

2023年07月30日

装饰主业拐点向上，装配式+信息化行业领跑

亚厦股份(002375)

► **建筑装饰领跑者，经营拐点趋势向上。**公司为装饰行业的龙头企业，自创立起一直坚持推动装饰行业的产业升级，2010年深交所上市。公司业绩稳定恢复，2023 H1 公司在手订单金额增加至 155.08 亿元，新签订单金额增加至 73.6 亿元，同比增长 7.29%，其中住宅装修增速显著，同比 137.57%。公司研发投入不断提高，从 18-22 年的 2.41 亿元增至 3.71 亿元，销售费率得到有效控制。公司业务主要集中于华东地区，2022 年在华东地区营收达到 73 亿元以上，占总营收的 60% 以上。

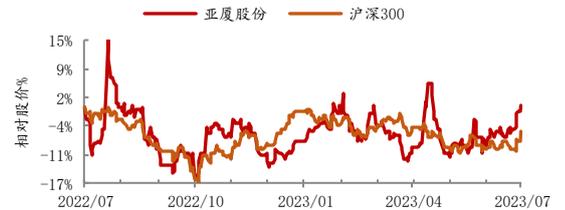
► **建筑装饰“大行业小企业”特性，行业出清，胜者为王。**据中国装饰协会和智研咨询，我国装饰行业市场规模 4.6 万亿元，是个大行业，且装饰通常 8-10 年需更换装饰，行业的可持续性较强。行业企业方面，中小企业占据大规模市场，按照 2022 年收入口径，行业 CR6 仅 1.34%。面对地产下行风险考验后，行业处于出清阶段，能够在大浪淘沙的市场环境中优胜的头部企业，集中度提升的趋势将愈发明显，最后呈现胜者为王。幕墙行业超 5500 亿元市场规模，虽然在 2022 年幕墙行业增速有所放缓，但随着更新需求，以及节能环保需求，BIPV 将为幕墙带来增量市场。

► **城中村改造与装配式天然契合，装配式迎新机。**城中村改造是一项系统的工程，其开发投资大，产业链长；其又有周期短、体量大、湿法作业工作面小、装修质量不可控难点，而装配式工艺特点和优势有效解决前述的痛点。据预制建筑网和智研咨询，装配式装修相比传统装修优势显著，工期较传统装修减少 80%，用工量减少 60%，材料减轻 60%~70%，提升显著，消费者接受程度高。因此城中村改造与装配式装修天然契合，我们城中村改造会刺激大量装配式需求。2022 年 6 月，住建部发布实施方案明确提出要推进绿色低碳建造，大力发展装配式建筑，到 2030 年装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到 40%（21 年为 24.5%左右），杭州 7 月发布《意见》指出该比例在 2027 年达到 40%，未来提升空间大。

► **积极开拓多条成长曲线，建筑信息化布局领先。**1) 智能建筑板块：2018 年-2022 年期间，万安营业收入总体保持增长，由 5.72 亿元增长至 9.24 亿元，CAGR 为 12.74%，其中万安公司的主要产品为智能建筑综合运营管理平台，主要由雾天、雾宇、三维可视化数字孪生三部分组成。2) BIPV 板块：公司与我国建筑光伏一体化应用龙头实现战略合作，2022 年已中标建筑光伏一体化项目订单金额为 3.4 亿元，较上年同期增长 1021.32%。3) 3D 打印板块：公司参股全球 3D 建筑打印领先企业-盈创科技（参股 23.52%），据盈创官网，借助盈创的“油墨”技术实现“变废为宝”。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	5.04
股票代码：	002375
52 周最高价/最低价：	5.97/4.2
总市值(亿)	67.54
自由流通市值(亿)	67.08
自由流通股数(百万)	1,330.99



分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

联系电话：

研究助理：金兵

邮箱：jinbing@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

相关研究

► **投资建议。**我们预计 2023-2025 年，公司营收 135.89/ 150.36 /166.83 亿元，同比增速 12.2%/ 10.7%/ 11.0%，归母净利润 4.67/ 5.94/ 7.24 亿元，同比增 150.6%/ 27.3%/ 21.7%；EPS 0.35/ 0.44/ 0.54 元，对应 7 月 28 日 5.04 元收盘价 14.47/ 11.36/ 9.33x PE。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

固定投资不及预期、装配式建筑政策推动不及预期、智能建筑产品开发不及预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,076	12,116	13,589	15,036	16,683
YoY (%)	11.9%	0.3%	12.2%	10.7%	11.0%
归母净利润(百万元)	-888	186	467	594	724
YoY (%)	-379.7%	121.0%	150.6%	27.3%	21.7%
毛利率 (%)	7.2%	12.6%	13.7%	14.2%	14.5%
每股收益 (元)	-0.66	0.14	0.35	0.44	0.54
ROE	-12.0%	2.4%	5.8%	6.8%	7.7%
市盈率	-7.64	36.00	14.47	11.36	9.33

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 装饰行业领跑者，经营拐点趋势向上	5
2. 建筑装饰市场规模近 5 万亿元，智慧引领行业新方向	8
2.1. “大行业小企业”，行业面临出清，胜者为王	8
2.2. 城中村改造与装配式天然契合，装配式迎新机	11
2.3. 智能建筑大势所趋，市场空间超 3000 亿元	18
3. 主业订单逆势增长，新业务开拓打开想象空间	22
3.1. 主业稳定恢复，减值计提充分，未来盈利趋势向上	22
3.2. 装配式装修优势显著，第七代产品已抢先市场	24
3.3. 积极布局智能建筑，“万安智能”引领新发展	27
3.4. 深耕幕墙，与行业翘楚合作，BIPV 大有可为	30
3.5. 3D 打印建筑抢占先机，控股公司全球领先	31
4. 盈利预测及估值	33
5. 风险提示	34

图表目录

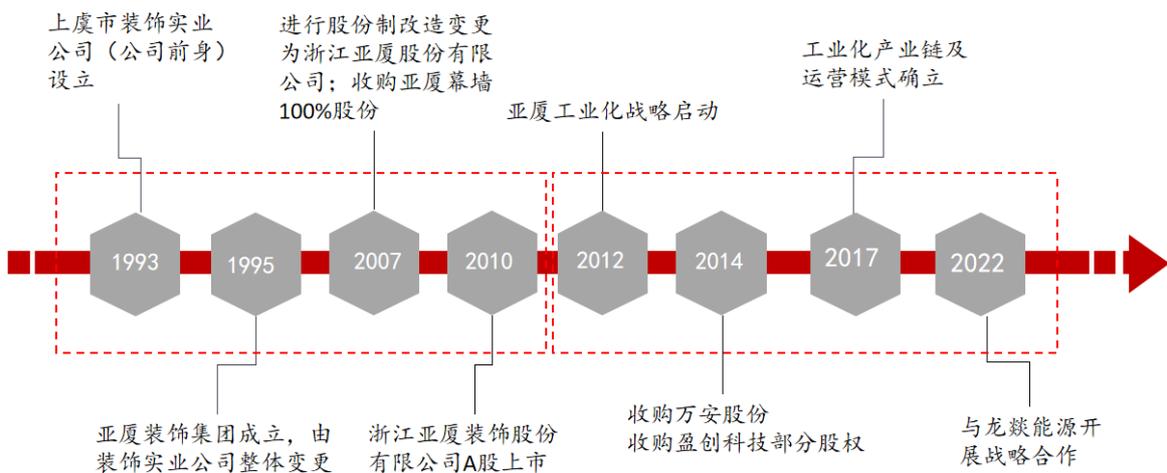
图 1 公司发展历程	5
图 2 公司股权结构（截止到 2023 年一季度）	6
图 3 18-23Q1 公司营业收入增速稳定	7
图 4 18-22 年公司毛利率波动，22 年拐点向上	7
图 5 18-22 年公司分业务营收	7
图 6 华东地区为公司重点业务区域	7
图 7 建筑装饰行业产业链	8
图 8 建筑装饰业市场规模保持增长	9
图 9 过往行业集中度低，未来有望拐点向上集中	9
图 10 幕墙产值逐年稳步提升	10
图 11 幕墙发展进入分化	11
图 12 装配式装修特征	11
图 13 农民工在建筑行业分布占比逐年降低	14
图 14 建筑业农民工平均月收入逐年提升	14
图 15 装配式建筑市场规模保持增长	16
图 16 装配式新开工占当年新开工比例不断提升	16
图 17 装配式装修主要参与者	16
图 18 装修是装配式建筑评分认定的重要一环	17
图 19 深圳城中村改造之墙板装配式施工	18
图 20 深圳城中村改造之整体卫浴安装	18
图 21 上海旧城乡村改造之墙板装配式施工	18
图 22 上海旧城改造之地板装配式施工	18
图 23 智能建筑的关键特征	19
图 24 中国既有建筑的智能化规模保持增长	21
图 25 新建建筑智能化需求保持增长	21
图 26 智能建筑渗透率较低	21
图 27 2023H1 公司在手订单同比增加	23
图 28 2023H1 公司新签订单同比增加	23
图 29 2022 年公司加大研发投入，降本增效取得效果	23
图 30 23Q1 亚厦毛利率回升至 14.87%	24
图 31 23Q1 亚厦净利率回升至 2.89%	24
图 32 20-22 年期间减值计提充分	24
图 33 应收账款为 18 年至今新低	24
图 34 公司装配式装修体系完整	25

图 35 获得中国建筑装饰行业证书	25
图 36 参编《建筑工业化内装技术规程》等	25
图 37 可比上市公司研发人数	26
图 38 可比上市公司研发人数同比增速	26
图 39 公司第七代工业化产品（墙、顶、地）	26
图 40 公司第七代工业化产品（厨房、卫浴）	26
图 41 室内装修成本划分	27
图 42 万安智能营业收入短暂承压	27
图 43 万安智能净利润逐渐恢复	27
图 44 智能建筑综合运营管理平台产品矩阵	28
图 45 雾天物联网平台	28
图 46 以雾天为核心的综合性物联网平台	28
图 47 雾宇泛智能建筑综合管理中台	29
图 48 VIBASE 产品功能	29
图 49 18-22 年幕墙收入增速稳定	31
图 50 22 年 BIPV 订单开始放量	31
图 51 盈创科技 3D 打印流程	32
图 52 3D 打印建筑过程	32
表 1 公司管理层介绍	6
表 2 国家层面鼓励支持装配式建筑发展	12
表 3 各省市层面积极推动装配式建筑发展	12
表 4 “十四五”期间各省份装配式建筑发展目标明确	13
表 5 装配式装修与传统装修优势显著	15
表 6 智能建筑行业系统分类及描述	19
表 7 微瓴的产品特性以及应用场景	19
表 8 国内目前参与智能建筑领域的杰出公司	21
表 9 三维可视化详细介绍	29
表 10 万安智能 2022 年部分优秀项目一览	30
表 11 龙焱能源公司部分产品一览	31
表 12 盈创科技产品一览	32
表 13 盈利预测	33
表 14 估值（万得一预期）	34

1. 装饰行业领跑者，经营拐点趋势向上

公司发展历史悠久，为装饰行业领先企业。公司前身为 1993 年成立的上虞市装饰实业公司，第一次改制后于 1995 年增资设立亚厦装饰集团，2007 年改制为股份有限公司，随后于 2010 年实现上市。公司始终坚持“以 EPC 模式向大体量项目与海外市场发力，重点布局 and 推动装配式装修的产业升级，通过 2018-2022 年五年的努力，实现稳固行业龙头”的战略目标，致力于成为以技术研发为核心、工业制造为平台、数字化产业服务为导向的建筑装饰行业领跑者。目前公司已连续十七年蝉联中国建筑装饰百强企业第二名，是装饰行业的领跑者。

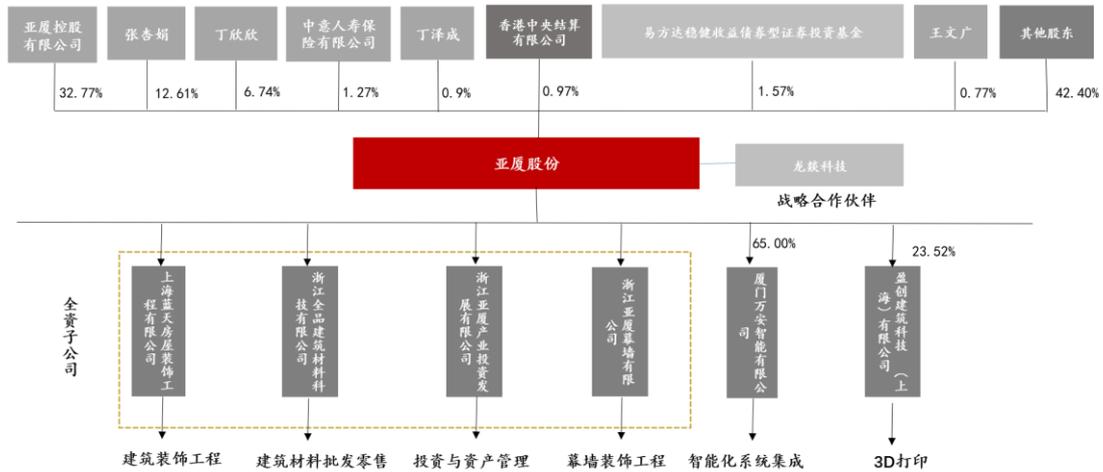
图 1 公司发展历程



资料来源：公司年报，公司招股说明书，华西证券研究所

股权结构集中，一致行动人持股 53.02%。公司股东中，丁欣欣先生，张杏娟女士为公司实际控制人，二人为夫妻关系，共同持有公司最大股东亚厦控股有限公司 100% 的股权。在公司前十大股东中，丁泽成先生系二人之子，现为公司董事长，持有 0.9% 的公司股份。公司股权结构主要集中于丁欣欣先生以及其一致行动人，公司股权结构较为集中稳定，有利于公司长期稳定发展。

