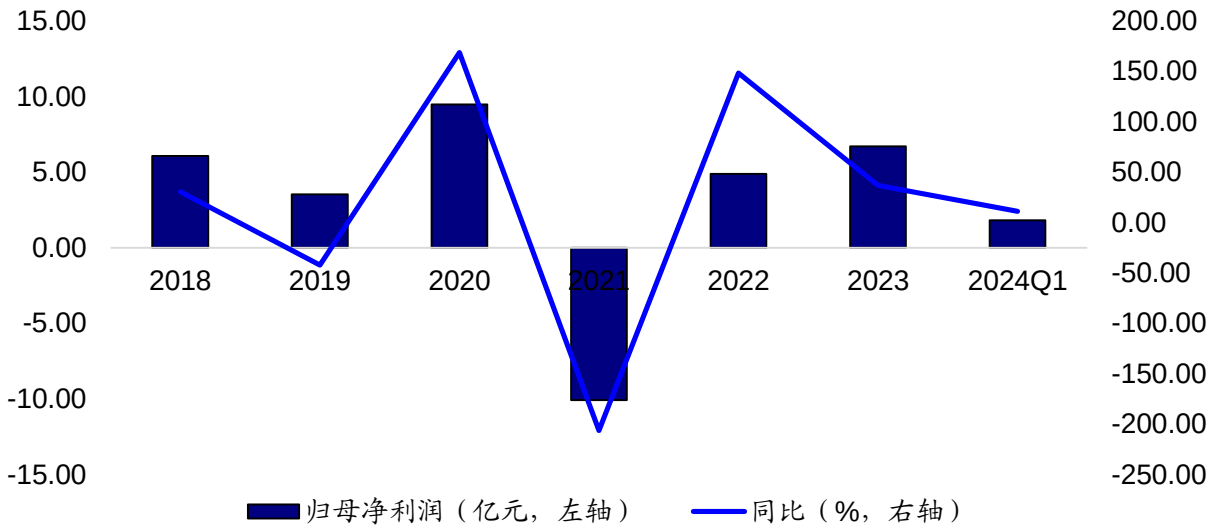
2023年财报：费用率下降，净利率提升，归母净利快速增长



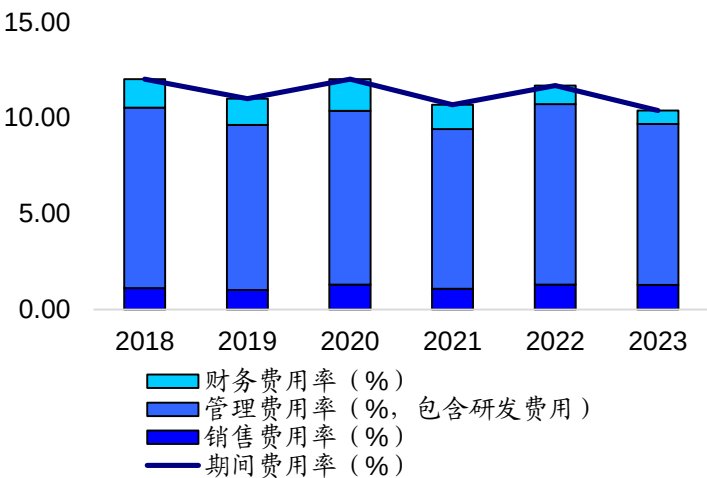
公司归母净利润快速增长，净利率同比上升

- 2023年归母净利润6.72亿元，同增36.89%；净利率同比上升0.52个pct至3.55%。
- 2024Q1归母净利润1.82亿元，同增11.10%；净利率同比下降0.19个pct至5.18%；
- 近年公司期间费用率整体呈现下降趋势。
 - 2023年同降1.29个pct至10.38%，其中销售费用率同降0.01个pct至1.28%；管理费用率（含研发费用）同降1.02个pct至8.40%；财务费用率同降0.26个pct至0.70%。
 - 2024Q1期间费用率同降1.21个pct至11.77%，其中销售费用率同增0.06个pct至1.56%，管理费用率同降0.58个pct至6.84%，研发费用率同降0.20个pct至2.48%，财务费用率同降0.48个pct至0.89%。

