

建筑装饰

装配式装修顺应潮流，龙头公司有望快速崛起

装配式装修技术日趋成熟，有望带来行业变革。装配式装修是指通过模块化设计、工厂化生产、装配化施工及信息化协同的产业化装修方式。装配式装修在标准化流程框架下又可进行前期个性化设计及后期柔性化生产，实现规模化与个性化兼顾。近年来由于传统装修用工成本快速上升及资源的现场严重损耗浪费，装配式装修的相对优势有望不断显现与增强，装配式装修逐步替代传统装修的行业变革有望到来。

装配式装修在工期、管理、材料和环保等方面均优势突出。装配式装修可大幅提升从设计、生产、装配、售后维修到再装修的全流程效率，相对传统装修具有如下多重优势：**1) 高品质部件：**装饰部品部件均为自动化机器均质生产，质量远高于传统手工作业，且材料可集成多种性能；**2) 超短工期：**装修周期可缩短 50%以上，现场装配周期可缩短 80%以上，并通过系统集成实现去技工化；**3) 成本可控：**工厂化生产规模效应突出，信息化全生命周期协同及模块化设计管理更利于成本管控，实现成本预算透明化；**4) 易于再装修：**可实现部品部件快速拆装、过程可逆以及随时切换房间分割方式与装修风格，提供便捷及多样的多次装修选择；**5) 健康环保：**可采用绿色新型建筑装饰材料，现场全干法装配作业，安装过程几乎无有害物质产生，可以实现即装即住。

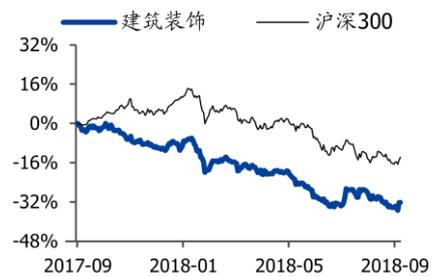
产能可均质化快速扩张，有望实现行业集中度有效提升与产业链重构。传统硬装装修的质量取决于装修工人的经验和技能，而受制于装修工人的水平高低不一，施工效率无法进一步提高，企业难以实现产能均质化扩张，而装配式装修可以直击这一痛点，现场工人只需要按照规定将其进行“乐高玩具式”组装即可，组装所要求工人技能易学且可标准化复制，从而实现装修产品的均质化扩张，未来有望重塑家装、公寓、酒店乃至公装的市场份额格局。同时装配式装修业务可实现规模化产品供给与集团采购，有望显著增强装饰企业对于上下游的议价能力，不仅可越过传统家装建材市场的多重分销结构直接与原材料厂家对接，且可成为家居软装产业的流量入口，重塑装饰企业的产业链地位，提升装饰企业的整体经济效益。

装配式装修行业初具雏形，技术储备雄厚的龙头企业有望快速崛起。虽然国内装配式装修行业发展时间较短，但在整体卫浴、整体厨柜、集成式吊顶及防水系统等多个环节，已经有企业推出装配式解决方案，行业整体已经初具雏形，未来具有一定技术储备、可推出系统化成熟产品的行业龙头有望快速崛起。其中，**亚厦股份**凭借多年技术积淀及工厂制造业经验，成功实现行业多项领先技术突破并获得相关专利 1200 余项，打造出领先的产品技术体系，实现“全工业化装配式装修”，其装配式装修模式已经具备显著潜在优势，未来有望快速推广。

风险提示：房地产政策调控趋严风险，装配式装修推广低于预期风险，市场竞争加剧风险，应收账款产生坏账风险等，原材料价格快速上涨风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 杨涛

执业证书编号：S0680518010002

邮箱：yangtao1@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

相关研究

- 1、《建筑装饰：基建发力仍需时间，合规推进 PPP 方向已明》2018-09-16
- 2、《建筑装饰：基建仍是优选方向，板块性价比再凸显》2018-09-09
- 3、《建筑装饰：优选行业龙头，关注装配式建筑进展》2018-09-02



内容目录

1. 工业化装修技术日趋成熟，有望带来行业变革	3
2. 装配式装修具有多重优势，全流程效率可大幅提升	4
3. 产能可均质化快速扩张，有望促行业集中度提升与产业链重构	7
3.1. 装饰行业市场空间巨大，行业集中度有待提升	7
3.2. 装配式装修可促装饰产能均质化快速扩张，有望重塑产业链格局	8
4. 装配式装修行业初具规模，技术储备雄厚的龙头有望快速崛起	10
4.1. 亚厦股份：装配式装修解决方案重剑出鞘	10
4.2. 和能人居科技：华北住宅产业化装修龙头	11
4.3. 科逸公司：整体卫浴&整体厨房	12
4.4. 装配式软装：定制家居龙头已实现软装环节的装配式解决方案	13
5. 风险提示	13

