

# 金螳螂 (002081)

证券研究报告

2023年04月11日

## 供给出清需求复苏，工装龙头或将迎来业绩向上拐点

### 供给侧出清，竞争格局优化，工装龙头市占率及定价权有望加快提升

2021-2022年地产景气度下行，多数建筑装饰企业承压，广田集团及奇信股份处于退市风险警示阶段，其他样本公司订单亦出现较大收缩，部分公司22年订单较20年下滑超75%。2023年，我们认为行业拐点或已出现，且行业供给端出清，竞争格局有明显改善，金螳螂等经营状况良好的龙头有望获得更高的市场占有率及更大的议价权，工装订单在未来2年有望恢复至20%左右的增速。从区域布局来看，以金螳螂市占率较低的华南为例，此前该区域主要装饰企业广田/奇信(两家公司2018年华南地区合计营收71亿)等经营出现困难，后续金螳螂等未出险企业有望快速获取市场份额。从业务布局来看，公司拥有医疗工程/装配式/软件服务等全产业链能力，将充分受益于行业恢复性增长。

### 高星级酒店装饰业务充分受益于疫后复苏

受疫情影响，2019年后国内酒店数量开始下滑，其中，高星级(四/五星)酒店数量下滑较快，截至2022年Q3开业数量为2809家，较峰值2019年减少456家。随着疫情逐步放开，酒店营收已率先逐步触达相对底部而回升，预计将在2024年左右恢复至疫情前水平。若按未来2年高星级酒店年均新增250家，每家酒店装饰产值1亿元测算，则高星级酒店装饰年均市场规模年增将达250亿元。金螳螂作为高星级酒店装饰龙头或将充分受益于酒店业务复苏。

### 订单处于相对底部区域，减值或充分计提，利润率亦有提升空间

公司2022年新签订单221.68亿元，yoy-28%，其中工装/住宅/设计订单180.67/24.97/16.04亿元，yoy-24%/-50%/-20%。我们预计公司22年住宅订单质量优化，金额已基本压实(住宅订单占比2022年11%vs2020年33%)，工装订单金额亦处于相对底部区域，23年订单整体有望开始恢复增长。我们预计22年公司受地产下行影响所产生的减值风险或已充分计提，叠加23年订单金额趋势向上，后续业绩亦有望回归增长。长期来看，我们认为在地产风险出清后，利润率有望恢复至往年正常水平(后续净利率若能恢复至9%，则或有3%的提升空间)。

### 基本面拐点，或迎业绩估值双升，维持“买入”评级

由于地产影响，供给端出清，行业竞争格局优化，景气度亦或处于回升阶段。公司订单处于相对底部区域，22年地产风险或充分计提，长期来看利润率亦有提升空间。我们认为公司正处于风险出清至景气度向上的拐点阶段，预计2023/2024年归母净利润为15.2/18.0亿元(前值24.9/28.7亿元)，yoy+26.6%/+18.4%，给予PE12.6x，对应2023年市值192亿，对应目标价7.18元，维持“买入”评级。

**风险提示：**业务结构调整不及预期；在手订单执行不及预期；行业景气度持续下滑；未来资产和信用减值风险等，业绩报告是初步预测结果，具体财务数据以公司披露年报为准

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	31,243.23	25,374.15	20,761.97	22,800.62	24,634.39
增长率(%)	1.33	(18.79)	(18.18)	9.82	8.04
EBITDA(百万元)	4,135.47	4,883.19	1,975.33	2,346.76	2,630.36
净利润(百万元)	2,373.92	(4,950.09)	1,200.96	1,520.80	1,800.92
增长率(%)	1.04	(308.52)	(124.26)	26.63	18.42
EPS(元/股)	0.89	(1.86)	0.45	0.57	0.68
市盈率(P/E)	6.01	(2.88)	11.87	9.38	7.92
市净率(P/B)	0.84	1.28	1.15	1.04	0.93
市销率(P/S)	0.46	0.56	0.69	0.63	0.58
EV/EBITDA	3.71	1.44	2.44	1.57	1.02

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/装修装饰 II
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	5.23元
目标价格	7.18元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,655.32
流通A股股本(百万股)	2,635.95
A股总市值(百万元)	13,887.34
流通A股市值(百万元)	13,786.04
每股净资产(元)	4.66
资产负债率(%)	65.96
一年内最高/最低(元)	5.80/4.27

### 作者

<b>鲍荣富</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003 baorongfu@tfzq.com	
<b>王涛</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001 wangtao@tfzq.com	
<b>朱晓辰</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110522120001 zhuxiaochen@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《金螳螂-年报点评报告:减值计提拖累业绩，期待后续困境反转》 2022-05-01
- 《金螳螂-季报点评:业绩仍处调整期，期待困境反转》 2021-11-01
- 《金螳螂-年报点评报告:基本面逐步好转，低估值价值属性显著》 2021-05-01