图 2 公司股权结构（截止到 2023 年一季度）



资料来源：Wind，华西证券研究所

高管团队从业经验丰富，研发人员比重加大近 16%。公司高管均有良好教育背景以及专业背景，副董事长祁宏伟为高级工程师，总经理张小明为建筑装饰工程师，资深室内建筑师，董事王维安为教授职称，浙江省“151 人才工程”第二层次学术带头人，中国人民银行杭州中心支行货币政策咨询专家。员工结构方面，公司组织人员优化，精兵增效，截止 2022 年 12 月 31 日，公司员工 6039 人，其中本科及以上学历的员工共 2818 人，本科及以上学历人员占 46.67%；研发人员共 965 人，数量占比为 15.98%，较 2021 年增加 106 人，变动比例为 12.34%。研发人员中 590 人为本科学历，37 人为硕士学历，高学历人才不断引进。

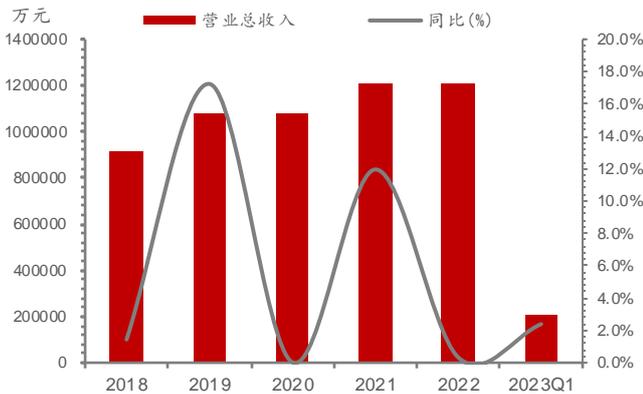
表 1 公司管理层介绍

姓名	职务	学历	个人经历
丁泽成	董事长	本科	高级经济师、绍兴市人大代表、全国青联委员、全国侨联委员、中国农村青年致富带头人协会副会长、长三角企业家联盟理事。
祁宏伟	副董事长	本科	高级工程师，曾任大庆石油管理局供水工程公司工程二队技术员、副队长、队长，北京江河幕墙装饰工程有限公司总经理。
张小明	总经理	大专	建筑装饰工程师，资深室内建筑师。2005 年度、2006 年度连续两年荣获上虞市建筑业系统先进工作者。曾任上虞粮食局兴粮机电公司经理，浙江亚厦装饰股份有限公司业务经理、区域副总经理。
余正阳	董事	本科	南京大学 EMBA，一级建造师，高级工程师。曾任申通电器厂负责人，爱垦装饰公司施工员、项目经理、公司副总。
刘晓一	董事	本科	教授级高级工程师。曾任中建二局国外工程管理办公室主任、中国建筑装饰公司董事长、总经理兼党委书记，现任中国建筑装饰协会会长。
王维安	董事	博士	教授职称，浙江省“151 人才工程”第二层次学术带头人，中国人民银行杭州中心支行货币政策咨询专家，中国金融学会理事、浙江省金融学会理事、浙江省国际金融学会常务理事、浙江省企业管理研究会常务理事。1986 年 7 月至 1999 年 9 月，曾任杭州大学经济系助教、财金系副教授、金融与经贸学院教授；1999 年 10 月至今任浙江大学金融研究所所长、博士生导师
傅黎瑛	董事	博士	1969 年生，博士研究生学历，会计学专业，教授职称。1991 年至 2000 年在浙江财政学校任教，2000 年至 2010 年在浙江师范大学任教；2010 年 6 月至今在浙江财经大学会计学院任教，硕士生导师，现任诚邦生态环境股份有限公司独立董事、浙江亚厦装饰股份有限公司独立董事

资料来源：公司年报，华西证券研究所

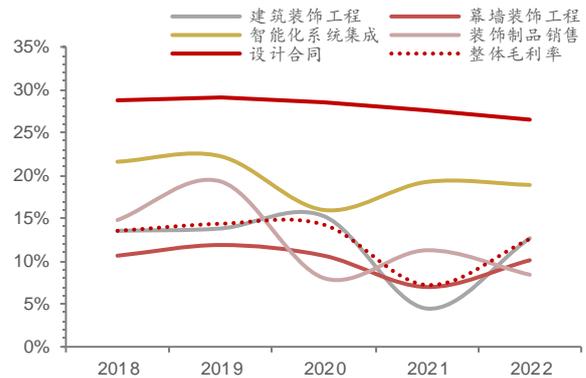
公司业绩短期承压增速放缓，18-22年CAGR为7.13%。2018-2022年公司营业收入从91.99亿元上升到121.16亿元，年复合增长率7.13%。其中2020-2022年虽受疫情影响，公司同比增速放缓，但公司总体营收水平保持稳定，整体毛利率水平实现先降后增的恢复趋势，公司业绩虽受到干扰，但不影响后续发展。目前毛利与净利目前处于回升状态，但仍处于较低水平，后续业务上积极开拓装配式装修、BIPV、智能建筑等等新领域，内部管控上不断实现降本增效，我们判断公司未来业绩提升空间较大，复苏前景广阔。

图3 18-23Q1公司营业收入增速稳定



资料来源：Wind，华西证券研究所

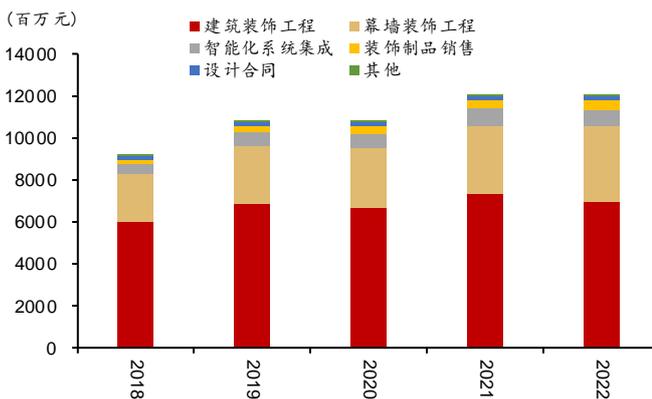
图4 18-22年公司毛利率波动，22年拐点向上



资料来源：Wind，华西证券研究所

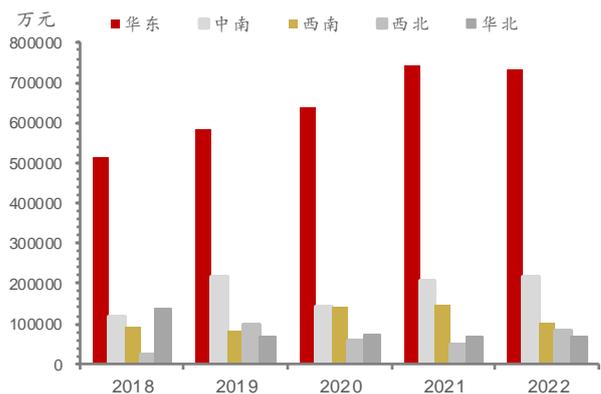
主业稳中有进，建筑装饰+幕墙装饰收入占比近9成。2022年公司实现营业收入121.16亿元，建筑装饰工程业务占比57.32%、幕墙装饰工程业务占比30.01%，装修业务依旧是公司的支柱业务，共计占比超9成，并且公司积极打造第二成长曲线，2018年-2022年，智能化系统集成业务营业收入由4.73亿元增长至7.52亿元，CAGR为12.32%，所占营收比重从5.14%增长至6.21%。

图5 18-22年公司分业务营收



资料来源：Wind，华西证券研究所

图6 华东地区为公司重点业务区域



资料来源：Wind，华西证券研究所

公司业务主要集中于华东地区，呈现“一超多强”的地域特点。根据公司年报，公司作为国内建筑设计龙头，公司将华东地区始终作为发展重心，2022年在华东地区营收在73亿元以上，占总营收的60%以上，业务收入比例由2018年的56.17%提升至60.92%。除华东地区外，公司着重拓展中南与西北地区，中南地区营收从

11.78 亿元增长至 21.77 亿元，西北地区营收由 2.43 亿元增长至 8.23 亿元（数据均为 2018-2022 年），我们判断公司在重点区域、重点市场优势持续显著。

2.建筑装饰市场规模近 5 万亿元，智慧引领行业新方向

2.1.“大行业小企业”，行业面临出清，胜者为王

2.1.1.装饰“大行业小企业”特性，未来行业集中度提升显著

建筑装饰参与者多，下游覆盖面广。装修装饰行业产业链的上游是原材料供应商，包括水泥、木材、石材、铝材、玻璃、油漆等原材料，2022 年中国水泥产量为 21.18 亿吨，同比下降 10.9%。2022 年中国木材产量有所下滑，为 1.07 亿立方米，同比下降 7.73%。中游则是设计和施工企业，装修行业可以细分为公共建筑装饰、家庭住宅装饰和建筑幕墙装饰行业，2022 年中国公共装修装饰行业市场规模为 2.36 万亿，占装修装饰行业市场规模的 51.30%。；下游终端应用，2022 年中国房地产施工面积明显下滑，为 90.5 亿平方米，较 2021 年下降 7.2%、商品房销售面积也出现了大幅下滑，为 13.58 亿平方米，较 2021 年下降 24.3%；下游应用场景包括居民住房、写字楼、酒店、医院、学校和商场等，覆盖面非常广。

图 7 建筑装饰行业产业链

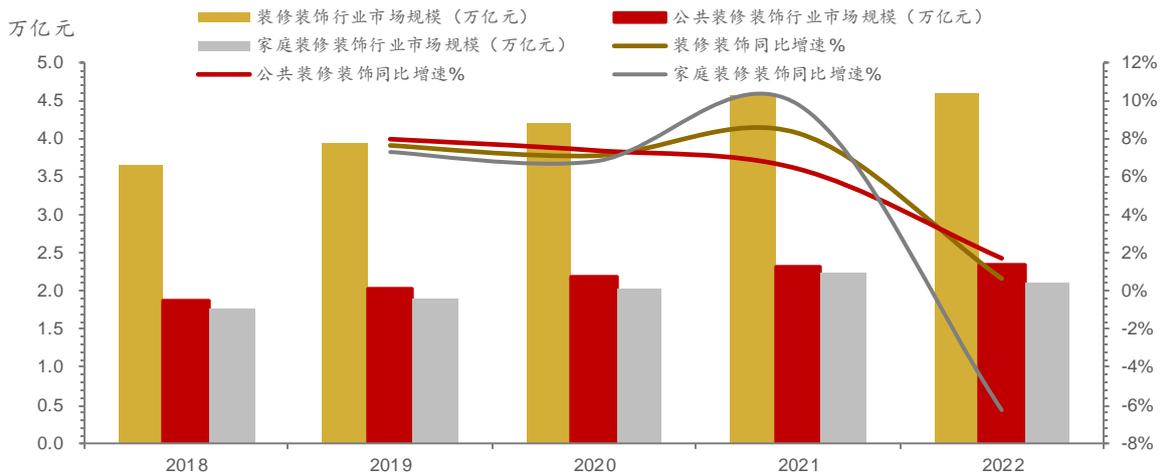


资料来源：智研咨询，各公司官网，华西证券研究所

我国装饰行业市场规模 4.6 万亿元，是个大行业。据智研咨询，2018-2022 年装修装饰行业市场规模稳步增长。2022 年装修装饰行业市场规模为 4.60 万亿元，较 2021 年增加了 0.03 万亿元，同比增长约 1%。2018-2022 年公共装修装饰行业呈缓慢增长趋势，2022 年公共装修装饰行业市场规模为 2.36 万亿元，同比增长 1.72%，占装修装饰行业市场规模的 51.30%。2018-2021 年家庭装修装饰行业市场规模不断扩大。受房地产市场下行压力影响，2022 年家庭装修装饰行业市场规模为 2.1 万亿元，同比降低 6.25%，占装修装饰行业市场规模的 45.65%，仍是较大比重。

通常 8-10 年需更换装饰，行业的可持续性较强。装饰本质上具备一定的消费属性，一般而言，装饰使用 8-10 年后，房屋（尤其是酒店和商场等商业建筑）即需进入装饰更新周期，二次装修需求开始出现，未来可持续性较强。2010 年前后我国房地产市场经历了一轮高峰，这些房屋截至当前时点预计已踏入第一轮更新周期，行业存量更新改造需求有望逐步涌现。