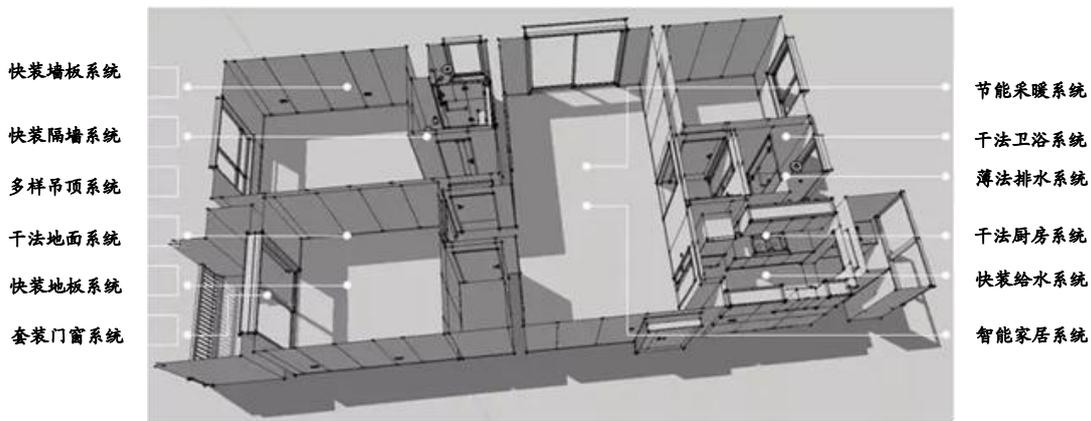
图表目录

图表 1: 装配式装修全系统拆分	3
图表 2: 装配式装修的四个重要程序	3
图表 3: 装配式装修可实现设计及生产模块化组合	4
图表 4: 传统装修与装配式装修施工工艺对比	5
图表 5: 原材与质量对比	5
图表 6: 装配式装修部品生产线	6
图表 7: 装配式装修部品加工线	6
图表 8: 工期与工种对比	6
图表 9: 预算与成本对比	6
图表 10: 传统装修与装配式装修施工户型格局对比	7
图表 11: 装配式轻质隔墙可快速安装、拆卸及分割	7
图表 12: 装饰行业总规模	8
图表 13: 装饰行业市场集中度情况	8
图表 14: 装配式装修可实现产业链协同	8
图表 15: 2017-2020 年全国住宅全装修市场规模测算	9
图表 16: 重要房地产商关于长租公寓的计划	9
图表 17: 亚厦股份历年研发费用情况	10
图表 18: 亚厦股份历年新增建筑装饰工业化领域专利数	11
图表 19: 和能人居装配式吊顶装修效果	12
图表 20: 和能人居装配式墙体装修效果	12
图表 21: 科逸公司部分整体卫浴和整体厨房产品	12

1. 工业化装修技术日趋成熟，有望带来行业变革

工业化装修，也即装配化装修，是将室内装修的大部分装修部件在工厂内通过大型机械高效率，高标准流水线化生产（即顶面、墙面、地面的全工业化硬装，涵盖了众多居住领域，如酒店、医院、商业、办公等空间类型），然后到现场进行装配，其原材料规范化，标准化批量采购、模块化设计、工业化生产、整体化安装，可实现装修的规范化、标准化和高效节能的效果。同时装配式装修在框架标准化的优势下又可进行前期个性化设计及后期一定程度的柔性化生产，可实现规模批量化与个性特色化并重。

图表 1: 装配式装修全系统拆分

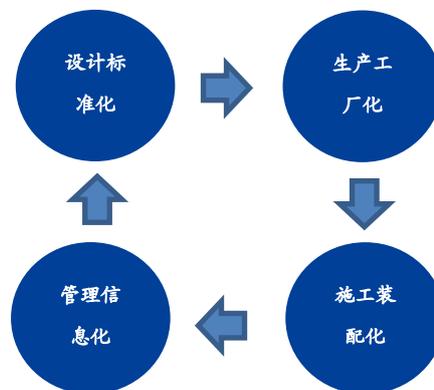


资料来源: 装配家园网, 国盛证券研究所

具体来看，装配式装修实施流程分为四个重要程序：

- 1) 标准化设计：建筑设计与装修设计一体化建模，BIM 模型协同设计；验证建筑、设备、管线与装修零冲突。
- 2) 工业化生产：产品统一部品化，部品统一型号规格、部品统一设计标准。
- 3) 装配化施工：由产业工人现场装配，通过工厂化管理规范装配动作和程序。
- 4) 信息化协同：部品标准化、模块化、模数化，从测量数据与工厂制造协同，现场进度与工程配送协同。