图：公司历年归母净利润情况



图：公司历年期间费用率情况



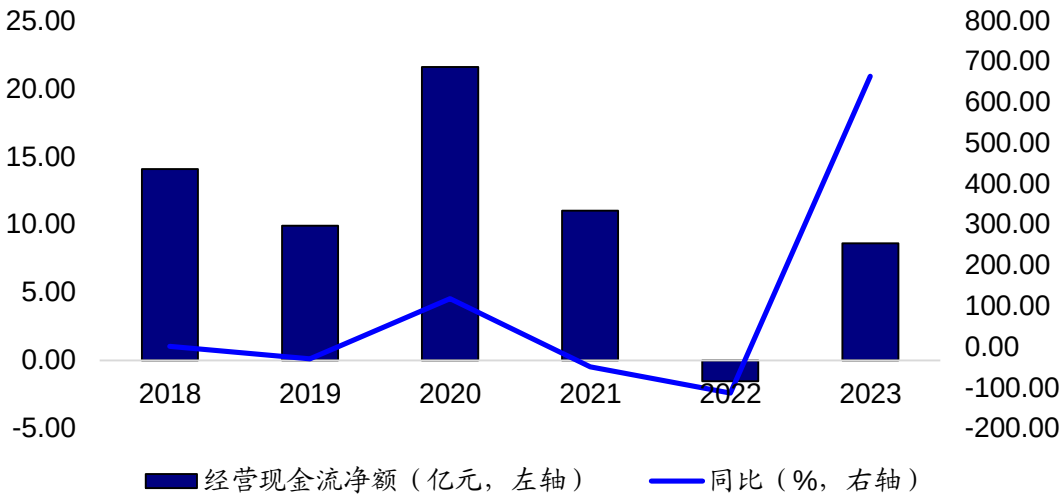
图：公司历年净利率情况 (%)



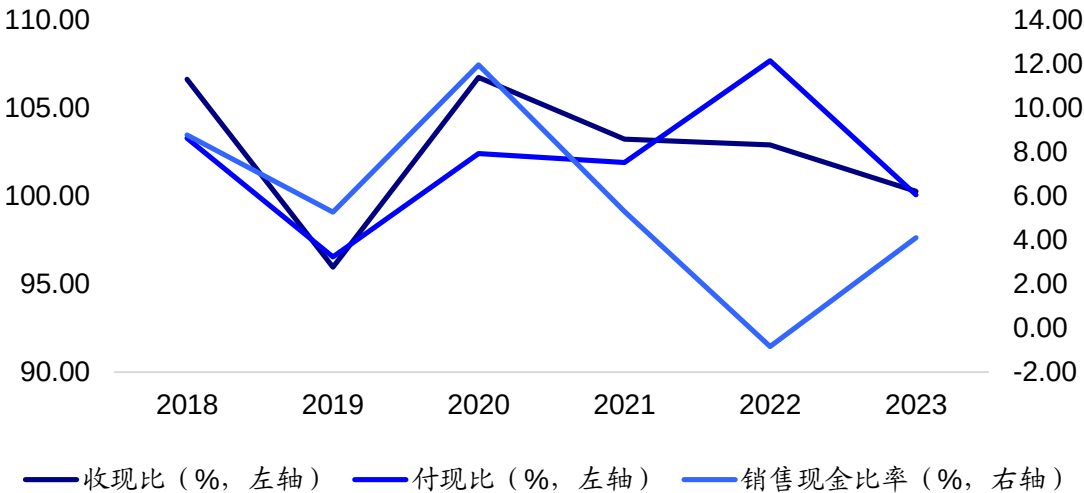
2023年经营现金流净流入同比高增664.24%

- 2023年公司经营现金流净流入8.61亿元，同比2022年净流出1.53亿元增长664.24%。其中，收现比同降2.65个pct至100.27%，付现比同降7.63至100.07%。
- 2024Q1公司经营现金流净流出9.68亿元，同比2023Q1净流出10.50亿元下降7.81%，其中收现比同增7.16个pct至131.95%，付现比同降2.17个pct至156.45%。
- 预期长期来看，公司经营现金流将呈现改善态势。公司2024年计划围绕“降本增效”为年度工作主题，推进“新四化”建设，全面提升经营效益和盈利能力，以抓好利润和现金流两大指标为核心，降本增效。