图 8 建筑装饰业市场规模保持增长

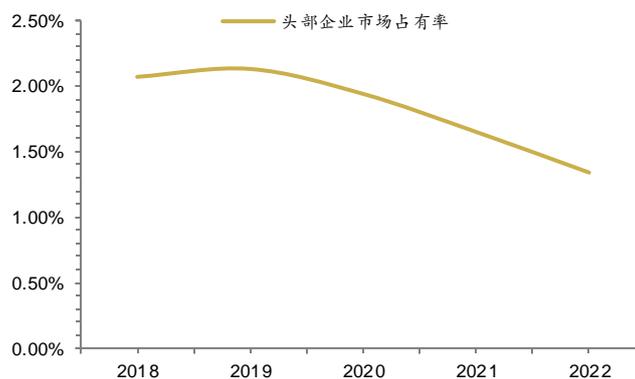


资料来源: Wind, 中国建筑装饰协会, 智研咨询, 华西证券研究所

行业集中度低, 行业步入出清阶段。装饰行业头部企业中, 金螳螂、江河集团、亚厦股份、宝鹰股份、广田股份、东易日盛 2022 年营收分别为 218.13/ 180.56/ 121.16/ 37.27/ 35.64/ 25.23 亿元, 以上六家企业 2022 年营收仅占市场总规模的 1.34%, 小企业众多, 未来后地产时代有望迎来出清后的一轮红利期。

传统装修业是劳动密集型产业, 当前老龄化程度加剧, 廉价劳动力不再是我国的核心优势, 随之而来的是劳动力的不断下降和人工成本的不断增长, 同时叠加行业间激烈的价格竞争, 没有高质量发展的中小企业的利润空间不断压缩, 数量上 2016 年-2022 年我国装饰企业数量呈现逐年递减趋势, 数量从 2016 年 13.2 万家跌至 2020 年 10.6 万家。多重压力下, 加速中小企业被迫出清, 2022 年在疫情和地产行业下行的多重因素下, 行业出清情况更加显著, 股份上市企业也面临巨大压力。金螳螂、江河集团、亚厦股份、宝鹰股份、东易日盛是装饰装修行业的头部企业, 在行业出清的背景下, 集中度有望向头部企业靠拢。

图 9 过往行业集中度低, 未来有望拐头向上集中

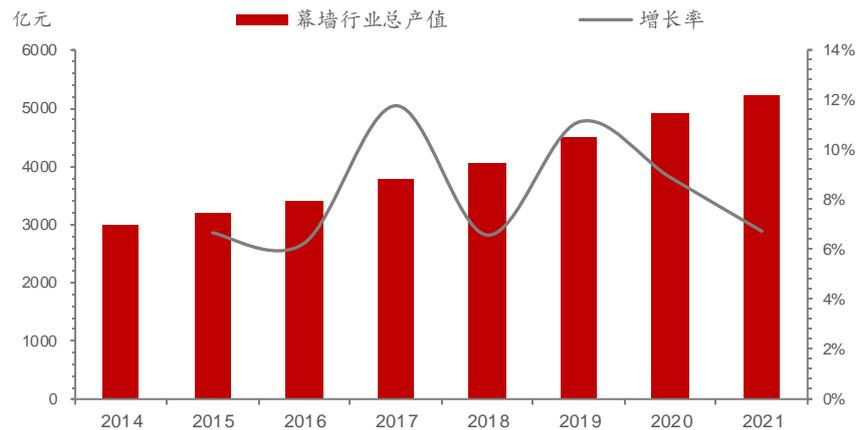


资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.1.2. 幕墙同属建筑装饰, 市场规模已超 5500 亿元

幕墙行业超 5500 亿元市场规模，行业集中度仍在提升。据中研网我国幕墙行业在 2021 年的总产值为 5500 亿元，增速较为显著。在过去的发展阶段中，幕墙行业的带动主要依靠城镇化完成，主要表现为两个方面：第一，新增的城市人口将导致大量房屋和公共设施的建设需求，推动建筑业的发展，从而促进建筑幕墙的需求；第二，随着国家新型城镇化的不断深入推进，棚户区改造力度加大、旧建筑和旧设备的翻新安装。我国建筑幕墙经历 30 多年的发展，已建立起了国家行业标准体系，并完成了巨量工程实践，同时与建筑设计一体化程度大幅提升，但其性能和品质提高空间依然很大，虽然在 2022 年幕墙行业增速有所放缓，但随着更新需求，以及节能环保需求，BIPV 将为幕墙带来增量市场。

图 10 幕墙产值逐年稳步提升



资料来源：前瞻产业研究院，中研网，华西证券研究所

幕墙发展进入分化，集中度有望向头部进一步靠拢。幕墙企业的规模以及其切入幕墙业务的方式为标准，建筑幕墙行业内的公司分为三大阵营。据前瞻产业研究，2021 年第一阵营企业以行业龙头为代表，这企业的年产值普遍在十亿元以上，具有完善的工程体系和人才体系；第二阵营以亚厦股份、中国建筑为代表的大型建筑企业的幕墙子公司，这类公司可以依托母公司的资源开展幕墙工程业务，未来将成为幕墙行业不可忽视的重要力量；第三阵营则以中小型幕墙企业为主，在局部地域或特定幕墙领域具有一定竞争力。目前幕墙企业的发展开始逐渐出现分化，行业的集中度在逐年提升，未来进入到新的竞争环境中，资源优势进一步显现。

图 11 幕墙发展进入分化



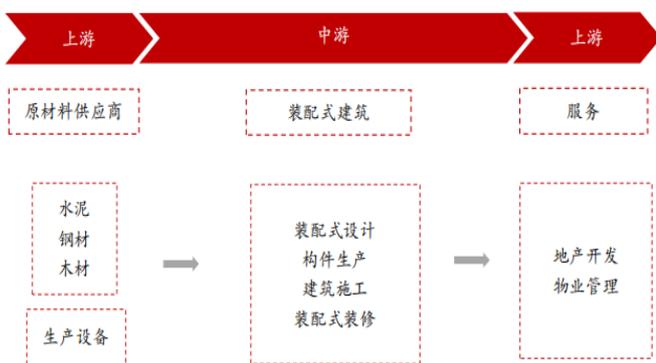
资料来源：各公司公告，前瞻产业研究院，华西证券研究所

2.2.城中村改造与装配式天然契合，装配式迎新机

2.2.1. 政策牵头，预期到 2030 年装配式占新建 30%

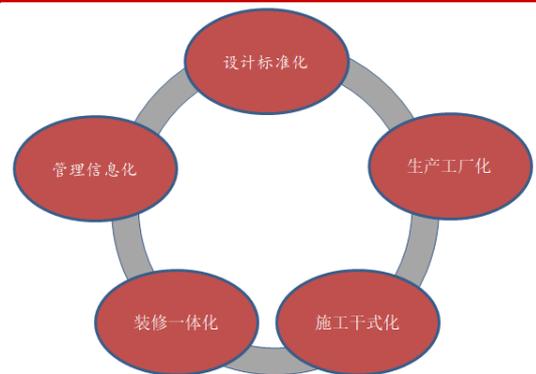
装配式建筑涵盖较广，装配式装修是其中一部分。装配式建筑指结构系统、外围护系统、设备与管线系统、内装系统的主要部分是采用预制部品部件集成的建筑。装配式建筑所处的产业链上游主要是水泥、钢铁等原材料的供应商，以及装配式建筑所需的相关设备供应商。在中游领域，装配式建筑深化设计公司等参与主体主要负责装配式建筑的整体规划、深化设计。装配式建筑行业下游主要是装配式建筑的管理、运行与维护，参与主体主要是各大物业公司。装配式装修是装配式建筑中其中一部分。装配式装修主要呈现标准化+工厂化+干式化+一体化+信息化五个典型特征。

图 装配式装修产业链布局



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 12 装配式装修特征



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

政策持续加码，预期到 2030 年装配式占新建 30%。2022 年 6 月，住建部发布《城乡建设领域碳达峰实施方案》，明确提出要推进绿色低碳建造，大力发展装配式建筑，到 2030 年装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到 40%，推广智能建造，到 2030 年培育 100 个智能建造产业基地。2023 年 7 月，杭州市发布《关于持续推

进装配式建筑发展的实施意见》(以下简称《指引》),要求新立项政府投资新建建筑项目全部采用装配式建造。各省市对装配比例的要求,到2025年,北京市提出实现装配式建筑占新建建筑比例达到55%,海南提出该比例要求大于80%,杭州提出该比例40%,四川省提出该比例40%,并要求装配式建筑单体建筑装配率不低于50%,全国31个省市2025年装配式建筑占新建建筑面积比例目标清晰,且占比不低,未来装配式发展势头依然强劲。

表2 国家层面鼓励支持装配式建筑发展

发布时间	政策	内容
2022/6/30	《城乡建设领域碳达峰实施方案》	明确提出要推进绿色低碳建造,大力发展装配式建筑,到2030年装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到40%,推广智能建造,到2030年培育100个智能建造产业基地,优先选用获得绿色建材认证标识的建材产品,建立政府工程采购绿色建材机制,到2030年星级绿色建筑全面推广绿色建材。政策指引与市场需求已为行业发展打开指引性方向,装饰装修产品未来必须走向高品质均质化、绿色无污染、低碳减排、安全健康的变革之路。
2022/5/6	《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》	大力发展绿色建筑,推广装配式建筑、节能门窗、绿色建材、绿色照明,全面推行绿色施工。
2022/4/20	《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	推动绿色建筑规模化发展,大力发展装配式建筑,积极推广绿色建材,加快建筑节能改造。
2021/7/5	《住房和城乡建设部办公厅关于印发部2021年政务公开工作要点的通知》	做好推动智能建造与新型建筑工业化协同发展政策信息发布,及时公布智能建造创新服务案例。多渠道做好装配式建筑标准体系政策解读,大力推广钢结构建筑。深入实施绿色建筑创建行动。落实建设单位工程质量首要责任,持续开展建筑施工安全专项整治,提高政策解读针对性和传播力,坚决遏制重特大事故。
2021/6/8	《关于加强县城绿色低碳建设的意见》	大力发展绿色建筑和建筑节能。发展装配式钢结构等新型建造方式。全面推行绿色施工。提升县城能源使用效率,大力发展适应当地资源禀赋和需求的可再生能源。
2021/1/4	《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》	加快建筑工业化升级。大力发展装配式建筑,推动建立以标准部品为基础的专业化、规模化、信息化生产体系。加快推动新一代信息技术与建筑工业化技术协同发展,在建造全过程加大建筑信息模型(BIM)、互联网、物联网、大数据、云计算、移动通信人工智能、区块链等新技术的集成与创新应用。
2020/11/1	《“十四五”建筑节能和绿色建筑发展规划(征求意见稿)》	提出全面提升绿色建筑发展质量、稳步提高建筑能效水平、加快发展新型建筑工业化等重点任务。
2020/8/28	《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	提出要加快新型建筑工业化发展,以新型建筑工业化带动建筑业全面转型升级,打造具有国际竞争力的“中国建造”品牌,推动城乡建设绿色发展和高质量发展。
2020/7/15	《绿色建筑创建行动方案》	提出要推广装配化建造方式,大力发展钢结构等装配式建筑,新建公共建筑原则上采用钢结构。推动装配式装修。打造装配式建筑产业基地,提升建造水平。
2020/7/3	《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》	提出要加快建筑工业化升级。大力发展装配式建筑,推动建立以标准部品为基础的专业化、规模化、信息化生产体系。

资料来源:各部委,政府官网,华西证券研究所

表3 各省市层面积极推动装配式建筑发展

省市	发布时间	政策名称	重点内容
浙江	2023/7/28	《关于持续推进装配式建筑发展的实施意见》	到2027年,实现装配式建筑占新建建筑面积的比例达到40%,装配式建筑质量和品质明显提升,绿色低碳发展成效显著。建立健全装配式建筑技术标准和质量管理体系,推动培育一批装配式建筑示范产业基地和工程项目,建立涵盖设计、施工、部品部件生产的装配式建筑全产业链。
	2022/7/21	《关于进一步支持建筑业做优做强的若干意见》	加快推动装配式构件和部件标准化,推广应用一批成熟的装配式建筑结构体系。
北京	2022/4/27	《关于进一步发展装配式建筑的实施意见》	到2025年,基本建成以标准化设计、工厂化生产、装配化施工、一体化装修、信息化管理、智能化应用为主要特征的现代建筑产业体系,以新型建筑工业化带动设计、施工、部品部件生产企业提升创新发展水平,培育一批具有智能建造能力的工程总承包企业以及与之相适应的专业化高水平技能队伍。
上海	2023/6/20	《上海绿色建筑发展报告(2022)》	2022年,上海市新建建筑持续实施100%执行绿色建筑标准,要求建筑工程在总体设计以及施工图设计阶段全面满足绿色建筑设计要求,在建筑施工图审图中执行绿色建筑专项审核制度。本年度内绿色建筑施工图审图总体规模达到4693.97万平方米,共计795个项目。
	2021/7/26	《上海市住房发展“十四五”规划》	扎实推进装配式建筑发展,公共租赁住房项目全部采用全装修方式;推进绿色建筑与装配式建筑融合发展;稳步推进装配式建筑示范住宅小区建设。
天津	2021/8/11	《天津市加快发展新型消费实施方案》	推广钢结构装配式等新型建造方式,逐步提高装配式建筑在新建建筑中的比例。
重庆	2022/8/11	《重庆都市圈发展规划》	构建绿色城市标准化支撑平台,推广绿色建材、装配式建筑和钢结构住宅。
河北	2022/1/12	《河北省生态环境保护“十四五”规划》	大力推广绿色建材推行装配式建筑、钢结构建筑及装配化装修。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