图表 2: 装配式装修的四个重要程序



资料来源: 国盛证券研究所

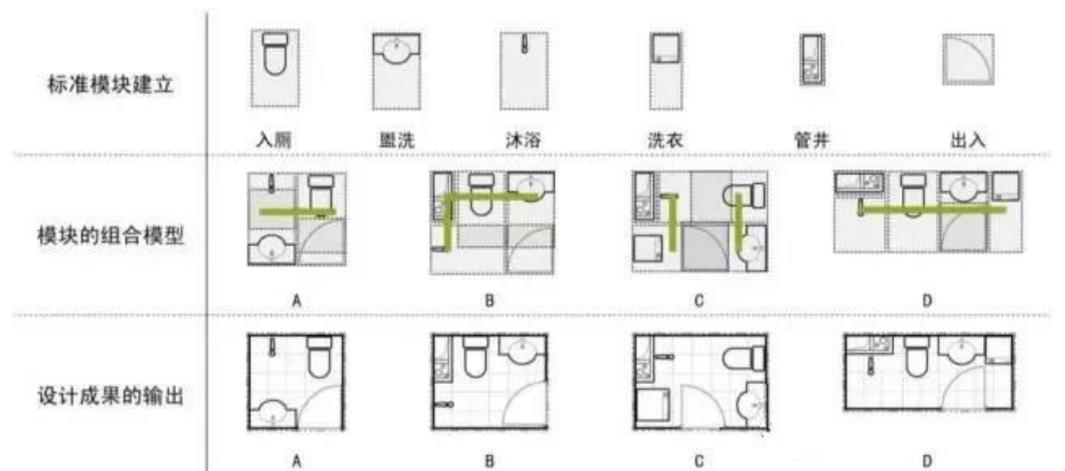
装配式装修替代传统装修的行业变革有望来临。随着装饰行业技术成熟，新材料应用，以及各种配套设施与加工设备的升级，通过工厂化、产业化及规模化方式，装配式装饰施工成本有望不断降低，目前相对于传统装修已可节水 90%，工期缩短 80%，能耗降低 70%，工费降低 60%，原材料使用大幅降低。而传统的作业方式由于劳动力费用快速增长及资源材料严重浪费，装配式装修相对优势将不断增强，装配式装修逐步替代传统装修的行业变革有望到来。

2. 装配式装修具有多重优势，全流程效率可大幅提升

装配式装修在工期、管理和材料等方面均优势突出，可大幅提升从设计、生产、装配、售后维修到再装修的全流程效率，相对于传统装修具有如下多重优势：

- 1) **高品质部件**：装饰部品部件及材料均为自动化机器均质生产，材料可集成多种性能，以满足消费者装修习惯和功能；
- 2) **超短工期**：装配式装修可将装修周期缩短 50%以上，现场装配周期缩短 80%以上，并通过系统集成技术实现去技工化；
- 3) **成本可控**：工厂化生产规模效应突出，信息化全生命周期协同及模块化设计管理更利于成本管控，从而使项目成本的预决算金额趋于基本一致，实现成本预算阳光透明；
- 4) **易于再装修**：装配式施工的工艺可实现部品部件的快速拆装、过程可逆以及随时切换房间分割方式与装修风格，为消费者提供更便捷和多样的多次装修选择；
- 5) **健康环保**：采用可回收利用的绿色新型建筑装饰材料，实现了部品部件的全工厂化预制，现场的全干法装配作业，安装过程无油漆、噪音、粉尘及有害物质产生，室内空气质量远优于国家及欧美相关健康标准，可以实现即装即住。

图表 3: 装配式装修可实现设计及生产模块化组合



资料来源：预制建筑网，国盛证券研究所

图表 4: 传统装修与装配式装修施工工艺对比

比对项目	传统装修	装配式装修
地面施工	湿作业，地面荷载较重，工序复杂，面砖易空鼓、脱落，排缝不均匀，地暖管检修困难。	地面系统：一次性铺装完成，减重 67%，现场无污染，牢固耐久，平整度高，装配效率提高 300%。
二次结构墙体施工	表面平整度、垂直度会受工人施工水平影响，湿作业易出现裂缝、渗水等。	轻质隔墙系统：集成墙体灵活性强，无湿作业，精度高，现场整洁干净，施工时间缩短 200%。亦可集成装饰面，实现结构装饰一体化，简化施工。
墙面施工	工序多、易空鼓脱落，涂饰面易开裂，受气候影响。	快装墙面系统：干法施工，龙骨调平，免铺贴，质量稳定，不受气候影响。
吊顶施工	厨卫吊顶吊筋、打孔、拼板，施工复杂。	集成吊顶系统：厨卫吊顶专用龙骨与墙板搭接，施工简单，免打孔，免吊筋，无噪音，平整度高。
门窗施工	传统木门、窗套加工制作周期长，受潮易变形翘曲，易松动。	镀锌钢板与硅酸钙板集成门防水、防火、耐刮擦，抗磕碰，抗变形；无需裁切开孔，直接组装，装配效率提高 200%。
管线施工	管线开槽工效低，破坏结构，维修难。	快装给水系统：管线与结构分离，不破坏结构，易维修。
排水施工	水管排水噪音大，检修麻烦，上下层易干扰。	排水系统：同层排水，水管胶圈承插易操作。
卫生间施工	卫生间防水施工复杂，易出现渗漏。	集成卫浴系统：卫生间整体防水底盘，地面减重 70%。现场装配效率提高 300%。整体卫浴空间及部件结合同层排水一体化设计，契合度高。