## 内容目录

1. 供给侧出清，竞争格局优化，工装龙头市占率有望加快提升.....	3
1.1. 地产下行，建筑装饰企业出清较多 .....	3
1.2. 上市公司工装订单或恢复较快，华南地区竞争格局或将优化.....	4
1.3. 金螳螂工装业务覆盖齐全，或受益于行业恢复性增长 .....	5
2. 高端酒店装饰快速扩容，龙头公司充分受益.....	6
3. 公司轻装上阵，利润率有较大恢复空间 .....	8
3.1. 22 年减值或充分计提，23 年轻装上阵.....	8
3.2. 利润率，订单金额有较大恢复空间 .....	8
4. 盈利预测与估值探讨：基本面拐点，或迎业绩估值双升 .....	9
风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1：金螳螂医院.....	5
图 2：金螳螂软件方案 .....	5
图 3：2016-2021 年中国饭店协会统计酒店数(万家) .....	6
图 4：2016-2022 年中国上报文旅部的星级酒店营业收入（亿元） .....	6
图 5：中国星级酒店营收规模（亿元） .....	6
图 6：四/五星级酒店数量（家） .....	7
图 7：公司部分酒店案例.....	7
图 8：2017-2022 年公司新签订单情况（亿元） .....	8
图 9：2018-2022 年新签订单各板块 yoy.....	8
图 10：装饰公司毛利率.....	9
图 11：装饰公司净利率.....	9
图 12：2013-2021 年公司 PEBand .....	10
表 1：部分建筑装饰企业合作关系 .....	3
表 2：部分建筑装饰公司 2017-2022 年订单情况(单位:亿元).....	3
表 3：部分建筑装饰公司 2017-2022Q1-3 归母净利情况(单位:亿元).....	4
表 4：部分建筑装饰公司订单拆分（亿元） .....	4
表 5：2021 年各装饰公司第一大区域营收情况 .....	4
表 6：金螳螂资质.....	5
表 7：星级酒店营收（亿元） .....	6
表 8：公司分项业务收入（万元）及毛利率预测表.....	9
表 9：公司核心费用指标预测表.....	10
表 10：公司主要财务信息 .....	10

## 1. 供给侧出清，竞争格局优化，工装龙头市占率有望加快提升

### 1.1. 地产下行，建筑装饰企业出清较多

**地产下行，建筑装饰企业承压。**由于房地产景气度下行，2021-2022 年地产企业出现较严重的债务危机。国内建筑装饰上市企业与众多房地产企业建立了广泛且深入的合作关系，因此当房市发生票据违约等危机事件时，亦受到较大的冲击。金螳螂，亚厦，广田等企业与恒大等企业有较为深厚的合作关系，2022 年亦受到较大波及，如广田集团受到恒大集团应收账款计提减值影响，在 2022 年申请破产重整；亚厦股份在 2021 年净利润亏损近 9 亿元，业绩接连走低。

表 1：部分建筑装饰企业合作关系

装饰企业	合作房企
金螳螂	万科、保利地产、恒大、华夏幸福
亚厦股份	宁波集团、恒大、滨江集团
全筑股份	恒大、复地集团
广田集团	恒大、碧桂园、万科
奇信股份	万科、碧桂园、金地集团
宝鹰股份	恒大
瑞和股份	融创中国、恒大、华润置地
中装建设	万科、保利、碧桂园、合景泰富、奥园地产

资料来源：观研天下，中华建筑报公众号，全景网，Wind，天风证券研究所

**建筑装饰行业供给端出清，竞争格局有明显改善，经营状况良好的龙头企业有望获得更大的市场占有率以及更高议价权。**广田集团及奇信股份已处于退市风险警示阶段，其他样本公司订单亦出现较大收缩，例如广田集团/奇信股份/全筑股份 22 年订单较 20 年下滑均超 75%；除金螳螂/亚厦股份，其他样本公司 22Q1-3 归母净利润均为负值，经营情况仍然承压。**我们预计行业总订单规模有望恢复至 2018-2019 年水平，而本轮行业供给端出清后，剩余公司将获得更大市场，金螳螂订单及利润数据表现处于可比公司较好水平，或将受益于行业恢复。**

表 2：部分建筑装饰公司 2017-2022 年订单情况(单位:亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	22 年较 21 年 yoy	22 年较 20 年 yoy
金螳螂	317	392	442	379	308	222	-28%	-42%
亚厦股份	108	117	145	162	173	140	-19%	-13%
全筑股份	78	108	117	108	59	25	-59%	-77%
广田集团	144	212	158	129	75	12	-84%	-91%
奇信股份	56	53	34	23	21	4	-83%	-84%
宝鹰股份	87	117	61	82	55	31	-43%	-62%
瑞和股份	45	48	45	41	32	18	-43%	-55%
中装建设	44	59	68	71	72	48	-34%	-33%
合计	878	1105	1071	995	795	499	-37%	-50%

资料来源：各公司公告，wind，天风证券研究所

表 3：部分建筑装饰公司 2017-2022Q1-3 归母净利润情况(单位:亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-3
金螳螂	19.2	21.2	23.5	23.7	-49.5	12.0
亚厦股份	3.6	3.7	4.3	3.2	-8.9	2.3
全筑股份	1.6	2.6	2.1	1.3	-12.9	-7.1
广田集团	6.5	3.5	1.4	-7.8	-55.9	-4.4
奇信股份	1.5	1.7	0.9	-5.6	-17.5	-1.7
宝鹰股份	3.7	2.9	2.1	1.1	-16.5	-1.2
瑞和股份	1.3	1.5	1.6	1.5	-18.4	-0.4
中装建设	1.6	1.7	2.5	2.6	1.1	-0.1

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 上市公司公装订单或恢复较快，华南地区竞争格局或将优化

上市公司公装恢复或年均增长+20%，龙头公司核心受益。除全筑股份外，其他样本公司均有披露家装订单情况，按照各公司披露数据来看，2018 年 7 家公司合计新签其他（主要是公装及设计）类订单 574 亿，而 2022 年新签订单仅有 401 亿，若恢复至 2018 年水平，则有 173 亿（+43%）增长空间，若考虑受恒大影响退出的中小公司，则潜在订单空间更大。我们假设 2 年内恢复至 2018 年水平，则年均增速+20%。