山西	2021/9/28	《山西省“十四五”两山七河一流域”生态保护和生态文明建设、生态经济发展规划》	大力发展装配式建筑，推动新建公共建筑优先采用钢结构，开展钢结构装配式住宅试点，稳步推进装配式混凝土建筑。
内蒙古	2022/8/2	《内蒙古自治区促进建筑业高质量发展的若干措施》	大力发展装配式建筑、绿色建筑、超低能耗建筑。将装配式建筑产业基地(园区)纳入自治区重点示范园区范围，享受新型工业化示范园区相关政策。装配式部品部件生产基地按照工业用地政策提供用地支持。
辽宁	2022/8/10	《关于推动城乡建设绿色发展的实施意见》	大力推广应用装配式建筑，发挥沈阳、大连国家级装配式建筑示范城市引领作用，带动中小城市装配式建筑发展。推动钢结构装配式住宅建设，鼓励学校、医院等公共建筑优先采用钢结构。
吉林	2022/7/22	《吉林省碳达峰实施方案》	大力发展绿色建材、装配式建筑部品部件，强化绿色设计和绿色施工管理。
黑龙江	2021/3/27	《关于加快推进新增工业用地“标准地”出让的实施意见》	住建部门负责提出区域新建建筑的建筑节能、绿色建筑、装配式建筑等控制性指标，组织做好工程全过程施工管理与联合验收。
江苏	2023/6/28	《关于印发2022年度江苏建筑业发展报告的通知》	继续推动建筑产业现代化示范创建，确定了128个年度省级示范，包括40个装配式建筑示范工程，5个装配化装修示范工程等
安徽	2022/6/15	《安徽省“十四五”节能减排实施方案》	大力发展装配式建筑，推进装配式建筑示范城市建设，到2025年城镇新建建筑中装配式建筑比例超过30%。
福建	2022/8/26	《福建省推进绿色经济发展行动计划(2022-2025年)》	加快推进新型建筑工业化，持续推进福州、厦门、泉州、漳州等重点区域装配式建筑发展，到2025年装配式建筑占新建建筑面积比例达到35%以上。
江西	2022/5/11	《江西省住房城乡建设领域推进数字经济“一号发展工程”实施意见》	推行装配式建筑深化设计、施工BIM技术应用，研发推广BIM构件从深化设计、工程建设、现场安装全程信息共享和联动体系。
山东	2023/7/4	《建筑设计碳排放计算导则(试行)》	贯彻国家有关应对气候变化和节能减排的方针政策，助力省住房城乡建设领域碳达峰碳中和工作，规范建筑设计碳排放计算，山东省住房和城乡建设厅组织编制了《建筑设计碳排放计算导则(试行)》，指导建筑设计过程中的碳排放计算工作。
河南	2023/7/4	《河南省加快材料产业优势再造换道领跑行动计划(2022-2025年)》	打造集水泥熟料、砂石骨料、商品混凝土、精品石材、装配式建筑部品部件等为一体的绿色建材综合生产基地。
湖北	2022/6/28	《进一步加强建筑业重点企业培育的通知》	各级住建主管部门在对企业优质工程创建、省级装配式建筑示范产业基地(项目)认定、工法评定、改革试点、评先评优等活动中应遵循优先推荐原则。
湖南	2022/8/24	《湖南省“十四五”节能减排综合工作实施方案》	发展超低能耗建筑和装配式建筑，积极推进既有建筑绿色节能改造，推动可再生能源的建筑规模化应用。
广东	2022/9/1	《关于完整准确全面贯彻新发展理念推进碳达峰碳中和工作的实施意见》	大力发展绿色、超低能耗和近零能耗建筑，推广绿色建材和绿色建造，大力发展装配式建筑。
广西	2021/12/31	《广西工业和信息化高质量发展“十四五”规划》	重点发展水泥、玻璃、陶瓷、新型装配式建筑材料，新型装配式建筑材料重点发展预制外墙、内墙、楼梯板、楼板等预制建筑部品及节能门窗。
海南	2022/8/9	《海南省碳达峰实施方案》	推进装配式建筑高质量发展，2022年新建筑装配式建筑占比达60%以上，带动建筑业转型升级。
四川	2022/5/23	《关于推动城乡建设绿色发展的实施方案》	大力发展装配式建筑，重点推动钢结构装配式住宅建设。实施装配式建筑发展质量提升五年行动，完善装配式建筑技术标准体系，提高装配式建筑信息化、标准化、智能化水平。
贵州	2021/9/9	《贵州省“十四五”新型建材产业发展规划》	装配式建筑部品、特种玻璃等新兴产业和高端产品比重加大。
云南	2022/5/26	《云南省“十四五”环保产业发展规划》	全面推进绿色建筑、抗震建筑、智能建筑、装配式建筑等绿色低碳抗震建筑技术研发和应用。大力发展建筑模块化技术、装配式建筑部品部件。
陕西	2021/11/12	《陕西省“十四五”制造业高质量发展规划》	积极开发与装配式建筑相适用的产品体系，拓展在住宅、公共建筑、工业建筑、市政景观、基础设施等领域的应用。
甘肃	2022/6/19	《关于推动城乡建设绿色发展的实施意见》	大力发展装配式建筑，重点推动钢结构装配式住宅建设。
宁夏	2021/9/7	《宁夏回族自治区新型城镇化“十四五”规划》	实施建筑能效提升工程，推广使用装配式建筑、绿色建材和低碳建材，鼓励建设超低能耗和近零能耗建筑。

资料来源：各省市政府官网，华西证券研究所

表4 “十四五”期间各省份装配式建筑发展目标明确

省市	占新建建筑面积比例(%)	省市	占新建建筑面积比例(%)
----	--------------	----	--------------

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

全国	30	安徽	30(城镇)
北京	40(2022) 55(2025)	浙江	40
天津	100(新开工住宅、公共建筑项目)	江西	40
上海	>90(符合条件的新建建筑原则) >60(全市装配式建筑的单体预制率) >90(全市装配式建筑装配率)	福建	35
重庆	30	广东	30
黑龙江	30	广西	30(符合条件的新建建筑原则)
吉林	30	海南	>80
辽宁	35	陕西	30
河北	30	甘肃	30
山西	30	宁夏	25
内蒙古	30	青海	30
河南	40	新疆	30
湖北	30	四川	40
湖南	40	贵州	30
山东	50	云南	30
江苏	50	西藏	30(城镇)

资料来源：各省市政府官网，华西证券研究所

2.2.2. 装配式建筑市场 1.4 万亿元，装配式装修占比约 13.5%

人工成本上涨，装配式是未来建筑行业的必然选择。传统装修涉及泥工、木工、油漆工等数十个工种，对从事建筑业农民工的需求较大。但近年来，建筑行业总体维持较为稳定发展态势，而建筑业农民工未能随之增长，农民工选择建筑业意愿走低。另一方面，我国建筑业农民工收入水平逐年上涨，2022 年平均月收入达到 5358 元，同比有增。传统装修的人工成本也将逐步上升。而装配式装修现场只需安装工和水电工，在人口红利缩减的背景下，装配式装修未来将成为市场化选择。

图 13 农民工在建筑行业分布占比逐年降低



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 14 建筑业农民工平均月收入逐年提升



资料来源：Wind，华西证券研究所

健康环保也是市场推崇装配式装修原因之一。随着消费者环保意识的普遍增强，特别是对于甲醛等挥发物的敏感程度相较于以往有明显提升。而由于装配式建筑包括墙体在内，多数装饰材料已在工厂预制，同时施工更加机械化，因此装修过程中的污染

较传统施工显著降低，在不显著增加成本情况下实现甲醛挥发量大幅降低（甚至零甲醛），有望更加获得消费者青睐。

据智研咨询，在时间成本和工期成本节约方面，以 50 平的保障房为例，装配式装修的现场工期较传统装修减少 80%，用工量减少 60%，地面、隔墙及整体的材料减轻 60%~70%，提升显著，消费者接受程度高。

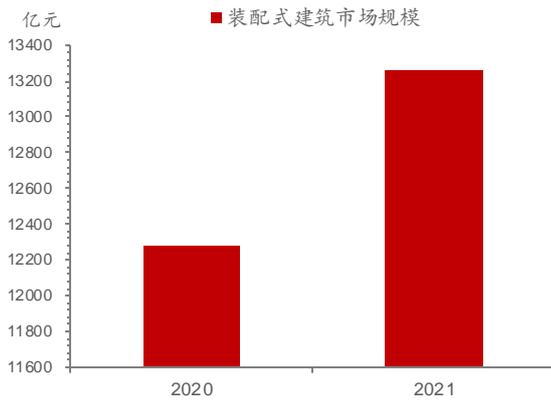
表 5 装配式装修与传统装修优势显著

类别	传统装修	装配式装修
设计管理	业主全过程管理过程中变更多	业主方案设计确认后、后期设计管理主要由装配式装修施工单位负责；项目一旦确认生产、基本没有设计变更
施工管理	环境湿作业多、施工过程精度差，工序复杂、建造的施工周期长，装修质量依赖一批专业装修工人的技术水平、异形造型施工能力强。	工厂化生产、装配式施工、全干法作业、简单培训的装配工人就能完成施工、对工人的技术水平依赖低。异形造型能力相对传统较弱、更适合简单自然的设计
成本控制	设计变更引起成本变化；繁复工序、复杂施工环境成本控制难度大	成本控制相对容易、装饰材料配置选定后，工厂生产到现场装按成品单方计价。现场零星作业可能会引起造价浮动
工期控制	工期受现场环境、协调、材料、人员组织影响大	工期受工厂的产能和现场安装速度影响、相对可控
质量控制	质量稳定性难以得到有效保障	产品质量均质化
合约管理	业主与承包商、小业主之间的质量纠纷频发。	简单、可控
环保性能	含有甲醛、氨、苯现场加工、切割多装修垃圾多、需消耗大量不可再生资源	从源头避免了有害气体加工在工厂完成、现在加工少、现场几乎不产生建筑垃圾、大部份材料可回收利用
后期维护	维修率高、维修难度大	维修率低、简单部品更换
案例 (50 平米保障房)		现场工期较传统装修减少 80% 用工量减少 60% 地面、隔墙及整体的材料减轻 60%~70%。

资料来源：智研咨询，华西证券研究所

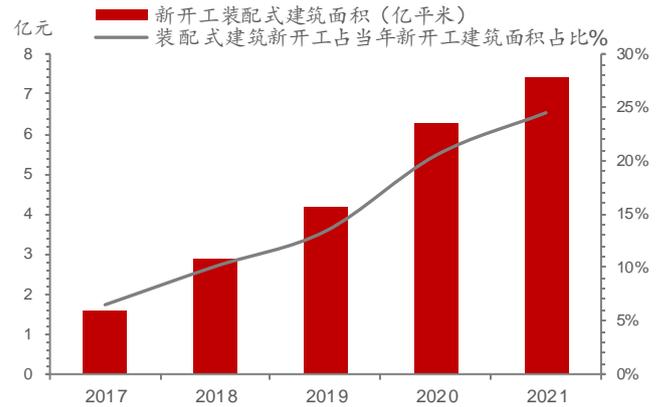
2021 年装配式装修占当年新开工建筑面积 24.5%，比重不断加大。随着我国重点推进装配式建筑发展，据住建部统计，2021 年全国新开工装配式建筑共计 7.4 亿平方米（占当年新开工建筑面积 15%），较 2020 年同比增长 18%。2020 年我国装配式建筑行业市场规模为 1.2 万亿，2021 年规模增长至 1.32 万亿元。从结构类型来看，新开工装配式混凝土结构建筑 4.9 亿平方米，钢结构建筑 2.1 亿平方米，装配式钢结构住宅项目 1509 万平方米。装配式建筑的持续渗透为装配式装修提供了发展的土壤，装配式装修具有较大的市场空间。在细分的装配式装修方面，2021 年我国装配式装修行业市场规模为 1790.37 亿元（2021 年占装配式建筑比例 13.5%），市场同比增长 22.1%。其中，公共建筑装配式装修规模 288.42 亿元，家居住宅装配式装修规模 1501.95 亿元。

图 15 装配式建筑市场规模保持增长



资料来源：Wind，中研普华产业研究院，华西证券研究所

图 16 装配式新开工占当年新开工比例不断提升



资料来源：住建部，CCPA，华西证券研究所

从供给端来说，目前我国装配式装修还处在起步阶段，主要参与者包括亚厦股份、柯利达、金螳螂、科逸住宅、海鸥住工、和能人居等。我们认为装配式装修将提高装饰行业门槛，从而使得头部装饰企业成为万亿大蛋糕的主要瓜分者。

图 17 装配式装修主要参与者



资料来源：各公司官网，华西证券研究所

装配式装修评分占整个装配式建筑的 50%，权重大。根据国家的装配式建筑认定规则，装配式建筑的认定主要分为主体结构（50 分）、墙体（20 分）及装修&管线（30 分）三个部分，总体评分达到 50 分以上可以通过认定。在实际建设过程中，装配式装修由于基本不涉及结构安全问题，因此操作更加简单，在实际操作过程中往往是装配式建筑较好的突破口。

图 18 装修是装配式建筑评分认定的重要一环

评价项	评价要求	评价分值	最低分值	
主体结构 (50分)	柱、支撑、承重墙、延性墙板等竖向构件	35%≤比例≤80%	20~30	20
	梁、板、楼梯、阳台、空调板等构件	70%≤比例≤80%	10~20	
围护墙和内隔墙 (20分)	非承重围护墙非砌筑	比例≥80%	5	10
	围护墙与保温、隔热、装饰一体化	50%≤比例≤80%	2~5	
	内隔墙非砌筑	比例≥50%	5	
	内隔墙与管线、装修一体化	50%≤比例≤80%	2~5	
装修和设备管线 (30分)	全装修	~	6	6
	干式工法楼面、地面	比例≥70%	6	
	集成厨房	70%≤比例≤90%	3~6	
	集成卫生间	70%≤比例≤90%	3~6	
	管线分离	50%≤比例≤70%	4~6	