资料来源：预制建筑网，国盛证券研究所

标准化生产提升部件质量，材料综合性能优异，显著提升装修品质。材料及质量方面，传统装修原材料种类繁多，现场加工制作较多，材料一次性使用，受限于材料处理、施工者的技术水准，每次施工都无法完全相同。隐蔽工程较多，湿作业容易导致空鼓、开裂、漏水，装修产品不定型，质量不易控制。而装配式装修部品系统集成生产，有效解决施工产生的误差和模数接口问题，减少材料浪费。装修原材以金属基和水泥基为准，环保性能优良，可以回收再利用，部品部件均在工厂机械化生产，有严格的质量管控，避免了装修质量通病。同时装配式装修材料可以较低成本集成以下多种性能：

- 1) 节能：**外墙有保温层，最大限度地保障冬季采暖和降低夏季空调能耗；
- 2) 隔声：**墙体和门窗的密封功能得到改进，保温材料具有吸声功能，室内环境安静；
- 3) 防火：**使用的材料均为不燃或难燃材料，有效防止了火灾的蔓延或波及；
- 4) 抗震：**大量使用轻质材料降低了建筑物重量，增加了装配式的柔性连接。

图表 5: 原材与质量对比

比对项目	传统装修	装配式装修
材料	材料种类繁多，现场加工制作较多。材料使用一次性。利用率无系统考虑，存在浪费严重的情况。	部品系统集成生产，有效解决施工产生的误差和模数接口问题，减少材料浪费。装修原材以金属基和水泥基为准，环保性能优良，可以回收再利用。
质量	受限于材料处理、施工者的技术水准，每次施工都无法完全相同。隐蔽工程较多，湿作业容易导致空鼓、开裂、漏水，装修产品不定型，质量不易控制。	装修部品部件均在工厂机械化生产，有严格的质量管控，避免了装修质量通病。

资料来源：装配家园网，国盛证券研究所

图表 6: 装配式装修部品生产线



资料来源: 和能人居科技官网, 国盛证券研究所

图表 7: 装配式装修部品加工线



资料来源: 和能人居科技官网, 国盛证券研究所

装配式装修可实现超短工期, 显著降低人力依赖。传统施工现场工序繁琐, 耗时费力, 以 60 平米两居室为例, 装修期至少两个月, 而采用装配式专修仅需 3 个产业工人 10 天即可完成装修任务。另一方面, 传统装修涉及十多个工种, 瓦工、泥工、木工、油漆工等, 较为依赖大量技术性劳动力, 且易发生工种间责任纠纷。而装配式装修仅需能够严格执行施工程序的产业工人, 现场只需要完成装配即可, 对工人技术能力要求低。

图表 8: 工期与工种对比

比对项目	传统装修	装配式装修
工种	涉及十多个工种, 瓦工、泥工、木工、油漆工等, 易发生工种间责任纠纷。	只需能够严格执行施工程序的产业工人。
工期与工种对比	耗时费力, 以 60 平米两居室为例, 装修期至少两个月。	60 平米的两居室, 3 个产业工人 10 天完成装修任务。

资料来源: 装配家园网, 国盛证券研究所

全流程预算可控, 成本优势突出。在预算管控方面, 传统装修后期费用变动较多, 预算难以管控, 而装配式装修设计阶段就可通过分类统计进行快速的工程量分析, 实现对成本的初步控制, 按双方议定好的图纸签完合同后工厂生产直接组装, 预算全流程可控。在成本运营方面, 传统装修项目繁多且周期长, 易增加额外的管理、销售和财务费用, 提高建造成本和售价, 而装配式装修可实现产业工人代替传统装修工, 大幅降低人工成本, 原材料基本无浪费, 加快开发周期, 节约建造成本。

图表 9: 预算与成本对比

比对项目	传统装修	装配式装修
预算控制	后期费用变动较多, 预算不可控。	预算可控: 设计阶段就可通过分类统计进行快速的工程量分析, 实现对成本的初步控制, 按双方议定好的图纸签完合同后工厂生产直接组装。
成本运营	项目繁多开发周期长, 易增加额外的管理、销售和财务费用, 提高开发成本和售价。	产业工人代替传统装修工, 大幅降低人工成本, 与传统装修相比较, 人工费节省约 60%, 原材料基本无浪费。加快开发周期, 节约建造成本。

资料来源: 装配家园网, 国盛证券研究所

后期维护便捷，易于再装修。装配式装修可快速拆装，配套的轻质隔墙采用大开间灵活分割的方式，因此可根据住户的需要随时分割室内空间（大厅小居室或小厅大居室）及更换装修风格，可面对几十年内家庭人口的变化。而在后期维护方面，传统装修后期维修困难，质量责任难以追溯，装配式装修部件装配化、备用件标准化，维修率降低80%。安装、拆卸、更换易完成，运维成本低。