表 4：部分建筑装饰公司订单拆分（亿元）

	2018				2022			
	住宅	其他	合计	其他占比	住宅	其他	合计	其他占比
金螳螂	156	236	392	60%	25	197	222	89%
亚厦股份	29	88	117	75%	23	117	140	83%
广田集团	132	79	212	37%	1	11	12	95%
奇信股份	13	40	53	76%	0	4	4	97%
宝鹰股份	62	55	117	47%	10	22	31	69%
瑞和股份	20	29	48	59%	8	10	18	57%
中装建设	11	47	59	81%	7	41	48	86%
合计	423	574	998	58%	73	401	474	85%

资料来源：各公司公告，wind，天风证券研究所

华南地区供给出清较多，竞争格局优化，金螳螂等龙头企业或将获得更多份额。上市装饰公司主要业务集中于华南/华东区域，华南地区（以广东为主）主要装饰企业广田等正处于经营困难阶段，竞争能力减弱，供给出清较多，2018 年广田/奇信华南地区营收为 55.15/15.85 亿，合计 71 亿。我们认为如果华南地区龙头订单合计量恢复至 18 年水平，订单或将被金螳螂等龙头企业获得。

表 5：2021 年各装饰公司第一大区域营收情况

	营收占比第一大区域	第一大区域营收（亿元）	大陆营收	第一大区域营收占比
亚厦股份	华东	74.06	120.76	61%
全筑股份	华东	20.01	38.41	52%
广田集团	华南	36.74	79.29	46%
奇信股份	华东	5.48	14.52	38%
宝鹰股份	华南	24.64	46.55	53%
瑞和股份	华南	14.48	35.17	41%

中装建设	华南	34.27	62.77	55%
------	----	-------	-------	-----

资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 1.3. 金螳螂公装业务覆盖齐全，或受益于行业恢复性增长

**行业龙头地位，资质齐全，完成多项政府场馆项目。**金螳螂集团旗下的金螳螂装饰是中国装饰行业首家上市公司，已连续 20 年成为中国装饰百强第一名。施工及设计资质包含多项一级/甲级。政府场馆项目方面，金螳螂先后完成了中国共产党党史馆、中国国家版本馆、中国国家大剧院、鸟巢、人民大会堂、上海中心、北京大兴机场、北京中国尊、G20 峰会主会场、上合峰会主会场和上海进博会主会场等项目的建设。

表 6: 金螳螂资质

施工资质	设计资质
建筑工程施工总承包一级	建筑行业（建筑工程）甲级
市政公用工程施工总承包一级	建筑装饰工程设计专项甲级
建筑装修装饰工程专业承包一级	建筑幕墙工程设计专项甲级
建筑幕墙工程专业承包一级	建筑智能化系统设计专项甲级
古建筑工程专业承包一级	风景园林工程设计专项甲级
建筑机电安装工程专业承包一级	
电子与智能化工程专业承包一级	
安防系统工程承包一级	

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

**拓展医院及装配式市场。**金螳螂拓展医养建设总承包和专项业务，2004 年起组建金螳螂专业医疗团队，设计施工作品超 300+，涵盖综合医院、专科医院、中医医院、口腔专科医院、康复医院、妇幼保健院、健康体检中心等；2017 年金螳螂获得住建部颁发的“首批装配式建筑基地称号”。目前已在全国多个城市开展装配式批量精装、办公、酒店领域的研发、设计与施工服务。

**软件赋能装饰业务。**金螳螂装饰研发了与自身平台化管理相适应的 ERP 系统，充分利用数字化技术与软件系统对企业业务进行管理。合作方金螳螂集团旗下的朗捷通智能公司是一家集行业解决方案、自主软硬件研发、系统集成与服务于一体的高新技术企业，业务覆盖楼宇智能、智慧城市、智慧交通、智慧建筑、智慧医疗等多个领域。集团金螳螂三维软件涵盖装修 BIM、VR 及展示系统研发。四大主要板块分别是趣加装修 BIM 系统、VR 平台、BIM 咨询和互动展示，为地产、公装、家装、家居建材等行业提供设计、运营、营销展示等数字化解决方案，为多家大型地产企业提供信息化服务。