资料来源：装配式建筑评价标准，华西证券研究所

2.2.3. 城中村改造与装配式装修天然契合

城中村改造需求剧增，装配式优势显著。2023年7月，国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》（以下简称《意见》），其旨在改善民生、扩大内需，是推动城市高质量发展的一项重要举措。从城市分布来看，我国共有7个超大城市，14个特大城市，涉及的城市较为广泛；从技术上看，城中村改造是一项系统的工程，开发投资的规模很大，其涉及的产业链也较长，尤其是对于建筑装饰和建筑材料领域，影响是最为直接的，城中村改造有着周期短、体量大、湿法作业工作面小、装修质量不可控等特点和难点，而装配式建筑的因其工艺特点和优势，正好可以有效解决前述的几项痛点。

杭州市发布《意见》要求新立项政府投资新建建筑项目全部采用装配式建造，目标到2027年，实现装配式建筑占新建建筑面积的比例达到40%；在专业技术上，《意见》规定了诸多细节要求，其中“开展装配化装修试点示范，推广整体厨卫、装修部品和设备管线集成化等技术应用”直接利好内装装配化；在政策扶持上，《意见》针对装配式项目，加大金融融资、退税减免、资金奖励和面积奖励等政策支持；在时效性上，此《意见》8月1号开始实施，凸显了政策的决心和装配化的趋势。《意见》的推出我们认为与当前城中村改造在很大程度上是匹配的，装配式装修已经在部分城市（如深圳和上海）的旧改中大显身手，杭州也将在《意见》出台后，装配式装修在城中村改造中迎来大发展。

案例 1：装配式装修已在深圳城中村大展拳脚。深圳市住建局发布的《深圳市城中村保障房规模化品质化改造提升指引》（以下简称《指引》），《指引》中推荐城中村住房宜采用一体化、装配式装修、鼓励采用整体卫浴、整体厨房、装配式吊顶、干式湿法地面、装配式内墙、管线集成等装配式施工方法。

图 19 深圳城中村改造之墙板装配式施工



资料来源：预制建筑网，华西证券研究所

图 20 深圳城中村改造之整体卫浴安装



资料来源：预制建筑网，华西证券研究所

案例 2：装配式装修在上海旧改推进。上海市 2021 年 7 月发布《上海市住房发展“十四五”规划》提出，公共租赁住房项目采用全装修方式，推进装配式建筑示范住宅小区的建设。上海嘉定陈村张巷全装配式的旧改，对其隔墙、墙饰面、顶面、地面、卫生间进行改造，新建隔墙均采用装配式墙体，采用榫卯式柔性连接结构，既加强了老房的安全稳固性，又可有效避免因季节变化、温湿度差异、房龄老化引起的结构变形问题。同时考虑到原始建筑外墙性能导致的隔音差等问题，根据住户需求，新隔墙采用隔音棉填充，有效加强隔声性能。装配式装修采用干法物理连接，同时在墙板及原始墙体中预留空隙，可有效阻隔霉变形成；以上施工工期仅用 5 天即完成。

图 21 上海旧城乡村改造之墙板装配式施工



资料来源：开装建筑科技公众号，华西证券研究所

图 22 上海旧城改造之地板装配式施工



资料来源：开装建筑科技公众号，华西证券研究所

2.3.智能建筑大势所趋，市场空间超 3000 亿元

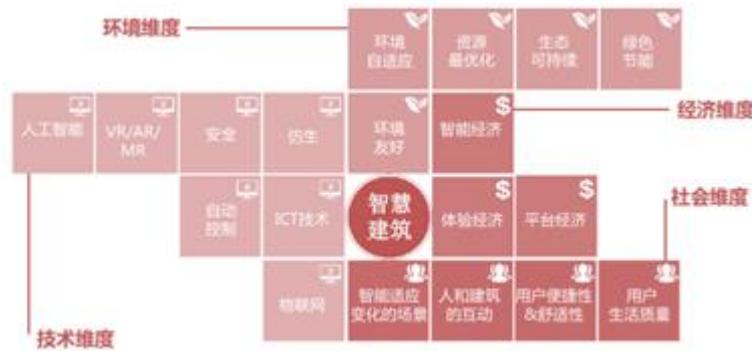
2.3.1.智能建筑成为政策布局焦点

智能建筑本质上是一体化的信息平台。根据《智能建筑设计标准》中的描述，智能建筑是以建筑物为平台，基于对各类智能化信息的综合应用，集架构、系统、应用、管理及优化组合为一体，具有感知、传输、记忆、推理、判断和决策的综合智能能力，形成以人、建筑、环境互为协调的整合体，为人们提供安全高效、便利及可持

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

续发展功能环境的建筑。智能建筑包含四个方面的特征：**1) 环境**：环境友好自适应、资源最优化和绿色节能，最终实现建筑和生态可持续发展的完美结合。**2) 经济**：高回报，低生命周期成本，相较传统建筑维护和使用成本更低，但初期建造成本显著升高。**3) 用户体验及社会文化**：具备更加合理、先进的设计理念，能够智能适应变化的场景支持人和建筑的方便互动，为用户使用过程提供便捷性和舒适性的美妙体验，大幅度提高用户的生活质量。**4) 技术与创新**：拥有高效的的计算机软硬件和网络，采用先进技术以及创新的管理模式。

图 23 智能建筑的关键特征



资料来源：阿里研究院，华西证券研究所

智能建筑系统分类较细，专业化程度高。智能建筑的目的在于为用户提供一个高效、舒适、便利的人性化建筑环境，目前智能建筑的技术基础主要由楼宇自动化、通信自动化、办公自动化、消防自动化、保安自动化六部分组成组成。

表 6 智能建筑行业系统分类及描述

类别	具体细分	具体内容
楼宇自动化	电梯管理系统、变配电管理系统、办公环境监测系统等	楼宇自动化为变配电、暖通空调等大机电设备，通过控制来节约人力能源
通信自动化	固定电话通信系统综合布线机房建设、WIFI覆盖等	通信自动化通过数字式程控交换系统，达到信息沟通与共享
办公自动化	会议系统、移动办公系统	办公自动化通过计算机创建、收集、存储、处理完成办公室任务
消防自动化	火灾预警报警系统广播联动、门禁通道系统联动等	消防自动化是将被监控区域为控制对象，进行实时自动报警和自动灭火
保安自动化	监控管理系统、电子巡更系统、访客报警系统等	保安自动化通过确保人身、财产及信息资源安全进行特定目标保护

资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

腾讯微瓴物联网类操作系统案例。微瓴是深度适配智能建筑场景的物联网类操作系统，针对于建筑内的硬件、应用、服务等资源，提供物联、管理与数字服务，赋予建筑综合协同的智慧能力，并为建筑管理运营者与建筑业主方提供安全、高效、便利的建筑物联网类操作系统。

表 7 微瓴的产品特性以及应用场景

产品特性	产品特性的详细介绍	应用场景
------	-----------	------

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

丰富的物联能力

提供建筑内的软硬件接入、服务和 AI 接入能力，打破传统软硬件捆绑逻辑，支持硬件和服务的模块组建与自升级。把自身能力灵活、标准化赋能给建筑应用服务，联合应用服务商为建筑搭建不同类型的解决方案，让建筑服务持续升级。

空间数字化

把建筑内的设备、应用、服务、业务数据，统一以空间的维度搭建数字孪生化的建筑。把各项终端作为数据的入口，把空间作为数据沉淀与分享的平台，并联动物联能力形成一个空间、终端、数据三端可持续循环反哺的数据生态。

智慧化运营

提供空间化的数据展示与事件驱动的工作方式，把空间与大数据分析能力结合，让建筑可以智慧化响应与决策。随着建筑内各项数据的积累与联通，可以不断优化数据计算与数据模型，通过多样融合 AI 算法来赋能建筑，让建筑服务持续进化。

集中性监管

针对于建筑打造建筑内的中央管理平台。打破原有的孤立存在的 5A 系统，把设备、应用、数据统一由微瓴集中管理，并达到了用户权限、应用入口、数据集中化。

联动灵活性高

解放原有固定的建筑逻辑，可自行定义配置跨系统的联动事件，支持配置建筑中设备、数据、应用之间的互联、互动；通过一键配置，分钟级完成联动逻辑的下发生效，完全满足项目对跨系统联动功能的自主要求。

持续升级

微瓴支持云端持续升级，并且软硬件分离，建筑的各项软、硬件服务都支持组态化的拆卸升级，让建筑更灵活方便的采选更优质的服务商。

场景 1: 联动配置



场景 2: 智慧运营



场景 3: 集中管理



资料来源：微瓴官网，华西证券研究所

2.3.2. 智能建筑市场空间广阔，需求稳步增长

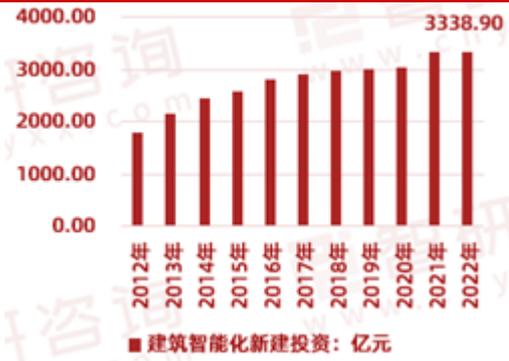
我国智能楼宇市场需求主要新建和既有建筑组成。一是新建建筑的智能化技术的直接应用，二是既有建筑的智能化改造。在存量建筑中，每年约 3%（平均改造周期 30 年）的住宅以及 6%（平均改造周期 15 年）的工业、公共建筑会进行智能化改造，按住宅每平方米 60 元、公建 150 元的平均改造成本计算，2022 年我国建筑智能化改造市场规模为 3228.49 亿元。以住宅 150 元/平方米，厂房仓库 250 元/平方米，办公商业服务用房 350 元/平方米的建筑智能化成本计算，2022 年我国智慧楼宇——建筑智能化新建市场规模为 3338.90 亿元。

图 24 中国既有建筑的智能化规模保持增长



资料来源: 智研咨询, 华西证券研究所

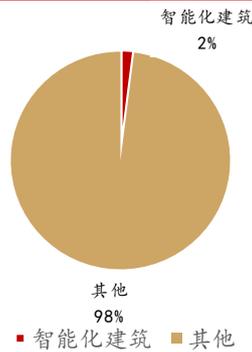
图 25 新建建筑智能化需求保持增长



资料来源: 智研咨询, 华西证券研究所

行业发展尚处初期, 渗透率仅 2%, 未来提升空间广阔。中国智能建筑占建筑市场总体 2%, 主要来源于大厂办公大厦和工业园区由于中国住宅建筑数量庞大且智能化程度低 2.0%从整体来看仍十分庞大。我们判断, 随着 AI、物联网等新兴技术的发展, 未来智能建筑占整体建筑按行业比例将进一步提升。

图 26 智能建筑渗透率较低



资料来源: Wind, 华经产业研究院, 华西证券研究所

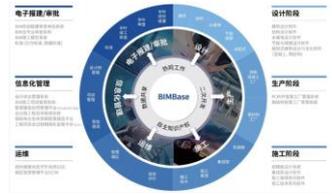
2.3.3. 智能建筑正快速起步, 智慧运维为应用核心

我国智能建筑正处于快速起步阶段, 行业参与者较多。当前智能建筑的典型应用主要涵盖协同设计、智能生产、智慧工地、智慧运维、智能审查、绿色建造六大场景, 借助数字建筑领域新技术, 不断推动数据资源在规划设计、施工、运维等工程建设全过程中的流通, 引领建筑全生命周期项目管理提质增效, 赋能建筑行业转型升级。一批 BIM 软件企传统建筑企业以及行业平台企业纷纷进入数字建筑领域, 产业将迎来快速成长。

表 8 国内目前参与智能建筑领域的杰出公司

研发公司	产品	产品内容	产品图片
------	----	------	------

中国建筑科学研究院 PKPM-BIM 平台 集成装配式智慧工厂管理、绿色建筑运维等数字化能力，其方案已入选工业和信息化部工业互联网 APP 应用解决方案名单。



雾天物联网平台 该项目是万安根据 20 余年智能化工程的项目积累，自主研发的软硬件一体化工业级 IoT 操作系统。雾天致力于将复杂多样的智能化设备通信协议转换输出成标准易用的开放协议，为后续获取智能化设备数据、远程控制智能设备、跨系统联动和业务数据融合打下基础。

/

亚厦股份

雾宇泛智能建筑综合管理中台 一款集数据、管理、运维、决策为一体的平台+移动端的智能化综合服务平台产品。VIBASE 基于雾天的 IoT 物联网能力实现设备物联和系统快速接入，以开放生态集成 AI 的能力，利用视频解析、语音解析、大数据分析等技术为传统的 IBMS 智能平台进行 AI 赋能，为智能建筑领域多样化应用场景提供支持。

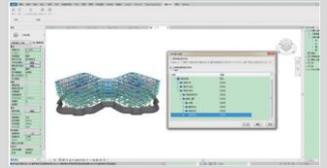
/

AECORE 建筑工业互联网平台 利用开放 BIM 三维图形平台、BIM 数据微服务、AI 微服务等技术，面向行业提供覆盖设计云、施工云、运维云、构件云等全流程的快速应用开发服务，赋能行业数字化转型。北京建谊集团艳锴平台以建筑模型产品体系为核心，提供智能建造、供应链管理等服务，目前已赋能 200+工厂、1000+客户和合作伙伴。