图表 10: 传统装修与装配式装修施工户型格局对比

比对项目	传统装修	装配式装修
户型格局	户型空间功能限定局限，不易变换。	部品规格规范，内装与结构分离，户型和房间格局灵活多变，拆改方便，适应家庭结构变化。

资料来源：预制建筑网，国盛证券研究所

图表 11: 装配式轻质隔墙可快速安装、拆卸及分割



资料来源：和能人居科技官网，国盛证券研究所

环保性能优势显著。传统施工原材料进场后再加工，产生废水废料的堆放及排放，施工噪音大，粉尘污染严重。现场使用大量化学粘合剂，甲醛、苯等有害气体排放较多，入住等待期至少2-3个月。而装配式装修纯干法施工几乎无甲醛排放，部品部件原材使用国家标准的环保材料，在工厂提前进行环保处理，成品进入现场只需组装，且无废料及建材垃圾堆放，生态环保无污染。

3. 产能可均质化快速扩张，有望促行业集中度提升与产业链重构

3.1. 装饰行业市场空间巨大，行业集中度有待提升

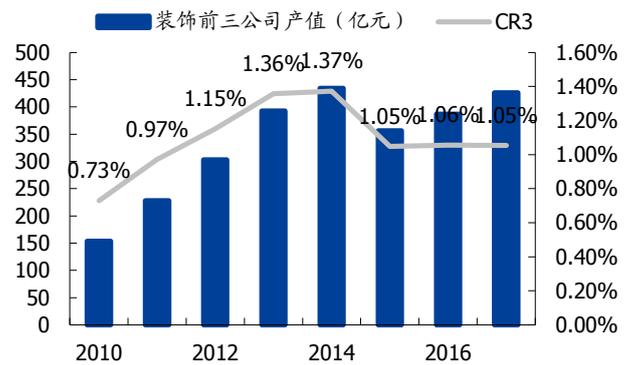
装饰行业市场空间巨大，行业集中度有待提升。根据建筑装饰协会的数据，2016年装饰行业规模达3.66万亿，同比增长7.65%，增速较2015年提升0.66个pct，2006-2016年CAGR为12.27%。2017年按装饰占建筑总产值的约19%估算，装饰行业总产值已达4.05万亿。装饰市场分散化严重，金螳螂、亚厦股份、广田集团三家建筑装饰公司自2010年至今蝉联行业前三甲，是建筑装饰行业龙头公司。三家公司总产值（CR3）占建筑装饰行业总产值的比由2010年的0.73%提升至2014年的1.37%，提升幅度有限，2015年至今受宏观环境影响CR3有所下降，2017年约为1.05%。当前装饰行业龙头公司市场集中度的提升逐步进入瓶颈，主要原因在于目前的装饰行业传统施工和管理模式严重依赖于手工化作业，难以规模化、均质化扩张。

图表 12: 装饰行业总规模



资料来源: 中国建筑装饰业协会, 国盛证券研究所

图表 13: 装饰行业市场集中度情况



资料来源: 中国建筑装饰业协会, 国盛证券研究所

3.2. 装配式装修可促装饰产能均质化快速扩张, 有望重塑产业链格局

直击传统装修无法实现均质化扩张痛点, 突破产能瓶颈。传统装修质量的好坏取决于装修工人的经验和技能, 而受制于装修工人的水平高低不一, 企业难以实现均质化快速扩张, 而装配式硬装直击这一痛点, 现场工人只需要按照规定将其进行“乐高积木式”组装即可, 组装所要求的技能水平较低, 从而可实现装修业务均质化扩张, 未来有望重塑家装、公寓、酒店乃至公装的市场份额格局, 显著提升市占率。

可实现全产业链部品协同大幅提升效率。装配式装修部品可实现全产业链协同, 将现场获取的装修要素输入信息系统协同设计, 生成统一部品采购及生产信息, 并根据现场施工节奏协同装配, 品控更优异, 工程合格率高。可显著解决传统施工中前后工序难以协调致验收返工次数多的问题, 降低更改的次数和沟通协调的成本, 显著提升业务效率。

图表 14: 装配式装修可实现产业链协同



资料来源: 国盛证券研究所

显著提升装饰企业产业链地位。装配式装修业务可实现规模化产品供给与集团采购, 有望显著增强装饰企业对于上下游的议价能力, 不仅可越过传统家装建材市场的多重分销结构直接与原材料厂家通过大宗交易形式对接, 而且可以成为家居软装产业的流量入口, 重塑装饰企业的产业链地位。

装配式装修借助住宅全装修及住房租赁行业浪潮有望快速发展。2017年5月住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》提出到2020年新开工全装修住宅面积占比达30%,