图 1: 金螳螂医院



图 2: 金螳螂软件方案



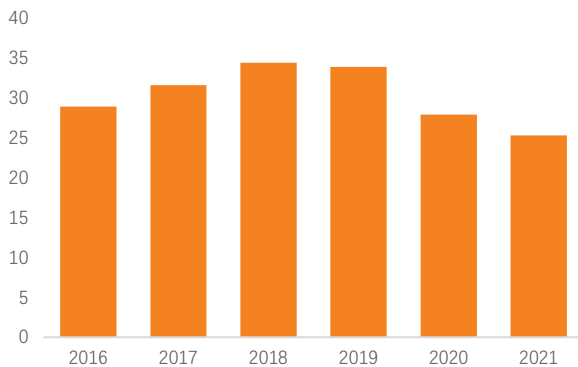
资料来源：公司官网，天风证券研究所

资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 2. 高端酒店装饰快速扩容，龙头公司充分受益

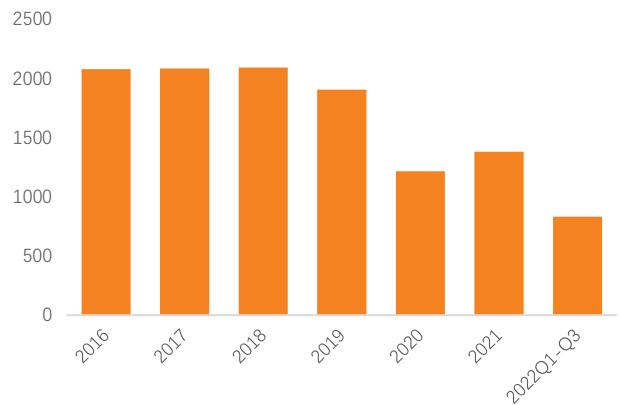
疫情影响缓慢减退，2021 年高星级酒店率先复苏。根据中国饭店协会的统计数据，受疫情影响，2019 年后酒店数据开始下滑，市场规模亦从 2020 年大幅收缩。虽然 2021 年酒店数据仍在下滑，但行业营收已恢复增长。从星级酒店营收拆分来看，呈现星级越高，收入增速越快的特征，且一/二星级酒店营收出现下滑，三/四/五星级酒店营收均有增长。

图 3：2016-2021 年中国饭店协会统计酒店数(万家)



资料来源：中国饭店协会，前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 4：2016-2022 年中国上报文旅部的星级酒店营业收入(亿元)



资料来源：文化和旅游部，前瞻产业研究院，天风证券研究所

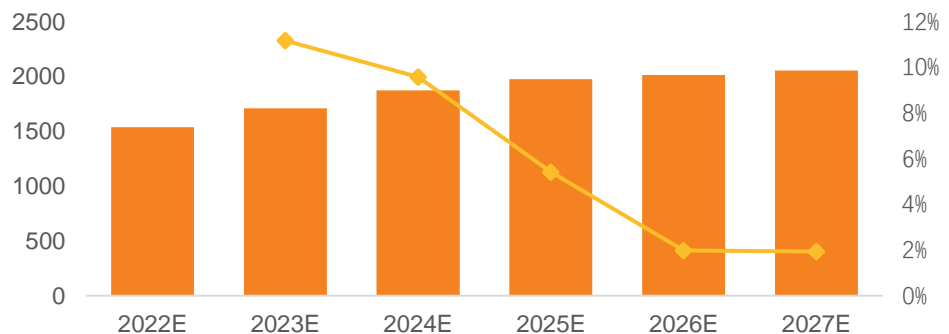
表 7：星级酒店营收(亿元)

	2020 年	2021 年	2022 年 Q1-3	2021 年 yoy
一星级酒店	0.46	0.14	0.09	-70%
二星级酒店	29.78	26.97	18.4	-9%
三星级酒店	263.22	280.88	181.31	7%
四星级酒店	453.52	520.2	325.61	15%
五星级酒店	474.55	551.24	312.76	16%

资料来源：文化和旅游部，前瞻产业研究院，天风证券研究所

预计 2024-2025 年酒店营收恢复至疫情前水平。2022 年以来新冠肺炎疫情局势存在一定波动，酒店、旅游业等行业受到不小的影响。根据前瞻产业研究院预测，到 2024 年左右中国星级酒店营收基本恢复至 2018 和 2019 年水平，到 2027 年星级酒店收入达到 2000 亿元以上（2026-2027 年行业增速为 2%左右）。

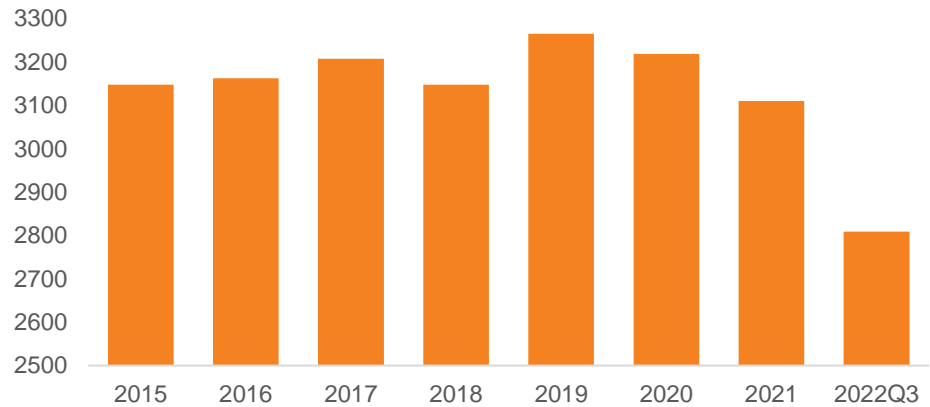
图 5：中国星级酒店营收规模(亿元)



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

**高端星级酒店快速恢复，建筑装饰规模预计或将达到年均 250 亿。**全国高端星级（四/五星）酒店峰值为 2019 年的 3265 家，由于疫情原因，2020 年下降至 3219 家，同比-1.41%，截至 2022 年 Q3，中国高端星级酒店数量下降至 2809 家，较 2019 年减少 456 家。结合上文，我们认为如果 2024-2025 年酒店业恢复至疫情前水平，则高端星级酒店数目有望恢复。且四/五星酒店在 21 年营收亦呈现增长趋势，近两年高端星级酒店开业数据或更高（未来 2 年新增或高于 456 家），若按照年均新增 250 家，单店装饰投入 1 亿测算（实际或更高），则预计年均增加 250 亿市场规模。