图：公司经营现金流情况



图：公司收现比、付现比情况



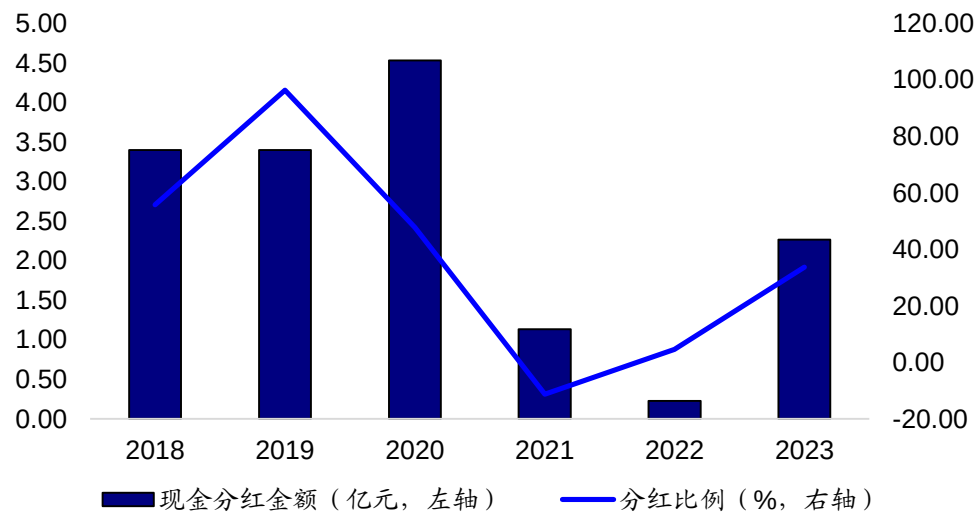
2023年财报：分红比例大幅提升至33.73%，彰显信心



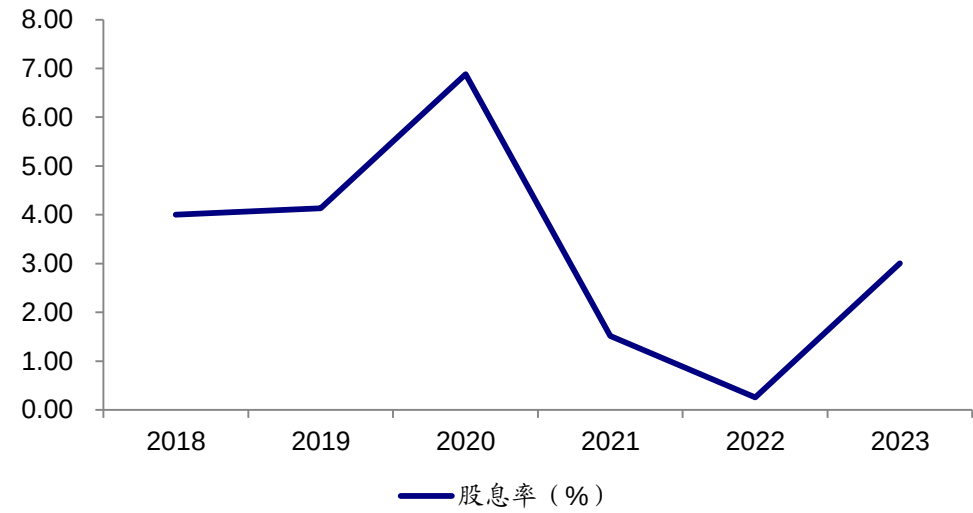
2023年公司分红比例大幅提升至33.73%，股息率回升至3.00%

- 2023年公司分红比例为33.73%，同比上升29.10个pct。2023年公司现金分红2.27亿元，同比2022年大幅增加900%；每股A股发放现金红利0.2元（2022年为每股0.02元）；分红比例从2022年的4.63%提升29.10个pct至33.73%。
- 股息率低谷回升。2022年为公司近年的股息率最低点，仅0.26%；2023年公司股息率3.00%，同比提升2.74个pct，有所回升。