而各省市自 2014 年起亦陆续出台相关政策,大力推进住宅全装修模式,我们测算到 2020 年全装修市场规模有望达到 5000-6000 亿元,行业年复合增速可达 24%。当前长租公寓获大力推广,2017 年 7 月九部委联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》要求人口净流入的大中城市发展住房租赁业务,同时万科、龙湖、保利等地产巨头纷纷积极布局,假设长租公寓平均 8 年装修 1 次,每次装修的价格约 1 年租金,则每年对装修市场平均增量超 1250 亿规模,提供增量市场空间。

装配式装修特点较为切合住宅全装修及长租公寓装修要求,可实现快速的标准化及批量化装修,显著提升下游地产及长租公寓开发者的资金周转率及项目装配化率,未来有望充分受益住宅全装修及住房租赁市场的快速发展。

图表 15: 2017-2020 年全国住宅全装修市场规模测算

年份	2017E	2018E	2019E	2020E
全国住宅新开工面积 (亿平方米)	12.8	14.0	15.1	16.1
同比增速	10.5%	9.0%	8.0%	7.0%
住宅全装修渗透率	20.0%	24.0%	28.0%	30.0%
全国住宅全装修房屋面积 (亿平方米)	2.6	3.4	4.2	4.8
假设每平米价格 1100 元,则市场规模为	2818.2	3686.2	4644.6	5324.7
假设每平米价格 1200 元,则市场规模为	3074.4	4021.3	5066.9	5808.8
全国住宅新开工面积 (亿平方米)	12.8	14.0	15.1	16.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 重要房地产商关于长租公寓的计划

名称	长租公寓品牌	今年成绩	发展计划
万科	泊寓	已进入 28 个城市,获取房间 8.4 万间	2017 年预计总获取房间数量超过 10 万间,预计到 2018 年,拓展公寓目标 45 万间,远期规划则计划提供 100 万套公寓
龙湖	冠寓	进入了 16 个城市	2017 年开业 1.5 万间长租公寓,至 2020 年,数量达成行业前三,营收 20 亿元
旭辉	领寓国际	已开发 1 万间,筹建运营 28 个项目,进入 13 个城市	今年的目标是入市 2 万间,5 年运营管理 20 万间,完成国际化布局,同时实现 IPO 上市
远洋	邦舍 Boonself	进入北京、上海、深圳、广州、杭州、成都、大连共 7 个城市,2000 套房	2017 年目标签约 5000 套房
金地	草莓社区	已开业 4 家门店(上海、深圳),约 1200 间房。筹备中 7 家门店待开业(深圳、上海、杭州、昆明)约 1500 间	近三年目标拓展 6 万间,主力发展一线,准一线,二线重点城市
保利	N+公寓	已进入重庆、西安、大连、长沙等	十三五规划的战略目标指出,3 年内商业公寓板块做到内部自持和外部拓展双轨同时布局
招商蛇口		目前招商蛇口运营中的长租公寓达 1.6 万间,建筑规模总计约 60 万平方米	未来,通过收购兼并的模式加速扩张,管理规模扩容至 100 万间
上海地产集团		已经竞得 9 宗租赁住宅用地,总规划建筑面积超 66 万平方米	今年获得 19 幅地块,共计 108 万平方米建筑面积,可提供 2 万套租赁住宅,2018 上半年前计划开工约 4000 套,到 2018 年底开工 100 万平米,2020 年交付 2 万套租赁住房
上海张江集团		已竞得 4 宗租赁住宅用地,总规划建筑面积超 25 万平方米	

资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

4. 装配式装修行业初具规模，技术储备雄厚的龙头有望快速崛起

虽然国内装配式整体装修行业发展时间较短，行业集中度低，多数公司装配式装修业务依然处于研发初期，但在整体卫浴、整体厨房、装配式酒店、装配式墙体、装配式吊顶及防水系统等多个环节，已经有部分企业涉足并推出装配式解决方案，其涉及的客户包括个人、房地产公司、酒店等，行业整体已经初具雏形，未来具有一定技术储备、可推出系统化成熟产品的行业龙头有望快速崛起。

4.1. 亚厦股份：装配式装修解决方案重剑出鞘

公司经多年研发，打造完整装配式装修技术产品体系，具有多方面潜在市场竞争优势，未来业务有望快速扩张。公司自 2010 年上市之初便开始重视装修工业化战略，经多年研发，已打造出完整的装配式装修技术产品体系。与传统手工施工方式相比，其工业化装饰模式具有多方面较强潜在竞争优势，未来有望快速推广。根据公司官网，亚厦股份是迄今为止国内唯一一家同时被住建部认定为“国家住宅产业基地”和“国家装配式建筑产业基地”的装饰企业，主编了装配式装修行业标准《装配式内装产品系列标准》，是业内拥有住宅精装修工业化核心技术体系的高新企业。公司与国内外多家知名大学和科研机构合作成立了建筑工业化研究中心，共同研发结构体系，实现产学研融合。