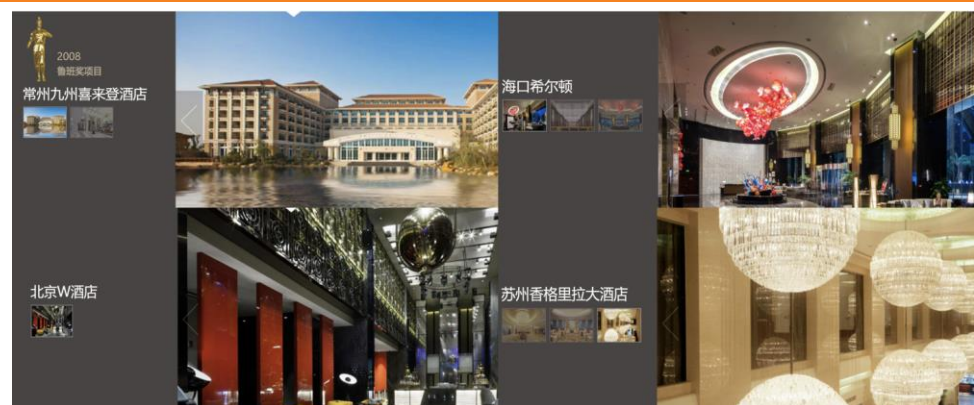
图 6：四/五星级酒店数量（家）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

**高端酒店装饰龙头，或将充分受益于行业复苏。**金螳螂作为国内酒店装饰龙头公司，主要承接国内四五星级酒店的装饰工程业务。万豪，希尔顿，洲际，香格里拉，凯悦等品牌酒店公司均有订单承接。高星级酒店营收在 2021 年率先恢复，表现出良好韧性，在后续酒店业整体复苏中，或率先复苏。我们看好未来高星级酒店开业数量，金螳螂或将承接更多订单。

图 7：公司部分酒店案例



资料来源：金螳螂官网，天风证券研究所

### 3. 公司轻装上阵，利润率有较大恢复空间

#### 3.1. 22 年减值或充分计提，23 年轻装上阵

截至 22 年半年报，公司恒大的应收款项总敞口（含应收账款、应收票据及合同资产等）合计 82.4 亿，累计计提减值损失 57.9 亿，敞口净额 24.5 亿。公司正在办理抵账手续的实物资产 16.7 亿；已完成保全金额 9.0 亿，可用于抵账的甲供材料应付款 12.2 亿。

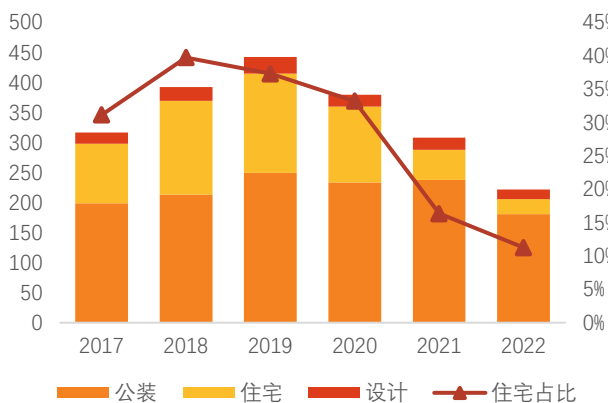
22 年业绩快报中，公司归母净利润区间为 10.5-13.5 亿，中值 12 亿，与 22Q1-3 归母净利润 12.01 亿基本持平，我们推测或与减值计提有关，若简单按照单季度 4 亿净利润推算，则 Q4 计提减值损失 4 亿（实际由于 22 年 12 月份疫情影响业务开展，对净利润亦有影响，故减值计提金额或低于 4 亿）。

综上，若考虑：1）材料应付款对冲掉敞口净额、2）保全金额全部收回，则暴露敞口应为 24.5-12.2-9=3.3 亿，小于上述推测 Q4 计提减值损失金额。故我们认为 22 年公司房企风险或已充分计提。

#### 3.2. 利润率，订单金额有较大恢复空间

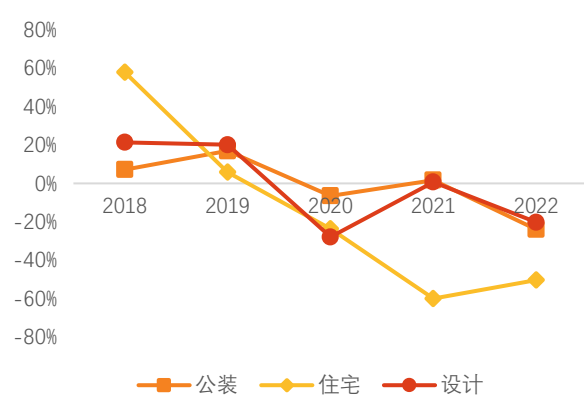
**公装订单稳健，住宅业务压缩，2023 年增长可期。**2022 年新签订单 221.68 亿元，yoy-28%，其中公装/住宅/设计订单 180.67/24.97/16.04 亿元，yoy-24%/-50%/-20%。住宅业务占比从 2020 年的 33% 下降至 2022 年的 11%，规模亦呈现较大下滑，我们推测主要系地产景气度不佳，公司主动缩减订单所致。2022 年公装业务新签 181 亿元，与 2017 年订单金额 199 亿差距较小。我们认为在目前住宅订单金额已基本压实，公装订单金额亦处于相对底部区域，2023 年整体订单增长可期。