图：公司历年分红情况



图：公司历年股息率情况



- 1、公司是装饰龙头，强者恒强，且BIPV具有核心竞争力，我们预计公司建筑装饰业务将保持较快增长，2024、2025、2026年营收分别增长12%、11%、10%，毛利率保持稳定在2023年水平；
- 2、医疗健康是公司双主业之一，我们预计公司医疗健康将保持2023年稳定增长的趋势，2024、2025、2026年营收分别增长10%、10%、10%，毛利率保持稳定在2023年水平；
- 3、公司其他业务基数较小，收入波动较大，我们预计其他业务收入将保持较为低速增长，2024、2025、2026年营收分别增长5%、5%、5%，毛利率保持稳定在2023年水平。

表：分项业务预测表（单位：百万元）

建筑装饰业	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	19899.79	22287.76	24516.54	27213.36
增长率	16.47%	12.00%	10.00%	11.00%
营业成本	16596.42	18588.00	20446.80	22695.94
营业利润	3303.37	3699.77	4069.75	4517.42
毛利率	16.60%	16.60%	16.60%	16.60%
医疗健康				
营业收入	1052.84	1158.12	1273.94	1401.33
增长率	9.51%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本	758.68	834.54	918.00	1009.80
营业利润	294.16	323.58	355.94	391.53
毛利率	27.94%	27.94%	27.94%	27.94%
其他业务				
营业收入	1.66	1.74	1.83	1.92
增长率	-83.10%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	0.25	0.26	0.27	0.29
营业利润	1.41	1.48	1.56	1.63
毛利率	85.03%	85.03%	85.03%	85.03%
营业收入合计	20954.29	23447.63	25792.31	28616.61
综合增长率	16.05%	11.90%	10.00%	10.95%
营业成本合计	17355.35	19422.80	21365.07	23706.03
综合毛利率	17.18%	17.17%	17.16%	17.16%

- **回款风险：**公司定位于高端市场，客户主要为政府机关或大型企事业单位，承接的项目工程体量较大，施工周期较长，工程验收和决算时间较长。受行业结算模式和本公司项目施工周期及工程验收、决算、质保时间较长的影响，公司应收账款金额较大。此外，公司有少数客户既从事商业地产等公共建筑的开发、又涉及政策调控范围内的住宅项目，可能对相关项目的实施进度或公司应收账款的回收产生间接影响。
- **业务拓展风险：**公司是国内幕墙行业的龙头企业，但在市场上与国内外众多优秀的幕墙企业进行竞争，仍然面临着一定的市场竞争风险。此外公司海外业务主要集中在东南亚区域，在开展海外业务的过程中面临着经济政治等方面的潜在风险。如果公司海外目标市场所在国家或地区的经济状况或是政治环境出现恶化，公司海外业务的经营及未来进一步的开拓将受到不利影响。
- **政策风险：**建筑装饰行业的发展与固定资产投资的发展高度相关、受国家宏观调控的影响较为明显。目前，国家对房地产的宏观调控集中在住宅领域，而公司主要面向公共建筑领域开展业务、所受影响有限。如果未来调控范围扩展到公共建筑领域，公司的业务发展将可能受到影响。