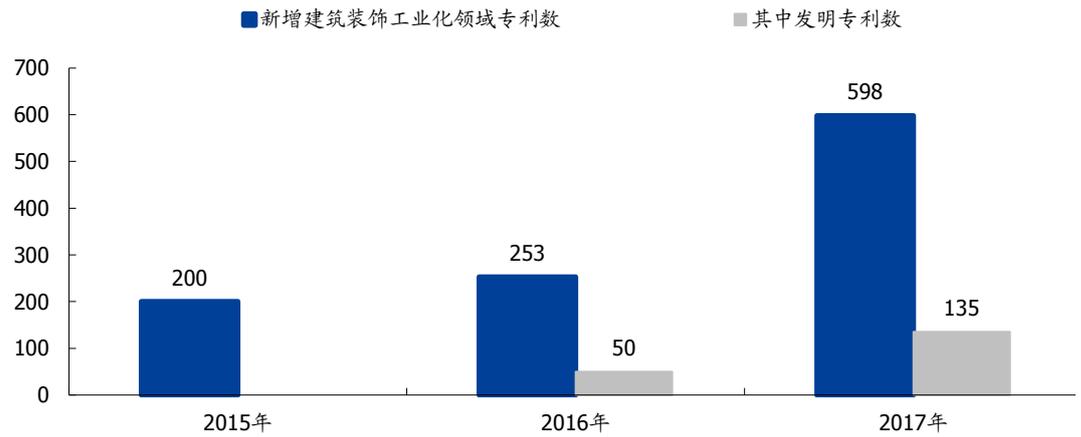
研发实力突出，每年研发费用支出稳定。公司历年研发费用占收入比均维持在 3% 左右，2017 年研发费用支出 2.55 亿元。公司积极走自主研发、科技创新的道路，积极提升企业核心竞争力，构建以创新为导向的建筑装饰工业化知识产权的竞争优势壁垒。2015-2017 年在建筑装饰装配化知识产权相关领域分别申请专利 200/253/598 项，2017 年装饰装配化知识产权数呈翻倍式提升，并被浙江省科技厅评为浙江省内的 32 家评审优秀的研究院之一，是极具潜力的装配式装修龙头企业。

图表 17: 亚厦股份历年研发费用情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 亚厦股份历年新增建筑装饰工业化领域专利数



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

公司当前面向市场进行装配式业务开拓仍处于发展初期, 可面向住宅类精装修业务、高端人才公寓、星级酒店、学生公寓、养老公寓、运动员公寓及医院业务, 未来亦可面向家装市场, 潜在空间广阔。未来公司通过装配式装修业务可以直击目前家装行业存在的痛点: 装配式装修的工厂统一定制解决单体项目金额太小而不便管理的问题; 提前预制, 避免返修成本; 标准化模板解决高水平工人短缺的问题; 装配化干法施工, 解决传统家装施工周期过长的问题。因此整体来看, 未来公司面向家装市场的前景广阔。

4.2. 和能人居科技: 华北住宅产业化装修龙头

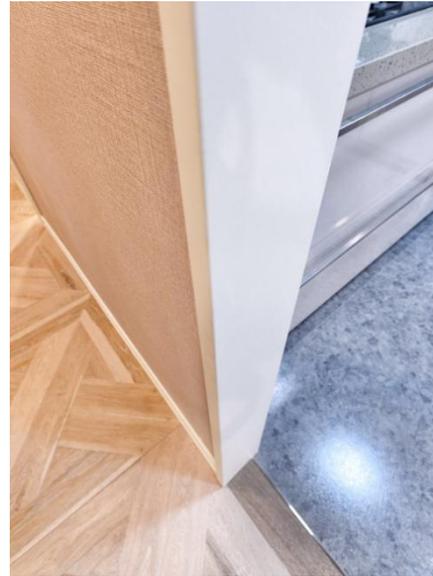
和能人居科技作为华北装配式装修龙头企业, 提供研发、生产和实施装配式装修工程的全套系统解决方案。根据公司官网, 和能人居拥有装配式相关专利 40 余项, 参编了装配式装修三项国家标准及三项地方标准, 立项主编《北京市装配式装修技术规程》。根据公司官网, 和能人居装配式装修产品目前主要应用于公租房及保障性住房, 已完成及在建 28 个项目, 累计对 54190 套保障房实施了装配式装修局部应用, 持续与中大型房地产商达成长期合作, 并不断向经济型酒店、出租型公寓、养老地产、医院及办公空间等领域拓展。