图 8：2017-2022 年公司新签订单情况（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

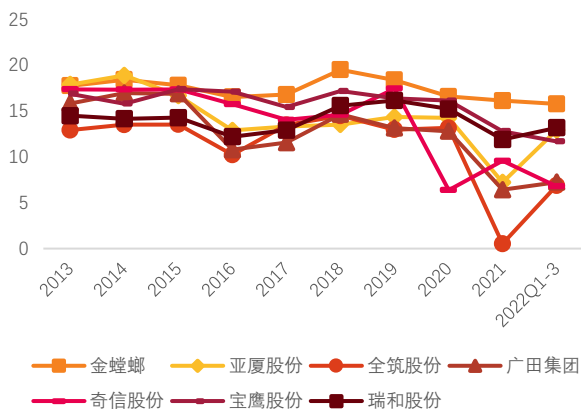
图 9：2018-2022 年新签订单各板块 yoy



资料来源：公司公告，天风证券研究所

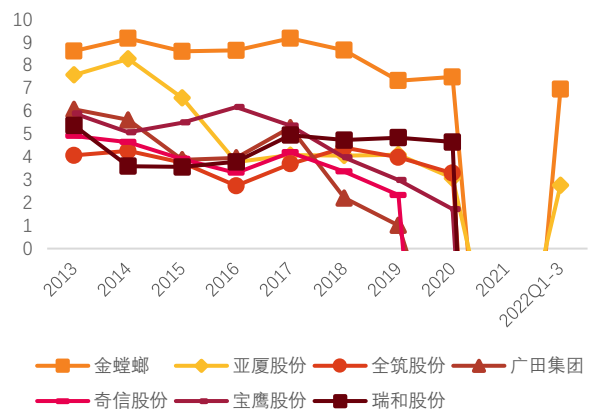
**预计地产风险出清后，利润率有望恢复至往年正常水平。**公司利润率同业领先，2013-2018 年净利率均能保持 8.8% 左右水平。2019 年后利润率下滑至 7% 左右（2021 年装饰企业提较多减值影响净利率），以历史表现来看，金螳螂始终保持超出行业平均净利率水平，且在地产企业违约风险出现后，利润率能快速恢复（考虑到 2022Q4 计提减值，22 年净利率或在 6% 左右）。后续我们认为公司主动缩减房建业务，以公装为主，利润率有望持续恢复至往年正常水平。若假设 22 年净利率为 6%，后续能恢复至 9%，则净利率有 3pct 的提升空间。

图 10：装饰公司毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：装饰公司净利率



注：2021 年装饰企业计提较多减值，净利率为负

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值探讨：基本面拐点，或迎业绩估值双升

结合上文分析，我们对公司盈利预测做出如下核心假设：

- 1) 装饰：**2023 年公装景气度有望回升，竞争格局优化，同时考虑到企业订单状况有望改善，收入亦有较好的增长势头。我们预计 23-24 年公司装饰业务收入增速 10.0%/8.0%，毛利率 15.5%/16.0%。
- 2) 幕墙：**我们认为公司业务主要以装饰为主，幕墙业务并非核心发展方向，往年占比亦低，预计 23-24 年幕墙业务收入增速为 5%/5%，假设毛利率维持在 10%。
- 3) 设计：**设计业务与装饰业务相辅相成，未来大概率会继续保持同向变动。预计 23-24 年设计收入增速均为 10%，预计毛利率 41.0%/42.0%。

表 8：公司分项业务收入（万元）及毛利率预测表

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
装饰	营收	27939.94	22479.40	17984	19782	21364
	yoy	2.82%	-19.54%	-20.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	15.51%	14.31%	14.50%	15.50%	16.00%
幕墙	营收	1637.21	1190.39	1250	1312	1378
	yoy	-5.15%	-27.29%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	9.64%	2.42%	10.00%	10.00%	10.00%
设计	营收	1501.56	1504.77	1279	1407	1548
	yoy	-17.66%	0.21%	-15.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	38.14%	47.89%	41.00%	41.00%	42.00%
其他收入	营收	165	200	249	299	344
	yoy	46.55%	21.31%	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	73.10%	64.02%	65%	67%	70%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4) **费用端**：2020 及 2021 年主要系公司主动缩减业务及调整结构，销售及管理费用率较 2019 年有较大缩减，我们预计 2023 年公司业务重回正常发展轨道，销售及管理费用率亦出现稳步上升趋势。研发/财务费用率较 2021 年变化不大，呈现小幅波动趋势。

表 9：公司核心费用指标预测表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.20%	1.30%	1.45%	1.65%	1.80%
管理费用率	1.94%	2.05%	2.48%	2.70%	3.00%
研发费用率	3.06%	3.31%	3.54%	3.30%	3.10%
财务费用率	0.42%	0.32%	0.36%	0.35%	0.38%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为公司 2021 年房建业务承压对利润影响较大，2022 年剩余风险或已基本出清，2023 年公司或进入正常发展轨道。预计 2023/2024 年归母净利润为 15.2/18.0 亿元(前值 24.9/28.7 亿元)，yoy+26.6%/+18.4%。考虑到 2021-2022 年属于行业下行周期，且目前可比公司较多处于亏损状态，可比公司 PE 暂不可得，我们参考公司 2013-2020 年 PE Band，在行业上行时间段 2016-2018 年内 PE 主要集中于 12.6x-19.2x，下行时间段 2019-2021 年内 PE 主要集中于 9.3x-12.6x。