广联达

以建筑模型产品体系为核心，提供智能建造、供应链管理等服务，目前已赋能 200+工厂、1000+客户和合作伙伴。



北京建谊

艳锴平台

腾讯云

微瓴智能建造平台 开放工程建造所需的数据、模型、应用共建共享的一站式平台服务，目前已为深圳腾讯滨海大厦、南京江宁医院等项目提供数字建筑解决方案

/

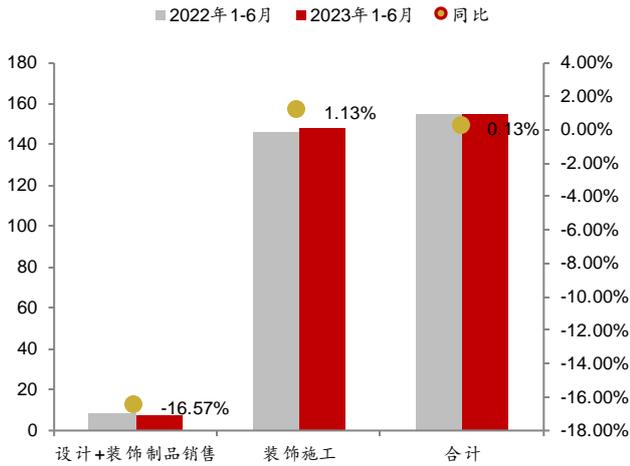
资料来源：数字建筑发展白皮书，华西证券研究所

3. 主业订单逆势增长，新业务开拓打开想象空间

3.1. 主业稳定恢复，减值计提充分，未来盈利趋势向上

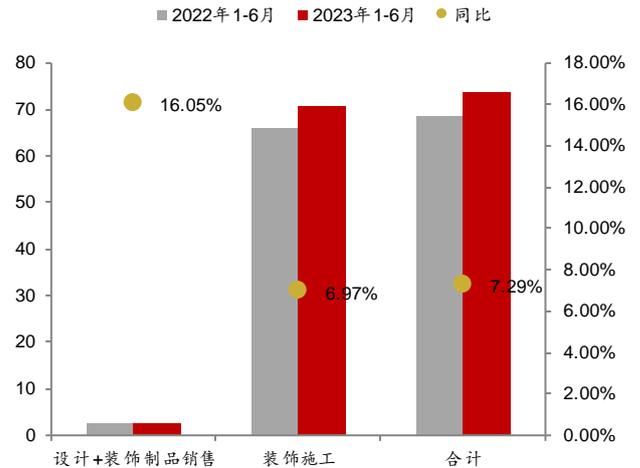
装饰装修订单逆势增长，其中 23H2 住宅装修同比增加 137.57%。2022 H1，公司在手订单金额为 154.88 亿元，新签订单金额为 68.6 亿元，截至到 2023H1，公司在手订单金额增加至 155.08 亿元，在行业景气度下行的情况下，保持稳定；2023 H1 新签订单金额增加至 73.6 亿元，同比增长 7.29%，其中住宅装修增速显著，同比 137.57%，体现公司经营的韧性以及市场的认可。公司去年整体市场环境的影响，短期内有一定压力，但考虑到宏观环境的进一步稳定与复苏，我们预计公司将在 2023 年迎来加速增长。

图 27 2023H1 公司在手订单同比增加



资料来源：Wind，华西证券研究所

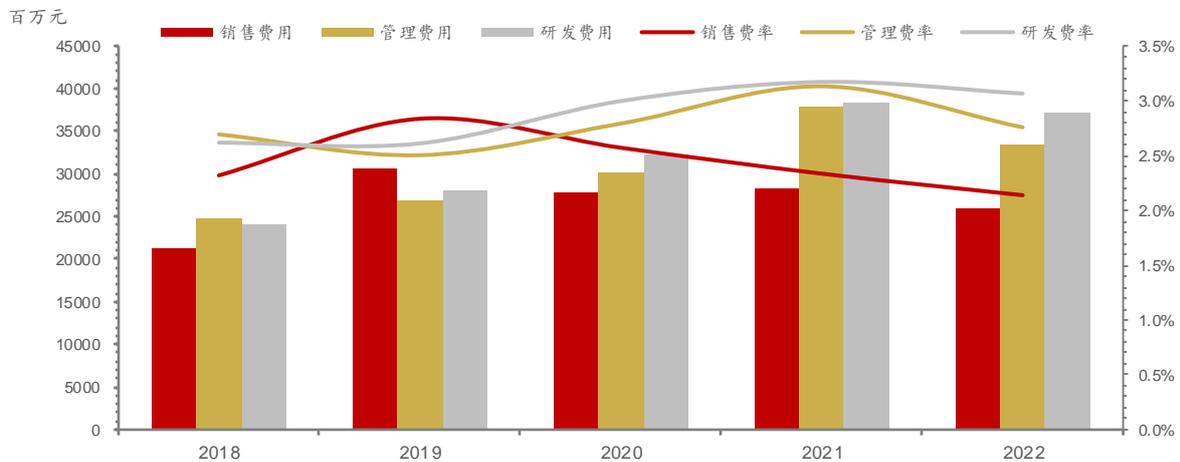
图 28 2023H1 公司新签订单同比增加



资料来源：Wind，华西证券研究所

降本增效效果显著，销售费率降至 2.14%。费用方面，18-22 年，公司不断加大研发投入，研发费用从 2.41 亿元增加到 3.71 亿元，研发费用率由 2.62% 增加到 3.07%；由于战略的扩张和管理成本上升，公司的管理费用有所上升，从 2.48 亿元增长到 3.34 亿元；但由于公司采用先进的管理方法，经营效率大幅提升，销售费用小幅降低，在营收增长的同时，销售费用率由 2.32% 降低至 2.14%，公司降本增效战略效果显著。

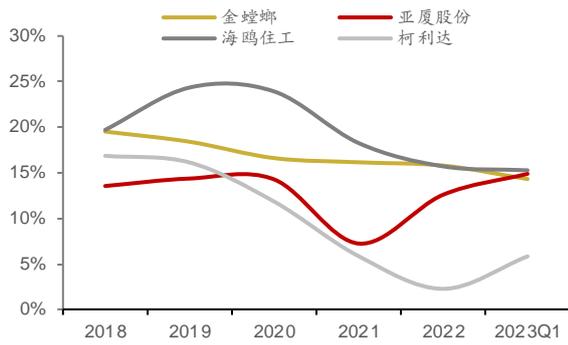
图 29 2022 年公司加大研发投入，降本增效取得效果



资料来源：Wind，华西证券研究所

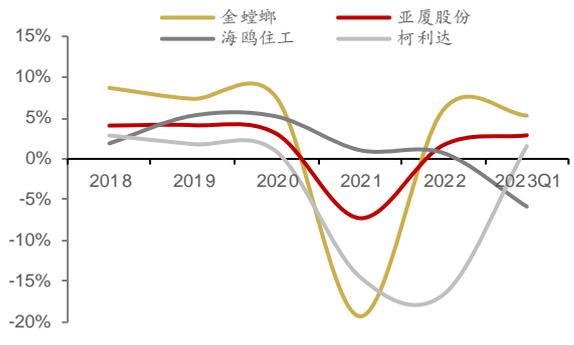
行业压力逐渐消除，23Q1 毛利率回升至 14.87%。我们选取了建筑装饰行业中的四家规模较大的可比公司，其中通过对比毛利率与净利率可以发现，除亚厦股份外其他可比公司毛利率在 2022 年均遭受不同程度的下滑，只有亚厦股份在 2022 年实现毛利率回升，2023Q1 公司毛利逐渐恢复至疫情前水平达 14.87%，修复情况良好。

图 30 23Q1 亚厦毛利率回升至 14.87%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

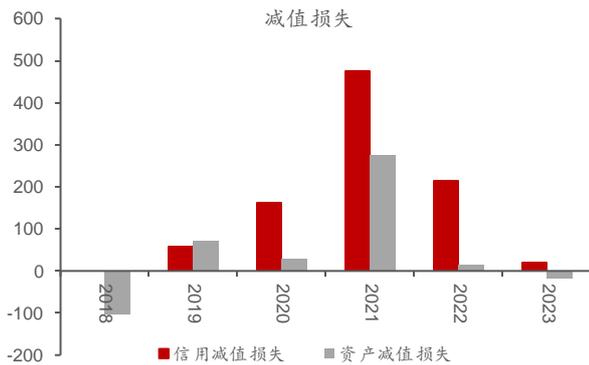
图 31 23Q1 亚厦净利率回升至 2.89%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

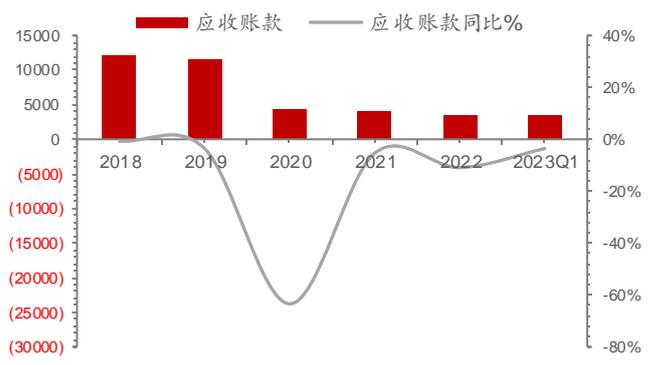
历史拖累逐步消除, 减值计提充分。据公司年报, 净利率方面亚厦进一步修复, 至 2.89%。与可比公司对比修复幅度较为明显, 且趋势向上。另外, 公司在 2020-2022 年对坏账进行较大幅度的计提, 截至到 2023Q1 公司的应收账款已经降低至 2018 年以来的最低值, 说明公司业务优化效果显著, 风险管控和财务管理水平管控提升。历史包袱逐年消除后, 公司蓄力发展, 为将来高质量发展铺平道路。

图 32 20-22 年期间减值计提充分



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 33 应收账款为 18 年至今新低



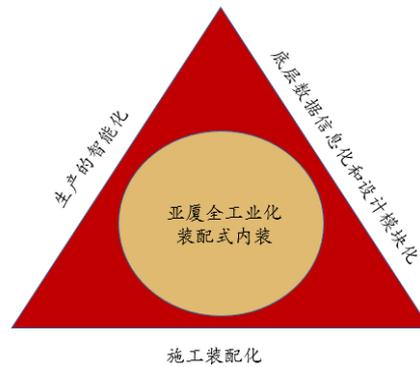
资料来源: Wind, 华西证券研究所

3.2. 装配式装修优势显著, 第七代产品已抢先市场

3.2.1. 三大优势奠定装配式装修发展基石

优势一: 起步早, 体系全: 公司 2012 年就确定了建筑工业化的发展方向, 为今后发展装配式装修奠定了良好的支持, 随后借助 BIM 等技术, 对装配式装修提供技术支持。公司研发投入保持稳定, 经过多年研发, 目前已形成了包括: 1) 底层设计模块; 2) 配套基材生产; 3) 现场装配化施工的完整装配式装修体系, 是行业内极少拥有全体系能力的装配式装修企业。

图 34 公司装配式装修体系完整



资料来源：公司年报，华西证券研究所

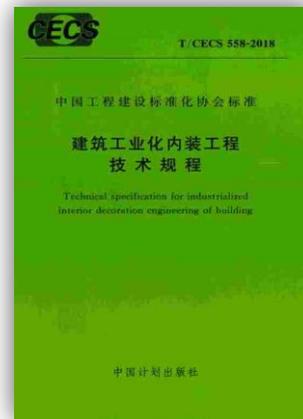
优势二：行业标准制定者：①公司是建筑行业内唯一同时拥有国家住宅产业化基地及国家装配式建筑基地的建筑装饰企业。②公司与业内权威单位共同主编且批准发布《建筑工业化内装技术规程》、《装配式内装工程质量验收规范》、《职业技能考评标准装配式内装工》、《装配式内装评价标准》。公司从技术规程、验收规范到工人职业技能考评标准，作为工业化装配式装修领域的龙头企业，在充分参与对工业化装配式行业制度建设的同时，公司也不断丰富和加强自身技术标准体系建设，充分发挥技术领先优势，产业体系优势，稳固行业领先地位，为推动行业健康发展、有序发展起到示范和引领作用。