财务报表分析和预测



主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标（元）					营业总收入	20954	23448	25792	28617
每股收益	0.59	0.69	0.77	0.86	营业成本	17355	19423	21365	23706
每股净资产	6.24	6.74	7.30	7.91	毛利率%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%
每股经营现金流	0.76	0.84	0.92	1.02	营业税金及附加	66	74	81	90
每股股利	0.20	0.23	0.26	0.29	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估（倍）					营业费用	269	307	338	381
P/E	8.45	7.27	6.49	5.80	营业费用率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
P/B	0.80	0.74	0.69	0.63	管理费用	1142	1426	1567	1742
P/S	0.27	0.24	0.22	0.20	管理费用率%	5.4%	6.1%	6.1%	6.1%
EV/EBITDA	3.65	1.91	1.69	1.45	EBIT	1250	1775	1901	2043
股息率%	4.0%	4.6%	5.2%	5.8%	财务费用	146	-9	-10	-10
盈利能力指标（%）					财务费用率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%	资产减值损失	-141	-206	-206	-206
净利率	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%	投资收益	27	28	31	34
净资产收益率	9.5%	10.2%	10.6%	10.9%	营业利润	906	1085	1215	1360
资产回报率	2.3%	2.4%	2.6%	2.5%	营业外收支	-1	-2	-1	-1
投资回报率	9.2%	11.8%	11.7%	11.6%	利润总额	904	1084	1214	1359
盈利增长（%）					EBITDA	1548	1872	2000	2143
营业收入增长率	16.0%	11.9%	10.0%	11.0%	所得税	162	217	243	272
EBIT增长率	41.5%	42.0%	7.1%	7.4%	有效所得税率%	17.9%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	36.9%	16.2%	12.0%	12.0%	少数股东损益	71	87	97	109
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	672	780	874	979
资产负债率	71.0%	72.5%	71.5%	73.0%					
流动比率	1.21	1.20	1.22	1.21	资产负债表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	0.92	0.93	0.94	0.94	货币资金	4691	5131	5584	6113
现金比率	0.24	0.23	0.24	0.23	应收账款及应收票据	12557	15007	15528	18368
经营效率指标					存货	1046	1174	1178	1454
应收账款周转天数	203.04	208.00	210.00	210.00	其它流动资产	5094	5824	5952	6890
存货周转天数	21.50	21.50	21.50	21.50	流动资产合计	23388	27135	28242	32824
总资产周转率	0.75	0.76	0.77	0.78	长期股权投资	99	79	59	39
固定资产周转率	16.91	17.16	18.27	19.66	固定资产	1343	1390	1434	1477
					在建工程	322	332	342	352
					无形资产	709	729	748	768
现金流量表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E	非流动资产合计	5318	5574	5878	6180
净利润	672	780	874	979	资产总计	28706	32709	34120	39004
少数股东损益	71	87	97	109	短期借款	1491	1641	1791	1941
非现金支出	703	563	565	566	应付票据及应付账款	14687	17503	17668	21357
非经营收益	219	36	39	41	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	-803	-518	-529	-536	其它流动负债	3129	3413	3682	3820
经营活动现金流	861	948	1045	1159	流动负债合计	19308	22557	23141	27119
资产	-546	-212	-211	-212	长期借款	559	659	759	859
投资	259	-249	-299	-299	其它长期负债	503	503	503	503
其他	135	28	31	34	非流动负债合计	1062	1162	1262	1362
投资活动现金流	-152	-433	-480	-477	负债总计	20369	23719	24403	28480
债权募资	214	250	250	250	实收资本	1133	1133	1133	1133
股权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	7069	7636	8266	8964
其他	-448	-325	-362	-404	少数股东权益	1267	1354	1451	1560
融资活动现金流	-234	-75	-112	-154	负债和所有者权益合计	28706	32709	34120	39004
现金净流量	515	440	453	529					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为07月03日；（2）以上各表均为简表

分析师声明

张欣劼

郭好格

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

建筑研究团队：

建筑行业首席分析师：张欣劼

SAC执业证书编号：S0850518020001

Email: zxj12156@haitong.com

建筑行业分析师：郭好格

SAC执业证书编号：S0850524060001

Email: ghg14711@haitong.com

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。