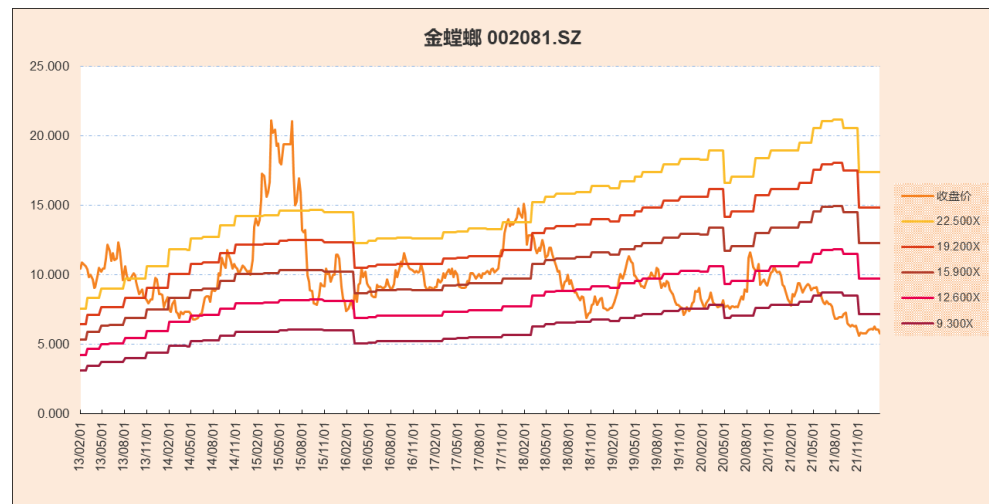
综上，我们认为公司正处于风险出清至景气度向上的拐点阶段，给予 PE 12.6x，对应 2023 年市值 192 亿，对应目标价 7.18 元，维持“买入”评级。

表 10：公司主要财务信息

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	31,243.23	25,374.15	20,761.97	22,800.62	24,634.39
增长率(%)	1.33	(18.79)	(18.18)	9.82	8.04
EBITDA (百万元)	4,135.47	4,883.19	1,975.33	2,346.76	2,630.36
净利润(百万元)	2,373.92	(4,950.09)	1,200.96	1,520.80	1,800.92
增长率(%)	1.04	(308.52)	(124.26)	26.63	18.42
EPS (元/股)	0.89	(1.86)	0.45	0.57	0.68
市盈率 (P/E)	5.88	(2.82)	11.63	9.18	7.76
市净率 (P/B)	0.82	1.26	1.12	1.02	0.91
市销率 (P/S)	0.45	0.55	0.67	0.61	0.57
EV/EBITDA	3.71	1.44	2.29	1.44	0.90