图 35 获得中国建筑装饰行业证书



资料来源：公司官网，华西证券研究所

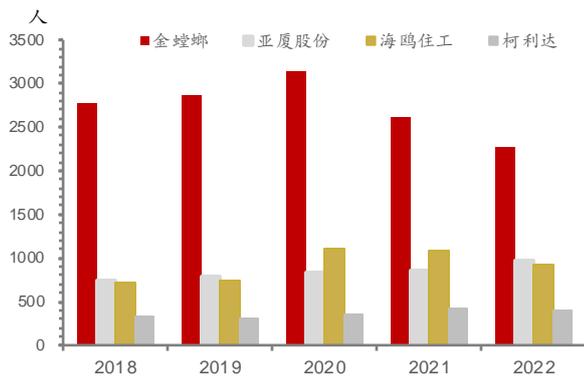
图 36 参编《建筑工业化内装技术规程》等



资料来源：公司官网，华西证券研究所

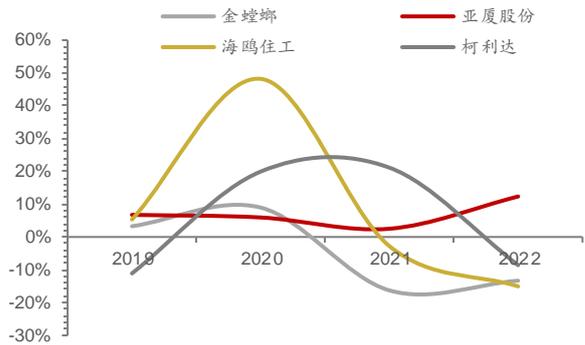
优势三：研发投入较大，有完整的专利体系：截止到 2022 年底，公司共有研发人员 965 名，相较 2018 年增加 224 人，目前虽与行业首位的金螳螂公司相差较大，但研发人员人数增长幅度为行业首位，说明公司重视技术研发，不断对行业龙头发起挑战。并且公司及子公司累计已获得专利 4980 项(发明专利 188 项，海鸥住工为 93 项，金螳螂公司为 430 项)，软件著作权 145 项，取得国家级工法 1 项，省级工法 32 项，累计获得全国建筑装饰科技奖 699 项。

图 37 可比上市公司研发人数



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 38 可比上市公司研发人数同比增速

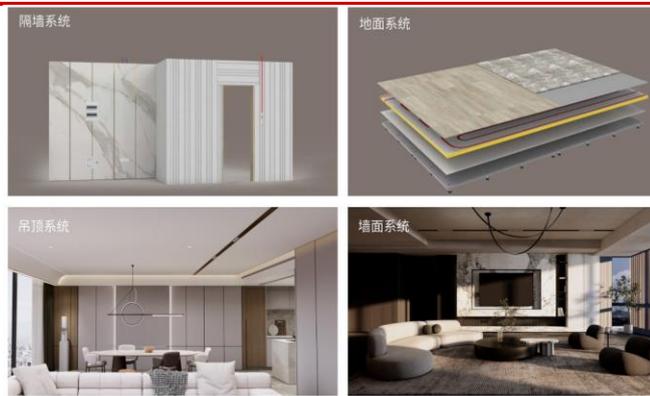


资料来源: Wind, 华西证券研究所

3.2.2. 第七代工业化行业领先，先发优势明显

第七代工业化体系齐全直击行业痛点。2022 年，亚厦推出全新第七代工业化内装产品体系，公司的第七代产品体系覆盖全面，涵盖吊顶、隔墙、墙面、地面五大产品系统为核心的装配式工业化解决方案，为客户提供丰富的品类，完善各功能区域的墙、顶、地的需求，完善厨房和卫浴系统。在产品品质上，公司自主研发的科岩墙面板、琉晶吊顶板、科耐墙面板通过了中国环境标志（II 型）认证、SGS 无醛认证、WELL 符合性申明年度复审，琉晶吊顶板、科岩墙面板通过中国绿色建材三星认证年度复审，成为首批拥有国家级绿色产品认证证书的企业，第七代工业化产品开创行业先河。

图 39 公司第七代工业化产品（墙、顶、地）



资料来源: 公司微信公众号, 华西证券研究所

图 40 公司第七代工业化产品（厨房、卫浴）

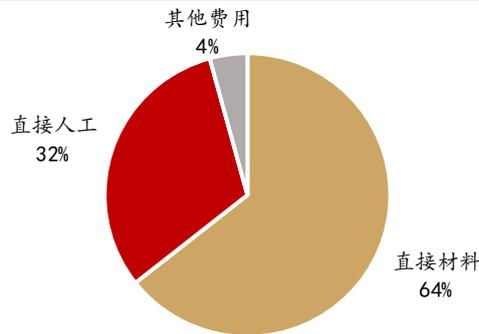


资料来源: 公司微信公众号, 华西证券研究所

工业化有先发优势明显，行业集中度向头部靠拢。我们认为亚厦股份以上的优势使得公司在装配式装修领域拥有较宽的护城河，使得公司成为装配式装修行业的先行者。首先，材料占装修成本的 60% 以上，而目前亚厦基材可以用于吊顶、地面、墙体等部位，通过批量生产，既可以降低成本，也可以缩短供应链周转时间，从而进一步发挥装配式建筑的优势。其次，作为行业标准制定者，公司对于装配式装修的规则及发展方向更加熟悉，此外，公司在装配式装修领域率先设置专利障碍，能够一定程度上迫使竞争对手规避专利，增加成本，而目前装配式装修的主要推广障碍就是表现成本，公司完整的专利体系一定程度上阻碍了小企业的进入，提高了行业门槛。我

们认为，随着产品质量的不断提升，行业壁垒越来越高，我们认为行业集中度能够向头部企业进一步靠拢。

图 41 室内装修成本划分



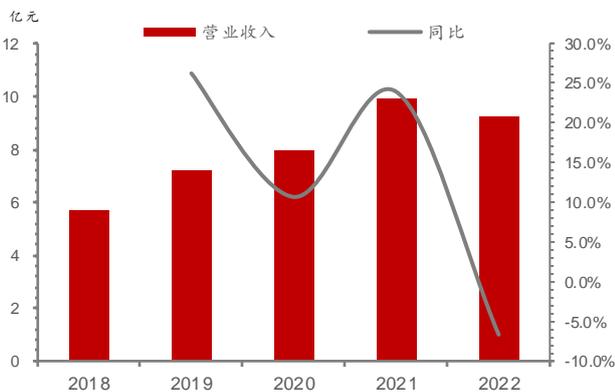
资料来源：金螳螂年报，华西证券研究所

3.3. 积极布局智能建筑，“万安智能”引领新发展

3.3.1. “万安智能”引领公司迈入智能建筑时代

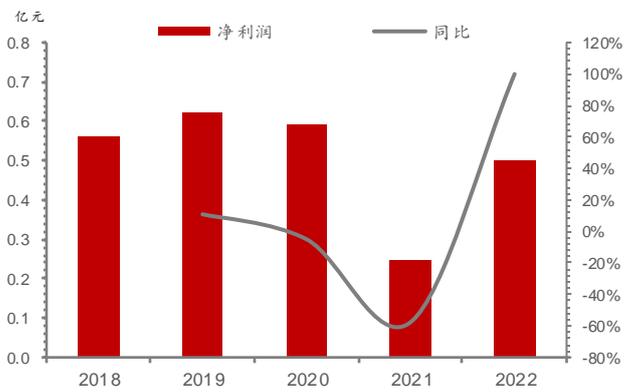
公司控股子公司万安智能（股权占比 65%）业绩总体保持增长。万安智能 2018-2022 年营业收入总体保持增长，由 2018 年的 5.72 亿元增长至 2022 年的 9.24 亿元，CAGR 为 12.74%。净利润较 2018 年整体回落不大，业绩整体呈现波动有升的趋势。

图 42 万安智能营业收入短暂承压



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 43 万安智能净利润逐渐恢复



资料来源：公司年报，华西证券研究所

近年来，智能建筑愈发重视向绿色、健康、高效发展。依托在智能建筑领域的深厚积累，万安智能以物联网平台为核心，以边缘技术和数据可视化等创新技术为抓手，自主研发智能建筑综合管理平台，加载各类场景应用，打造产品矩阵，助力建筑数字化转型，为“城市更新”和“双碳”贡献力量。

图 44 智能建筑综合运营管理平台产品矩阵



资料来源：万安智能公众号，华西证券研究所

智能建筑综合运营管理平台主要由雾天、雾宇、三维可视化数字孪生三部分组成。雾天（IAdapter）物联网平台是万安根据 20 余年智能化工程的项目积累，自主研发的软硬件一体化工业级 IoT 操作系统。雾天致力于将复杂多样的智能化设备通信协议转换输出成标准易用的开放协议，为后续获取智能化设备数据、远程控制智能设备、跨系统联动和业务数据融合打下基础。

图 45 雾天物联网平台



资料来源：万安智能公众号，华西证券研究所

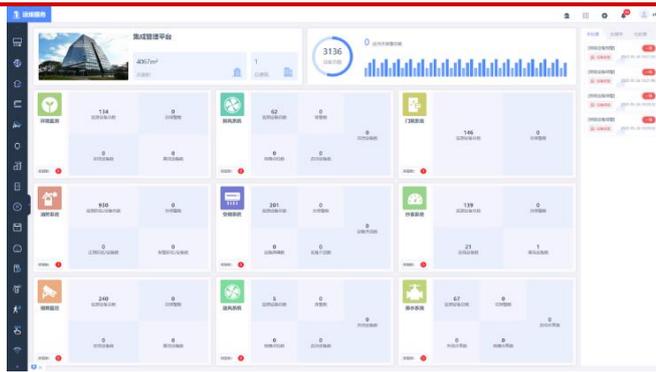
图 46 以雾天为核心的综合性物联网平台。



资料来源：万安智能公众号，华西证券研究所

雾宇泛智能建筑综合管理中台（VIBASE）是自主研发的一款集数据、管理、运维、决策为一体的平台+移动端的智能化综合服务平台产品。VIBASE 基于雾天的 IoT 物联网能力实现设备物联和系统快速接入，以开放生态集成 AI 的能力，利用视频解析、语音解析、大数据分析等技术为传统的 IBMS 智能平台进行 AI 赋能，为智能建筑领域多样化应用场景提供支持。

图 47 雾宇泛智能建筑综合管理中枢



资料来源：万安智能公众号，华西证券研究所

图 48 VIBASE 产品功能



资料来源：万安智能公众号，华西证券研究所

三维可视化平台是基于 Ventuz 引擎开发的大数据可视化交互系统，可基于雾天、VIBASE 或其他集成平台打通数据后落地，提供卓越、流畅的三维建筑展示效果，满足客户决策、指挥、调度、展示、接待等不同场景的使用需要。

表 9 三维可视化详细介绍

研发公司	产品	产品内容
城市级数据呈现	<p>城市底板数字化呈现：基于城市级底板数据，将城市建筑轮廓、道路分布、山川湖泊进行数字化构建，以多种视角对城市风貌进行呈现。</p> <p>城市数据图层叠加：可以叠加人口、交通、安防、医疗、政务服务等数据图层，根据城市数据的展示需要切换显示，直观呈现城市建设成果。</p>	
区域级资源分析	<p>区域数字还原：将项目所在区域周边路网、交通要道、核心建筑群及地标性建筑进行充分还原，还可叠加白天与夜晚、晴天或雨天等环境因素多元呈现。</p> <p>周边资源呈现：将项目周边商场、校园、医院、公共站点、交通枢纽等关键资源进行标注和渲染，凸显项目的区位优势。</p>	
建筑级设备管理	<p>建筑楼层数字结构生成：将建筑每个楼层的结构进行数字化还原，以透视视角在各个楼层间流畅切换，直观展示建筑的每个细节。</p> <p>设备模型位置孪生展示：支持照明、电梯、停车、环境、能耗等多个系统接入，根据设备实际安装位置及模型结构，在三维场景中实现 1:1 还原，设备发出报警时能够第一时间快速锁定位置。</p>	
精细化态势感知	<p>大型建筑中往往会收获来自各种渠道的海量数据，但是人脑消化数据的能力有限。通过可视化平台的数据图表，可以及时洞察数据中的涵义，轻松感知设备、建筑乃至整个城市的综合态势。</p>	

资料来源：万安智能公众号，华西证券研究所

智能运营中心 IOC：万安定义的智能运营中心 IOC 基于物联网技术构建，以需求为先，构建融合业务与技术的框架体系，提供跨部门、跨地域、跨层次、跨行业的

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

协同管理和数据共享产品，可实现对不同范围内的设备体征监测、事件监控、信息报告、综合研判及可视化调度等功能。

2022年，万安智能公司主要进行商业，办公，酒店，医疗等四种类型项目的交付。

表 10 万安智能 2022 年部分优秀项目一览

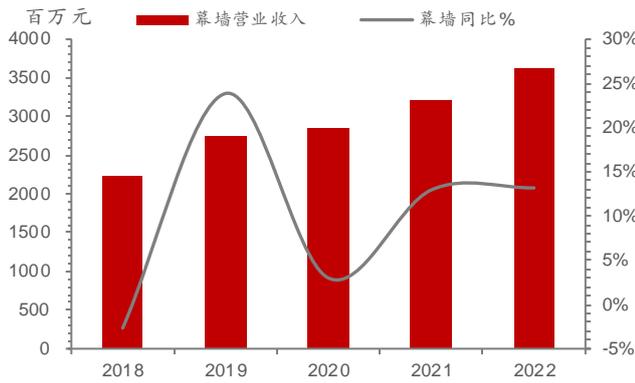
项目分类	项目名称	项目图片
智慧赋能综合体，打造商业新体验	上海·华润苏河湾中心	
聚焦高效与低碳，焕新办公空间	重庆·金科中心	
探索未来酒店，智享旅住时光	三亚·泰康之家海棠湾度假村	
发力智慧医疗，链接康养管理	淮北·淮北市人民医院	