图表 19: 和能人居装配式吊顶装修效果图



资料来源: 和能人居科技官网, 国盛证券研究所

图表 20: 和能人居装配式墙体装修效果图



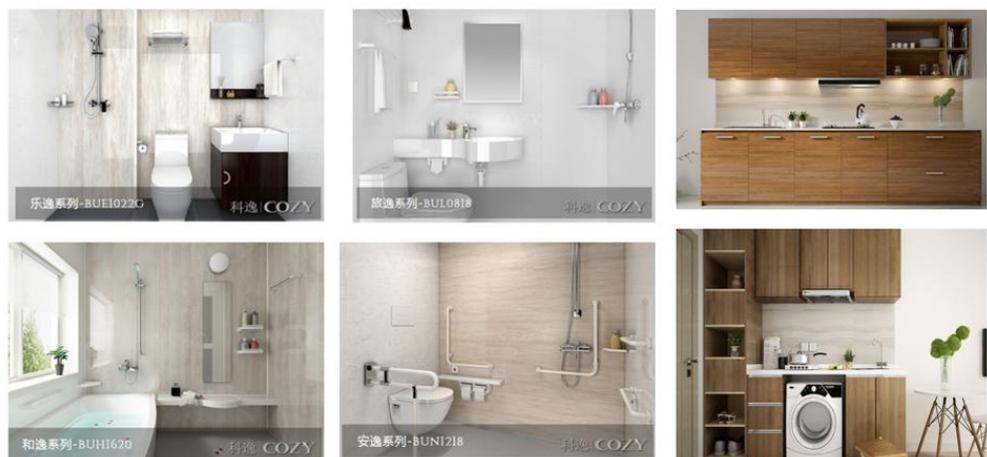
资料来源: 和能人居科技官网, 国盛证券研究所

4.3. 科逸公司: 整体卫浴&整体厨房

科逸公司主要提供整体浴室、整体厨房的装配式装修业务, 截至目前已拥有 200 多项国家专利, 已获的“国家住宅产业化基地、国家装配式建筑产业基地”资质。公司以整体浴室为核心, 开展精装地产与公寓酒店业务。根据公司官网, 科逸整体浴室产品全球市场占有率达 20%, 国内市场占有率达 80%。

2016 年科逸整体浴室业务营收 3.74 亿元, 占公司总营收的 96%, 实现 9000 万元毛利, 毛利率 24%。主要房地产客户包括万科、万达和亿达; 主要酒店客户包括汉庭、锦江之星、如家、七天、格林豪泰等。

图表 21: 科逸公司部分整体卫浴和整体厨房产品



资料来源: 苏州科逸网站, 国盛证券研究所

4.4. 装配式软装：定制家居龙头已实现软装环节的装配式解决方案

定制家具龙头借道全屋定制，基本实现软装装配式布局。全屋定制的概念兴起于 2013 年，是一项家居设计及定制、安装等服务为一体的家居定制解决方案，包括整体衣柜、整体书柜、酒柜、鞋柜、电视柜、步入式衣帽间、入墙衣柜、整体家具等多种称谓的产品均属于全屋定制范畴。依靠着柔性化加工工艺，定制家具龙头企业的装配式解决方案已经成熟，包括欧派家居、索菲亚以及尚品宅配在内的定制家具龙头企业均有着成型的全屋定制产品。

装配式软装有望成为未来软装市场主流。首先对于住户来说，装配式软装在装修过程简化的基础上可以更加符合现代人对生活品质的追求，充分满足住户的生活习惯和审美标准，同时将装修的环保质量提升至全新高度。其次对于企业来说，装配式软装可以拓宽企业产品的定制性，较少公司库存的积压，降低营销成本，并加速新产品的研发，促进产业升级。

5. 风险提示

房地产政策调控趋严风险

装饰行业与房地产行业关联度较高，国家近年来对房地产市场的调控措施不断，明确了房地产居住属性的定位，遏制了市场炒作，一定程度上降低了房地产发展速度。未来如果房地产市场持续受到调控，则可能对装饰行业会带来不利影响。

装配式装修推广低于预期风险

装配式装修产品与传统装修产品相比在技术体系、生产与施工工艺以及使用体验上存在较大不同，由于其还未大面积推广与应用，未来是否能够较好迎合市场消费习惯存在一定不确定性。

市场竞争加剧风险

装饰行业企业较多，行业集中度低，很多传统装饰企业通过自身积累或者行业整合等方式逐渐形成了在建筑装饰领域较强的竞争实力，行业竞争压力与日俱增。

应收账款产生坏账风险

装饰企业应收账款余额较大，应收账款净额占总资产比例较高是由所处行业的特点决定的。随着装饰企业业务规模的扩大，应收账款余额总体上呈增加趋势，应收账款净额占总资产的比例预计仍将可能保持较高水平。如果未来宏观经济发生不利变化或者货币资金环境趋紧等因素导致装饰企业企业应收账款不能及时回收将影响公司的资金周转速度和经营活动现金流量，从而对企业的生产经营及业绩水平造成不利影响。

原材料价格快速上涨风险

2017 年 CPI 上涨 1.6%，2018 年或将仍出现温和通胀。装饰行业的原材料价格仍将延续近年来逐步上升的趋势，装饰企业资金压力可能进一步增加。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼 邮编：100033 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路868号保利One56 10层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com