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2013-2021 年公司 PE Band



资料来源：同花顺，天风证券研究所

## 风险提示

**业务结构调整不及预期：**目前公司家装订单金额已基本压实，业务结构调整已基本结束，基于此假设下，我们认为 23 年处于订单数据的向上拐点，若公司目前业务调整仍未结束，则 23 年仍或出现无法增长风险。

**在手订单执行不及预期：**若订单执行不及预期，或会致营收不及预期，从而影响利润表现。

**行业景气度持续下滑：**若行业景气度持续下滑，将会导致行业竞争加剧，影响公司获取订单及订单利润水平。

**未来资产和信用减值风险：**我们认为公司受地产影响所导致的资产及信用减值损失已充分计提，若公司仍有尚未计提的风险减值，则会影响今年的利润表现。

**业绩预告是初步预测结果，具体财务数据以公司披露年报为准。**

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,372.63	7,490.26	7,371.95	8,376.66	9,300.28
应收票据及应收账款	22,352.31	12,902.30	12,473.44	16,660.68	16,185.17
预付账款	184.62	270.46	98.24	283.07	140.20
存货	53.84	1,651.84	867.14	627.53	157.54
其他	2,888.88	1,868.32	5,011.48	12,332.10	4,863.15
<b>流动资产合计</b>	<b>31,852.28</b>	<b>24,183.17</b>	<b>25,822.26</b>	<b>38,280.04</b>	<b>30,646.33</b>
长期股权投资	0.23	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	892.17	880.60	992.27	1,138.03	1,288.79
在建工程	41.22	14.26	82.65	101.74	99.20
无形资产	89.54	81.80	77.01	71.21	64.41
其他	3,350.98	3,751.33	3,248.40	3,367.58	3,437.21
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,374.13</b>	<b>4,727.99</b>	<b>4,400.32</b>	<b>4,678.56</b>	<b>4,889.62</b>
<b>资产总计</b>	<b>45,003.31</b>	<b>38,185.07</b>	<b>30,222.58</b>	<b>42,958.59</b>	<b>35,535.95</b>
短期借款	714.36	882.25	800.00	800.00	800.00
应付票据及应付账款	21,918.13	18,637.58	12,001.36	21,675.83	13,876.20
其他	3,566.06	3,782.22	3,749.36	5,483.35	4,273.63
<b>流动负债合计</b>	<b>26,198.55</b>	<b>23,302.05</b>	<b>16,550.71</b>	<b>27,959.18</b>	<b>18,949.83</b>
长期借款	836.92	1,524.07	900.00	900.00	900.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.16	153.87	53.66	70.56	92.70
<b>非流动负债合计</b>	<b>841.08</b>	<b>1,677.94</b>	<b>953.66</b>	<b>970.56</b>	<b>992.70</b>
<b>负债合计</b>	<b>27,857.98</b>	<b>26,687.72</b>	<b>17,504.37</b>	<b>28,929.74</b>	<b>19,942.53</b>
少数股东权益	136.68	389.11	302.19	281.97	258.01
股本	2,683.36	2,671.34	2,655.32	2,655.32	2,655.32
资本公积	368.72	186.69	136.90	136.90	136.90
留存收益	14,085.63	8,610.98	9,811.94	11,180.66	12,801.49
其他	(129.06)	(360.78)	(188.13)	(225.99)	(258.30)
<b>股东权益合计</b>	<b>17,145.33</b>	<b>11,497.35</b>	<b>12,718.22</b>	<b>14,028.85</b>	<b>15,593.42</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>45,003.31</b>	<b>38,185.07</b>	<b>30,222.58</b>	<b>42,958.59</b>	<b>35,535.95</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,340.61	(4,874.84)	1,200.96	1,520.80	1,800.92
折旧摊销	129.64	86.64	79.74	95.95	113.58
财务费用	114.48	74.20	75.52	79.84	92.74
投资损失	(37.65)	(34.43)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(1,257.49)	(2,170.38)	(415.41)	(149.09)	(512.11)
其它	487.53	7,732.39	(17.75)	(22.47)	(26.61)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,777.12</b>	<b>813.57</b>	<b>873.06</b>	<b>1,475.03</b>	<b>1,418.51</b>
资本支出	(51.05)	(374.88)	355.22	238.09	232.87
长期投资	(22.61)	(0.23)	0.00	0.00	0.00
其他	(500.03)	1,630.61	(539.69)	(456.18)	(435.98)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(573.70)</b>	<b>1,255.51</b>	<b>(184.47)</b>	<b>(218.09)</b>	<b>(203.12)</b>
债权融资	(265.05)	853.49	(844.55)	(64.54)	(82.03)
股权融资	(552.28)	(425.77)	37.66	(187.69)	(209.74)
其他	20.22	(1,339.07)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(797.11)</b>	<b>(911.34)</b>	<b>(806.89)</b>	<b>(252.23)</b>	<b>(291.77)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>406.31</b>	<b>1,157.74</b>	<b>(118.30)</b>	<b>1,004.71</b>	<b>923.62</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>31,243.23</b>	<b>25,374.15</b>	<b>20,761.97</b>	<b>22,800.62</b>	<b>24,634.39</b>
营业成本	26,058.44	21,279.03	17,342.79	18,825.75	20,187.27
营业税金及附加	108.18	88.37	72.67	79.80	86.22
销售费用	375.96	330.08	301.05	376.21	443.42
管理费用	604.85	520.44	514.90	615.62	739.03
研发费用	955.78	841.02	734.97	752.42	763.67
财务费用	131.17	81.07	75.52	79.84	92.74
资产/信用减值损失	(386.28)	(7,693.33)	(443.00)	(440.00)	(382.00)
公允价值变动收益	(0.72)	(54.85)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	37.65	34.43	50.00	50.00	50.00
其他	643.92	15,403.83	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>2,714.30</b>	<b>(5,455.94)</b>	<b>1,327.07</b>	<b>1,680.97</b>	<b>1,990.05</b>
营业外收入	0.29	1.84	2.00	2.00	2.00
营业外支出	4.30	5.24	4.00	5.00	5.00
<b>利润总额</b>	<b>2,710.28</b>	<b>(5,459.33)</b>	<b>1,325.07</b>	<b>1,677.97</b>	<b>1,987.05</b>
所得税	369.67	(584.49)	141.87	179.65	212.74
<b>净利润</b>	<b>2,340.61</b>	<b>(4,874.84)</b>	<b>1,183.21</b>	<b>1,498.33</b>	<b>1,774.31</b>
少数股东损益	(33.31)	75.24	(17.75)	(22.47)	(26.61)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,373.92</b>	<b>(4,950.09)</b>	<b>1,200.96</b>	<b>1,520.80</b>	<b>1,800.92</b>
每股收益(元)	0.89	(1.86)	0.45	0.57	0.68

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	1.33%	-18.79%	-18.18%	9.82%	8.04%
营业利润	0.73%	-301.01%	-124.32%	26.67%	18.39%
归属于母公司净利润	1.04%	-308.52%	-124.26%	26.63%	18.42%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.59%	16.14%	16.47%	17.43%	18.05%
净利率	7.60%	-19.51%	5.78%	6.67%	7.31%
ROE	13.96%	-44.56%	9.67%	11.06%	11.74%
ROIC	37.25%	-66.93%	66.62%	52.88%	58.81%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	61.90%	69.89%	57.92%	67.34%	56.12%
净负债率	-27.82%	-43.08%	-44.06%	-47.00%	-48.14%
流动比率	1.50	1.34	1.56	1.37	1.62
速动比率	1.50	1.27	1.51	1.35	1.61

营运能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
应收账款周转率	1.28	1.44	1.64	1.57	1.50
存货周转率	402.66	29.75	16.48	30.51	62.76
总资产周转率	0.74	0.61	0.61	0.62	0.63

每股指标(元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	0.89	-1.86	0.45	0.57	0.68
每股经营现金流	0.67	0.31	0.33	0.56	0.53
每股净资产	6.41	4.18	4.68	5.18	5.78

估值比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率	6.01	-2.88	11.87	9.38	7.92
市净率	0.84	1.28	1.15	1.04	0.93
EV/EBITDA	3.71	1.44	2.44	1.57	1.02
EV/EBIT	3.78	1.46	2.54	1.63	1.06

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com