资料来源：万安智能公众号，华西证券研究所

3.4.深耕幕墙，与行业翘楚合作，BIPV 大有可为

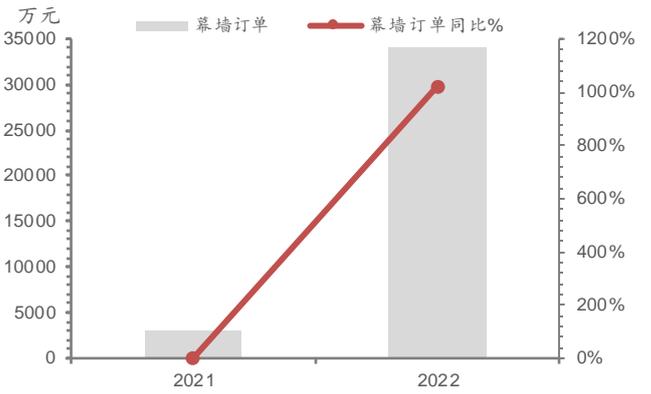
公司幕墙业务稳步推进，BIPV 或成幕墙第二入口。18 年-22 年，公司在幕墙的营业收入保持稳定增速，从 22.92 亿元提升至 36.37 亿元，5 年间复合增速为 10.28%。亚厦幕墙连续 5 年在“中国建筑幕墙行业百强企业第二名”，其综合实力位居行业前列，发挥其在专业施工的技术优势，在行业内已经有众多优质项目，如沈阳华强金廊城市中心项目。同时，公司基于自身在幕墙领域的积累和实力优势，公司与碲化镉光伏薄膜企业龙焱能源科技（杭州）就 BIPV 领域展开深入的合作，即双方共同成立“亚厦-龙焱建筑光伏一体化联合实验室”对建筑资源进行整合，开拓 BIPV 市场。根据公司年报，2022 年公司中标南京中芬合作交流中心、上海市临港新片区顶尖科学家社区 H07-01A 地块等项目，2022 年全年公司已中标 BIPV 项目订单金额为 3.4 亿元，较上年同期增长 1021%，项目订单增速迅猛，为后续强势发展奠定基础。

图 49 18-22 年幕墙收入增速稳定



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 50 22 年 BIPV 订单开始放量



资料来源：公司年报，华西证券研究所

龙焱能源为我国 BIPV 应用的行业领跑者。现已开发出发电墙、发电瓦、发电砖等 8 大类，50 余种可适用于不同建筑应用场景的碲化镉薄膜光伏发电建材产品，可根据不同需求灵活定制颜色、图案、形状、尺寸、透光度等，真正实现光伏发电建材在建筑应用中替代传统建材。减少二氧化碳排放，节约煤炭化石燃料使用的同时，还能有效降低建筑物能耗，使建筑物从“高能耗建筑”向“低能耗建筑”、“近零能耗”乃至“产能建筑”转变，助力中国能源结构转型和建筑行业绿色低碳发展。其产品已成功应用于世界园艺博览会中国馆、雄安新区商务中心、大同能源馆、嘉兴火车站等国内外百余个标志性光伏建筑项目中。

表 11 龙焱能源公司部分产品一览

序号	项目名称	产品分类	项目照片
1	标准薄膜组件 S1,S2,S4	标准薄膜组件	
2	光伏地板砖, 彩色透光组件, 光伏瓦	BIPV 组件	
3	彩异性组件, 光伏隔热组件	其他组件	

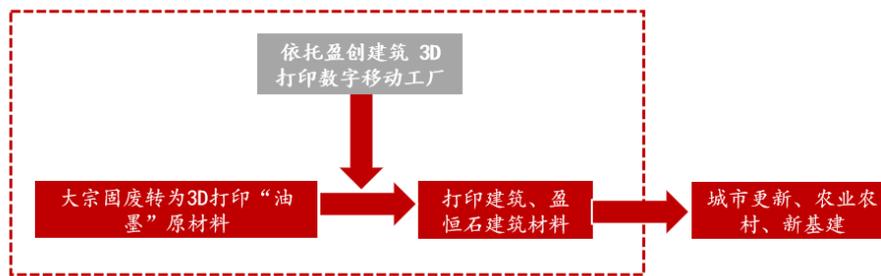
资料来源：龙焱能源官网, 华西证券研究所

3.5.3D 打印建筑抢占先机，控股公司全球领先

公司参股盈创科技 23.52%，3D 打印行业领先。根据公司年报，公司参股全球 3D 建筑打印领先企业—盈创科技（公司参股 23.52%，是全球第一家掌握 3D 建筑打

印的高科技企业), 3D 打印建筑技术为整个建筑体系带来革命, 它将设计、施工、装备、新型材料、应用融合等综合为一个新的体系。该技术将各类固废变成胶凝材料替代水泥。将各类固废研发处置为多达 156 种 3D 打印数字新材料, 可满足各种应用场景的性能需求。盈创科技将固废转变为建筑科技 3D 打印“油墨”原材料, 依托盈创建筑 3D 打印数字移动工厂, 就地打印建筑、盈恒石建筑材料, 并用于城市更新、农业农村、新基建等领域, 如 3D 打印生态护岸、城市景观小品、文旅艺术构筑物、降噪声屏障等市政设施, 将固废转化为建筑行业产值, 还能与当地钢铁、矿山、建筑等行业数字化赋能, 同时, 还可达到节能减碳、资源再生并改善环境的目标, 为实现两山双碳目标、促进全数字建筑转型贡献力量。

图 51 盈创科技 3D 打印流程



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

图 52 3D 打印建筑过程



资料来源: 盈创科技公众号, 华西证券研究所

产品品类丰富, 市场前景未来可期。盈创科技公司研发出一系列运用 3D 打印技术的新型绿色建筑材料 GRG、SRC、盈恒石、FRP、建筑打印油墨和 3D 打印建筑。

表 12 盈创科技产品一览

序号	产品介绍	产品图片
盈恒石	盈恒石是盈创经过多年研发的具有独家发明专利通过流水线生产出来的新型“石材”。具有无机、纤薄、强度高、大尺寸等产品特性, 是一种取之自然、还原自然、超越自然的装饰板材。可用于建筑内的墙面、地面、屋面。	

<p>SRC</p> <p>SRC (特种玻璃纤维增强水泥板), 是盈创为建筑个性化研发的一款产品。也满足建筑的个性化的定制产品。可运用于建筑内外的各种异形装饰构建, 通过结合世界前沿的数字化技术, 使建筑不再局限于材料限制, 让建筑的形式更加多变。</p>	
<p>GRG</p> <p>GRG 全称特殊玻璃纤维增强石膏板, 主要运用于大剧院、体育场、会议厅、商业综合体、高端会所、酒店、售楼处的室内装饰。</p>	
<p>FRP</p> <p>FRP (纤维增强复合材料) 是盈创满足项目大型异形家具而研发出来的室内外个性化定制材料。可以运用于室内外各种个性化家具、景观及功能性产品的制作。</p>	

资料来源: 盈创科技公众号, 华西证券研究所

4. 盈利预测及估值

公司深耕建筑装饰领域, 已成为行业领先企业。在行业进入出清阶段公司的业务集中度不断提升, 我们认为公司主业未来能够实现稳定增长, 即建筑装饰工程和建筑幕墙业务维持稳定增速, 毛利率和净利率有望得到较大修复; 同时, 公司积极开拓新业务, 建筑工业化(装配式装修)在政策和市场环境驱动下获得较快增长, 城中村改造需求带来新的业务增量; BIPV 业务、智能建筑板块、3D 打印等与行业领先企业联手, 是对传统业务的补充以及深入, 有助于实现全产业链发展, 提升公司综合实力。公司不断加大对智能建筑板块的投入, 未来有望从传统建筑装饰公司转向多元化发展、多业务并驾齐驱的公司。

我们预计 2023-2025 年, 公司营收 135.89/ 150.36 /166.83 亿元, 同比增速 12.2%/ 10.7%/ 11.0%, 归母净利润 4.67/ 5.94/ 7.24 亿元, 同比增 150.6%/ 27.3%/ 21.7%; EPS 0.35/ 0.44/ 0.54 元, 对应 7 月 28 日 5.04 元收盘价 14.47/ 11.36/ 9.33x PE。

表 13 盈利预测

(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
建筑装饰工程					
收入	7370	6945	7640	8251	8911
同比%	10.26%	-5.76%	10.00%	8.00%	8.00%
毛利	329	880	1070	1155	1248
毛利率%	4.47%	12.67%	14.00%	14.00%	14.00%
建筑幕墙					
收入	3213	3637	4182	4726	5340
同比%	12.96%	13.19%	15.00%	13.00%	13.00%
毛利	224	369	460	567	641
毛利率%	6.98%	10.14%	11.00%	12.00%	12.00%
智能化系统集成					
收入	831	752	888	1083	1354
同比%	21.45%	-9.49%	18.00%	22.00%	25.00%
毛利	160	142	178	238	338
毛利率%	19.24%	18.89%	20.00%	22.00%	25.00%
装饰制品销售					
收入	336	433	498	563	630
同比%	7.35%	29.00%	15.00%	13.00%	12.00%
毛利	38	36	50	56	63

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

毛利率%	11.27%	8.41%	10.00%	10.00%	10.00%
设计合同					
收入	209	217	249	281	315
同比%	18.36%	3.77%	15.00%	13.00%	12.00%
毛利		57	65	73	82
毛利率%	/	26.51%	26.00%	26.00%	26.00%
营业收入					
收入	12,076	12,116	13,589	15,036	16,683
同比%	11.9%	0.3%	12.2%	10.7%	11.0%
毛利	872	1,523	1,861	2,129	2,411
毛利率%	7.2%	12.6%	13.7%	14.2%	14.5%

资料来源：公司年报，Wind,华西证券研究所

我们选取等企业作为可比公司，可比公司平均估值为 21.13x 2023E PE 及 2.94x PB。由于公司业绩处于稳定增长阶段，我们认为 PE 估值更能反映公司内在价值。首次覆盖给予“买入”评级。

表 14 估值（万得一致预期）

公司	PE	2023E PE
金螳螂	8.63	0.94
江河集团	16.08	1.54
华阳国际	17.73	1.87
广联达	42.09	7.41
平均	21.13	2.94

资料来源：Wind，华西证券研究所

5. 风险提示

需求不及预期：若国内固定资产投资不及预期将带来建筑装饰等领域需求不及预期；

政策推动不及预期：装配式建筑政策推动不及预期；

新产品市场拓展不及预期：如果公司软件产品升级迭代和市场拓展不及预期，则相关产品渗透率可能低于我们预期；

系统性风险：A 股整体走势及估值可能影响公司股价表现。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,116	13,589	15,036	16,683	净利润	203	487	623	762
YoY(%)	0.3%	12.2%	10.7%	11.0%	折旧和摊销	120	84	88	89
营业成本	10,593	11,728	12,907	14,272	营运资金变动	-615	-355	-513	-186
营业税金及附加	50	54	61	67	经营活动现金流	25	451	428	883
销售费用	259	309	337	373	资本开支	-59	-66	-71	-67
管理费用	334	392	434	478	投资	53	-149	-73	-80
财务费用	62	-8	-9	-10	投资活动现金流	-8	-247	-180	-183
研发费用	371	420	465	515	股权募资	38	0	0	0
资产减值损失	-17	-20	-20	-20	债务募资	-45	134	150	152
投资收益	-14	-30	-33	-34	筹资活动现金流	-280	17	46	41
营业利润	248	584	746	917	现金净流量	-263	221	294	740
营业外收支	1	1	1	1	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	248	585	747	918	成长能力				
所得税	45	98	124	155	营业收入增长率	0.3%	12.2%	10.7%	11.0%
净利润	203	487	623	762	净利润增长率	121.0%	150.6%	27.3%	21.7%
归属于母公司净利润	186	467	594	724	盈利能力				
YoY(%)	121.0%	150.6%	27.3%	21.7%	毛利率	12.6%	13.7%	14.2%	14.5%
每股收益	0.14	0.35	0.44	0.54	净利率	1.5%	3.4%	4.0%	4.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	0.8%	2.0%	2.1%	2.6%
货币资金	3,542	3,763	4,057	4,797	净资产收益率 ROE	2.4%	5.8%	6.8%	7.7%
预付款项	164	247	257	279	偿债能力				
存货	2,823	437	3,685	572	流动比率	1.28	1.30	1.27	1.31
其他流动资产	12,648	15,127	15,744	18,375	速动比率	0.51	0.63	0.51	0.64
流动资产合计	19,178	19,573	23,743	24,023	现金比率	0.24	0.25	0.22	0.26
长期股权投资	153	138	125	113	资产负债率	65.7%	64.5%	67.7%	65.4%
固定资产	819	794	768	743	经营效率				
无形资产	229	220	212	202	总资产周转率	0.52	0.58	0.58	0.59
非流动资产合计	4,003	4,157	4,242	4,333	每股指标 (元)				
资产合计	23,180	23,731	27,984	28,356	每股收益	0.14	0.35	0.44	0.54
短期借款	1,896	2,018	2,158	2,306	每股净资产	5.71	6.05	6.49	7.03
应付账款及票据	10,900	10,849	14,148	13,442	每股经营现金流	0.02	0.34	0.32	0.66
其他流动负债	2,229	2,228	2,410	2,573	每股股利	0.01	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	15,025	15,094	18,715	18,321	估值分析				
长期借款	10	10	10	10	PE	36.00	14.47	11.36	9.33
其他长期负债	189	201	211	215	PB	0.77	0.83	0.78	0.72
非流动负债合计	198	211	221	225					
负债合计	15,223	15,305	18,936	18,545					
股本	1,340	1,340	1,340	1,340					
少数股东权益	300	321	349	388					
股东权益合计	7,957	8,426	9,048	9,811					
负债和股东权益合计	23,180	23,731	27,984	28,356					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

金兵：建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。